한화투자증권

2022년 10월 28일
기업분석

더존비즈온 (012510)

아직 동면 중

▶Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(하향): 40,000원

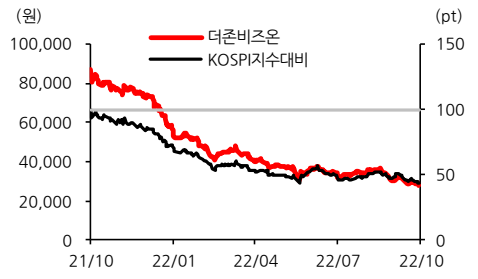
현재 주가(10/27)	27,950원
상승여력	▲43.1%
시가총액	8,492억원
발행주식수	30,383천주
52 주 최고가 / 최저가	97,400 / 27,950원
90 일 일평균 거래대금	30.42억원
외국인 지분율	23.6%
주주 구성	
김용우 (외 14 인)	36.6%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%
자사주 (외 1 인)	4.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.2	-18.8	-30.2	-67.9
상대수익률(KOSPI)	-11.1	-13.5	-16.9	-43.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	306	319	313	343
영업이익	77	71	52	63
EBITDA	103	100	83	97
지배주주순이익	57	54	38	50
EPS	1,771	1,676	1,232	1,644
순차입금	189	123	105	86
PER	58.7	43.6	22.7	17.0
PBR	8.3	4.6	1.7	1.6
EV/EBITDA	32.2	23.4	11.4	9.7
배당수익률	0.4	0.6	1.6	1.6
ROE	15.1	12.1	7.6	9.6

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 시장 기대치를 하회했습니다. 매출 반등 가능성이 가시화될 때 의미있는 주가 상승이 나타날 것으로 전망합니다.

3분기 실적은 시장 기대치 하회

동사의 3분기 실적은 매출액 774억 원, 영업이익 115억 원을 기록했다. 대외환경 불확실성이 커졌음에도 불구하고 매출액은 전년 수준을 유지했지만, 신사업 투자 관련 인건비, 지급수수료 등의 비용 증가로 영업이익은 컨센서스를 14% 하회했다. ERP 매출액은 180억 원으로 YoY 3% 증가했다. 차세대 ERP10의 신규 수주 매출이 반영되며 라이선스 사업이 일부 회복되고 있는 것은 긍정적인 부분이다. 아마란스10 서비스도 다양한 산업 분야에서 레퍼런스를 구축하고 있는 것으로 파악된다. 다만 플랫폼 매출액은 위하고의 신규 고객 증가세가 둔화되며 YoY 14% 감소했다. 전반적인 매출 감소와 인건비 및 손실보상 충당금 증가, 지급수수료 증가에 따라 영업이익률은 전년동기 대비 7.4%p 낮아진 14.8%를 기록했다.

대외환경 비우호적, 대형 프로젝트 지연으로 과도기 상황 지속

우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 3128억 원, 영업이익 518억 원을 전망한다. 기존 추정치 대비 재차 하향한 이유는 ERP를 중심으로 이연된 프로젝트 계약들이 체결되고 있지만, 시스템 구축 지연과 인력난에 따라 의미있는 매출 기여는 불확실한 상황이기 때문이다. 다만, 4분기에는 신규 수주와 스탠다드ERP 플랫폼 버전인 Amaranth10의 신규 고객 유입이 기대되고 외주를 줄여 수익성 위주의 사업을 준비 중인 익스텐디드ERP 프로젝트 성과는 점차 개선될 것으로 예상한다. 기존 사업의 매출 성장 둔화와 이익 둔화가 장기화되고 있는 만큼 신규 BM 도입을 통한 중장기 성장 동력 발굴도 필수적인 상황이다.

목표주가 4만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 8% 하향해 4만 원으로 낮춰 제시한다. 동사의 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 22.7배다. 최근 3년간 40~50배 수준에서 거래된 점을 고려하면 많이 낮아졌지만, 밸류에이션 프리미엄을 부여하던 성장주에 걸맞는 실적 성장 시그널은 아직 부족하다는 기존 전망을 유지한다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	758	806	775	848	757	749	774	849	3,065	3,187	3,128	3,431
YoY(%)	6.5	10.2	6.1	-4.8	(0.2)	(7.2)	(0.1)	0.1	16.7	4.0	(1.9)	9.7
ERP	165	180	175	192	173	140	180	192	629	712	685	735
플랫폼	240	258	243	234	209	230	209	230	993	975	879	954
솔루션	291	309	300	340	322	322	318	363	1,119	1,239	1,325	1,481
기타	62	60	57	82	52	57	67	74	324	261	250	256
YoY(%)												
ERP	5.7	16.2	8.1	23.3	4.5	-22.1	3.2	-0.1	-2.4	13.3	-3.8	7.3
플랫폼	10.3	19.0	16.7	-33.1	-12.9	-10.9	-14.0	-1.5	14.8	-1.8	-9.9	8.6
솔루션	9.0	10.4	11.0	12.1	10.8	4.3	6.3	6.8	13.3	10.7	7.0	11.7
기타	-12.5	-25.6	-36.6	-0.7	-15.0	-5.2	16.0	-9.4	149.5	-19.5	-4.2	2.2
영업이익	175	204	172	160	143	122	115	139	767	712	518	634
YoY(%)	7.4	16.2	6.7	-40.0	-18.6	-40.4	-33.2	-13.1	14.9	-7.2	-27.2	22.2
영업이익률(%)	23.1	25.3	22.2	18.9	18.8	16.3	14.8	16.4	25.0	22.3	16.6	18.5
당기순이익	103	201	109	130	97	78	75	129	579	539	380	505
YoY(%)	-1.2	66.1	-3.1	-46.4	-5.1	-61.4	-31.3	-0.2	13.5	-6.9	-29.5	32.9
당기순이익률(%)	13.5	24.9	14.1	15.3	12.9	10.4	9.7	15.2	18.9	16.9	12.1	14.7

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	263	306	319	313	343
매출총이익	149	169	142	135	153
영업이익	67	77	71	52	63
EBITDA	89	103	100	83	97
순이자손익	-2	-7	-6	-6	-7
외화관련손익	1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	-1
세전계속사업손익	66	73	72	49	65
당기순이익	51	58	54	38	50
지배주주순이익	51	57	54	38	50
증가율(%)					
매출액	15.7	16.7	4.0	-1.9	9.7
영업이익	23.7	14.9	-7.2	-27.2	22.2
EBITDA	26.0	16.3	-3.0	-16.6	15.8
순이익	20.0	13.5	-6.0	-30.1	32.7
이익률(%)					
매출총이익률	56.8	55.2	44.7	43.1	44.7
영업이익률	25.4	25.0	22.3	16.6	18.5
EBITDA 이익률	33.7	33.6	31.4	26.7	28.2
세전이익률	25.3	23.8	22.5	15.8	18.9
순이익률	19.4	18.9	17.1	12.2	14.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	102	144	225	238	262
현금성자산	47	86	151	168	187
매출채권	48	45	54	51	55
재고자산	1	2	2	4	4
비유동자산	625	660	675	689	708
투자자산	252	270	276	249	259
유형자산	342	350	345	368	360
무형자산	31	40	54	72	89
자산총계	727	804	900	927	970
유동부채	95	125	385	398	404
매입채무	25	31	29	41	45
유동성이자부채	20	21	271	270	270
비유동부채	269	282	13	13	13
비유동이자부채	251	255	3	2	2
부채총계	364	406	399	410	417
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	196	196	226	226	226
이익잉여금	181	215	253	275	311
자본조정	-33	-33	0	-9	-9
자기주식	-32	-32	0	-8	-8
자본총계	363	398	502	516	553

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	62	105	61	88	86
당기순이익	51	58	54	38	50
자산상각비	22	26	29	32	33
운전자본증감	-20	18	-31	18	2
매출채권 감소(증가)	-11	3	-11	2	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	0
매입채무 증가(감소)	1	2	-2	11	3
투자활동 현금	-464	-57	-129	30	-54
유형자산처분(취득)	-504	-41	-16	-16	-18
무형자산 감소(증가)	-7	-12	-19	-25	-25
투자자산 감소(증가)	0	-1	-7	-3	-1
재무현금흐름	392	-19	47	-24	-14
차입금의 증가(감소)	246	-4	-3	-1	0
자본의 증가(감소)	135	-15	54	-25	-14
배당금의 지급	-13	-15	-17	-16	-14
총현금흐름	96	109	117	89	85
(-)운전자본증가(감소)	9	-26	6	-17	-2
(-)설비투자	504	41	16	16	18
(+)자산매각	-7	-12	-19	-25	-25
Free Cash Flow	-424	82	76	65	44
(-)기타투자	-35	11	112	-75	11
잉여현금	-389	71	-36	140	33
NOPLAT	51	61	54	40	49
(+) Dep	22	26	29	32	33
(-)운전자본투자	9	-26	6	-17	-2
(-)Capex	504	41	16	16	18
OpFCF	-440	72	61	73	67

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,649	1,771	1,676	1,232	1,644
BPS	11,427	12,507	15,708	16,136	17,289
DPS	470	450	450	450	450
CFPS	3,060	3,478	3,708	2,817	2,685
ROA(%)	10.1	7.4	6.3	4.2	5.3
ROE(%)	18.8	15.1	12.1	7.6	9.6
ROIC(%)	15.1	10.4	9.0	6.6	8.0
Multiples(x,%)					
PER	49.1	58.7	43.6	22.7	17.0
PBR	7.1	8.3	4.6	1.7	1.6
PSR	9.7	10.7	7.2	2.8	2.6
PCR	26.5	29.9	19.7	9.9	10.4
EV/EBITDA	29.6	32.2	23.4	11.4	9.7
배당수익률	0.6	0.4	0.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	100.3	102.0	79.4	79.5	75.5
Net debt/Equity	61.8	47.6	24.4	20.3	15.5
Net debt/EBITDA	253.1	183.7	122.6	125.8	88.6
유동비율	107.3	115.6	58.4	59.8	64.8
이자보상배율	24.2	10.5	9.9	7.2	8.7
자산구조(%)					
투하자본	66.2	62.2	59.0	59.3	58.2
현금+투자자산	33.8	37.8	41.0	40.7	41.8
자본구조(%)					
차입금	42.8	40.9	35.3	34.6	33.0
자기자본	57.2	59.1	64.7	65.4	67.0

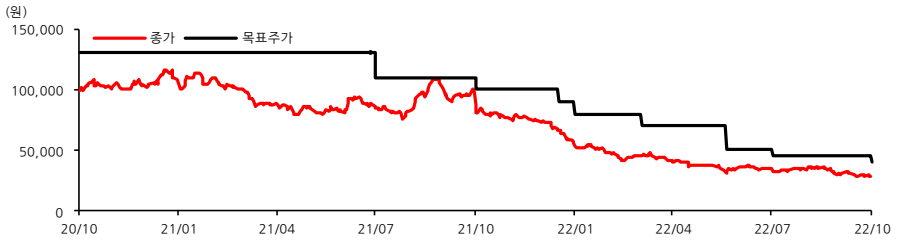
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 10 월 28 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영솔)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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	2020.10.28	2020.11.11	2021.07.27	2021.07.28	2021.10.13	2021.10.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	110,000	110,000	110,000	100,000
일 시	2021.11.23	2022.01.12	2022.01.27	2022.03.29	2022.06.15	2022.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	90,000	80,000	70,000	50,000	45,000
일 시	2022.10.28					
투자의견	Buy					
목표가격	40,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.27	Buy	110,000	-17.31	-1.36
2021.10.28	Buy	100,000	-23.45	-15.40
2022.01.12	Buy	90,000	-32.32	-25.89
2022.01.27	Buy	80,000	-39.63	-31.25
2022.03.29	Buy	70,000	-42.20	-31.21
2022.06.15	Buy	50,000	-29.91	-25.30
2022.07.27	Buy	45,000	-27.46	-18.78
2022.10.28	Buy	40,000		

[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: 2022 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%