



더존비즈온 (012510)

탄력적인 매출 성장이 나타날 때까지

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

Hold (하향)

목표주가(하향): 35,000원

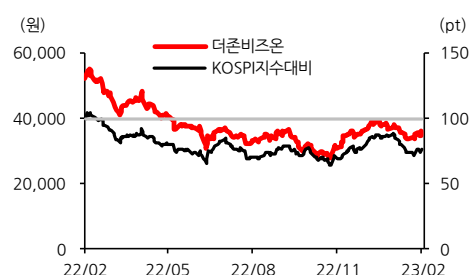
현재 주가(2/3)	36,150원
상승여력	▼-3.2%
시가총액	10,983억원
발행주식수	30,383천주
52 주 최고가 / 최저가	55,000 / 27,800원
90 일 일평균 거래대금	29.21억원
외국인 지분율	21.5%
주주 구성	
김용우 (외 15 인)	36.6%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
자사주 (외 1 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.2	16.4	10.0	-30.5
상대수익률(KOSPI)	-14.0	9.9	9.3	-22.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	319	304	327	359
영업이익	71	46	56	73
EBITDA	100	77	88	105
지배주주순이익	54	23	45	59
EPS	1,676	738	1,469	1,915
순차입금	123	175	153	119
PER	43.6	41.3	24.6	18.9
PBR	4.6	2.1	2.4	2.2
EV/EBITDA	23.4	14.4	14.3	11.6
배당수익률	0.6	1.5	1.2	1.2
ROE	12.1	4.8	9.7	11.6

주가 추이



동사의 4 분기 실적은 시장 기대치를 하회했습니다. 단기적인 모멘텀은 부족하지만, 하반기 실적 개선 시그널이 나타날 때가 비중을 늘릴 수 있는 기회라고 판단합니다.

4분기 실적은 시장 기대치 하회

동사의 4분기 실적은 매출액 763억 원, 영업이익 76억 원을 기록하며 컨센서스를 크게 하회했다. IT투자 위축세가 기존 예상보다 크게 나타나며 매출액이 YoY 10%나 감소했다. ERP 매출액은 158억 원으로 YoY 18% 감소했는데, 유지보수 매출은 꾸준히 증가했지만 경기 영향으로 인한 신규 프로젝트 구축 지연세는 지속된 것으로 파악된다. 플랫폼 매출액은 YoY 2.4% 감소에 그쳤는데, K바우처 규모 축소에도 불구하고 위하고 신규 고객 유입이 일부 매출 감소를 방어했다. 전반적인 매출 감소와 지급수수료 및 외주용역비 증가로 인해 영업이익률은 전년 동기 대비 8.9%p 낮아진 10%를 기록했다.

대외환경 비우호적, 대형 프로젝트 지연으로 과도기 상황 지속

우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 3266억 원, 영업이익 556억 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, 하반기에는 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 3만 5천 원으로 하향하고 투자의견 HOLD로 하향

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 12% 하향해 3만 5천 원으로, 투자의견을 Hold로 낮춰 제시한다. 밸류에이션은 '23E 기준 PER 25배다. 최근 3년간 40~50배 수준에서 거래된 점을 고려하면 많이 낮아졌지만, 펀더멘털 회복세는 아직 부족하다는 기존 전망을 유지한다. 최악의 업황과 과도기를 겪은 만큼 탄력적인 매출 성장과 함께 밸류에이션이 반등하는 시점은 올 것으로 예상하며, 우리는 하반기 실적 개선 시그널이 나타날 때가 비중을 늘릴 수 있는 기회라고 판단한다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	757	749	774	763	749	819	828	870	3,187	3,043	3,266
YoY(%)	(0.2)	(7.2)	(0.1)	(10.0)	(1.1)	9.4	6.9	14.0	4.0	(4.5)	7.3
ERP	173	140	180	158	152	165	172	178	712	651	667
플랫폼	209	230	209	228	226	241	234	250	975	876	950
솔루션	322	322	318	313	307	347	360	372	1,239	1,276	1,387
기타	52	57	67	64	58	62	65	66	261	240	251
YoY(%)											
ERP	4.5	-22.1	3.2	-17.9	-12.3	17.8	-4.6	12.7	13.3	-8.6	2.4
플랫폼	-12.9	-10.9	-14.0	-2.4	7.9	4.8	11.8	9.5	-1.8	-10.1	8.4
솔루션	10.8	4.3	6.3	-7.8	-4.6	7.9	13.1	18.8	10.7	3.0	8.7
기타	-15.0	-5.2	16.0	-22.1	11.1	10.2	-3.2	2.6	-19.5	-8.2	4.6
영업이익	143	122	115	76	125	135	149	148	712	455	556
YoY(%)	-18.6	-40.4	-33.2	-52.5	-12.7	11.3	29.3	94.1	-7.2	-36.0	22.2
영업이익률(%)	18.8	16.3	14.8	10.0	16.6	16.5	17.9	17.0	22.3	15.0	17.0
당기순이익	97	78	75	-19	91	104	120	136	539	231	451
YoY(%)	-5.1	-61.4	-31.3	적전	-6.2	33.3	60.0	흑전	-6.9	-57.1	95.2
당기순이익률(%)	12.9	10.4	9.7	-2.5	12.1	12.7	14.5	15.6	16.9	7.6	13.8

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	306	319	304	327	359
매출총이익	169	142	127	146	160
영업이익	77	71	46	56	73
EBITDA	103	100	77	88	105
순이자손익	-7	-6	-7	-9	-9
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	73	72	30	58	75
당기순이익	58	54	23	45	59
지배주주순이익	57	54	23	45	59
증가율(%)					
매출액	16.7	4.0	-4.5	7.3	9.9
영업이익	14.9	-7.2	-36.0	22.2	31.2
EBITDA	16.3	-3.0	-23.4	14.4	20.0
순이익	13.5	-6.0	-57.7	96.1	30.1
이익률(%)					
매출총이익률	55.2	44.7	41.9	44.7	44.7
영업이익률	25.0	22.3	15.0	17.0	20.3
EBITDA 이익률	33.6	31.4	25.2	26.8	29.3
세전이익률	23.8	22.5	10.0	17.7	21.0
순이익률	18.9	17.1	7.6	13.8	16.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	105	61	54	77	91
당기순이익	58	54	23	45	59
자산상각비	26	29	31	32	32
운전자본증감	18	-31	10	0	0
매출채권 감소(증가)	3	-11	11	-6	-6
재고자산 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	2	-2	-2	4	4
투자활동 현금	-57	-129	2	-44	-46
유형자산처분(취득)	-41	-16	-16	-17	-18
무형자산 감소(증가)	-12	-19	-19	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-1	-7	-6	-3	-3
재무현금흐름	-19	47	-66	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-4	-3	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-15	54	-67	-14	-14
배당금의 지급	-15	-17	-16	-14	-14
총현금흐름	109	117	75	77	91
(-)운전자본증가(감소)	-26	6	-3	0	0
(-)설비투자	41	16	16	17	18
(+)자산매각	-12	-19	-19	-14	-14
Free Cash Flow	82	76	43	47	59
(-)기타투자	11	112	-50	10	11
잉여현금	71	-36	93	36	48
NOPLAT	61	54	34	43	57
(+) Dep	26	29	31	32	32
(-)운전자본투자	-26	6	-3	0	0
(-)Capex	41	16	16	17	18
OpFCF	72	61	53	59	71

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	144	225	158	188	229
현금성자산	86	151	97	119	153
매출채권	45	54	43	49	55
재고자산	2	2	3	3	3
비유동자산	660	675	687	696	707
투자자산	270	276	253	263	274
유형자산	350	345	368	359	353
무형자산	40	54	67	74	80
자산총계	804	900	846	884	936
유동부채	125	385	125	132	139
매입채무	31	29	27	31	35
유동성이자부채	21	271	20	20	20
비유동부채	282	13	261	261	261
비유동이자부채	255	3	252	252	252
부채총계	406	399	386	393	401
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	196	226	226	226	226
이익잉여금	215	253	260	291	335
자본조정	-33	0	-50	-50	-50
자기주식	-32	0	-50	-50	-50
자본총계	398	502	459	490	535

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,771	1,676	738	1,469	1,915
BPS	12,507	15,708	14,328	15,311	16,725
DPS	450	450	450	450	450
CFPS	3,478	3,708	2,373	2,461	2,896
ROA(%)	7.4	6.3	2.6	5.2	6.5
ROE(%)	15.1	12.1	4.8	9.7	11.6
ROIC(%)	10.4	9.0	5.6	7.0	9.0
Multiples(x, %)					
PER	58.7	43.6	41.3	24.6	18.9
PBR	8.3	4.6	2.1	2.4	2.2
PSR	10.7	7.2	3.1	3.5	3.2
PCR	29.9	19.7	12.8	14.7	12.5
EV/EBITDA	32.2	23.4	14.4	14.3	11.6
배당수익률	0.4	0.6	1.5	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	102.0	79.4	84.1	80.2	74.9
Net debt/Equity	47.6	24.4	38.2	31.2	22.3
Net debt/EBITDA	183.7	122.6	228.8	174.6	113.3
유동비율	115.6	58.4	126.5	142.0	164.2
이자보상배율	10.5	9.9	5.3	5.5	7.2
자산구조(%)					
투자자본	62.2	59.0	63.9	62.1	59.8
현금+투자자산	37.8	41.0	36.1	37.9	40.2
자본구조(%)					
차입금	40.9	35.3	37.2	35.7	33.7
자기자본	59.1	64.7	62.8	64.3	66.3

[Compliance Notice]

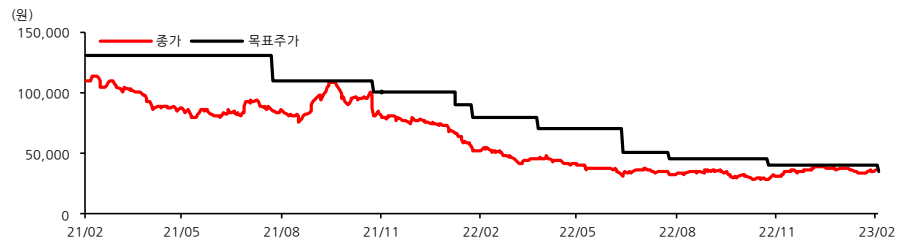
(공표일: 2023년 02월 06일)

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, 유영술)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[더존비즈온 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.07.27	2021.07.28	2021.10.13	2021.10.28	2021.11.23	2022.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	100,000	100,000	90,000
일 시	2022.01.27	2022.03.29	2022.06.15	2022.07.28	2022.10.28	2022.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	70,000	50,000	45,000	40,000	40,000
일 시	2023.02.06					
투자의견	Hold					
목표가격	35,000					

[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
2022.10.27	Buy	40,000	-11.37	-2.50
2023.02.06	Hold	35,000		

[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 추정치에 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 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%