

더존비즈온 (012510)

| Company Issue Brief | Mid-Small Cap | 2025. 9. 30

지배구조 변화에 대해, 정해진 건 없지만

| Analyst 정우성 | wsjung@ls-sec.co.kr

경영권 이슈 현황

동사의 지분 이동과 관련해서 아직 진행 여부, 시점, 물량, 인수 대상자, 기준 주가 등 어떠한 것도 확정된 바가 없다. 다만, 2025년 6월 25일 동사가 '풍문 또는 보도에 대한 해명' 공시를 발표한 이후, 동사의 주가는 +17.4%(코스피 +10.6%) 상승하면서 전일 장중 52주 신고가에 도달하였다.

한편 동사는 이와 같은 이슈가 언론에 보도된 이후에도 '춘천 기업혁신파크 선도사업' 관련 장래사업·경영 계획을 공시하고, 일본 시장 진출을 위해 일본 내 SW 기업 미팅 일정을 진행하는 등 활발히 사업 추진 중인 것으로 파악된다. 이에 경영권 이전의 실제 진행 여부에 대해서는 예단하기 힘들다, 당사가 동 변화의 기대 효과에 대해 정리한 내용은 다음과 같다.

①EQT Partners(스웨덴, STO: EQT): 동사는 글로벌 사모펀드로서 1,420억 EUR 규모의 자산 운영 중, 기업 투자는 헬스케어, 테크, 소비재 등 다양한 분야 Buyout 위주, 국내 투자 내역은 SK윌더스(2023.07), KJ환경(2024.08), 리멤버(2025) 등.

②EQT의 SK윌더스 인수 이후 인력 현황: 6,927명(2023.12) → 6,933명(2024.12) → 6,993명(2025.06)의 흐름으로 인수 직후 임직원 수는 증가했으나, 최근 장기근속자 권고사직 등 노사 갈등 심화 중.

③SAP 구조조정 비용 & 더존비즈온: FY2024 클라우드 매출 비중 50.2%, 온프레미스 유지보수 인력 구조조정에 따라 Non-IFRS 영업이익의 25~50% 정도의 퇴직 관련 비용이 발생. 만약 향후 구조조정이 있다면, 더존비즈온의 클라우드 매출 비중이 50.9%가 될 것으로 전망(당사 추정)되는 2026년 기준 SAP과 비슷한 수준의 영업이익 감소가 발생할 것으로 보이나, 인력 효율화에 따른 중장기적 마진(당사 추정 연간 200억원 이상) 확보 → 밸류에이션 리레이팅 가능

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	89,900 원
상승여력	-
시가총액	27,314 억원
KOSPI(09/29)	3,431.21 pt

Stock Data

90일일평균거래대금	238.57 억원
외국인 지분율	10.2 %
절대수익률(YTD)	41.1 %
상대수익률(YTD)	-1.9 %
배당수익률(25E)	0.5 %

재무데이터

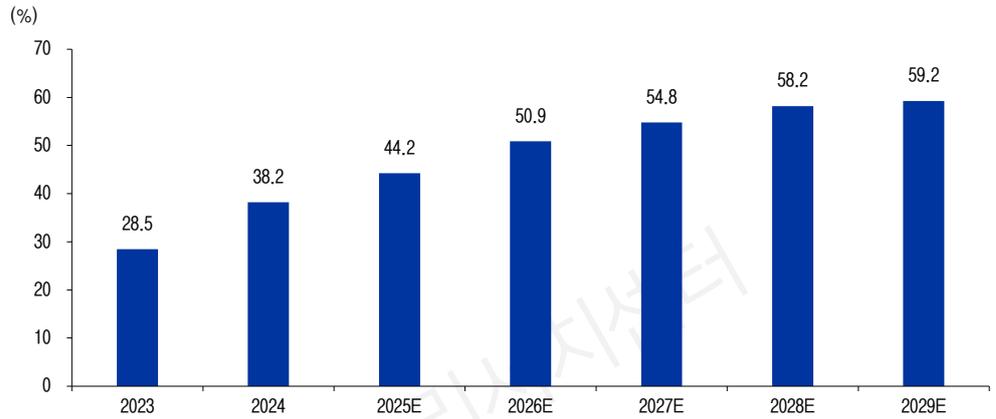
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	353.6	402.3	426.8	454.7
영업이익	69.1	88.1	103.6	115.8
순이익	34.3	78.0	60.4	69.7
ROE (%)	8.2	12.2	10.9	11.6
PER (x)	26.7	33.4	41.5	36.0
PBR (x)	2.1	3.7	4.9	4.4

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

Stock Price

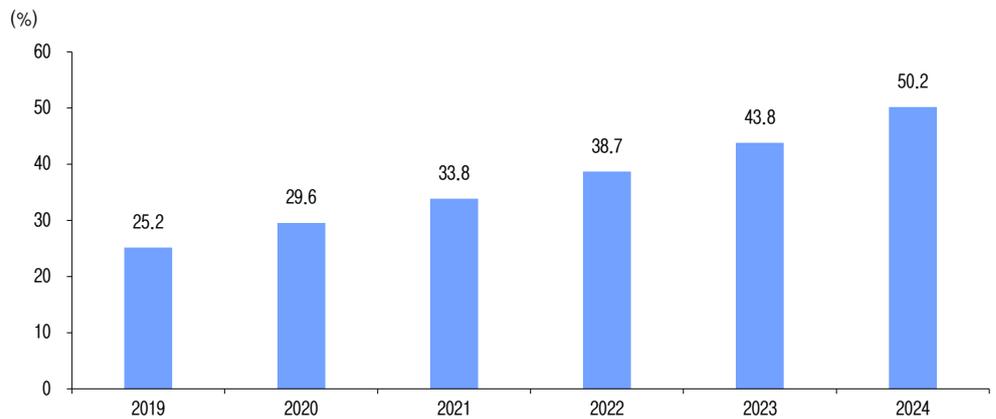


그림1 더존비즈온: 연간 클라우드 매출 비중



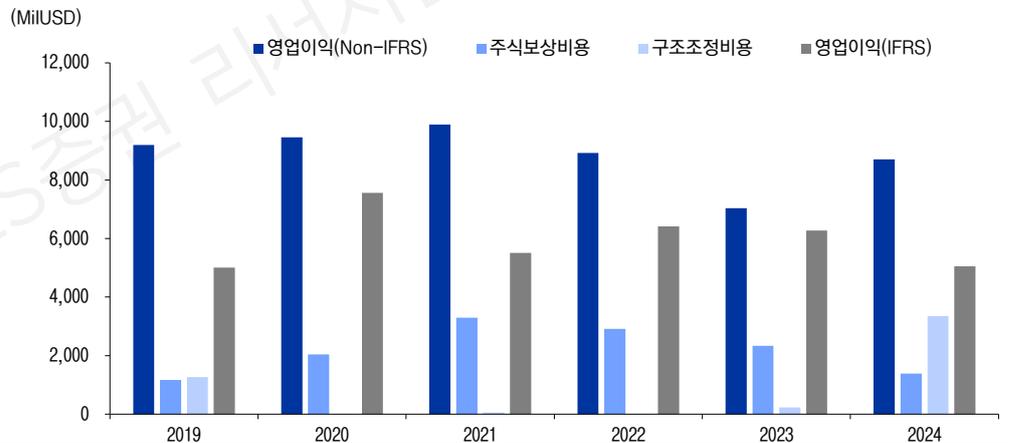
자료: LS증권 리서치센터

그림2 SAP SE: 연간 클라우드 매출 비중



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 SAP SE: IFRS OP vs Non-IFRS OP



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	125.6	215.9	259.9	316.1	378.3
현금 및 현금성자산	54.1	121.4	164.7	217.1	274.7
매출채권 및 기타채권	48.7	53.9	54.5	58.0	62.2
재고자산	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
기타유동자산	21.7	39.3	39.4	39.6	39.8
비유동자산	757.7	821.7	820.9	824.1	832.2
관계기업투자등	33.3	78.7	83.5	89.0	95.5
유형자산	372.8	361.1	350.3	339.8	329.6
무형자산	104.4	125.6	115.2	105.7	96.4
자산총계	883.3	1,037.	1,080.	1,140.	1,210.
유동부채	415.5	204.3	204.8	207.5	210.8
매입채무 및 기타채무	37.4	41.2	41.7	44.4	47.6
단기금융부채	271.9	43.1	43.1	43.1	43.1
기타유동부채	106.2	120.1	120.1	120.1	120.1
비유동부채	22.5	278.5	278.6	278.8	279.0
장기금융부채	7.0	258.3	258.3	258.3	258.3
기타비유동부채	15.5	20.1	20.3	20.5	20.6
부채총계	438.0	482.8	483.4	486.3	489.7
지배주주지분	427.1	538.9	581.4	637.9	704.8
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	226.5	474.5	474.5	474.5	474.5
이익잉여금	285.9	132.1	174.6	231.1	298.0
비지배주주지분(연결)	18.2	16.0	16.0	16.0	16.0
자본총계	445.3	554.8	597.3	653.9	720.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	101.2	103.6	82.3	87.6	94.3
당기순이익(손실)	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
비현금수익비용가감	78.3	59.7	21.8	18.9	15.3
유형자산감가상각비	25.8	26.0	26.2	26.2	26.2
무형자산상각비	11.0	11.4	10.4	9.5	9.3
기타현금수익비용	41.5	22.3	-14.7	-16.8	-20.2
영업활동 자산부채변동	3.6	-11.0	0.0	-0.9	-1.1
매출채권 감소(증가)	2.2	-5.1	-0.5	-3.6	-4.2
재고자산 감소(증가)	0.6	0.1	0.0	-0.1	-0.1
매입채무 증가(감소)	0.0	0.5	0.5	2.7	3.2
기타자산, 부채변동	0.8	-6.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-68.5	-34.5	-20.3	-21.3	-22.7
유형자산처분(취득)	-24.8	-14.9	-15.3	-15.7	-16.0
무형자산 감소(증가)	-11.1	3.3	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-11.4	-14.3	-5.0	-5.6	-6.7
기타투자활동	-21.1	-8.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-32.7	-6.4	-18.7	-13.9	-13.9
차입금의 증가(감소)	-3.6	4.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-29.4	-12.1	-18.7	-13.9	-13.9
배당금의 지급	7.2	11.4	-18.7	-13.9	-13.9
기타재무활동	0.3	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	0.0	62.8	43.3	52.4	57.7
기초현금	54.1	58.5	121.4	164.7	217.1
기말현금	54.1	121.4	164.7	217.1	274.7

자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	353.6	402.3	426.8	454.7	487.8
매출원가	200.8	218.3	223.2	233.7	247.7
매출총이익	152.8	184.0	203.6	221.0	240.1
판매비 및 관리비	83.7	95.9	100.0	105.2	110.7
영업이익	69.1	88.1	103.6	115.8	129.4
(EBITDA)	105.8	125.4	140.2	151.6	165.0
금융손익	-13.4	-13.7	-13.9	-13.9	-13.9
이자비용	14.5	14.7	14.7	14.7	14.7
관계기업등 투자손익	-0.7	25.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.5	-4.7	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	45.4	95.4	79.7	91.9	105.5
계속사업법인세비용	11.1	17.3	19.3	22.2	25.5
계속사업이익	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
지배주주	35.2	58.8	61.2	70.4	80.8
총포괄이익	34.3	78.7	60.4	69.7	80.0
매출총이익률 (%)	43.2	45.7	47.7	48.6	49.2
영업이익률 (%)	19.5	21.9	24.3	25.5	26.5
EBITDA 마진률 (%)	29.9	31.2	32.8	33.3	33.8
당기순이익률 (%)	9.7	19.4	14.2	15.3	16.4
ROA (%)	4.1	6.1	5.8	6.3	6.9
ROE (%)	8.2	12.2	10.9	11.6	12.0
ROIC (%)	8.5	11.4	12.4	13.9	15.5

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)	-	-	-	-	-
P/E	26.7	33.4	41.5	36.0	31.4
P/B	2.1	3.7	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA	10.4	16.7	20.3	18.5	16.6
P/CF	8.1	14.6	34.4	32.0	29.7
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	16.2	13.8	6.1	6.5	7.3
영업이익	51.7	27.5	17.7	11.8	11.8
세전이익	45.3	110.0	-16.4	15.3	14.8
당기순이익	48.8	127.3	-22.5	15.3	14.8
EPS	51.4	76.2	13.5	15.2	14.8
안정성 (%)					
부채비율	98.3	87.0	80.9	74.4	67.9
유동비율	30.2	105.7	126.9	152.3	179.5
순차입금/자기자본(x)	48.5	29.3	19.9	10.1	1.2
영업이익/금융비용(x)	4.8	6.0	7.1	7.9	8.8
총차입금 (십억원)	278.9	301.4	301.4	301.4	301.4
순차입금 (십억원)	216.0	162.4	119.0	66.4	8.5
주당지표 (원)					
EPS	1,082	1,907	2,165	2,494	2,863
BPS	13,570	17,118	18,469	20,265	22,389
CFPS	3,578	4,375	2,614	2,813	3,029
DPS	217	477	477	477	477

더존비즈온 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2025.09.30	변경	정우성										
		2025.09.30	NR	NR										



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15%~+15% 기대 -15% 이하 기대	89.2% 10.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024. 7. 1 ~ 2025. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)