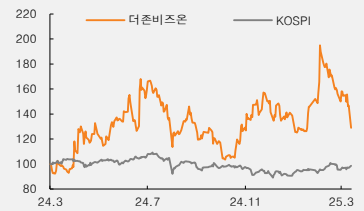


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 84,000원
현재주가(25/3/17)	58,200원
상승여력	44.3%

영업이익(25F,십억원)	104
Consensus 영업이익(25F,십억원)	100
EPS 성장률(25F,%)	23.3
MKT EPS 성장률(25F,%)	16.7
P/E(25F,x)	28.0
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,610.69
시가총액(십억원)	1,768
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	69.5
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M) 일간수익률	0.19
52주 최저가(원)	41,950
52주 최고가(원)	88,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-23.9	2.5	28.8
상대주가	-23.9	1.1	31.5



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

더존비즈온

제4인뱅 철회, 더 잘할 수 있는 것에 집중

제4인뱅 철회, 갑작스럽지만 잘한 결정

제4인터넷뱅크의 3월 26일 예비인가 신청 접수를 앞두고 가장 유력한 후보로 언급되어 온 더존비즈온과 신한그룹 컨소시엄이 예비인가에 참여하지 않겠다고 밝혔다. 인터넷 뱅크 재료가 소멸되며 단기 변동성이 나타날 수 있으나, 본업의 이익과 탐라인 성장 가능성이 커지는 국면이므로 오히려 긍정적 이벤트라고 판단한다.

이번 결정은 인터넷 뱅크를 통한 금융업 진출이 동사의 방향성에 적합하지 않다는 결론에 따른 것으로 해석한다. 금융 시장에 후발주자로 진입하므로 수 천 억원 이상의 지출이 발생할 수 있을 뿐만 아니라, 최근 정치적 불확실성이 커지며 사업 진행에 대한 리스크도 커진 상황이다. 따라서 사업을 진행하면서 얻게 되는 득보다, 본업에 부정적 영향이 더 클 것이라는 판단하에 참여 철회를 결정한 것으로 해석한다.

데이터 기반의 금융 관련 서비스, 더 유리한 방식으로 계속할 것

무엇보다 금융업 진출을 중단하는 것은 아니다. 더 적합한 방식으로 진행할 예정이다. 동사의 가장 큰 경쟁력은 클라우드 기반으로 기업의 재무 등 정보를 수집하는 ERP(전사적자원관리) 플랫폼을 보유하고 있다는 점이다. ERP 데이터로 대출 심사, 보험/카드 상품 심사, 계좌 이체, 결제 등의 기능을 붙여 나갈 수 있는데, 앞으로 금융 기관들과의 협력을 통해 ERP에 금융 서비스를 붙여 나가는 비즈니스를 지속할 예정이다. 최근 글로벌에서도 데이터 기반 금융 플랫폼은 증가 추세다.

목표주가 84,000원으로 하향하지만, 투자의견 '매수' 유지

지난해부터 반영된 인터넷 뱅크 기대감이 사라지며 단기적으로 주가 변동이 있을 수 있다. 그러나 본업이 성장 국면이므로, 이익 훼손 없이 본업에 집중할 수 있는 호재라고 판단한다. 이미 동사는 1) OneAI로 실적이 나는 국내 대표 AI 기업으로 자리매김 중이고, 2) Standard와 Extended에서 클라우드 전환 비중이 커지며 클라우드 매출 규모가 26년에는 50% 이상 차지할 것으로 예상되는 상황이다. 뿐만 아니라 지난 5년간 FY1 PER 평균치는 33배, 금융업 진출과 클라우드 확대 국면이던 19~21년 3년 평균은 46배였다는 점을 감안했을 때, 현재 인터넷 뱅크 재료 소멸에 따른 하락은 과도하다고 판단한다. 따라서 지난 1월 실적 서프라이즈 이후 차익 실현과 글로벌 SWセンチ먼트 악화 등을 반영해 목표주가를 106,000원에서 84,000원(FY1 PER 38배)으로 21% 하향조정하지만, 투자의견은 '매수'로 탐픽을 유지한다. 이제 1Q 실적이 본격적인 반등의 모멘텀이 될 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	304	354	402	450	499
영업이익 (십억원)	46	69	88	104	122
영업이익률 (%)	15.1	19.5	21.9	23.1	24.4
순이익 (십억원)	24	35	60	74	92
EPS (원)	757	1,117	1,917	2,364	2,920
ROE (%)	5.1	8.2	12.4	13.0	14.5
P/E (배)	48.7	25.9	33.2	24.6	19.9
P/B (배)	2.3	1.7	3.2	2.7	2.4
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

금융업은 더 유리한 방식으로 계속될 것: 글로벌 기업들의 성과도 나타나는 중

금융업 진출을 통한 시너지가 오히려 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 가장 큰 경쟁력은 클라우드 기반으로 기업의 재무 등 정보를 수집할 수 있는 ERP(전사적자원관리) 플랫폼을 보유하고 있다는 점이다. ERP 데이터로 대출 심사, 보험/카드 상품 심사, 계좌 이체, 결제 등의 기능을 붙여 나갈 수 있는데, 향후에도 금융 기관들과의 협력을 통해 ERP를 금융 플랫폼으로 확대해나가는 비즈니스를 지속할 예정이다.

최근 미국에서는 생성AI 확산과 함께 데이터 기반의 플랫폼에 금융 서비스를 붙여 실적을 내기 시작하는 케이스가 늘어나고 있다. 대표적으로 미국에서 중소기업용 ERP와 세무 신고 플랫폼을 가진 인튜이티브(INTU US)는 2020년 데이터 기반 신용 분석 및 심사 기업을 인수했는데, AI 성과 등이 나타나며 지난 분기 실적 서프라이즈를 기록했다. 전자상거래 플랫폼에 결제 솔루션, 대출 서비스 등을 붙인 남미의 메르카도리브레(MELI US)도 호실적을 기록했다.

25년 실적, AI와 클라우드로 탑라인과 이익 모두 기대

동사의 25년 연결 매출액은 4,500억원(+11.9% YoY), 연결 영업이익은 1,040억원(+18% YoY), 연결 영업이익률 23.1%, 별도 영업이익률 26.7%(+3.4%pt YoY)로 예상된다.

1) 우선 올해 Standard ERP의 클라우드 제품 전환 목표가 2,000개 이상으로, 클라우드 전환 확대 효과가 지속될 것으로 예상된다. 현재 Standard ERP 고객사 중 클라우드 제품 비중은 14%인데, 매출에서의 비중은 44%로 높아진 단가와 유지보수 비중에 대한 효과가 나타나고 있다.

2) 뿐만 아니라 지난해 7월 런칭한 Extended ERP의 클라우드 버전 옴니솔을 통한 탑라인 성장세도 가시적이다.

3) 지난해 하반기부터 상승하던 영업이익률은 올해 안정적으로 별도 기준 20% 후반으로 올라올 것으로 기대한다.

4) OneAI에서 올해 100억원 이상의 매출이 발생할 것으로 전망한다.

COVID-19 영향으로 매출이 역성장하던 22년에 멀티플이 22~23배까지 내려갔을 뿐, 동사의 FY1 5년 평균 PER은 33배, 주가가 오른 20~21년을 제외한 3개년 평균 PER도 29배다. 따라서 생성AI 초기 국면이고, 생성AI로 데이터 기반의 금융업 확대가 글로벌하게 진행되고 있는 시점임을 감안했을 때, FY1 5년 평균치에 15% 프리미엄을 준 38배를 적용한 84,000원으로 목표주가로 제시한다. 기존 실적 추정치에 인터넷 은행 영향을 반영하지 않았기에 실적은 유지한다.

표 1. 밸류에이션 테이블

(백만원, 원)

밸류에이션	값	비고
예상 fwd EPS	2,208.6	FY25
유통주식수(백만주)	31.5	
Target P/E	38x	5년 평균 FY1 멀티플에 15% 프리미엄 반영한 38배 적용
목표주가	84,000	
현재주가(25/3/17)	58,200	
상승여력	44.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 더존비즈온 EV/SALES 밸류에이션 가정

(백만원)

Target EV/Revenue	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
예상 매출	450,076				
Target EV	2,250,382	2,700,458	3,150,535	3,600,611	4,050,687
Net debt(cash)	155,000	155,000	155,000	155,000	155,000
시가총액	2,405,382	2,855,458	3,305,535	3,755,611	4,205,687
주식수	31.478	31.478	31.478	31.478	31.478
목표주가	76,500	90,800	105,100	119,400	133,700
현재주가(25/3/17)	58,200	58,200	58,200	58,200	58,200
상승여력	31.4%	56.0%	80.6%	105.1%	129.7%

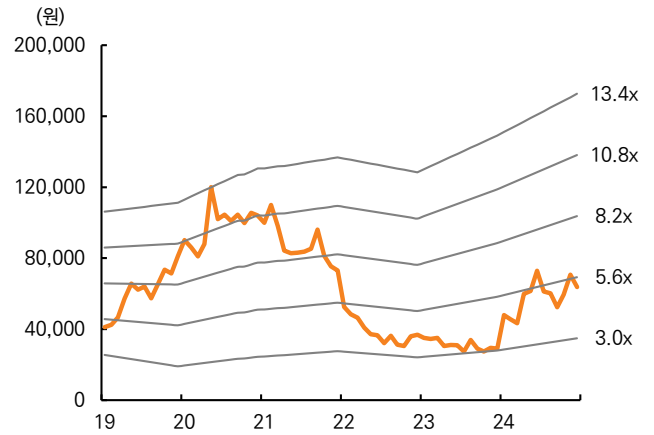
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. P/E 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. EV/SALES 밴드차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 더존비즈온 분기 실적 추정표

(백만원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액(연결 기준)	94,413	99,423	97,036	111,461	106,963	110,490	110,175	122,448
YoY growth	16.0%	17.0%	14.5%	7.6%	13.3%	11.1%	13.5%	9.9%
매출액(별도 기준)	84,677	87,959	87,587	95,794	96,801	100,546	100,479	112,040
YoY growth	6.7%	5.8%	6.6%	9.5%	14.3%	14.3%	14.7%	17.0%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)								
Cloud	32,580	38,814	37,073	38,192	45,680	51,297	52,326	56,640
YoY growth	47.3%	43.4%	23.3%	17.0%	40.2%	32.2%	41.1%	48.3%
% of total revenue	34.5%	39.0%	38.2%	34.3%	42.7%	46.4%	47.5%	46.3%
Tradition	42,950	39,426	40,903	44,876	41,678	39,603	38,265	38,349
YoY growth	-9.2%	-12.5%	-0.9%	3.8%	-3.0%	0.5%	-6.4%	-14.5%
% of total revenue	45.5%	39.7%	42.2%	40.3%	39.0%	35.8%	34.7%	31.3%
사업부별 매출								
Lite ERP	22,470	23,317	22,605	24,627	23,653	24,861	24,658	26,906
YoY growth	5.5%	5.1%	-6.3%	3.0%	5.3%	6.6%	9.1%	9.3%
% of total revenue	23.8%	23.5%	23.3%	22.1%	22.1%	22.5%	22.4%	22.0%
위하고	12,639	13,870	13,418	15,870	16,670	18,463	18,572	20,952
YoY growth	56.3%	34.4%	-1.5%	23.3%	31.9%	33.1%	38.4%	32.0%
% of Lite ERP	56.2%	59.5%	59.4%	64.4%	70.5%	74.3%	75.3%	77.9%
Standard ERP	27,506	29,956	29,358	32,099	30,726	33,957	33,931	35,605
YoY growth	3.3%	10.7%	24.2%	11.0%	11.7%	13.4%	15.6%	10.9%
% of total revenue	29.1%	30.1%	30.3%	28.8%	28.7%	30.7%	30.8%	29.1%
Amaranth10	8,452	13,626	12,621	17,883	17,123	21,115	21,650	23,316
YoY growth	252.7%	202.1%	160.3%	126.6%	102.6%	55.0%	71.5%	30.4%
% of Standard ERP	30.7%	45.5%	43.0%	55.7%	55.7%	62.2%	63.8%	65.5%
Extended ERP	21,010	20,121	22,516	22,832	22,379	22,786	23,555	24,166
YoY growth	6.2%	-3.0%	4.4%	10.4%	6.5%	13.2%	4.6%	5.8%
% of total revenue	22.3%	20.2%	23.2%	20.5%	20.9%	20.6%	21.4%	19.7%
종속 기업								
전자신문(지분 74.38%)	6,905	6,974	7,043	13,336	6,912	6,988	7,058	13,363
% of total revenue	7.3%	7.0%	7.3%	12.0%	6.5%	6.3%	6.4%	10.9%
영업이익(연결 기준)	18,115	20,418	20,085	29,447	24,013	24,780	24,548	30,612
영업이익률	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	22.4%	22.4%	22.3%	25.0%
영업이익(별도 기준)	19,083	20,364	24,901	29,404	26,414	27,258	30,684	35,816
영업이익률	22.5%	23.2%	28.4%	30.7%	27.3%	27.1%	30.5%	32.0%
순이익(연결 기준)	36,578	10,672	14,280	14,280	20,297	16,041	15,950	16,187
EPS(연결 기준)	1,162.0	339.0	453.7	644.8	509.6	506.7	514.2	678.1

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 더존비즈온 연간 실적 추정표

(백만원)

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	318,747	304,303	354,631	402,332	450,076
YoY growth	-	-4.5%	16.5%	13.5%	11.9%
매출액(별도 기준)	313,800	297,680	332,099	356,017	409,867
YoY growth	-	-5.1%	11.6%	7.2%	15.1%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)					
Cloud	84,696	81,959	111,886	146,659	205,943
YoY growth	-	-3.2%	36.5%	31.1%	40.4%
% of total revenue	26.6%	26.9%	31.6%	36.5%	45.8%
Tradition	187,133	178,431	176,892	168,155	157,895
YoY growth	-	-4.6%	-0.9%	-4.9%	-6.1%
% of total revenue	58.7%	58.6%	49.9%	41.8%	35.1%
사업부별 매출					
Lite ERP	93,347	84,591	91,518	93,019	100,077
YoY growth	-	-9.4%	8.2%	1.6%	7.6%
% of total revenue	29.3%	27.8%	25.8%	23.1%	22.2%
위하고	32,125	23,700	44,914	55,797	74,657
YoY growth	-	-26.2%	89.5%	24.2%	33.8%
% of Lite ERP	34.4%	7.8%	12.7%	13.9%	16.6%
Standard ERP	97,692	103,303	106,250	118,919	134,219
YoY growth	-	5.7%	2.9%	11.9%	12.9%
% of total revenue	30.6%	33.9%	30.0%	29.6%	29.8%
Amaranth10	1,916	10,216	19,649	52,582	83,203
YoY growth	-	433.2%	92.3%	167.6%	58.2%
% of Standard ERP	2.0%	3.4%	5.5%	13.1%	18.5%
Extended ERP	72,273	65,283	82,775	86,479	92,886
YoY growth	-	-9.7%	26.8%	4.5%	7.4%
% of total revenue	-	21.5%	23.3%	21.5%	20.6%
종속 기업					
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	34,258	34,320
% of total revenue	-	-	-	8.5%	7.6%
영업이익(연결기준)	71,173	45,534	69,070	88,065	103,953
영업이익률	22.3%	15.0%	19.5%	21.9%	23.1%
영업이익(별도기준)	70,089	45,165	70,338	93,752	120,173
영업이익률	22.0%	14.8%	19.8%	23.3%	26.7%
순이익(연결 기준)	54,414	23,076	34,329	75,810	68,475
EPS(연결 기준)	1,729	733	1,091	2,599	2,209
YoY growth	-	-57.6%	48.8%	138.4%	-15.0%

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	354	402	450	499
매출원가	201	218	244	271
매출총이익	153	184	206	228
판매비와관리비	84	96	102	106
조정영업이익	69	88	104	122
영업이익	69	88	104	122
비영업손익	-24	8	-13	-9
금융손익	-14	-14	-13	-9
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	45	96	91	113
계속사업법인세비용	11	18	22	27
계속사업이익	34	78	70	86
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	78	70	86
지배주주	35	60	74	92
비지배주주	-1	18	-5	-6
총포괄이익	24	79	70	86
지배주주	25	61	74	92
비지배주주	-1	18	-5	-6
EBITDA	106	125	139	155
FCF	76	67	85	81
EBITDA 마진율 (%)	29.9	31.1	30.9	31.1
영업이익률 (%)	19.5	21.9	23.1	24.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.9	14.9	16.4	18.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	126	206	229	239
현금 및 현금성자산	54	116	132	132
매출채권 및 기타채권	49	52	58	64
재고자산	1	1	1	2
기타유동자산	22	37	38	41
비유동자산	758	817	812	831
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	373	373	378	405
무형자산	104	136	126	116
자산총계	883	1,022	1,041	1,069
유동부채	415	188	203	223
매입채무 및 기타채무	15	16	18	20
단기금융부채	272	33	33	33
기타유동부채	128	139	152	170
비유동부채	23	276	228	170
장기금융부채	7	259	209	149
기타비유동부채	16	17	19	21
부채총계	438	464	431	392
지배주주지분	427	543	600	673
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	226	475	475	475
이익잉여금	286	136	193	266
비지배주주지분	18	15	10	4
자본총계	445	558	610	677

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	101	98	115	131
당기순이익	34	78	70	86
비현금수익비용가감	78	56	70	69
유형자산감가상각비	26	26	25	23
무형자산상각비	11	11	11	10
기타	41	19	34	36
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	4	-10	10	13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-5	-5	-6
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-2	-13	-22	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-68	-52	-32	-52
유형자산처분(취득)	-25	-30	-30	-50
무형자산감소(증가)	-11	4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-1	-2	-2
기타투자활동	-56	-25	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-33	-15	-68	-79
장단기금융부채의 증가(감소)	7	14	-50	-60
자본의 증가(감소)	0	248	0	0
배당금의 지급	-7	-11	-18	-19
기타재무활동	-33	-266	0	0
현금의 증가	0	58	15	1
기초현금	54	59	116	132
기말현금	54	116	132	132

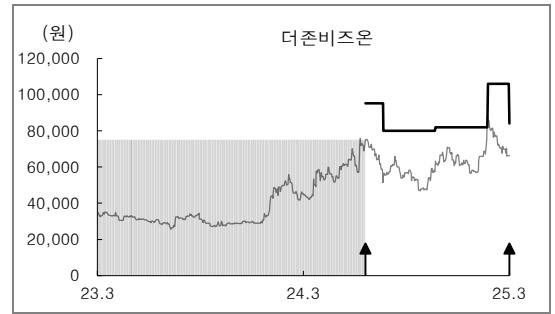
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	25.9	33.2	24.6	19.9
P/CF (x)	8.1	14.9	13.2	11.8
P/B (x)	1.7	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	10.5	16.8	13.4	11.6
EPS (원)	1,117	1,917	2,364	2,920
CFPS (원)	3,578	4,284	4,424	4,924
BPS (원)	16,765	19,913	21,705	24,029
DPS (원)	217	477	480	500
배당성향 (%)	17.7	17.1	19.3	16.3
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	16.2	13.8	11.9	10.8
EBITDA증가율 (%)	37.6	18.6	11.0	11.3
조정영업이익증가율 (%)	51.7	27.5	18.0	17.6
EPS증가율 (%)	47.6	71.6	23.3	23.5
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.2	8.5	8.5
재고자산 회전율 (회)	226.2	334.1	343.0	343.8
매입채무 회전율 (회)	85.2	86.1	88.3	88.7
ROA (%)	4.0	8.2	6.7	8.1
ROE (%)	8.2	12.4	13.0	14.5
ROIC (%)	13.2	16.7	18.3	21.7
부채비율 (%)	98.3	83.2	70.7	58.0
유동비율 (%)	30.2	109.2	112.3	107.2
순차입금/자기자본 (%)	48.5	27.7	14.5	3.9
조정영업이익/금융비용 (x)	4.8	5.9	7.5	11.8

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
더존비즈온 (012510)				
2025.03.17	매수	84,000	-	-
2025.02.07	매수	106,000	-30.34	-22.92
2024.11.06	매수	82,000	-22.07	7.32
2024.08.06	매수	80,000	-30.99	-17.63
2024.07.05	매수	95,200	-29.50	-20.90



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.