더존비즈온(012510.KS) 매수(유지)

질적 성장은 계속된다

통신/소프트웨어 담당 정원석
T.02)2004-9092/ jeong.won-seok1@shinyoung.com

현재주가(5/9) 60,800원
목표주가(12M, 유지) 85,000원

Valuation Indicator

(배,%,원)	24A	25F	26F
PER	34.1	30.1	26.1
PBR	3.2	2.4	2.2
EV/EBITDA	15.7	12.4	11.4
ROE	12.2	11.3	12.0
DPS	477	500	580

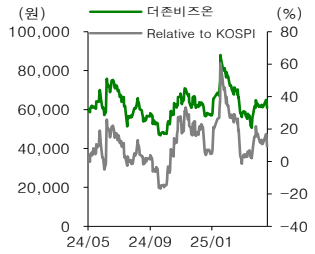
Key Data (기준일: 2025. 5. 9)

KOSPI(pt)	2577.27
KOSDAQ(pt)	722.52
액면가(원)	500
시가총액(억원)	18,473
발행주식수(천주)	31,478
평균거래량(3M,주)	272,947
평균거래대금(3M, 백만원)	17,813
52주 최고/최저	88,000 / 46,700
52주 일간Beta	0.2
배당수익률(25F,%)	1.0
외국인지분율(%)	11.9
주요주주 지분율(%)	
김용우 외 10 인	22.8 %
신한밸류업제일차	10.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.4	-29.1	-1.5	14.1
KOSPI대비 상대수익률	7.1	-30.6	-2.1	20.0

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 전체 매출 대비 클라우드 매출 비중은 2025년 4분기 기준 42.5%까지 상승할 것으로 전망

1Q25 Review: 별도 기준으로는 뛰어난 실적

- 2025년 1분기 연결 매출액은 전년 동기 대비 4.4% 증가한 986억원, 영업이익은 전년 동기 대비 19.0% 증가한 216억원을 기록함. 영업이익 기준으로 시장 기대치를 약 3% 하회함.
- 별도 부문의 경우 클라우드 통합 플랫폼 제품으로의 전환이 계속됨에 따라 Lite ERP, Standard ERP 부문을 중심으로 양호한 실적을 기록함. 특히 WEHAGO의 경우 이번 분기에 633개 고객사를 추가 확보함에 따라 매출이 전년동기 대비 30.3% 증가하였고, WEHAGO를 포함한 Lite ERP 부문 매출액도 두 자릿수 성장률을 회복했다는 점이 가장 긍정적.
- 그러나 전자신문사, 더존비엔에프 등 연결자회사들의 실적은 부진했음. 1분기 연결 자회사들의 매출 기여분은 전년동기대비 17.5% 하락한 80억원을 기록함.

2025년 모멘텀은 ONE AI와 Omni Esol

- 2025년 예상 매출액은 전년 대비 7.7% 증가한 4,331억원, 예상 영업이익은 전년 대비 12.7% 증가한 992억원을 기록할 것으로 전망함. WEHAGO, Amaranth 10 매출 비중 확대와 ONE AI 도입에 따라 고객 당 매출 증가 효과는 지속될 것으로 기대됨. 비용 측면에서도 생성형 AI를 활용한 개발 툴을 확대 적용하여 외주 용역비용을 지속 절감할 수 있을 것으로 전망함.
- 제주은행과의 디지털 금융 사업이나, 일본법인 제노랩을 통한 추가적 매출 성장은 2026년부터 본격화될 것으로 예상되지만, 올해는 ONE AI와 Omni Esol 고객사 확대라는 모멘텀이 존재함. ONE AI는 1분기 기준 3,745개 고객사를 확보하였으며, 현재까지도 고객사들의 추가 도입이 지속되고 있는 것으로 파악됨.

투자의견 매수 및 목표주가 85,000원 유지

- 1분기 잠정실적 실적 공개 후 실망감에 주가는 약 6.0% 하락함. 비록 실적은 시장 기대치를 소폭 하회했음에도, 동사의 주요 투자포인트는 전혀 훼손되지 않고 있다고 판단함. 투자의견 매수 및 목표주가 85,000원을 유지.

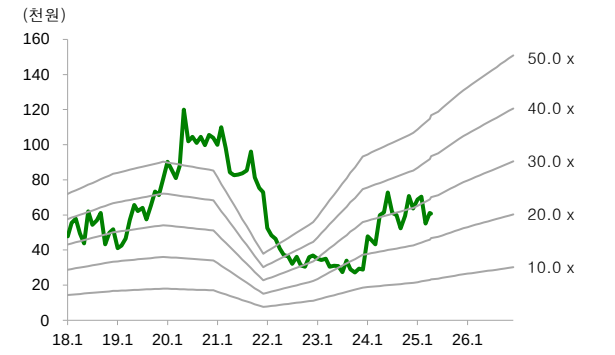
도표 1. 더존비즈온 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
영업수익	94.4	99.4	97.0	111.5	98.6	105.9	106.7	121.9	402.3	433.1	476.6
YoY	16.0%	17.0%	14.5%	7.6%	4.4%	6.5%	10.0%	9.4%	13.5%	7.7%	10.0%
<부문별 매출액>											
Lite ERP	22.5	23.3	22.6	24.6	24.9	25.1	25.3	27.2	93.0	102.5	112.9
스마트A	7.5	7.1	6.9	6.3	5.7	5.8	5.1	4.7	27.9	21.4	14.0
WEHAGO	12.6	13.9	13.4	15.9	16.5	16.9	17.9	20.1	55.8	71.3	88.7
Standard ERP	27.5	30.0	28.2	32.1	29.6	33.0	33.2	38.5	117.8	134.2	155.7
Icube	9.6	8.1	7.6	6.9	6.8	6.7	6.4	6.1	32.2	26.0	22.6
그룹웨어	7.7	6.6	6.7	6.1	6.0	5.7	5.4	5.1	27.1	22.1	18.9
Amaranth 10	8.5	13.6	12.6	17.9	16.1	20.0	20.8	26.7	52.6	83.5	112.5
Extended ERP	21.0	20.1	22.5	22.8	22.0	21.7	24.3	24.5	86.5	92.6	98.2
라이선스	15.3	14.2	16.5	16.4	15.5	15.1	17.5	17.5	62.4	65.5	69.0
유지보수	5.7	5.9	6.1	6.4	6.5	6.7	6.9	7.0	24.1	27.0	29.2
기타	23.4	26.0	23.7	31.9	22.1	26.0	23.9	31.8	105.1	103.8	103.8
<부문별 매출액 YoY>											
Lite ERP	5.5%	5.1%	-6.3%	3.0%	10.6%	7.6%	12.0%	10.5%	1.6%	10.2%	10.1%
스마트A	-31.5%	-26.4%	-17.4%	-27.1%	-24.8%	-18.6%	-25.3%	-24.8%	-26.1%	-23.3%	-34.6%
WEHAGO	56.3%	34.4%	-1.5%	23.2%	30.3%	21.7%	33.6%	26.4%	24.2%	27.9%	24.3%
Standard ERP	3.3%	10.7%	19.3%	11.0%	7.5%	10.1%	17.6%	19.8%	10.8%	13.9%	16.0%
Icube	-22.3%	-27.0%	-18.8%	-35.6%	-29.1%	-17.7%	-15.3%	-11.4%	-26.0%	-19.2%	-13.3%
그룹웨어	-19.9%	-31.1%	-14.1%	-28.8%	-22.5%	-14.8%	-19.3%	-15.1%	-23.8%	-18.2%	-14.7%
Amaranth 10	252.7%	202.1%	160.3%	126.6%	90.4%	46.9%	64.5%	49.2%	167.6%	58.9%	34.6%
Extended ERP	6.2%	-3.0%	4.4%	10.4%	4.9%	8.1%	8.1%	7.1%	4.5%	7.1%	6.1%
라이선스	6.1%	-4.4%	4.0%	10.2%	1.6%	6.3%	6.1%	6.4%	4.0%	5.1%	5.3%
유지보수	6.4%	0.5%	5.3%	11.1%	13.8%	12.4%	13.4%	8.9%	5.8%	12.1%	8.0%
기타	71.1%	74.0%	54.1%	6.2%	-5.5%	0.1%	0.9%	-0.2%	25.4%	-1.2%	0.0%
영업이익	18.1	20.4	20.1	29.4	21.6	22.7	21.9	33.1	88.1	99.2	112.5
YoY	21.3%	19.1%	29.4%	18.9%	19.0%	11.0%	9.2%	12.4%	21.7%	12.7%	13.4%
OPM	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	21.9%	21.4%	20.5%	27.1%	21.9%	22.9%	23.6%
지배순이익	15.9	11.1	11.4	20.3	12.4	12.5	13.0	25.5	58.8	63.5	73.3
YoY	103.7%	22.6%	45.8%	94.4%	-21.8%	12.8%	14.0%	25.5%	67.2%	8.1%	15.5%
NPM	16.9%	11.2%	11.8%	18.2%	12.6%	11.8%	12.2%	20.9%	14.6%	14.7%	15.4%

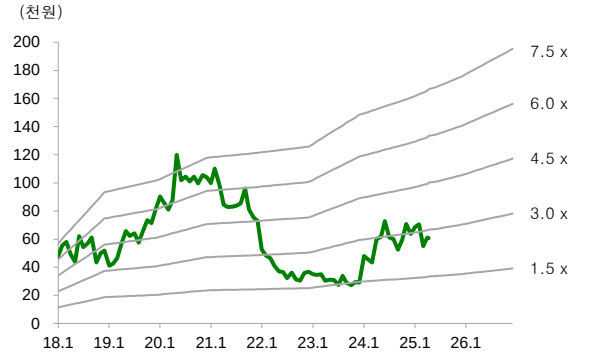
자료: 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 2. 더존비즈온 PER Band Chart



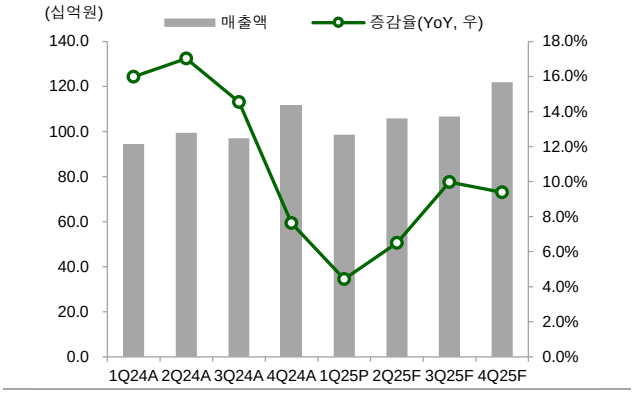
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 3. 더존비즈온 PBR Band Chart



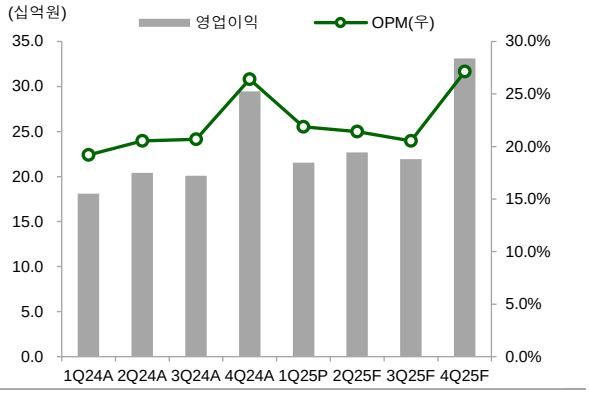
자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 더존비즈온 매출 추이 및 전망



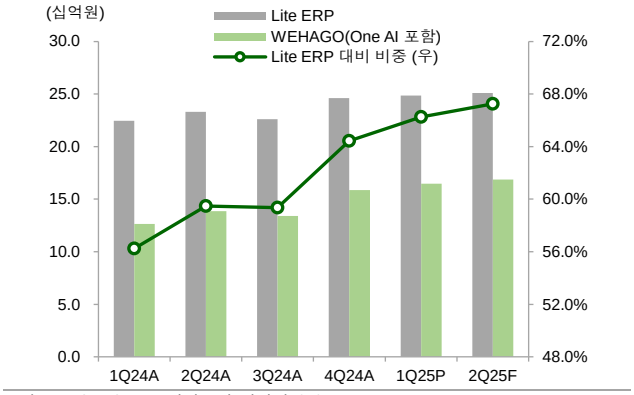
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 5. 더존비즈온 영업이익 추이 및 전망



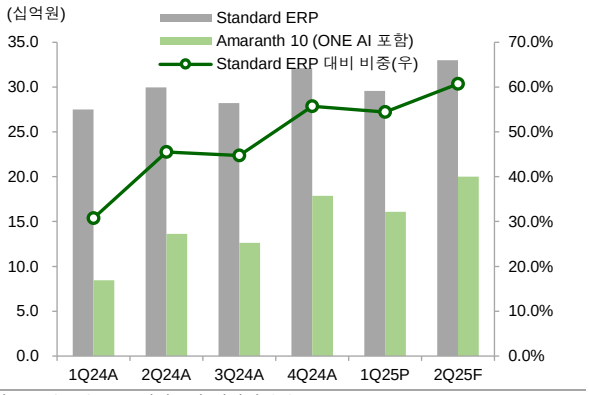
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 6. 더존비즈온 Lite ERP 부문 매출 추이 및 전망



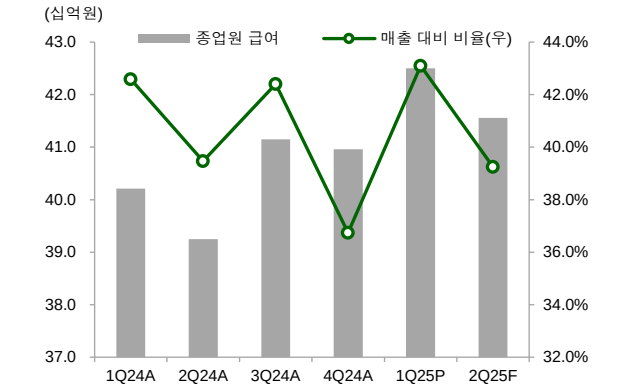
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 7. 더존비즈온 Standard ERP 부문 매출 추이 및 전망



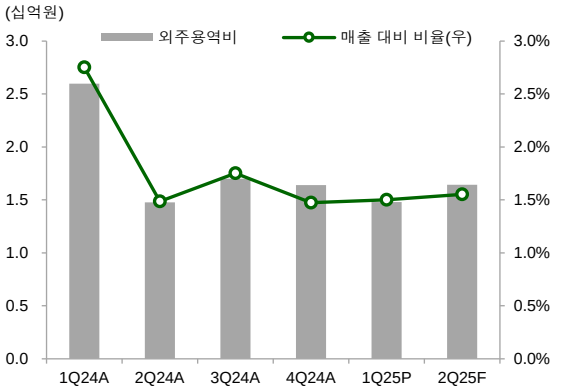
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 8. 더존비즈온 인건비 추이 및 전망



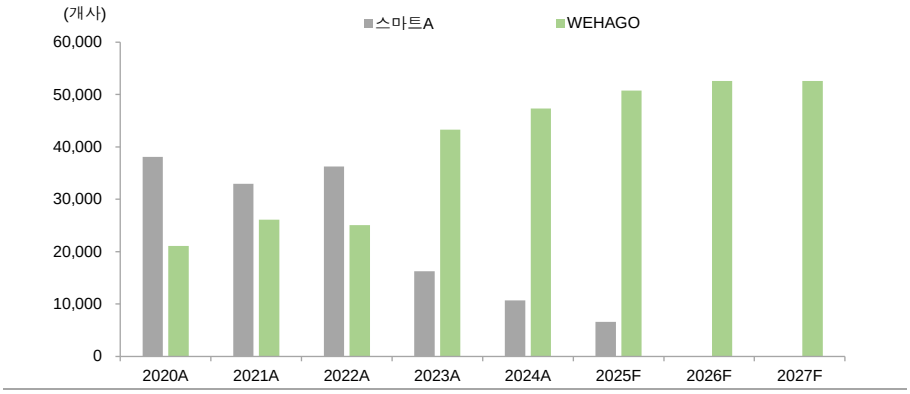
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 9. 더존비즈온 외주용역비 추이 및 전망



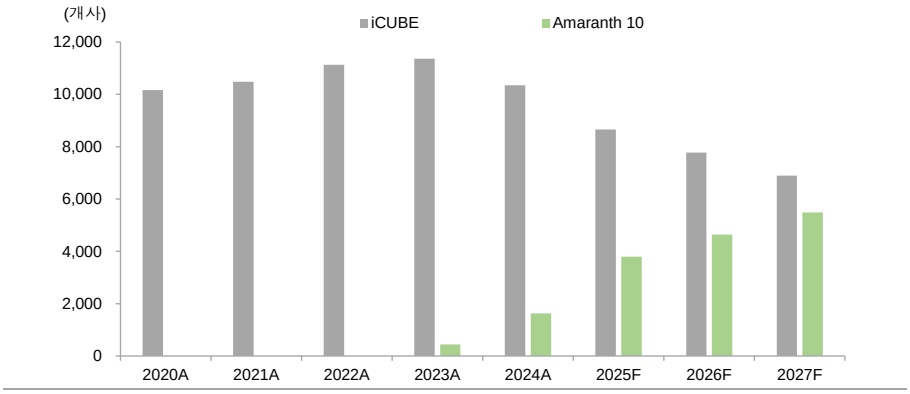
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 10. 더존비즈온 Lite ERP 유지보수 고객사 연간 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. 더존비즈온 Standard ERP 유지보수 고객사 연간 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 12. 더존비즈온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	가치	비고
Fwd 12M 지배순이익	66.5	12개월 예상 지배순이익
유통주식수(백만주)	30	
Fwd 12M EPS	2,187	
Target PER	39	2024년 SAP, INTU, HUBS 평균 멀티플을 20% 할인
적정주가(원)	85,306	
목표주가(원)	**85,000**	
현재주가(원)	60,800	
상승여력	39.8%	

자료: 신영증권 리서치센터

더존비즈온(012510.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,536**	**4,023**	**4,331**	**4,766**	**5,232**
증가율(%)	16.2	13.8	7.7	10.0	9.8
매출원가	**2,008**	**2,183**	**2,324**	**2,535**	**2,768**
원가율(%)	56.8	54.3	53.7	53.2	52.9
매출총이익	**1,528**	**1,840**	**2,007**	**2,232**	**2,464**
매출총이익률(%)	43.2	45.7	46.3	46.8	47.1
판매비와 관리비 등	**837**	**959**	**1,015**	**1,106**	**1,208**
판관비율(%)	23.7	23.8	23.4	23.2	23.1
영업이익	**691**	**881**	**992**	**1,125**	**1,256**
증가율(%)	51.9	27.5	12.6	13.4	11.6
영업이익률(%)	19.5	21.9	22.9	23.6	24.0
EBITDA	**1,058**	**1,254**	**1,349**	**1,406**	**1,477**
EBITDA마진(%)	29.9	31.2	31.1	29.5	28.2
순금융손익	**-146**	**-23**	**-82**	**-80**	**-93**
이자손익	-137	-140	-142	-140	-138
외화관련손익	2	0	0	0	0
기타영업외손익	**-83**	**109**	**-102**	**-113**	**-125**
종속및관계기업 관련손익	**-7**	**-14**	**-11**	**-10**	**-8**
법인세차감전계속사업이익	**454**	**954**	**796**	**923**	**1,029**
계속사업손익법인세비용	**111**	**173**	**184**	**215**	**239**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**343**	**780**	**612**	**708**	**789**
증가율(%)	48.5	127.4	-21.5	15.7	11.4
순이익률(%)	9.7	19.4	14.1	14.9	15.1
지배주주지분 당기순이익	352	588	635	733	818
증가율(%)	47.9	67.0	8.0	15.4	11.6
기타포괄이익	**-100**	**-24**	**-24**	**-24**	**-24**
총포괄이익	**243**	**756**	**588**	**684**	**765**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,256**	**2,159**	**2,795**	**3,489**	**4,307**
현금및현금성자산	541	1,214	1,647	1,910	1,921
매출채권 및 기타채권	487	539	580	673	799
재고자산	12	13	13	15	16
비유동자산	**7,577**	**8,217**	**8,054**	**7,917**	**7,800**
유형자산	3,728	3,611	3,600	3,590	3,579
무형자산	1,044	1,256	1,142	1,053	984
투자자산	410	871	833	796	758
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**8,833**	**10,376**	**10,850**	**11,406**	**12,107**
유동부채	**4,155**	**2,043**	**2,069**	**2,104**	**2,142**
단기차입금	180	380	380	380	380
매입채무및기타채무	374	412	438	473	510
유동성장기부채	2,539	51	51	51	51
비유동부채	**225**	**2,785**	**2,785**	**2,785**	**2,785**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2,500	2,500	2,500	2,500
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**4,380**	**4,828**	**4,854**	**4,889**	**4,926**
지배주주지분	**4,271**	**5,389**	**5,859**	**6,405**	**7,097**
자본금	157	157	157	157	157
자본잉여금	2,265	4,745	4,745	4,745	4,745
기타포괄이익누계액	-2	5	-19	-43	16
이익잉여금	2,859	1,321	1,816	2,387	3,019
비지배주주지분	**182**	**160**	**137**	**112**	**83**
자본총계	**4,453**	**5,548**	**5,996**	**6,517**	**7,181**
총차입금	**2,789**	**3,014**	**3,014**	**3,014**	**3,014**
순차입금	**750**	**214**	**916**	**307**	**-393**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,012**	**1,036**	**1,026**	**931**	**921**
당기순이익	**343**	**780**	**612**	**708**	**789**
현금유출이없는비용및수익	**783**	**597**	**696**	**649**	**612**
유형자산감가상각비	258	260	243	192	152
무형자산상각비	110	114	114	89	69
영업활동관련자산부채변동	**36**	**-110**	**43**	**-71**	**-103**
매출채권의감소(증가)	22	-51	-41	-93	-126
재고자산의감소(증가)	6	1	0	-1	-1
매입채무의증가(감소)	0	5	26	35	38
투자활동으로인한현금흐름	**-685**	**-345**	**-129**	**-302**	**-645**
투자자산의 감소(증가)	-115	-474	24	24	24
유형자산의 감소	6	4	0	0	0
CAPEX	-254	-153	-153	-154	-155
단기금융자산의감소(증가)	241	27	-174	-346	-689
재무활동으로인한현금흐름	**-327**	**-64**	**-227**	**-180**	**-202**
장기차입금의증가(감소)	0	2,500	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**2**	**-238**	**-186**	**-62**
현금의 증가	**0**	**628**	**433**	**263**	**12**
기초현금	541	585	1,214	1,647	1,910
기말현금	541	1,214	1,647	1,910	1,921

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,117	1,867	2,018	2,330	2,597
BPS	16,765	19,787	21,282	23,017	25,215
DPS	217	477	500	580	660
Multiples (배)					
PER	25.9	34.1	30.1	26.1	23.4
PBR	1.7	3.2	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.2	15.7	12.4	11.4	10.4

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	47.6%	67.2%	8.1%	15.5%	11.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	37.6%	18.5%	7.6%	4.2%	5.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.8%	15.6%	10.6%	11.3%	11.5%
ROE(지배순이익 기준)	8.2%	12.2%	11.3%	12.0%	12.1%
ROIC	13.8%	17.2%	19.0%	22.0%	24.7%
WACC	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
안전성(%)					
부채비율	98.3%	87.0%	81.0%	75.0%	68.6%
순차입금비율	16.8%	3.9%	15.3%	4.7%	-5.5%
이자보상배율	4.8	6.0	6.7	7.6	8.5

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250331)	매수 : 87.76%	중립 : 11.56%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
더존비즈온	-	-	-	-	-	-	-	-

더존비즈온 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-05-12	매수	85000		
2025-04-14	매수	85000		