



더존비즈온 (012510)

불확실성과 변동성을 줄이는 최선의 지름길

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

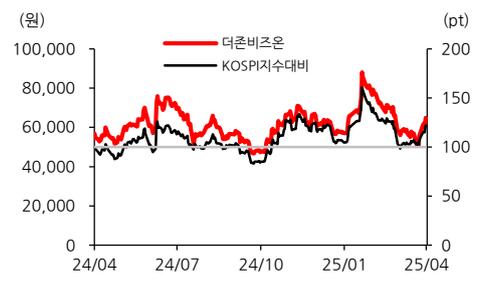
현재 주가(4/18)	62,900 원
상승여력	▲59.0%
시가총액	19,111 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	88,000 / 46,700 원
90 일 일평균 거래대금	241.17 억원
외국인 지분율	12.1%
주주 구성	
김용우 (외 11 인)	22.8%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%
국민연금공단 (외 1 인)	9.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.0	10.4	31.7	10.5
상대수익률(KOSPI)	13.9	11.9	36.0	16.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	354	402	450	500
영업이익	69	88	100	110
EBITDA	106	125	138	148
지배주주순이익	35	59	70	77
EPS	982	2,113	2,524	2,787
순차입금	216	162	115	57
PER	29.5	30.1	25.0	22.6
PBR	2.1	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	10.4	16.7	14.7	13.3
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	8.2	12.2	12.4	12.3

주가 추이



제주은행 지분 취득은 대규모 자금 투자 등 인뱅이 안고 있는 불확실성과 변동성을 최소화할 수 있는 최선의 방법이라고 판단합니다. 다양한 리스크를 피하고 안정적인 사업 추진이 가능하기에, 이익 훼손 없는 동사의 본업 성장세에 주목합니다. 업종 중소형주 탑픽을 유지합니다.

제주은행 지분 14.99% 인수로 제4인뱅 철회 후 지름길 선택

동사는 제주은행의 제3자배정 유상증자에 참여해 지분 14.99%를 570억 원에 인수한다고 공시했다. 현행법상 비금융사가 지방은행에 투자할 수 있는 최대수준이다. 제주은행의 최대주주(기존 75% 보유)는 신한지주였기에, 신한금융그룹과 더존비즈온이 수년간 준비해오던(테크 핀레이팅스 포함) 디지털 사업의 판이 더 커지게 된 것이다. 제주은행은 인뱅이 영위할 수 있는 각종 라이선스를 보유하고, 570억원 전액을 디지털 뱅킹 사업에 투자하게 된다. 더존비즈온이 보유한 통합 ERP 시스템의 마지막 퍼즐인 '뱅킹'이 구현될 것으로 예상된다.

대규모 자금 투자 등 불확실성과 변동성을 최소화하는 선택

데이터 금융 사업 추진을 위해 제4인뱅에 직접 뛰어들려 했던 과거의 전략과 비교할 때 투자비용은 10분의 1로 적고, 시간과 리스크는 최소화하는 방법을 택했다고 판단한다. 만약 인뱅을 추진했다면 약 2조 원(추정)의 자본금 중 동사는 약 6~7,000억 원(약 30% 추정) 수준의 지출이 불가피했고, BEP를 넘어서기까지는 사실상 수년이 예상되므로 동기간 본업 이익 훼손이 불가피했을 것이다. 게다가 PBR 0.5배짜리 은행업을 인수했는데, 바로 지분법 이익(제주은행의 24년 당기순이익 104억 원)이 붙는 점도 긍정적이다.

투자의견 BUY와 목표주가 10만 원 유지

기존 추정치에 인뱅 및 데이터 금융 비즈니스 관련 실적을 반영하지 않았기에 전망치 변동은 없다. 인뱅 추진 철회를 포함한 여러 우려는 단기 주가 조정에 모두 반영됐다. 동사의 밸류에이션 멀티플은 25배를 한 번도 하회한 적이 없다. 1분기 영업이익도 YoY 19% 수준의 증익과 마진 개선이 예상되는데, ONE AI 매출 기여가 본격화되기에 1분기 이익 레벨은 올해 확실한 저점이다. 분기마다 확인되는 실질적인 성장세가 국내 동종 기업 중 가장 뚜렷하게 드러날 것으로 전망한다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	944	994	970	1,115	1,033	1,086	1,103	1,282	3,043	3,536	4,023	4,504
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	8.0	9.4	9.2	13.7	15.0	-4.5	16.2	13.8	12.0
Lite ERP	225	233	226	246	239	248	242	266	846	915	930	995
Standard ERP	275	300	282	321	316	329	336	414	1,033	1,062	1,178	1,395
Extended ERP	210	201	225	228	220	228	239	262	653	828	865	949
기타	234	260	237	319	258	281	286	340	512	730	1,050	1,165
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	-6.2	3.0	6.2	6.4	7.1	8.0	-9.3	8.2	1.7	6.9
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	11.0	14.9	9.8	19.1	29.0	5.7	2.8	10.9	18.5
Extended ERP	6.1	-2.8	4.2	10.4	4.8	13.3	6.1	14.8	-9.7	26.8	4.5	9.8
기타	77.3	74.7	56.0	7.4	10.3	8.0	20.6	6.6	-7.6	42.6	43.9	10.9
영업이익	181	204	201	294	215	231	245	304	455	691	881	995
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	24.8	18.8	13.1	22.0	3.2	-36.0	51.9	27.4	13.0
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	26.4	20.8	21.3	22.2	23.7	15.0	19.5	21.9	22.1
당기순이익	366	107	107	201	156	161	184	200	231	343	780	701
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	92.9	-57.4	51.0	71.9	-0.4	-57.3	48.6	127.5	-10.2
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	18.0	15.1	14.8	16.7	15.6	7.6	9.7	19.4	15.6

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	304	354	402	450	500
매출총이익	120	153	184	195	216
영업이익	46	69	88	100	110
EBITDA	77	106	125	138	148
순이자손익	-7	-14	-14	-13	-13
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	26	0	0
세전계속사업손익	31	45	95	89	98
당기순이익	23	34	78	70	77
지배주주순이익	24	35	59	70	77
증가율(%)					
매출액	123.1	16.2	13.8	11.9	11.0
영업이익	121.8	51.7	27.5	13.0	10.7
EBITDA	116.6	37.6	18.5	10.1	7.3
순이익	110.9	48.8	127.3	-10.2	10.4
이익률(%)					
매출총이익률	39.4	43.2	45.7	43.2	43.2
영업이익률	15.0	19.5	21.9	22.1	22.0
EBITDA 이익률	25.3	29.9	31.2	30.7	29.6
세전이익률	10.3	12.8	23.7	19.7	19.6
순이익률	7.6	9.7	19.4	15.6	15.5

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	77	101	104	106	120
당기순이익	23	34	78	70	77
자산상각비	31	37	37	39	38
운전자본증감	26	4	-11	-3	4
매출채권 감소(증가)	15	2	-5	-8	-2
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	1	2	1
투자활동 현금	30	-68	-35	-45	-49
유형자산처분(취득)	-17	-25	-15	-32	-36
무형자산 감소(증가)	-17	-11	3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-12	-11	-17	-1	-1
재무현금흐름	-95	-33	-6	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-3	-4	5	0	0
자본의 증가(감소)	-95	-29	-12	-14	-14
배당금의 지급	-16	-7	-11	-14	-14
총현금흐름	85	113	138	109	116
(-)운전자본증가(감소)	-22	-19	-3	3	-4
(-)설비투자	17	25	15	32	36
(+)자산매각	-17	-11	4	-1	-1
Free Cash Flow	73	96	130	72	82
(-)기타투자	-80	36	21	10	11
잉여현금	153	59	109	61	71
NOPLAT	34	52	72	79	87
(+) Dep	31	37	37	39	38
(-)운전자본투자	-22	-19	-3	3	-4
(-)Capex	17	25	15	32	36
OpFCF	70	83	98	82	93

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	144	126	216	273	334
현금성자산	88	63	139	187	245
매출채권	40	49	54	62	64
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	689	758	822	827	837
투자자산	262	280	335	345	356
유형자산	369	373	361	368	377
무형자산	57	104	126	114	104
자산총계	833	883	1,038	1,101	1,171
유동부채	138	415	204	211	217
매입채무	30	37	41	43	44
유동성이자부채	20	272	43	43	43
비유동부채	257	23	278	279	280
비유동이자부채	252	7	258	258	258
부채총계	394	438	483	490	497
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	474	474	474
이익잉여금	268	286	132	189	252
자본조정	-79	-101	-83	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	555	611	674

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	661	982	2,113	2,524	2,787
BPS	13,697	13,570	17,118	18,888	20,911
DPS	123	217	480	480	480
CFPS	2,696	3,578	4,375	3,450	3,688
ROA(%)	2.7	4.1	6.1	6.6	6.8
ROE(%)	5.1	8.2	12.2	12.4	12.3
ROIC(%)	5.5	8.5	11.4	12.2	13.4
Multiples(x, %)					
PER	55.7	29.5	30.1	25.0	22.6
PBR	2.7	2.1	3.7	3.3	3.0
PSR	3.8	2.6	5.0	4.4	4.0
PCR	13.7	8.1	14.6	18.2	17.1
EV/EBITDA	16.9	10.4	16.7	14.7	13.3
배당수익률	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	89.9	98.3	87.0	80.3	73.7
Net debt/Equity	41.8	48.5	29.3	18.8	8.4
Net debt/EBITDA	238.4	204.1	129.5	83.1	38.4
유동비율	104.5	30.2	105.7	129.6	153.7
이자보상배율	4.8	4.8	6.0	7.0	7.8
자산구조(%)					
투자자본	63.1	64.6	57.4	54.9	52.1
현금+투자자산	36.9	35.4	42.6	45.1	47.9
자본구조(%)					
차입금	38.3	38.5	35.2	33.0	30.9
자기자본	61.7	61.5	64.8	67.0	69.1

[Compliance Notice]

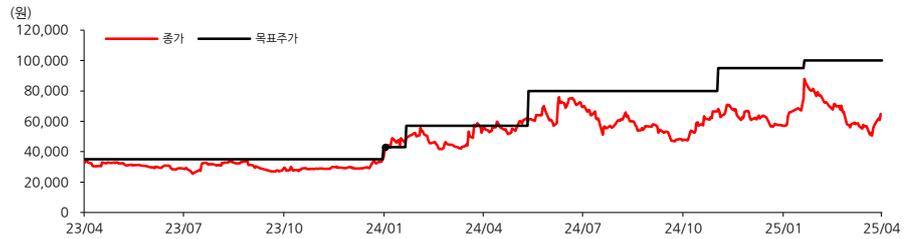
(공표일: 2025년 4월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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	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	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	80,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06	2024.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.08.30	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	95,000	95,000
일 시	2024.12.27	2025.02.04	2025.02.06	2025.04.21		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	95,000	95,000	100,000	100,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.17	Buy	43,000	5.23	13.84
2024.02.07	Buy	57,000	-10.64	8.77
2024.05.29	Buy	80,000	-24.39	-5.13
2024.11.19	Buy	95,000	-33.19	-21.26
2025.02.06	Buy	100,000		

[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: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%