



더존비즈온 (012510)

마진율 40%가 나오는 SW 기업

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 110,000원

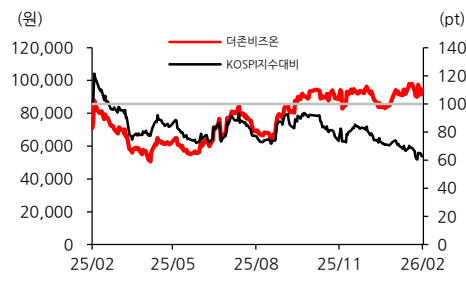
현재 주가(2/4)	90,200 원
상승여력	▲22.0%
시가총액	27,405 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	98,000 / 50,500 원
90 일 일평균 거래대금	199.95 억원
외국인 지분율	15.7%
주주 구성	
김용우 (외 8 인)	22.6%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	-1.6	30.3	27.4
상대수익률(KOSPI)	-24.4	-31.9	-40.3	-89.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	402	446	490	551
영업이익	88	128	139	151
EBITDA	125	164	173	186
지배주주순이익	59	98	100	109
EPS	2,113	3,554	3,592	3,944
순차입금	162	148	70	-12
PER	30.1	26.6	25.1	22.9
PBR	3.7	4.8	4.0	3.6
EV/EBITDA	16.7	18.4	16.2	14.7
배당수익률	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	17.0	17.0	15.1	14.5

주가 추이



동사의 4Q25 실적은 예상을 크게 뛰어넘는 영업레버리지 효과를 보여 주며 역대 최대 실적을 시현했습니다. 펀더멘털 및 성장성 만을 놓고 고려하면 시총 3조 레벨은 충분히 설명 가능합니다.

4Q25 영업이익 YoY +56.5% 성장하며 서프라이즈 시현

동사의 4Q25 실적은 매출액 1,271억 원, 영업이익 461억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 23% 상회했다. 일회성 이슈가 전혀 없는 오직 본업 펀더멘털 개선으로 나온 호실적이다. Lite 및 Standard ERP 매출액은 YoY 각각 12.6%, 27.4% 성장했다. 구축형 제품은 기술지원 중단 정책에 따라 매출 감소세가 이어지고 있음에도 불구하고, 클라우드 기반 차세대 솔루션 WEHAGO 및 Amarant10으로의 전환 속도는 우리의 예상보다 훨씬 빠르게 진행 중이다. 영업이익률은 36.3%(별도 OPM 40.2%)을 기록하며 YoY 9.8%p, QoQ 5.9%p나 개선됐다. 자체 AI 개발 툴 적용으로 인건비 및 외주비 절감 효과가 눈에 띄게 나타나고 있다. 고마진 솔루션 제품 고객 유입은 늘어나고 있는 와중에 개발원가의 대폭 절감으로 인한 영업레버리지 효과는 이제 구조적 시작이다.

Amarant10에서 OmniEsol 전환까지 2년 간 성장성 확보

AI로 인한 국내외 SaaS 기업들의 성장 우려가 부각되고 있음에도 불구하고, 동사는 AI 고도화로 인한 고객 확장 및 영업레버리지가 날 수 있는 국내 유일 SW기업이라는 전망을 유지한다. Amarant10 고객사 수는 일년 전 1,637개에서 25년 말 기준 4,628개로 3천 여개 늘어났다. 구축형 고객의 전환 이외도 신규 고객의 유입이 약 40% 수준인 것으로 파악되는데, AI 솔루션 고도화 시점에 신규 고객이 늘어나는 점은 고무적이다. 아직 구축형 iCube 고객사 수는 8,000여개 남아있으며, 또 다른 통합 솔루션 OmniEsol의 전환은 이제 시작이다. 최소 2년 간은 실적 성장이 유지될 수 있는 확실한 근거라고 본다.

목표주가 11만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 8% 상향해 11만 원으로 높여 제시한다. 마진율이 40%가 나오는 국내외 SW 기업은 손꼽힌다. 더구나 분기 단위로 개선세가 나타나는 기업은 더욱 없다. 주가는 단기적으로 사모펀드의 최대주주 지분 인수 관련 진행 상황에 따라 변동성이 나타나겠지만, 본업 펀더멘털 및 성장성 만을 놓고 고려하면 시가총액 3조 레벨은 충분히 설명 가능하다고 본다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025P	2026E
매출액	986	1,059	1,147	1,271	1,113	1,184	1,226	1,372	3,536	4,023	4,463	4,895
YoY(%)	4.4	6.5	18.2	14.1	12.9	11.8	7.0	7.9	16.2	13.8	10.9	9.7
Lite ERP	249	258	263	278	262	288	293	322	915	930	1,047	1,165
Standard ERP	296	341	421	443	401	406	436	466	1,063	1,178	1,501	1,708
Extended ERP	220	208	190	232	227	230	215	262	828	865	850	935
기타	221	252	272	319	224	259	282	322	730	1,051	1,065	1,087
YoY(%)												
Lite ERP	10.6	10.6	16.3	12.9	5.4	11.7	11.5	15.7	8.2	1.6	12.6	11.2
Standard ERP	7.5	13.8	49.4	37.9	35.5	19.0	3.5	5.3	2.9	10.8	27.4	13.8
Extended ERP	4.9	3.4	-15.5	1.6	2.9	10.7	13.3	13.1	26.8	4.5	-1.7	9.9
기타	-5.5	-3.2	14.8	0.0	1.0	2.9	3.5	1.1	42.8	43.9	1.3	2.1
영업이익	215.9	252.2	348.3	460.9	257.3	285.2	379.9	467.5	691	881	1,277	1,390
YoY(%)	19.2	23.5	73.4	56.5	19.2	13.1	9.1	1.4	51.9	57.4	45.0	8.8
영업이익률(%)	21.9	23.8	30.4	36.3	23.1	24.1	31.0	34.1	19.5	21.9	28.6	28.4
당기순이익	120.0	175.8	234.2	454.7	196.5	195.3	270.8	332.7	385.2	780.3	984.7	995.3
YoY(%)	-67.2	64.8	119.1	20.5	44.0	10.2	14.6	8.5	48.8	127.3	3.5	11.1
당기순이익률(%)	12.2	16.6	20.4	35.8	17.7	16.5	22.1	24.2	10.9	19.4	22.1	20.3

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	355	402	446	490	551
매출총이익	154	184	209	213	239
영업이익	72	88	128	139	151
EBITDA	109	125	164	173	186
순이자손익	-14	-14	-13	-13	-13
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	26	-2	0	0
세전계속사업손익	48	95	120	124	137
당기순이익	39	78	98	100	109
지배주주순이익	14	59	98	100	109
증가율(%)					
매출액	16.5	13.5	10.9	9.7	12.6
영업이익	58.9	21.7	45.0	8.8	8.7
EBITDA	42.0	14.8	31.0	5.6	7.1
순이익	66.9	102.6	26.2	1.1	9.8
이익률(%)					
매출총이익률	43.4	45.7	46.8	43.4	43.4
영업이익률	20.4	21.9	28.6	28.4	27.4
EBITDA 이익률	30.8	31.2	36.8	35.4	33.7
세전이익률	13.5	23.7	26.8	25.4	24.8
순이익률	10.9	19.4	22.1	20.3	19.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	102	104	117	137	146
당기순이익	39	78	98	100	109
자산상각비	37	37	37	34	35
운전자본증감	2	-11	-2	2	1
매출채권 감소(증가)	3	-5	-2	-4	-6
재고자산 감소(증가)	1	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	0	1	2	3	4
투자활동 현금	-68	-35	-71	-46	-50
유형자산처분(취득)	-25	-15	-25	-35	-39
무형자산 감소(증가)	-11	3	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-11	-17	2	0	0
재무현금흐름	-35	-6	-18	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-4	5	-4	0	0
자본의 증가(감소)	-32	-12	-14	-14	-14
배당금의 지급	-6	-11	-14	-14	-14
총현금흐름	116	138	119	135	145
(-)운전자본증가(감소)	-18	-4	24	-2	-1
(-)설비투자	25	15	25	35	39
(+)자산매각	-11	4	-1	-1	-1
Free Cash Flow	98	131	70	101	106
(-)기타투자	37	22	26	10	10
잉여현금	61	109	44	91	96
NOPLAT	58	72	105	111	121
(+) Dep	37	37	37	34	35
(-)운전자본투자	-18	-4	24	-2	-1
(-)Capex	25	15	25	35	39
OpFCF	87	99	93	112	118

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	144	126	216	269	332
현금성자산	88	63	139	184	245
매출채권	40	49	54	61	62
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	689	758	822	827	837
투자자산	262	280	335	345	356
유형자산	369	373	361	367	377
무형자산	57	104	126	114	104
자산총계	833	883	1,038	1,096	1,169
유동부채	138	415	204	210	216
매입채무	30	37	41	42	43
유동성이자부채	20	272	43	43	43
비유동부채	257	23	278	279	280
비유동이자부채	252	7	258	258	258
부채총계	394	438	483	489	495
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	474	474	474
이익잉여금	268	286	132	185	252
자본조정	-79	-101	-83	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	555	607	674

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	281	2,113	3,554	3,592	3,944
BPS	4,809	17,118	19,638	22,365	25,401
DPS	217	480	480	480	480
CFPS	3,693	4,375	3,787	4,284	4,602
ROA(%)	1.6	6.0	9.1	8.5	8.6
ROE(%)	4.8	17.0	17.0	15.1	14.5
ROIC(%)	9.1	11.0	16.4	17.3	18.5
Multiples(x, %)					
PER	103.2	30.1	26.6	25.1	22.9
PBR	6.0	3.7	4.8	4.0	3.6
PSR	2.6	5.0	6.7	5.8	5.2
PCR	7.8	14.6	24.9	21.1	19.6
EV/EBITDA	10.1	16.7	18.4	16.2	14.7
배당수익률	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	91.4	87.0	77.1	69.2	62.4
Net debt/Equity	45.0	29.3	23.3	9.8	-1.4
Net debt/EBITDA	201.4	129.5	90.0	40.6	-6.3
유동비율	31.0	105.7	55.6	72.6	90.2
이자보상배율	4.8	6.0	9.2	9.9	10.8
자산구조(%)					
투하자본	66.0	57.4	54.2	50.8	47.9
현금+투자자산	34.0	42.6	45.8	49.2	52.1
자본구조(%)					
차입금	37.1	35.2	32.0	29.3	26.8
자기자본	62.9	64.8	68.0	70.7	73.2

[Compliance Notice]

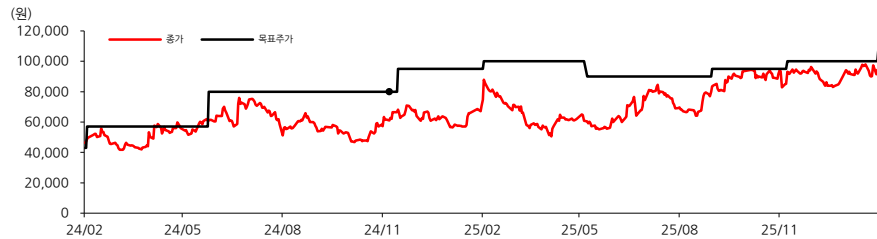
(공표일: 2026년 2월 5일)

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, 김나우)

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	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.02.04	2025.02.06	2025.04.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000
일 시	2025.04.25	2025.05.12	2025.06.05	2025.06.17	2025.09.04	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	90,000	90,000	90,000	95,000	95,000
일 시	2025.11.12	2026.02.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	100,000	110,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-34.39	-12.00
2025.05.12	Buy	90,000	-23.40	-6.00
2025.09.04	Buy	95,000	-6.79	-0.63
2025.11.12	Buy	100,000	-8.43	-2.00
2026.02.05	Buy	110,000		

[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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%