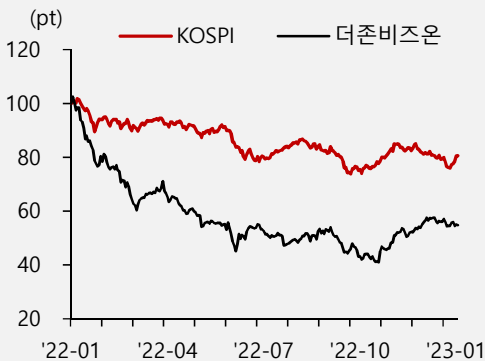


N/R

목표주가	- 원
현재주가	37,150 원
Upside	- %
Key Data	2023년 1월 10일
산업분류	코스피 서비스
KOSPI(pt)	2,351.31
시가총액 (억원)	11,287
발행주식수 (천주)	30,383
외국인 지분율 (%)	22.9
52 주 고가 (원)	66,700
저가 (원)	27,800
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.6
주요주주 (%)	
더존홀딩스	28.4
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-3.1 2.9 -45.5
상대주가	-1.6 2.9 -32.1

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 김민정
mjkim3@leading.co.kr
+822-2009-7315

더존비즈온(012510)

'23 년은 주주가치 우선의 해

기업 개요

1977/8 설립, 1988/10 (주)대동 상장. 2006/6 더존비즈온으로 상호 변경. 2009 년 더존디지털 웨어, 더존다스 합병으로 2010 년 연결 매출 1,174 억원 달성. 2014 년 더존에스엔에스, 뉴턴스 합병으로 2015 년 연결 매출 1,577 억원 시현. ERP, IFRS 솔루션, 그룹웨어, 정보보호, 전자세금계산서 등 기업정보화 소프트웨어 분야에 필요한 Solution/Service 제공. 2011 년 강촌에 'D-클라우드센터' 구축, 클라우드 서비스 개시.

주요 Check Point

1. '22 년 연간 실적 전망 : 3 분기까지 누적 실적은 매출 2,280 억원으로 전년비 2.6% 감소, 영업이익은 379 억원으로 31.2% 감소하였다. 동사의 매출은 '15~'20 년 5 년간 연평균 성장률이 14%에 달하는 고성장을 시현해 왔으나 '21 년 4% 증가, '22 년은 전년 수준에 그칠 전망이다. 고객(=기업) 규모(=종업원 수)에 따라 서비스 유형을 구분(표 1) 참조하는데 ①대형 고객向 Extended ERP 는 경기 악화로 수요 약화 ②소형 고객向 Lite ERP 의 경우 정부지원 사업인 K-바우처 예산 축소에 따라 'WEHAGO' 서비스 신규 고객 유입 저하 등이 매출 부진에 영향을 미쳤다(③중형 고객向 Standard ERP 는 '21 년 출시한 'Amaranth10' 호조로 실적 선방). 코로나 영향으로 인한 대형 구축 프로젝트 지연, 개발자 이탈 등 원가/비용 상승요인이 발생, '22 년 연간 영업이익은 전년비 24% 감소한 540 억원 수준에 그칠 전망이다. 영업이익률은 '20 년 25%에서 '22 년 17%까지 하락할 것으로 예상된다.

2. '23 년은 수익성 개선 가능 : '22 년 부진한 실적을 기록했지만 '23 년은 다시 성장과 수익개선 국면에 재진입할 것으로 보여진다. 가능성은 다음과 같다. ①대형 고객向 Extended ERP 사업에서 그룹사/대기업 도입이 확산되고 있어 외산업체(SAP 코리아, Oracle)가 주도하던 시장에서 M/S 점진적 확보 예상 ②소형 고객向 Lite ERP 사업에서 클라우드형 서비스나 클라우드형+부가기능의 플랫폼서비스 'WEHAGO'로 아직 전환되지 않은 매출(Lite 중 33%, ~3Q22 매출 기준)을 ARPU 높은 클라우드형으로 전환 가능 ③중형 고객向 Standard ERP 사업 역시 클라우드형 'Amaranth10'으로 전환 및 일회성 매출인 라이선스보다는 구독 매출형태인 유지보수/사용료 증가 등으로 수익성 개선 가능하다는 점이다.

3. 안정적 국면에 들어선 비즈니스 모델, 적극적인 주주가치 증대 필요 : 한편 동사는 지난 해 6 월 500 억원(143 만 주)에 이어 11 월에도 약 500 억원 규모 자사주 매입(~1/31)을 진행 중이다. 지난 21 년에는 보유 자사주 723 억원(62 만주)을 사업역량 강화를 위한 전략적 파트너 관계를 구축하기 위해 신한은행에 매각한 바 있다. 이번 자사주 매입을 통해서도 In-organic 성장을 위한 전략적 제휴나 M&A 등에 투자될 가능성이 높다고 판단되는데, 현재 추진 중인 신규 비즈니스와 적극적으로 연계되어야 할 것이다. 또한 고성장의 시기가 지나고 대규모 투자 등이 일단락되면서 안정적인 현금흐름을 창출하는 비즈니스 모델인 만큼, '21 년까지 5 개년 동안 약 30%선을 유지해 온 배당성향(주당 배당금 약 400~470 원)을 꾸준히 증가시킬 필요가 있다고 판단된다.

구분	2017	2018	2019	2020	2021
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,065	3,187
영업이익 (억원)	505	540	668	767	712
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	25.0	22.3
지배순이익 (억원)	392	421	506	568	537
PER (배)	25.5	36.6	47.5	55.1	41.3
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	8.0	4.5
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	15.1	12.1
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	1,909	1,772

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 사업부문별 현황

(단위: 억원)

Line Up (누적고객수)	종업원수 기준	서비스명		매출/매출비중 (2021년 기준)	CAGR (19-21)	YOY (~3Q22)	특이사항
		PC설치형	Cloud형				
Extended (4,000~)	100인 이상	ERPiU, ERP10	-	712 (22%)	5.1%	-5.2%	<ul style="list-style-type: none"> 100인 이상 기업의 경우 자체 시스템 보유로 우리 서비스는 대부분 PC설치형 기업경기 악화로 '-' 성장세 전환
Standard (16,000~)	50~100인	iCUBE	Amaranth10	1,239 (39%)	12.0%	7.1%	<ul style="list-style-type: none"> Cloud형 비중 8% (전체 매출 중) Amaranth10* 비중은 4% (전체 매출 중) Amaranth10(21년 출시) 효과와 그룹웨어 성장으로 성장세 지속
Lite (110,000~)	5~50인	Smart A	WEHAGO	975 (31%)	6.2%	-12.6%	<ul style="list-style-type: none"> Cloud형 비중 8% (전체 매출 중) WEHAGO* 비중 8% (전체 매출 중) 실적부진 원인 : K-바우처(정부지원사업**) 예산 '20 2,800억 → '21 2,100억 → '22 400억 → '23 100억원으로 축소 Cloud형으로 100% 전환 목표
기타	H/W, 모바일, 해외매출, 임대매출, 연결매출 등			261 (8%)	41.8%	-1.8%	

주 : *는 Cloud 서비스 + 부가기능 포함, **정부지원사업은 前 정부의 뉴딜정책 일환으로 코로나 국면 중소기업 비대면서비스 확장 관련 지원정책 중 하나
 자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

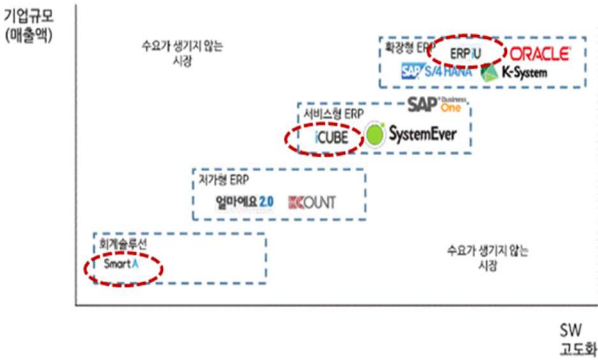
표 2. 더존비즈온 분기 및 연간 실적 Summary

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	~3Q21	~3Q22	2020	2021	2022E	comment
매출	758	806	775	848	757	749	774	2,340	2,280	3,065	3,187	3,166	• 전년과 유사 or 소폭 역성장 예상
YoY, %	6.5	10.2	6.1	-4.8	-0.2	-7.2	-0.1	-	-2.6	16.7	4.0	-0.7	
- Extended	165	180	175	192	173	140	180	520	493	629	712		~3Q22 YOY -Extended -5.2% -Standard +7.1% -Lite -12.6% -Others -1.8%
- Standard	291	309	300	340	322	322	318	899	963	1,119	1,239		
- Lite	240	258	243	234	209	230	209	742	648	993	975		
- Others	62	60	57	82	52	57	67	179	176	324	261		
매출원가	402	431	431	500	440	442	463	1,264	1,346	1,372	1,764	1,869	• Cloud형 ERP 구축 초기, 유지/보수 매출 창출 前 국면이라 원가를 '20 45% → '22E 59%까지 큰 폭 상승
% to Sales	53.0	53.4	55.7	59.0	58.2	59.1	59.8	54.0	59.0	44.8	55.3	59.0	
매출총이익	357	376	344	348	316	306	311	1,076	934	1,693	1,424	1,297	• 인건비, 지급수수료 증가, 손실보상충당금 등 실적 영향
GPM	47.0	46.6	44.3	41.0	41.8	40.9	40.2	46.0	41.0	55.2	44.7	41.0	
판관비	181	172	172	187	174	185	196	525	555	926	712	759	• '22E 16~18% OPM 예상 • '23E Cloud형 전환 등 20% 복귀 목표
% to Sales	23.9	21.3	22.2	22.1	23.0	24.7	25.3	22.4	24.3	30.2	22.3	24.0	
영업이익	175	204	172	160	143	122	115	551	379	767	712	539	
YoY, %	7.4	16.2	6.7	-40.0	-18.7	-40.4	-33.2	-	-31.2	14.9	-7.2	-24.3	
OPM	23.1	25.3	22.2	18.9	18.8	16.3	14.8	23.6	16.6	25.0	22.3	17.0	
지배주주순이익	100	201	109	128	97	77	75	410	249	568	537	358	
YoY, %	-2.9	66.9	-2.5	-45.3	-3.1	-61.7	-31.0	-	-39.2	12.3	-5.5	-33.4	
NPM	13.2	24.9	14.0	15.1	12.9	10.3	9.7	17.5	10.9	18.6	16.9	11.3	

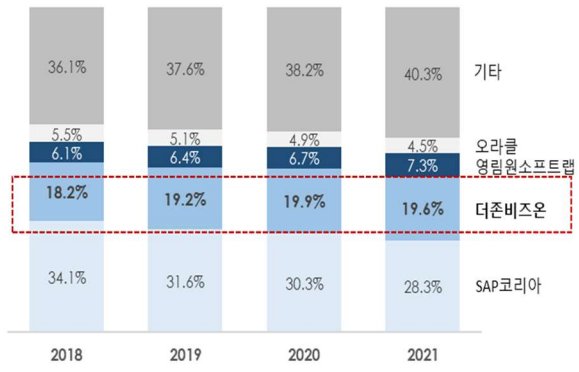
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 1. 국내 ERP 경쟁구도



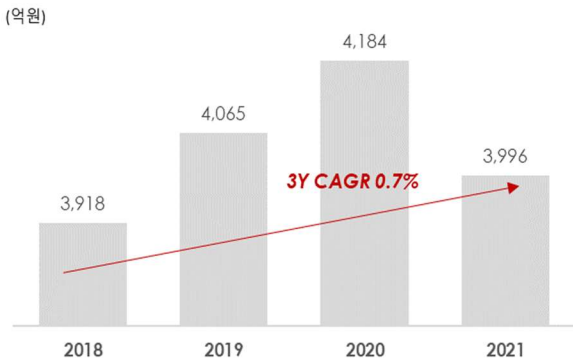
주 : 회계솔루션 Smart A 표시가 더존비즈온 ERP 서비스
 자료: 사업보고서, 영림원소프트랩

그림 2. M/S 추이



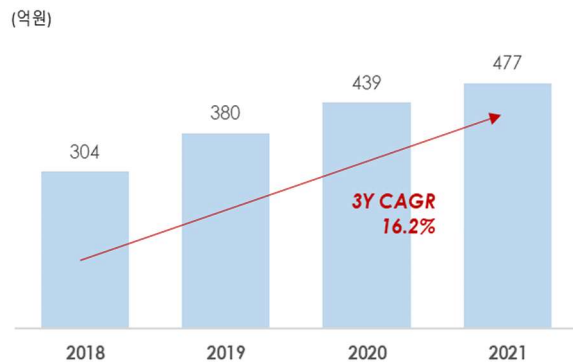
주 1 : Extended ERP 분야 신규계약 매출 기준
 주 2 : 기타에는 비전트로, Microsoft 등이 있음
 자료: 영림원소프트랩, 한국 IDC, 2020, 국내 ERP 어플리케이션 매출

그림 3. SAP 코리아 실적추이



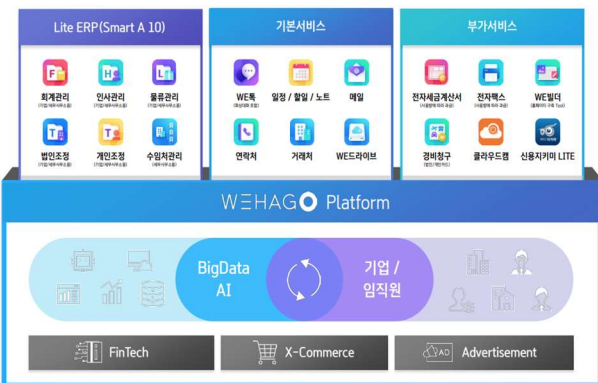
자료: 감사보고서, 리딩투자증권

그림 4. 영림원소프트랩 실적 추이



자료: 사업보고서, 리딩투자증권

그림 5. 더존비즈온 Lite ERP : WEHAGO Platform
 -온라인 비즈니스 플랫폼



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권

표 3. 더존비즈온 신규 사업

-WEHAGO 를 통해 축적한 Big Data 를 AI 가 학습/분석/예측하여 신규 수익모델 창출

사업	내용
핀테크 매출채권유동화	• 구매자-거래자 상거래 상 매출채권에 대해 i) 진성거래판별시스템 ii) 거래위험 평가모형 iii) 신용평가정보 등 활용, Factoring사와 연계, 채권유동화
기업정보조회	• 21/10 기업정보조회업 라이선스 취득 • 추가로 기업등급제공업 & 기술신용평가업 라이선스 취득 예정 • 중소기업 정확한 평가 통해 금융서비스 제공 & 경쟁력 강화
X-Commerce Platform	• 도소매유통, MRO마켓플레이스, 미디어커머스 등 다양한 이커머스 형태에 원스톱 토탈서비스 제공
Healthcare Eco-system	• 의료 빅데이터플랫폼, 기업도시(의료 클러스터) ↔ 병원, 공공기관, 국민(환자) 사이 Care Network

자료: 더존비즈온, 리딩투자증권

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
자산총계	2,743	2,787	7,270	8,041	9,003
유동자산	1,229	1,493	1,020	1,440	2,251
현금및현금성자산	526	442	337	629	413
단기금융자산	253	637	137	230	1,094
매출채권및기타채권	341	379	485	453	541
재고자산	11	16	15	15	21
비유동자산	1,514	1,294	6,250	6,601	6,753
장기금융자산	82	78	76	73	157
관계기업투자자산	0	0	0	0	19
유형자산	1,035	836	3,420	3,502	3,452
무형자산	290	280	310	402	542
부채총계	919	965	3,640	4,061	3,986
유동부채	867	891	951	1,246	3,854
단기차입부채	283	183	204	207	2,707
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	193	245	246	305	290
비유동부채	51	74	2,689	2,815	132
장기차입부채	6	3	2,513	2,546	26
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,824	1,822	3,630	3,980	5,017
지배주주지분*	1,810	1,794	3,597	3,937	4,945
비지배주주지분	15	28	33	43	73

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	2,044	2,269	2,627	3,065	3,187
매출원가	841	999	1,134	1,372	1,764
매출총이익	1,204	1,271	1,493	1,693	1,424
판매비와관리비	698	731	825	926	712
영업이익	505	540	668	767	712
EBITDA	662	703	886	1,031	1,000
비영업손익	-23	21	-4	-38	6
이자수익	5	7	12	3	9
이자비용	8	7	28	73	72
배당수익	0	1	0	0	0
외환손익	-9	4	6	-1	1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-11	17	5	33	68
세전계속사업이익	482	561	664	730	718
법인세비용	85	136	154	151	174
연결실체별동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	397	425	510	579	544
지배주주순이익*	392	421	506	568	537
비지배주주순이익	5	4	4	11	7
기타포괄손익	2	-26	-18	-75	14
총포괄손익	399	399	493	504	558

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동으로인한현금흐름	501	621	615	1,054	607
당기순이익	397	425	510	579	544
현금유입(유출)이없는수익	307	326	453	516	623
자산상각비	157	163	218	264	289
영업자산부채변동	(121)	(12)	(203)	181	(310)
매출채권및기타채권	(49)	(45)	(107)	31	(109)
재고자산감소(증가)	2	(5)	1	(0)	(6)
매입채무및기타채무	3	10	6	18	(16)
투자활동현금흐름	(236)	(201)	(4,643)	(573)	(1,290)
투자활동현금유입액	168	475	1,477	194	148
유형자산	9	393	1	2	2
무형자산	13	12	1	0	4
투자활동현금유출액	404	676	6,120	767	1,438
유형자산	332	183	5,039	411	163
무형자산	45	51	72	120	195
재무활동현금흐름	(115)	(505)	3,923	(188)	466
재무활동현금유입액	0	218	4,091	7	742
단기차입부채	0	180	0	0	0
장기차입부채	0	0	2,500	0	0
재무활동현금유출액	29	604	37	41	109
단기차입부채	22	280	0	0	0
장기차입부채	7	3	35	37	30
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	(4)	0	(0)	(1)	1
현금변동	146	(85)	(105)	292	(216)
기초현금	380	526	442	337	629
기말현금	526	442	337	629	413

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,319	1,418	1,706	1,909	1,772
BPS*	6,098	6,046	12,122	13,223	16,308
CFPS	1,688	2,094	2,074	3,539	2,003
SPS	6,890	7,648	8,852	10,293	10,513
EBITDAPS	2,232	2,370	2,987	3,462	3,299
DPS (보통,현금)	400	450	470	450	450
배당수익률 (보통,현금)	1.2	0.8	0.6	0.4	0.6
배당성향 (보통,현금)	30.3	31.1	30.3	29.5	30.7
PER*	25.2	36.6	47.5	55.1	41.3
PBR*	5.5	8.6	6.7	8.0	4.5
PCFR	19.7	24.8	39.1	29.7	36.5
PSR	4.8	6.8	9.2	10.2	7.0
EV/EBITDA	14.9	21.9	29.6	32.2	23.3
재무비율					
매출액증가율	15.7	11.0	15.7	16.7	4.0
영업이익증가율	31.5	6.9	23.7	14.9	-7.2
지배주주순이익증가율*	40.5	7.2	20.0	13.5	-6.0
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	55.2	44.7
영업이익률	24.7	23.8	25.4	25.0	22.3
EBITDA이익률	32.4	31.0	33.7	33.6	31.4
지배주주순이익률*	19.4	18.7	19.4	18.9	17.1
ROA	19.8	19.5	13.3	10.0	8.4
ROE	23.5	23.4	18.8	15.1	12.1
ROIC	37.3	39.2	23.8	17.8	15.4
부채비율	50.4	53.0	100.3	102.0	79.4
차입금비율	15.8	10.2	74.8	69.2	54.5
순차입금비율	-25.5	-49.0	61.8	47.6	24.5

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

자료: 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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 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 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)

일자	2023-1-11
투자의견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

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

산업

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

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.12.31)

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