



# 더존비즈온 (012510)

너무 어려웠던 업황

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

**Buy** (유지)

목표주가(하향): 90,000원

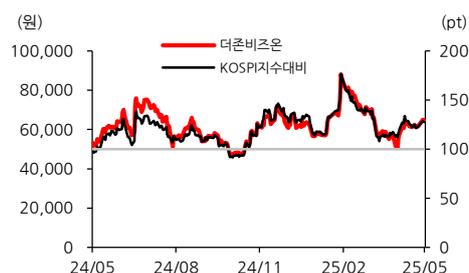
현재 주가(5/9)	60,800 원
상승여력	▲48.0%
시가총액	18,473 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	88,000 / 46,700 원
90 일 일평균 거래대금	193.42 억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
김용우 (외 11 인)	22.8%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.4	-29.1	-1.5	14.1
상대수익률(KOSPI)	8.0	-31.2	-2.1	19.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	354	402	442	502
영업이익	69	88	99	114
EBITDA	106	125	138	153
지배주주순이익	35	59	67	80
EPS	982	2,113	2,394	2,899
순차입금	216	162	117	56
PER	29.5	30.1	25.4	21.0
PBR	2.1	3.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	10.4	16.7	14.2	12.5
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	8.2	12.2	11.8	12.9

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 영업이익 컨센서스를 소폭 하회했습니다. 매출액은 기존 대비 2% 하향했지만, 수익성 개선 폭이 예상보다 높은 것을 고려해 영업이익 추정치 변동은 없습니다. 목표배수 조정을 통해 목표 주가를 9만 원으로 낮춰 제시합니다.

1Q25 영업이익은 컨센서스 3% 하회

동사의 1Q25 실적은 매출액 986억 원, 영업이익 216억 원을 기록했습니다. 영업이익 기준 컨센서스 223억 원을 3% 하회했지만, 당사 추정치 215억 원에는 부합했다. 다만 매출액 성장률이 우리의 예상보다 약했는데, 연결 자회사들을 포함한 기타 매출 부문이 부진했기 때문이다. Lite ERP와 Standard ERP 매출은 YoY 각각 10.6%, 7.5% 증가했다. 구축형 제품 중단에도 불구하고 WEHAGO 매출이 YoY 30.3% 성장하며 견인했고, Amaranth10 매출도 클라우드 비중이 지속 증가하면서 YoY 90.4% 증가했다. 별도 영업이익률은 YoY 4.5%p 개선된 27%를 기록하면서 AI 활용으로 인한 외주용역비, 개발비 절감 추세를 이어갔다.

비수기지만 다소 아쉬웠던 실적, 매출 성장세 확인이 필요

경기침체 및 IT 투자 지연 등의 환경은 동사의 모든 비즈니스에 부정적 영향을 미치는 요인이다. 그럼에도 불구하고 동사는 신제품 전환 매출이 붙으면서 영업 레버리지까지 동시에 보여주는 놀라운 실적을 이어왔기에, 이번 실적은 비수기였기는 하지만 다소 아쉽다는 판단이다. ONE AI 계약은 현재 3,800개 이상으로 증가 추세를 이어가고 있고, 관련 매출 인식은 지난해 약 4억 원, 1Q25 약 8억 원 된 것으로 파악된다. 2분기는 세무법인사무소들의 니즈가 크게 증가하는 시기다. 우리는 동사의 2분기 영업이익으로 YoY 16.1% 증가한 237억 원을 추정한다.

목표주가 9만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 9만 원으로 낮춰 제시한다. 적정 목표배수를 기존 40배에서 38배로 적용했다. 매출액은 기존 대비 2% 하향했지만, 수익성 개선 폭이 예상보다 높은 것을 고려해 영업이익 추정치 변동은 없다. 올해 ONE AI 매출 기여가 본격화되기에 1분기 이익 레벨은 올해 확실한 저점이다. 다만 여태껏 그래왔듯이 경기 둔화, 투자 축소 등 어려운 업황 내에서도 남다른 성장세를 나타낼 때, 높은 밸류에이션 프리미엄이 정당화될 것으로 예상된다. 제주은행, 신한은행과의 디지털 금융 사업 시너지도 구체적으로 그려볼 수 있는 시기를 기대한다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	944	994	970	1,115	986	1,083	1,093	1,253	3,043	3,536	4,023	4,415
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	8.0	4.5	8.9	12.6	12.4	-4.5	16.2	13.8	9.7
Lite ERP	225	233	226	246	249	259	249	268	846	915	930	1,025
Standard ERP	275	300	282	321	296	329	336	366	1,033	1,062	1,178	1,327
Extended ERP	210	201	225	228	220	228	239	272	653	828	865	959
기타	234	260	237	319	221	267	269	347	512	730	1,050	1,104
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	-6.2	3.0	10.5	11.1	10.2	9.0	-9.3	8.2	1.7	10.2
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	11.0	7.5	9.8	19.1	14.1	5.7	2.8	10.9	12.7
Extended ERP	6.1	-2.8	4.2	10.4	5.0	13.3	6.1	19.0	-9.7	26.8	4.5	10.9
기타	77.3	74.7	56.0	7.4	-5.4	2.6	13.4	8.7	-7.6	42.6	43.9	5.1
영업이익	181	204	201	294	216	237	241	300	455	691	881	994
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	24.8	19.3	16.1	20.0	1.9	-36.0	51.9	27.4	12.9
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	26.4	21.9	21.9	22.0	24.0	15.0	19.5	21.9	22.5
당기순이익	366	107	107	201	120	168	183	197	231	343	780	665
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	92.9	-67.2	57.4	71.1	-1.9	-57.3	48.6	127.5	-14.8
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	18.0	12.2	15.5	16.7	15.7	7.6	9.7	19.4	15.1

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	304	354	402	442	502
매출총이익	120	153	184	191	217
영업이익	46	69	88	99	114
EBITDA	77	106	125	138	153
순이자손익	-7	-14	-14	-13	-13
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	26	0	0
세전계속사업손익	31	45	95	84	102
당기순이익	23	34	78	67	80
지배주주순이익	24	35	59	67	80
<b>증가율(%)</b>					
매출액	123.1	16.2	13.8	9.7	13.7
영업이익	121.8	51.7	27.5	12.9	15.2
EBITDA	116.6	37.6	18.5	10.0	10.6
순이익	110.9	48.8	127.3	-14.8	20.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	39.4	43.2	45.7	43.2	43.2
영업이익률	15.0	19.5	21.9	22.5	22.8
EBITDA 이익률	25.3	29.9	31.2	31.2	30.4
세전이익률	10.3	12.8	23.7	18.9	20.3
순이익률	7.6	9.7	19.4	15.1	16.0

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	77	101	104	102	123
당기순이익	23	34	78	67	80
자산상각비	31	37	37	39	38
운전자본증감	26	4	-11	-3	4
매출채권 감소(증가)	15	2	-5	-7	-1
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	1	1	1
투자활동 현금	30	-68	-35	-44	-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	105	119
(-)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	69	86
(-)기타투자	-80	36	21	10	11
잉여현금	153	59	109	59	75
NOPLAT	34	52	72	79	90
(+) Dep	31	37	37	39	38
(-)운전자본투자	-22	-19	-3	3	-4
(-)Capex	17	25	15	32	36
OpFCF	70	83	98	83	96

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	144	126	216	269	332
현금성자산	88	63	139	184	245
매출채권	40	49	54	61	62
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	689	758	822	827	837
투자자산	262	280	335	345	356
유형자산	369	373	361	367	377
무형자산	57	104	126	114	104
자산총계	833	883	1,038	1,096	1,169
유동부채	138	415	204	210	216
매입채무	30	37	41	42	43
유동성이자부채	20	272	43	43	43
비유동부채	257	23	278	279	280
비유동이자부채	252	7	258	258	258
부채총계	394	438	483	489	495
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	474	474	474
이익잉여금	268	286	132	185	252
자본조정	-79	-101	-83	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	555	607	674

**주요지표** (단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	661	982	2,113	2,394	2,899
BPS	13,697	13,570	17,118	18,774	20,896
DPS	123	217	480	480	480
CFPS	2,696	3,578	4,375	3,334	3,785
ROA(%)	2.7	4.1	6.1	6.2	7.1
ROE(%)	5.1	8.2	12.2	11.8	12.9
ROIC(%)	5.5	8.5	11.4	12.3	14.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	55.7	29.5	30.1	25.4	21.0
PBR	2.7	2.1	3.7	3.2	2.9
PSR	3.8	2.6	5.0	4.3	3.8
PCR	13.7	8.1	14.6	18.2	16.1
EV/EBITDA	16.9	10.4	16.7	14.2	12.5
배당수익률	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	89.9	98.3	87.0	80.6	73.5
Net debt/Equity	41.8	48.5	29.3	19.3	8.3
Net debt/EBITDA	238.4	204.1	129.5	85.0	36.8
유동비율	104.5	30.2	105.7	128.3	154.1
이자보상배율	4.8	4.8	6.0	7.0	8.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	63.1	64.6	57.4	54.9	52.0
현금+투자자산	36.9	35.4	42.6	45.1	48.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	38.3	38.5	35.2	33.2	30.9
자기자본	61.7	61.5	64.8	66.8	69.1

[ Compliance Notice ]

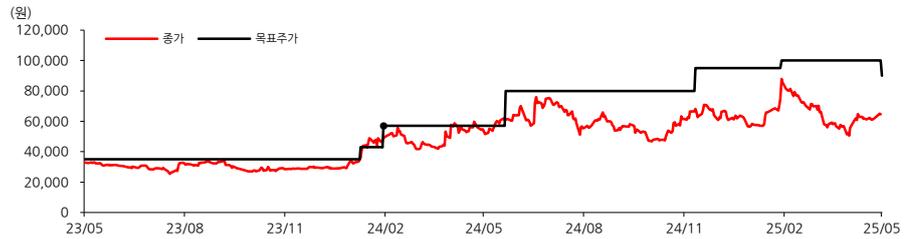
(공표일: 2025년 5월 12일)

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	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	43,000	43,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	80,000	80,000
일 시	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2025.02.04	2025.02.06	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	95,000	100,000	100,000	100,000	90,000	

[ 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	-34.31	-12.00
2025.05.12	Buy	90,000		

**[ 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%