

더존비즈온 (012510)

AI SW 대장주 재차 확인

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 100,000원

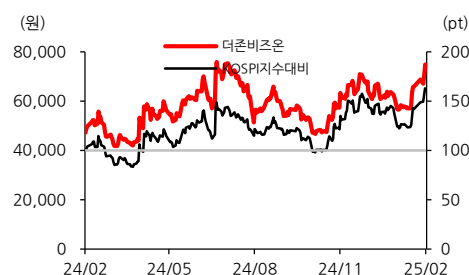
현재 주가(2/5)	74,800 원
상승여력	▲33.7%
시가총액	22,726 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	75,900 / 41,700 원
90 일 일평균 거래대금	196.98 억원
외국인 지분율	10.9%
주주 구성	
김용우 (외 11 인)	22.8%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%
국민연금공단 (외 1 인)	9.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.0	30.5	45.8	61.2
상대수익률(KOSPI)	19.3	33.2	43.0	64.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	354	402	450	500
영업이익	69	88	99	110
EBITDA	106	126	139	149
지배주주순이익	35	59	71	79
EPS	982	2,107	2,561	2,836
순차입금	216	184	130	70
PER	29.5	25.8	29.2	26.4
PBR	2.1	3.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	10.4	14.5	17.3	15.7
배당수익률	0.7	0.9	0.6	0.6
ROE	8.2	12.1	12.5	12.5

주가 추이



동사의 4Q24 실적은 별도와 연결 실적 모두 지난 분기보다도 좋아지며 큰 폭의 서프라이즈를 기록했습니다. 별도 OPM 은 역대 최고 수준인 30.7%까지 높아졌습니다. 업종 중소형주 Top Pick 을 유지합니다.

일회성 하나 없는 서프라이즈 기록

동사의 4Q24 실적은 매출액 1,115억 원, 영업이익 294억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 21% 상회했다. 별도와 연결 실적 모두 지난 분기보다도 질적으로 좋아졌다. Lite ERP 매출은 구축형 제품 중단 추세에도 WEHAGO 전환 확대로 YoY 3% 증가했다. Standard 부문은 그룹웨어 연동 및 고도화를 진행한 아마란스10 매출이 전년 대비 두배 이상 증가하며 성장을 견인했다. Extended 매출액은 YoY 10.4% 증가했다. 단일 모듈 제품에서 통합 모듈 도입 확대 추세가 대기업 및 그룹사 향으로 가속화된 것으로 파악된다. 연결 OPM은 QoQ 5.7%p 개선되어 26.4%까지 높아졌다. 외주용역 최소화와 개발 원가 절감으로 인한 수익성 개선 추세는 우리의 예상보다도 가파르게 나타나고 있다.

별도 영업이익률 30.7%까지 개선, 여기에 AI 매출 붙으면?

우리는 동사가 AI 신제품 업셀링으로 인한 수익화 효과가 확인될 국내 유일한 기업이라는 기존 전망을 유지한다. 딥시크 이슈 이후 많은 사람들이 AI 모델 공급 사이드를 주목하고 있지만, 결국 성능 좋은 모델들의 가격은 점차 낮아질 것이며 이를 활용해 B2B 고객에게 연결시킬 수 있는 동사는 확실한 수혜다. 이번 분기 별도 기준 OPM은 ONE AI 매출이 약 10억 원 기여 뒀음에도 불구하고 역대 최고 수준인 30.7%(QoQ 2.3%p)까지 높아졌다. 신제품 확장 사이클임에도 비용 구조는 최적으로 효율화 된 상황이다. 여기에 계약 체결되고 있는 AI 제품 매출 기여가 본격화된다면 영업레버리지는 올해 극대화될 것으로 예상된다.

목표주가 10만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 상향해 10만 원으로 높여 제시한다. 단지 AI내러티브 테마로만 주가가 오르는 것은 아니라고 본다. 1)매출액 성장률이 두 자릿수가 유지되고, 2)마진이 20% 이상 나오는데, 3)올해 영업레버리지가 더 기대되는 국내 SW기업은 희귀 하기에 프리미엄을 안받을 이유가 없다. 과거 19년에 보여준 '온프레미스→클라우드 전환' 사이클 이상의 밸류에이션을 받아야 한다고 판단한다.



[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E
매출액	944	994	970	1,115	1,033	1,086	1,103	1,282	3,043	3,536	4,023	4,504
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	8.0	9.4	9.2	13.7	15.0	-4.5	16.2	13.8	12.0
Lite ERP	225	233	226	246	239	248	242	266	846	915	930	995
Standard ERP	275	300	282	321	316	329	336	414	1,033	1,062	1,178	1,395
Extended ERP	210	201	225	228	220	228	239	262	653	828	865	949
기타	234	260	237	319	258	281	286	340	512	730	1,050	1,165
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	-6.2	3.0	6.2	6.4	7.1	8.0	-9.3	8.2	1.7	6.9
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	11.0	14.9	9.8	19.1	29.0	5.7	2.8	10.9	18.5
Extended ERP	6.1	-2.8	4.2	10.4	4.8	13.3	6.1	14.8	-9.7	26.8	4.5	9.8
기타	77.3	74.7	56.0	7.4	10.3	8.0	20.6	6.6	-7.6	42.6	43.9	10.9
영업이익	181	204	201	294	210	231	245	305	455	691	881	991
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	24.8	16.0	13.1	22.0	3.6	-36.0	51.9	27.4	12.5
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	26.4	20.3	21.3	22.2	23.8	15.0	19.5	21.9	22.0
당기순이익	366	107	107	202	151	160	182	218	231	343	781	711
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	93.9	-58.8	49.8	70.7	8.0	-57.3	48.6	127.7	-9.0
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	18.1	14.6	14.7	16.5	17.0	7.6	9.7	19.4	15.8

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	304	354	402	450	500
매출총이익	120	153	178	195	216
영업이익	46	69	88	99	110
EBITDA	77	106	126	139	149
순이자손익	-7	-14	-14	-14	-14
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	26	0	0
세전계속사업손익	31	45	96	90	100
당기순이익	23	34	78	71	79
지배주주순이익	24	35	59	71	79
증가율(%)					
매출액	123.1	16.2	13.8	11.9	11.0
영업이익	121.8	51.7	27.5	12.5	11.1
EBITDA	116.6	37.6	19.3	9.7	7.4
순이익	110.9	48.8	127.5	-9.0	10.7
이익률(%)					
매출총이익률	39.4	43.2	44.2	43.2	43.2
영업이익률	15.0	19.5	21.9	22.0	22.0
EBITDA 이익률	25.3	29.9	31.4	30.8	29.8
세전이익률	10.3	12.8	23.8	20.0	19.9
순이익률	7.6	9.7	19.4	15.8	15.7

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	77	101	89	111	121
당기순이익	23	34	78	71	79
자산상각비	31	37	38	39	39
운전자본증감	26	4	-19	-1	3
매출채권 감소(증가)	15	2	-17	-10	-2
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	6	6	1
투자활동 현금	30	-68	-25	-43	-47
유형자산처분(취득)	-17	-25	-18	-32	-36
무형자산 감소(증가)	-17	-11	4	0	0
투자자산 감소(증가)	-12	-11	-11	0	0
재무현금흐름	-95	-33	-15	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-3	-4	-4	0	0
자본의 증가(감소)	-95	-29	-12	-14	-14
배당금의 지급	-16	-7	-11	-14	-14
총현금흐름	85	113	126	111	118
(-)운전자본증가(감소)	-22	-19	19	1	-3
(-)설비투자	17	25	19	32	36
(+)자산매각	-17	-11	4	0	0
Free Cash Flow	73	96	92	78	85
(-)기타투자	-80	36	-1	10	11
잉여현금	153	59	93	68	74
NOPLAT	34	52	72	78	87
(+) Dep	31	37	38	39	39
(-)운전자본투자	-22	-19	19	1	-3
(-)Capex	17	25	19	32	36
OpFCF	70	83	72	85	93

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	144	126	198	263	327
현금성자산	88	63	108	162	223
매출채권	40	49	66	76	78
재고자산	2	1	2	2	2
비유동자산	689	758	825	828	836
투자자산	262	280	329	339	350
유형자산	369	373	361	367	377
무형자산	57	104	135	122	110
자산총계	833	883	1,023	1,091	1,163
유동부채	138	415	185	195	202
매입채무	30	37	40	46	48
유동성이자부채	20	272	33	33	33
비유동부채	257	23	281	281	282
비유동이자부채	252	7	259	259	259
부채총계	394	438	465	477	483
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	475	475	475
이익잉여금	268	286	134	192	257
자본조정	-79	-101	-84	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	557	615	680

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	661	982	2,107	2,561	2,836
BPS	13,697	13,570	17,172	18,997	21,063
DPS	123	217	480	480	480
CFPS	2,696	3,578	4,001	3,533	3,752
ROA(%)	2.7	4.1	6.2	6.7	7.0
ROE(%)	5.1	8.2	12.1	12.5	12.5
ROIC(%)	5.5	8.5	11.1	11.7	12.9
Multiples(x, %)					
PER	55.7	29.5	25.8	29.2	26.4
PBR	2.7	2.1	3.2	3.9	3.6
PSR	3.8	2.6	4.2	5.2	4.7
PCR	13.7	8.1	13.6	21.2	19.9
EV/EBITDA	16.9	10.4	14.5	17.3	15.7
배당수익률	0.3	0.7	0.9	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	89.9	98.3	83.5	77.5	71.1
Net debt/Equity	41.8	48.5	33.1	21.2	10.2
Net debt/EBITDA	238.4	204.1	146.1	94.0	46.8
유동비율	104.5	30.2	107.0	134.7	162.2
이자보상배율	4.8	4.8	5.9	6.7	7.5
자산구조(%)					
투자자본	63.1	64.6	60.4	57.2	54.1
현금+투자자산	36.9	35.4	39.6	42.8	45.9
자본구조(%)					
차입금	38.3	38.5	34.4	32.2	30.1
자기자본	61.7	61.5	65.6	67.8	69.9

[Compliance Notice]

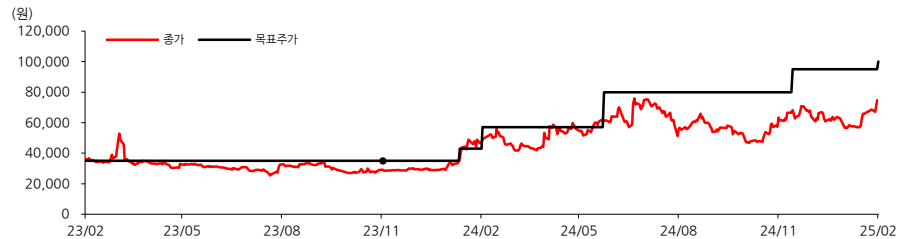
(공표일: 2025년 2월 6일)

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	2023.02.06	2023.04.25	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	43,000	43,000	57,000
일 시	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	95,000
일 시	2024.11.29	2024.12.27	2025.02.04	2025.02.06		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	95,000	95,000	95,000	100,000		

[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		

[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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%