

더존비즈온 (012510)

COMPANY REPORT

Company Analysis | Mid-Small Cap | 2025.11.13

분기 실적보다는 중장기 방향성 변화에 집중

3Q25P Review

동사의 3Q25 잠정 실적은 매출액 1,147억원(+18.2% yoy), 영업이익 348억원(+73.4% yoy)을 기록하였다. 금번 실적 증가 요인은 1Q25부터 공격적으로 진행되고 있는 SaaS 제품군인 Lite ERP: 위하고, Standard ERP: 아마란스 10의 초기 구축 매출액 발생 흐름이 계속된 것으로 볼 수 있다.

특히 아마란스 10의 3Q25 누적 기준 매출액은 686억원으로 +97.7% yoy의 성장 흐름을 보이고 있는데, 동 제품의 고객사 수는 2023년 446개 → 2024년 1,637개 → 3Q25 3,500개이다. Standard ERP 부문 고객사 수가 12,000개 정도인 점과 동사의 공격적인 클라우드 전환 영업 현황을 고려하면, 이러한 실적 성장 흐름은 Standard ERP 부문 클라우드 전환이 완료될 것으로 보이는 2028년까지 이어질 가능성이 높다.

최대주주 변경에 따른 인력구조 효율화 기대감

2025년 11월 6일 동사는 최대주주/2대주주 등이 보유한 보통주 지분 32.5% 및 우선주를 도로니콤(EQT Partners 설립 SPC)에 매각하는 주식매매계약 체결을 공시했다. 실제 최대주주 변경 시점은 2025년 말~2026년 초로 예상되며, 이후 동사에서 글로벌 경쟁사에서 발생했던 인력구조 효율화와 유사한 흐름이 발생할 것으로 예상됨에 따라 이익 개선이 기대된다.

투자이견 매수, 목표주가 116,500원으로 커버리지 개시

더존비즈온에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 116,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산출하였다. 상승여력에 대한 주요 근거는 ①2028년까지 기대되는 가파른 아마란스 10 구축 매출액 상승 전망, ②동사 고객사 OneAI 채택률 50% 전망, ③최대주주 변경에 따라 기대되는 인력구조 효율화로 매출액(별도) 대비 인건비 비율이 2024년 39.6% → 2029E 28.3%로 감소 전망하는 것이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	354.6	402.3	443.9	489.9	547.4
영업이익	72.4	88.1	124.7	156.5	197.3
순이익	38.5	78.0	77.5	102.0	133.3
EPS (원)	309	1,907	2,774	3,646	4,765
증감률 (%)	-56.7	516.6	45.5	31.4	30.7
PER (x)	93.6	33.4	33.6	25.5	19.5
PBR (x)	6.0	3.7	4.9	4.3	3.6
영업이익률 (%)	20.4	21.9	28.1	31.9	36.0
EBITDA 마진 (%)	30.8	31.2	35.7	38.7	42.1
ROE (%)	4.8	17.0	13.8	16.0	17.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr**BUY (신규)**

목표주가 (신규)	116,500 원
현재주가	93,100 원
상승여력	25.1 %

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (11/12)	4,150.39 pt
시가총액	28,286 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가/최저가	94,400 / 50,500 원
90 일 일평균거래대금	271.3 억원
외국인 지분율	9.5%
배당수익률(25.12E)	0.5%
BPS(25.12E)	19,011 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -16.3%
	6개월 9.3%
	12개월 -5.0%
주주구성	김용우 (외 8인) 22.6%
	신한밸류업제일차 (외 1인) 10.2%
	국민연금공단 (외 1인) 9.9%

Stock Price

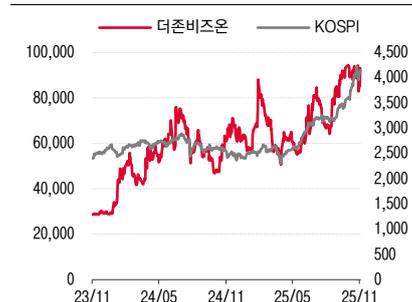
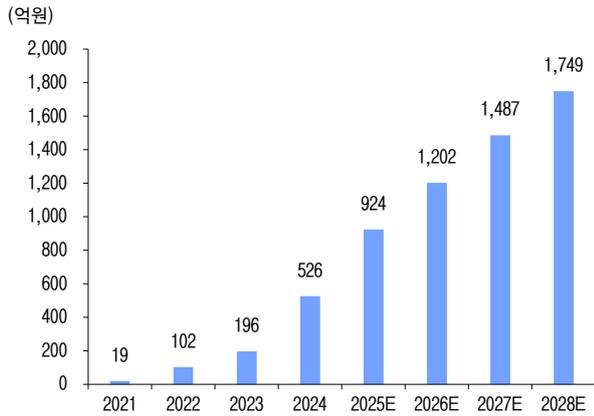
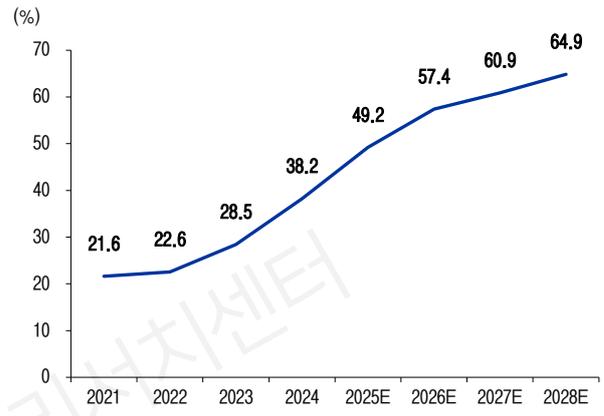


그림1 아마란스 10 매출액 추정



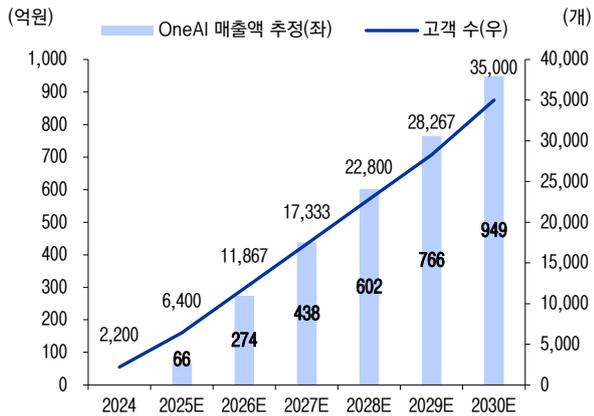
자료: LS증권 리서치센터

그림2 클라우드 매출 비중



자료: LS증권 리서치센터

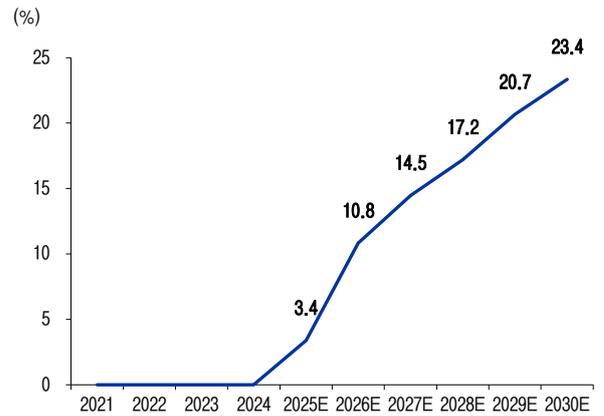
그림3 OneAI 부문 매출액 및 고객 수



자료: LS증권 리서치센터

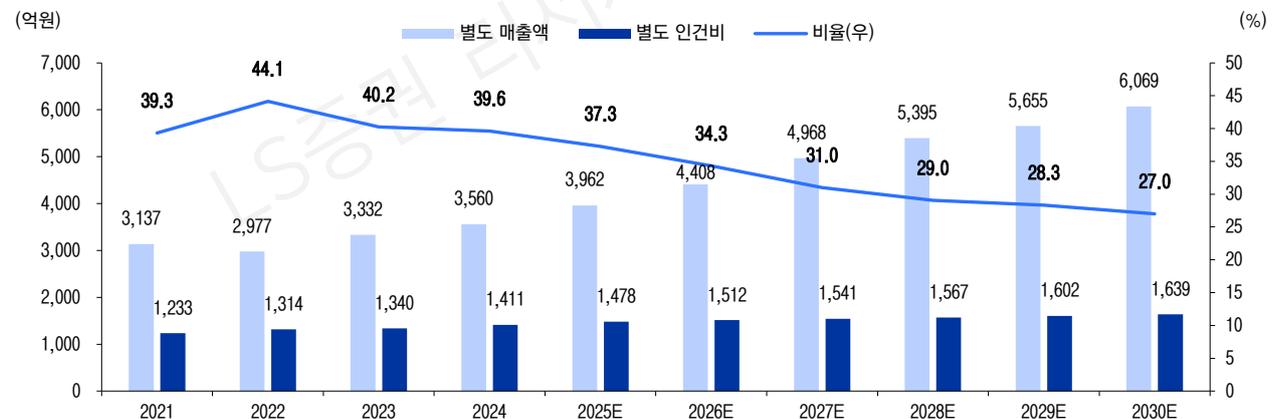
주: 아마란스 고객 중 50%, 위하고 고객 중 50% 구독 가정, 최저 요금제 가정

그림4 클라우드 매출액 중 One AI 매출액 비중



자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

그림5 인건비 비율 추이



자료: LS증권 리서치센터

표1 연간 실적 추정 (연결 기준)

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,536	4,023	4,439	4,899	5,474	5,917
YoY	16.2%	13.8%	10.3%	10.4%	11.7%	8.1%
라이트 ERP	915	930	1,026	1,077	1,131	1,187
스마트 A	377	279	202	132	111	91
위하고	449	558	728	853	926	1,003
기타	89	94	95	93	94	94
스탠다드 ERP	1,063	1,178	1,450	1,580	1,721	1,875
아이큐브	435	322	240	158	77	14
그룹웨어	355	271	210	150	89	41
아마란스	196	526	924	1,202	1,487	1,749
보안	75	59	75	70	68	71
익스텐디드 ERP	828	865	813	850	1,030	1,061
OneAI	0	0	66	274	438	602
기타	526	588	607	628	649	670
종속법인 매출액	215	463	477	491	506	521
YoY						
라이트 ERP	8.2%	1.6%	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
스마트A	-25.5%	-26.1%	-27.5%	-34.8%	-15.5%	-18.4%
위하고	89.5%	24.2%	30.5%	17.1%	8.6%	8.3%
기타	-13.3%	5.0%	1.7%	-2.7%	1.3%	0.1%
스탠다드 ERP	2.9%	10.8%	23.1%	8.9%	8.9%	8.9%
아이큐브	-1.2%	-26.0%	-25.4%	-34.1%	-51.7%	-82.1%
그룹웨어	-11.1%	-23.8%	-22.3%	-28.8%	-40.4%	-53.7%
아마란스	92.3%	167.6%	75.8%	30.0%	23.8%	17.6%
보안	-16.8%	-21.6%	27.0%	-6.9%	-2.7%	4.4%
익스텐디드 ERP	26.8%	4.5%	-6.0%	4.5%	21.2%	3.0%
OneAI			230.0%	315.2%	59.9%	37.4%
기타	18.2%	11.7%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
종속법인 매출액	224.1%	115.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
% of Sales						
라이트 ERP	25.9%	23.1%	23.1%	22.0%	20.7%	20.1%
스마트A	10.7%	6.9%	4.6%	2.7%	2.0%	1.5%
위하고	12.7%	13.9%	16.4%	17.4%	16.9%	16.9%
기타	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%
스탠다드 ERP	30.1%	29.3%	32.7%	32.2%	31.4%	31.7%
아이큐브	12.3%	8.0%	5.4%	3.2%	1.4%	0.2%
그룹웨어	10.0%	6.7%	4.7%	3.1%	1.6%	0.7%
아마란스	5.6%	13.1%	20.8%	24.5%	27.2%	29.6%
보안	2.1%	1.5%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%
익스텐디드 ERP	23.4%	21.5%	18.3%	17.3%	18.8%	17.9%
OneAI	0.0%	0.0%	1.5%	5.6%	8.0%	10.2%
기타	14.9%	14.6%	13.7%	12.8%	11.8%	11.3%
종속법인 매출액	6.1%	11.5%	10.7%	10.0%	9.2%	8.8%
영업이익	691	881	1,247	1,565	1,973	2,287
% of sales	19.5%	21.9%	28.1%	31.9%	36.0%	38.7%
% YoY	51.7%	27.5%	41.6%	25.5%	26.1%	15.9%

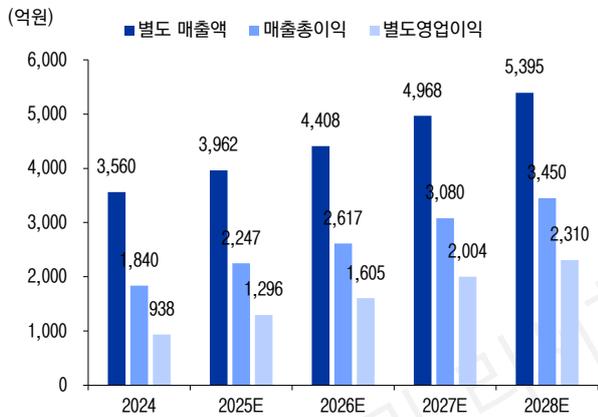
자료: LS증권 리서치센터

표2 분기 실적 추정 (연결 기준)

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E
매출액	944	994	970	1,115	986	1,059	1,147	1,247
YoY	16.0%	17.0%	14.5%	8.7%	4.4%	6.5%	18.2%	11.9%
라이트 ERP	225	233	226	246	249	258	263	256
스탠다드 ERP	275	300	282	321	296	341	421	392
익스텐디드 ERP	210	201	225	228	220	208	190	195
기타	234	260	237	319	221	252	272	405
YoY								
라이트 ERP	5.5%	5.1%	-6.3%	3.0%	10.6%	10.6%	16.3%	4.0%
스탠다드 ERP	3.3%	10.7%	19.3%	11.0%	7.5%	13.8%	49.4%	22.1%
익스텐디드 ERP	6.2%	-3.0%	4.4%	10.4%	4.9%	3.4%	-15.5%	-14.7%
기타	71.1%	74.0%	54.1%	6.2%	-5.5%	-3.2%	14.8%	26.8%
% of Sales								
라이트 ERP	23.8%	23.5%	23.3%	22.1%	25.2%	24.4%	22.9%	20.5%
스탠다드 ERP	29.1%	30.1%	29.1%	28.8%	30.0%	32.2%	36.7%	31.4%
익스텐디드 ERP	22.3%	20.2%	23.2%	20.5%	22.4%	19.6%	16.6%	15.6%
기타	24.8%	26.2%	24.4%	28.6%	22.4%	23.8%	23.7%	32.4%
영업이익	181	204	201	294	216	252	348	431
% of sales	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	21.9%	23.8%	30.4%	34.5%
% YoY	28.8%	23.6%	34.7%	24.9%	19.2%	23.5%	73.4%	46.3%

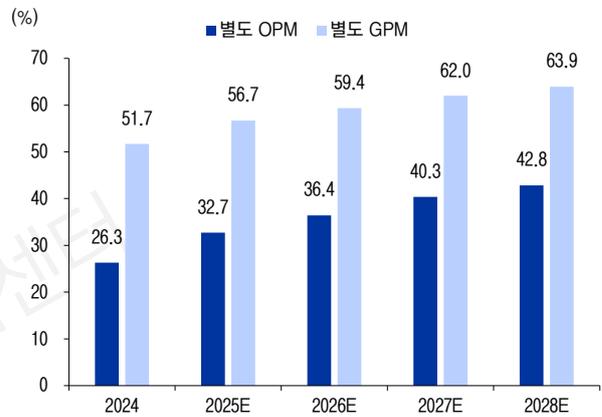
자료: LS증권 리서치센터

그림6 연간 실적 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

그림7 연간 마진율 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

표3 DCF Valuation

(단위: 억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
세후 지배주주귀속당기순이익	588	783	1,027	1,341	1,582	1,675	
영업외손익	-73	239	239	239	239	239	
세율	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	
NOPLAT	532	967	1,211	1,525	1,766	1,858	
비현금비용	374	337	331	334	332	334	
-순운전자본 증감	-33	-65	-49	-75	-52	-35	
-CAPEX	6	-228	-226	-232	-233	-239	
FCF	878	1,009	1,267	1,551	1,813	1,919	1,898
Discount Factor		94.7%	89.6%	84.8%	80.3%	76.0%	
PV of FCF		956	1,135	1,316	1,455	1,458	
Σ PV of FCFs		6,320					
Terminal Value							
Terminal Growth Rate	1%						
WACC	5.65%	β=1.1					
TV	41,705						
Discount Factor	71.9%						
PV of TV	29,994						
EV & TP							
OA	36,314						
NOA	609						
EV	36,924						
순부채	1,523						
이자지급성부채	2,880						
현금성자산	1,357						
우선주	0						
주식연계채권(CB 등)	0						
현재시가총액	28,286						
추정시가총액	35,401						
발행주식수	30,382,784						
적정주가	116,515						
현재주가	93,100						
Upside Potential	25.6%						

자료: LS증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	131.8	215.9	261.1	333.7	429.1
현금 및 현금성자산	58.5	121.4	163.6	229.9	317.6
매출채권 및 기타채권	48.8	53.9	56.7	62.6	69.9
재고자산	1.3	1.3	1.4	1.6	1.8
기타유동자산	23.1	39.3	39.4	39.6	39.8
비유동자산	804.8	821.7	838.0	858.8	889.3
관계기업투자등	32.9	78.7	86.9	95.9	107.1
유형자산	372.9	361.1	350.3	339.8	329.6
무형자산	151.8	125.6	118.1	111.2	104.0
자산총계	936.6	1,037.6	1,099.1	1,192.5	1,318.4
유동부채	424.7	204.3	206.0	210.5	216.0
매입채무 및 기타채무	36.6	41.2	42.9	47.3	52.9
단기금융부채	281.9	43.1	43.1	43.1	43.1
기타유동부채	106.3	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	447.3	482.8	484.7	489.3	495.0
지배주주지분	151.4	538.9	598.4	687.3	807.5
자본금	0.6	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	67.2	474.5	474.5	474.5	474.5
이익잉여금	87.2	132.1	191.7	280.5	400.7
비지배주주지분(연결)	338.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본총계	489.3	554.8	614.4	703.2	823.4

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	354.6	402.3	443.9	489.9	547.4
매출원가	200.6	218.3	219.2	228.2	239.4
매출총이익	154.0	184.0	224.7	261.7	308.0
판매비 및 관리비	81.6	95.9	100.0	105.2	110.7
영업이익	72.4	88.1	124.7	156.5	197.3
(EBITDA)	109.3	125.4	158.4	189.6	230.7
금융손익	-14.0	-13.7	-13.9	-13.9	-13.9
이자비용	15.1	14.7	14.7	14.7	14.7
관계기업등 투자손익	-0.7	25.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.6	-4.7	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	48.0	95.4	100.8	132.6	173.4
계속사업법인세비용	9.5	17.3	23.3	30.6	40.1
계속사업이익	38.5	78.0	77.5	102.0	133.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	38.5	78.0	77.5	102.0	133.3
지배주주	13.8	58.8	78.3	102.7	134.1
총포괄이익	38.9	78.4	77.5	102.0	133.3
매출총이익률 (%)	43.4	45.7	50.6	53.4	56.3
영업이익률 (%)	20.4	21.9	28.1	31.9	36.0
EBITDA 마진률 (%)	30.8	31.2	35.7	38.7	42.1
당기순이익률 (%)	10.9	19.4	17.5	20.8	24.4
ROA (%)	1.6	6.0	7.3	9.0	10.7
ROE (%)	4.8	17.0	13.8	16.0	17.9
ROIC (%)	9.1	11.0	14.9	18.4	22.6

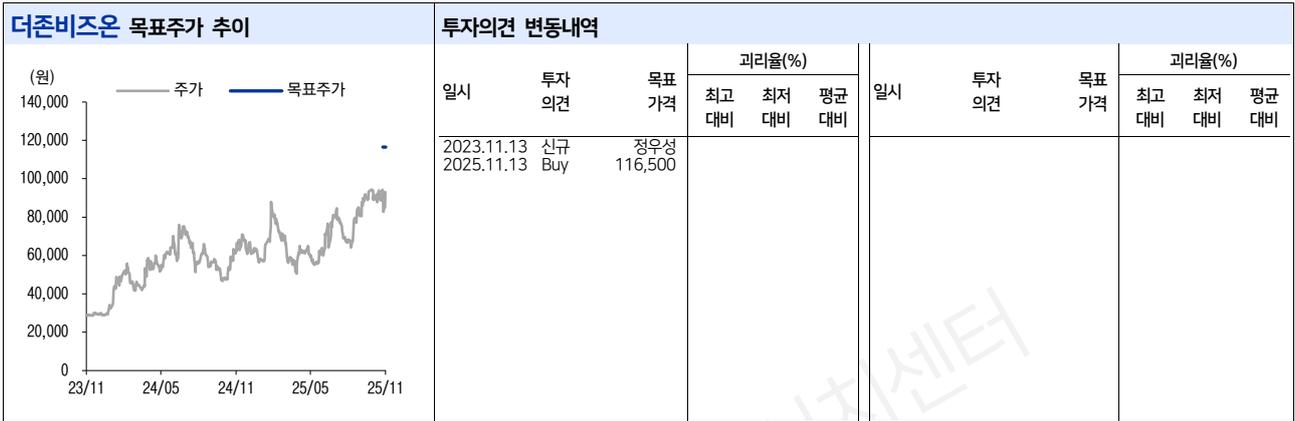
현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	101.8	103.6	84.5	105.1	129.1
당기순이익(손실)	38.5	78.0	77.5	102.0	133.3
비현금수익비용가감	77.7	59.7	8.1	4.7	-2.3
유형자산감가상각비	25.9	26.0	26.2	26.2	26.2
무형자산상각비	11.0	11.4	7.5	6.9	7.2
기타현금수익비용	40.8	22.3	-25.5	-28.4	-35.7
영업활동 자산부채변동	1.6	-11.0	-1.1	-1.6	-2.0
매출채권 감소(증가)	2.6	-5.1	-2.8	-5.9	-7.3
재고자산 감소(증가)	0.6	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
매입채무 증가(감소)	0.0	0.5	1.7	4.4	5.6
기타자산, 부채변동	-1.6	-6.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-68.5	-34.5	-23.6	-24.9	-27.5
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	-8.3	-9.2	-11.4
기타투자활동	-21.1	-8.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-35.5	-6.4	-18.7	-13.9	-13.9
차입금의 증가(감소)	-3.6	4.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-32.1	-12.1	-18.7	-13.9	-13.9
배당금의 지급	6.1	11.4	-18.7	-13.9	-13.9
기타재무활동	0.3	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-2.1	62.8	42.2	66.3	87.7
기초현금	60.7	58.5	121.4	163.6	229.9
기말현금	58.5	121.4	163.6	229.9	317.6

자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	93.6	33.4	33.6	25.5	19.5
P/B	6.0	3.7	4.9	4.3	3.6
EV/EBITDA	10.1	16.7	18.6	15.2	12.1
P/CF	7.8	14.6	34.2	27.5	22.4
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	16.5	13.5	10.3	10.4	11.7
영업이익	58.9	21.7	41.6	25.5	26.1
세전이익	53.7	98.5	5.7	31.5	30.8
당기순이익	66.9	102.6	-0.6	31.5	30.8
EPS	-56.7	516.6	45.5	31.4	30.7
안정성 (%)					
부채비율	91.4	87.0	78.9	69.6	60.1
유동비율	31.0	105.7	126.7	158.5	198.6
순차입금/자기자본(x)	45.0	29.3	19.5	7.6	-4.2
영업이익/금융비용(x)	4.8	6.0	8.5	10.6	13.4
총차입금 (십억원)	288.9	301.4	301.4	301.4	301.4
순차입금 (십억원)	220.1	162.4	120.1	53.5	-34.3
주당지표(원)					
EPS	309	1,907	2,774	3,646	4,765
BPS	4,809	17,118	19,011	21,833	25,651
CFPS	3,693	4,375	2,721	3,389	4,163
DPS	217	477	477	477	477



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 리서치본부가 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% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1 ~ 2025.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)