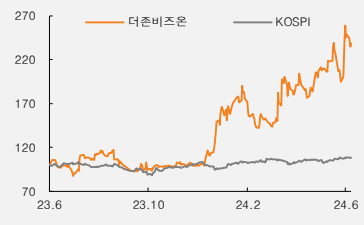


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	95,200원
현재주가(24/7/4)	71,800원
상승여력	32.6%

영업이익(23F,십억원)	69
Consensus 영업이익(23F,십억원)	-
EPS 성장률(23F,%)	47.6
MKT EPS 성장률(23F,%)	-
P/E(23F,x)	25.9
MKT P/E(23F,x)	-
KOSPI	2,794.01
시가총액(십억원)	2,127
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	10.8
베타(12M) 일간수익률	-0.57
52주 최저가(원)	25,500
52주 최고가(원)	75,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.7	138.1	126.9
상대주가	11.1	122.2	111.3



[글로벌 SW/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

더존비즈온

글로벌 스탠다드에 가까워지는 중

투자 의견 '매수' 목표주가 95,200원으로 커버리지 개시

더존비즈온에 대해 투자 의견 '매수'. 목표주가 95,200원으로 커버리지를 개시한다. FY1 PER 5년 평균인 37배에 생성AI 사업 시작과, 기업 CB(신용정보사업) 및 매출 채권팩토링(매출 채권 담보 자금 조달) 사업 진출에 대한 프리미엄 30%를 반영한 48배를 FY25 EPS에 적용했다. 현재 생성AI 사업 시작 + 클라우드 매출 비중 증가 세 가속화 + 데이터 기반의 금융업 진출이라는 강력한 무기 3가지를 가지고 있다. 목표주가는 신사업을 적극적으로 반영하지 않은 보수적 실적 추정치를 반영했다. 따라서 실적에 반영되지 않은 생성AI와 금융업은 멀티플 상향 요인이라고 판단한다.

생성AI는 클라우드와 한몸: TAM 커지고, 매출 늘고, 이익까지 개선

우선 클라우드 전환은 실적 성장에 결정적 요인이다(P 증가). 유지/보수 매출이 주요했던 온프레미스에서 제품 자체의 구독 매출이 지속적으로 발생하는 클라우드로 변경했을 때, 연간 최소 30% 가량의 매출 상승이 가능하다. 따라서 타라인과 이익 모두의 성장 모멘텀이 될 수 있다. 현재 동사의 제품 가운데 클라우드 기반 제품 매출 비중은 1Q24 기준으로 41.7%다. FY25에는 50%가 넘어설 것으로 예상된다.

생성AI는 단기적으로는 Q 확대, 중장기적인 P 증가 요인이다. 생성AI는 무조건 클라우드에서 서비스되기 때문에, 클라우드 형태의 제품을 써야지만 생성AI 기능을 사용할 수 있다. 따라서 클라우드 전환율을 가속화할 수 있고, 신규 고객 유치에도 기여할 수 있다(Q의 증가). 내년부터는 생성AI 매출도 본격적으로 발생할 것으로 기대한다. 또 생성AI는 비용이 낮아 연평균 20% 이익 증가가 가능할 것으로 예상된다.

25년 이익 1,000억 돌파 전망: 국내 SW Top-Pick

한국 SW시장은 24년 10조원 이상이고, 한국 기업의 생성AI 투자는 26년 1조를 돌파할 것으로 전망한다. 70만개가 넘는 한국 중소기업의 한 해 매출은 3,000조가 넘는다. 국내 SW의 글로벌 진출도 시작되고 있다. 외형성장과 이익개선 모두 가져갈 수 있는 좋은 환경이 준비됐다. 동사의 24년 매출은 3,930억원(+11% YoY), 영업이익은 830억원(YoY +20%)로 예상하며, 25년에는 1,000억 이상의 이익을 기록할 것으로 전망한다. 최근 주가 상승 요인에 인터넷 뱅크 진출 기대감이었으나, 현재 진행 중인 본업과 새로 시작하는 기업 신용분석 및 팩토링 사업만으로도 기업 가치 확대는 타당하다고 판단한다. 국내 SW 산업 탑픽으로 제시한다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	319	304	354	393	441
영업이익 (십억원)	71	46	69	83	101
영업이익률 (%)	22.3	15.1	19.5	21.1	22.9
순이익 (십억원)	54	24	35	33	28
EPS (원)	1,707	757	1,117	1,053	886
ROE (%)	12.1	5.1	8.2	7.0	5.3
P/E (배)	42.8	48.7	25.9	66.5	79.0
P/B (배)	4.6	2.3	1.7	3.7	3.5
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.7	0.3	0.3

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

투자포인트

클라우드 매출 비중 확대: 매출과 이익 모두 개선

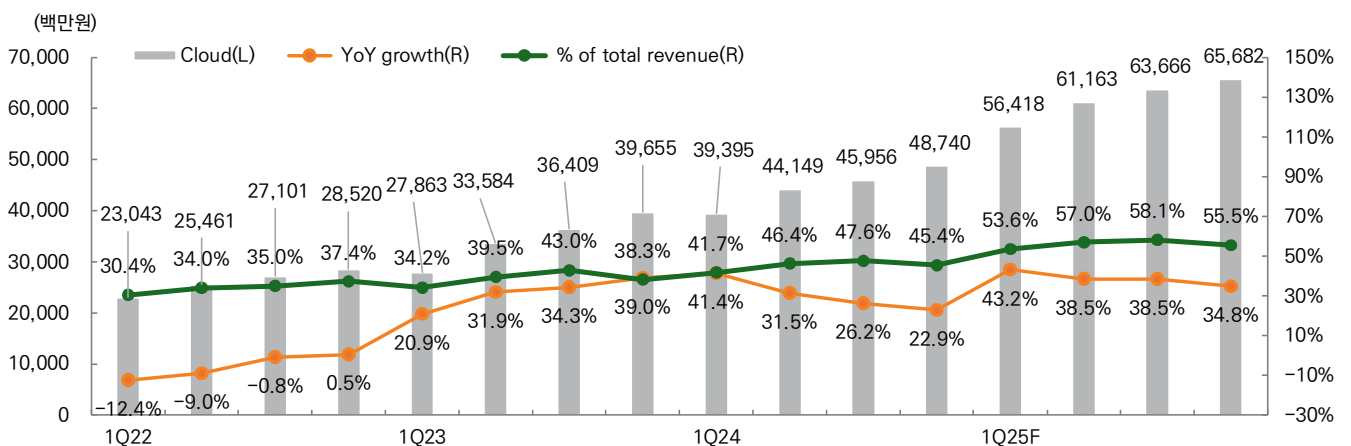
구독 모델 기반의 클라우드 매출 비중이 지속적으로 확대되고 있다. 클라우드 제품은 ASP(평균 판매 단가, Average Selling price)가 높아지고, 고정비가 정해진 상태에서(영업 레버리지 효과), 매출이 recurring(반복수익)하게 발생하기 때문에 마진이 높아진다는 장점을 가진다. 추가로 클라우드 기반의 제품은 모듈 추가가 간편하기 때문에 향후 모듈 업셀링을 통한 ASP 증가도 기대할 수 있다.

동사의 ERP는 사용 기업 규모에 따라 Lite, Standard, Extended ERP 3가지로 나뉘는데, Lite ERP가 2020년 가장 먼저 클라우드 전환을 시작했고, 23년부터 Standard ERP의 클라우드 전환이 본격화됐다. 곧 Extended ERP에 AI를 접목시킨 'OmniEsol'을 공개할 예정이다.

클라우드 전환이 가장 공격적으로 이뤄지고 있는 고객군은 Standard ERP다. 클라우드 제품인 'Amaranth10' 개발이 2023년 완성되면서 본격적으로 레거시에서 클라우드로의 전환과 신규 고객 확보가 진행되고 있다. 특히 Amaranth10은 기존 ERP와 다르게 그룹웨어까지 추가되어 있기 때문에 더 높은 ASP가 발생하고 있다.

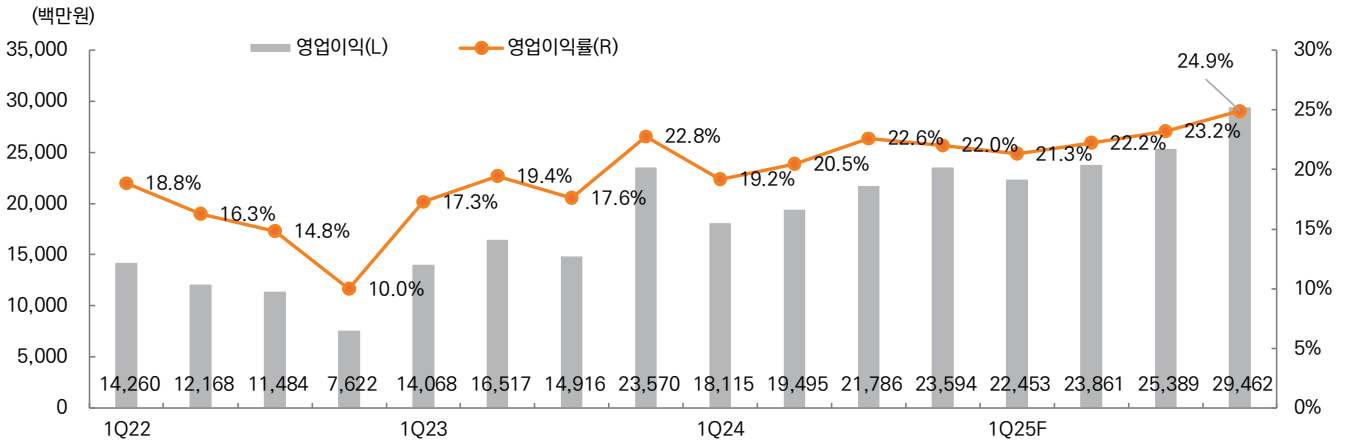
Lite ERP는 2025년의 성장 모멘텀 주역이 될 것으로 기대한다. 2020년 Lite ERP의 클라우드 버전인 'WEHAGO'를 출시했는데, 코로나19가 닥치면서 정부 지원 사업인 K-바우처 사업이 진행됐다. 이 때 고객사(Q)를 증가시키는 것은 매우 긍정적이었다. 그러나 20년 첫 출시 때 제품 가격을 기존 제품의 두배에 달하는 400만원으로 올렸는데 K-바우처가 있을 때는 정부 지원으로 고객들이 해당 제품을 200만원에 쓸 수 있었으나, 지원 사업이 끝나고는 이를 부담하지 못하는 기업이 늘어 Q가 줄고 P도 200만원으로 낮출 수밖에 없었다. 그러나 생성AI 등 추가 기능 도입을 통해 제품 가격을 다시 정상화 할 것으로 예상한다.

그림 79. 클라우드 제품 매출 추이 및 전망



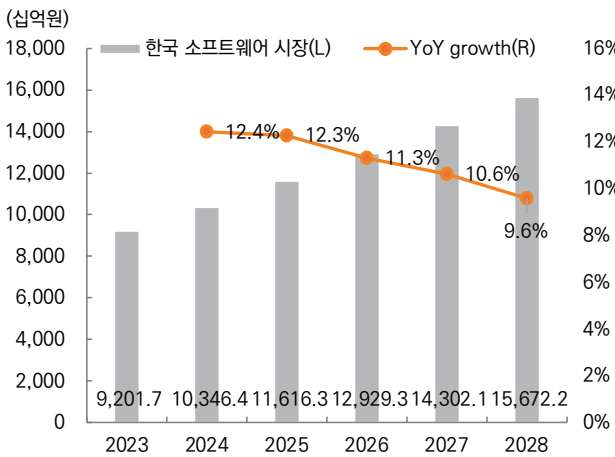
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터 추정
 주: 클라우드에 포함된 사업부 - SmartA의 클라우드, WeHAGO, iCube의 클라우드, 그룹웨어의 클라우드, Amaranth10, 기타(전자문서, 더존페이 등)

그림 80. 영업이익 및 영업이익률 추이



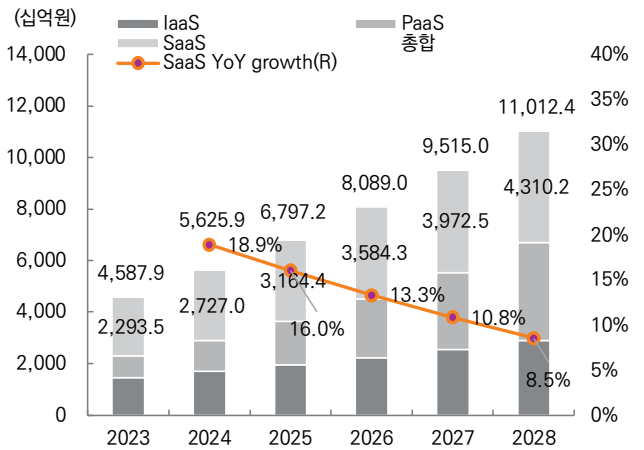
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 81. 한국 SW 시장 전망



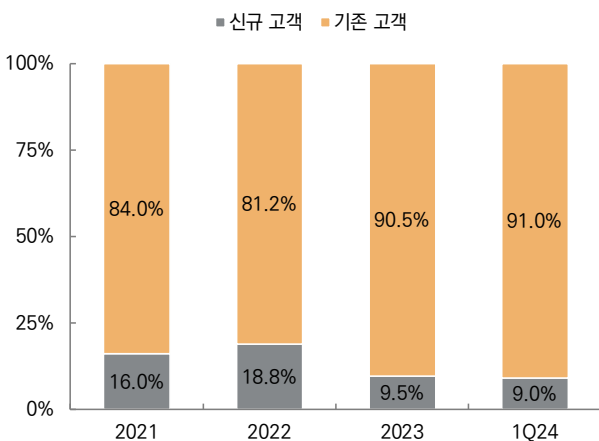
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 한국 클라우드 시장 전망



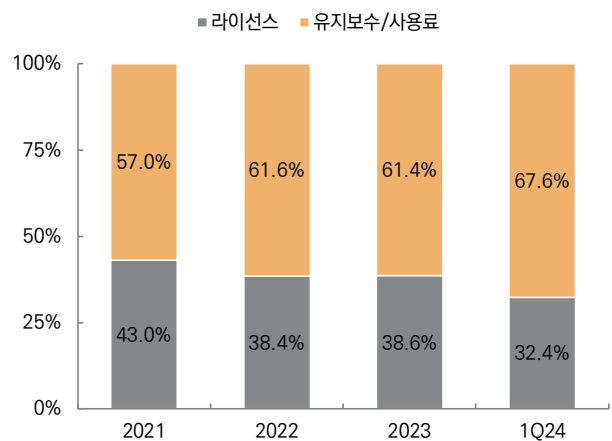
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 신규 고객 VS 기존 고객 매출 비중: P의 증가 확인



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 라이선스 VS 유지보수/사용료 매출 비중: P의 증가 확인



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

생성AI 서프라이즈 - 중소기업향 제품의 강점 부각

지난 6월 10일, 기존 ERP에서 사용하는 AI 비서 ‘더존비즈온 OneAI’ 공식 판매를 시작했고, 판매 15일 만에 114개의 고객사를 확보했다고 언급했다. 과금은 종량제 방식이다. 월 25만원부터 시작되고, 금액 당 credit을 지급해 생성AI 관련 문서가 생성될 때 마다 LLM의 API 사용량에 따라 credit을 차감하는 방식이다.

한국의 생성AI 투자는 24년 3,267억원, 25년에는 5,800억원, 그리고 26년에는 1조를 넘어설 것으로 예상된다. 아직까지 생성AI 솔루션 시장은 극초기 단계다. 이는 올 1분기 글로벌 SW 기업들의 실적에서 드러났다. 세일즈포스, 어도비 등의 글로벌 대표 SW 기업들은 지난해 3월부터 제품화를 시작했으나, 올해 1분기까지 의미있는 매출이 나타나지 않았다. 그러나 하반기는 다를 것으로 예상된다. 글로벌 1등 IT 서비스 업체인 액센추어(ANC US)는 지난 6월 중순 실적발표에서 올해 상반기 동안 생성AI 관련 매출이 5억달러(약 7,000억원)를 돌파했다고 밝혔다. 생성AI 제품에 대한 매출 인식이 시작된 것이다.

기대감이 커지는 환경 속에서 동사는 두드러지는 강점을 하나 가지고 있다. 판매 대상 기업이 중소기업이란 점이다. 우선 중소기업은 **1) 구축이 간편하다.** 의사결정 과정이 짧고, 거버넌스도 복잡하지 않다. 그러다보니 도입을 결심해서 제품을 사용하기까지 소요되는 시간이 대기업 대비 짧고, 이는 동사의 매출에 곧바로 반영될 가능성을 높여준다.

2) 신규 고객 유치 및 클라우드 전환으로의 유도에 시가 큰 도움이 될 수 있다. 생성AI 등장으로 한국 기업들의 SW에 대한 인식 재고가 가속화되고 있다. 지금까지 한국 기업의 클라우드 전환 유도는 쉽지 않았다. 데이터가 유출될 수 있다는 공포는 한국 기업 정서상 불편했고, 번거로운 작업이기도 했다. 그러나 생성AI는 다르다. 클라우드는 인프라의 영역이었지만, 생성AI는 엔드 유저가 직접 사용해서 변화를 체감할 수 있다. 이에 국내 기업들은 서둘러 생성AI 도입을 검토 중이다. 생성AI 기능을 사용하기 위해서는 클라우드 전환이 필수적이다. 따라서 생성AI 기능은 기존 기업들의 클라우드 제품으로 전환을 유도할 수 있고, 생성AI 기능을 사용하고 싶은 신규 고객을 모객하는 역할도 수행할 것으로 예상된다.

표 33. 더존비즈온의 생성AI 제품군

생성AI 제품	설명
ONE AI	<ul style="list-style-type: none"> - 더존비즈온의 제품에서 비서 역할로 사용할 수 있는 AI 솔루션이다. - ERP, 그룹웨어, 문서 관리 솔루션 등 다양한 솔루션에 적용 가능하다. - UI/UX가 쉽기 때문에, 별도의 교육이 필요 없다는 강점이 있다. - 검색-증강 생성 기능(RAG)를 활용해서 기업 데이터 유출을 방지하고, AI 할루시네이션을 최소화한다. - 마이크로소프트 Azure 서버 기반으로, LLM은 OpenAI의 GPT를 주요하게 사용하고, 구글의 Gemini와 Claude도 함께 활용한다 - AI 업무파트너 이름은 Dobby(도비)다.
Gen AI DEWS	<ul style="list-style-type: none"> - DEWS는 더존비즈온의 ERP를 직접 개발하고 운영하도록 돕는 개발자용 통합 플랫폼이다. 여기에 GenAI를 접목시켰다. - 개발자 플랫폼은 시장점유율 확대에 중요한 역할을 한다. 기업이 새로운 모듈을 개발하거나, 문제가 생겼을 때 빠르게 처리할 수 있기 때문이다. - 따라서 클라우드 솔루션 기업들은 개발자 플랫폼을 점유율 확대와 라인 강화에 핵심 도구로 강조한다.
OmniEsol	<ul style="list-style-type: none"> - 7월 18일 발표 예정인 신제품이다. - ERP를 넘어 AI 기반의 그룹웨어, 문서 작성 및 관리까지 한번에 제공하는 플랫폼이다. - ERP10을 중심으로 생산관리시스템(MES), 그룹사통합관리경영정보시스템(GSP), 내부회계관리시스템(ICS) 등 기업 핵심 솔루션의 개별 업무 프로세스마다 시가 더해져 업무 효율을 극대화하고 개발 환경을 개선할 수 있다. - 글로벌 파트너사인 아마존 AWS, 마이크로소프트 Azure 와의 파트너십도 강화될 것으로 예상된다. - 이번 제품 출시와 함께 창사 이래 처음으로 파트너사를 모집한다. 이를 통해 외산 솔루션이 지배하는 대기업 시장에도 본격 진출할 예정이다.
Insight OFUS	<ul style="list-style-type: none"> - 데이터 플랫폼으로, 데이터 수집부터 데이터 웨어하우스(DW)를 구축, 데이터 추출, 클라우드 인프라 제공, 모델 배포 및 버전관리까지 데이터 라이프 사이클을 총체적으로 지원한다. - 이 플랫폼을 통해 데이터 수집, 가공, AI 모델링 분석 등이 가능해진다. - 7월 18일 Omni Esol과 함께 공식적으로 발표될 예정이다.

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

3) 비용 증가 우려가 크지 않다. 생성AI 애플리케이션의 구조를 보면, 거대 기업 LLM을 API (표2 참고) 형태로 가져와서 서비스를 하는 방식이다. 애플리케이션 개발 기업은 API에 대한 사용료를 종량제 과금 방식으로 지불한다. 그리고 이를 고객에게 똑같은 종량제 과금 체계로 전가한다. 동사는 MS의 Azure OpenAI에서 API를 호출하는데, MS의 가격에는 GPU 사용 요금도 포함되어 있기 때문에 서버 사용에 대해 추가로 고민할 필요가 없다.

그러므로, 맨 처음 제품을 개발할 때는 일부 개발비가 발생할 수 있지만, 제품이 출시된 이후로는 크게 비용이 늘어날 요인이 없다(강력한 레버리지 효과). 따라서 이용자가 많아질수록 마진이 확실하게 개선될 수 있는 구조를 가지고 있다.

그림 85. MS Azure OpenAI 서비스 가격

Models	Context	Input (Per 1,000 tokens)	Output (Per 1,000 tokens)
GPT-4o Global Deployment	128K	₩6.9438	₩20.8313
GPT-4o Regional API	128K	₩6.9438	₩20.8313
GPT-3.5-Turbo-0125	16K	₩0.6944	₩2.0832
GPT-3.5-Turbo-Instruct	4K	₩2.0832	₩2.778
GPT-4-Turbo	128K	N/A	N/A
GPT-4-Turbo-Vision	128K	N/A	N/A
GPT-4	8K	₩41.663	₩83.326
GPT-4	32K	₩83.326	₩166.651

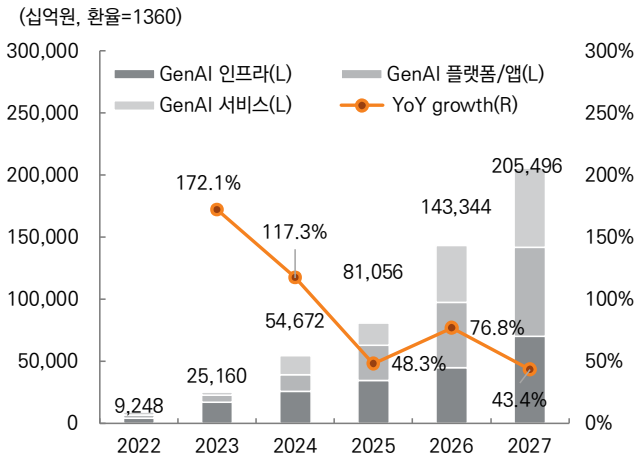
자료: OpenAI, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 생성AI 애플리케이션 가격 책정 방식

과금 방식	내용
사용량 기반 결제 (Pay-As-You-Go)	Pay as you go 방식이랑, 사용량만큼 지불하는 방식이다. - token이라는 단위 당 과금된다. - PTUs와 다른 점은 사용량의 유연성이 더 뛰어나다는 점이다. 토큰(Token)**: - OpenAI 모델이 텍스트를 처리하는 기본 단위다. - 예를 들어, 문장 "Hello, world!"는 공백과 구두점을 포함해 4개의 토큰이 사용된다.
PTUs(프로비저닝 처리 단위)	PTUs는 Provisioned Throughput Units의 약자다 - 특정 양의 모델 처리 용량을 예약하고 사용하는 방법이다. - PTU는 일정한 기간 동안 고정된 비용으로 제공되므로 예산 계획이 용이함 - 특정 처리 용량을 예약함으로써 트래픽 급증 시에도 성능이 저하되지 않으며, SLA(Service Level Agreement)에 따라 안정적인 서비스 성능을 유지할 수 있다. - 일반적으로 PTU는 처리량(Throughput)을 나타내고, 이는 요청 수나 API 호출 수 등을 단위로 사용한다.
API	생성AI 애플리케이션은 LLM을 API 형태로 가져와서 사용한다. Application Programming Interface의 약자로, SW 애플리케이션 간에 서로 통신하고 데이터를 교환할 수 있는 인터페이스를 말한다. API를 통해 하나의 SW가 다른 SW의 기능을 사용할 수 있다. 즉, 더존비즈온의 ERP에서, 생성AI인 GPT의 기능을 사용할 수 있게 해주는 것이다. 클라이언트가 API에 요청(request)을 보내고, API는 이를 처리한 후 응답(response)을 반환하는 형태의 프로세스다.

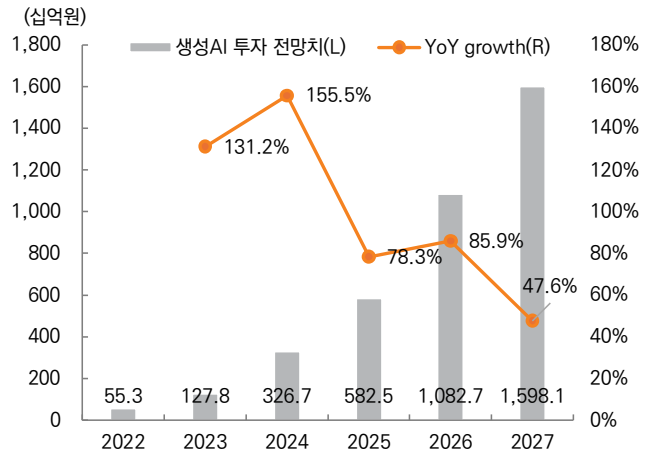
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 글로벌 생성AI 투자 전망치



자료: Nextplatform, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 한국 생성AI 투자 전망치



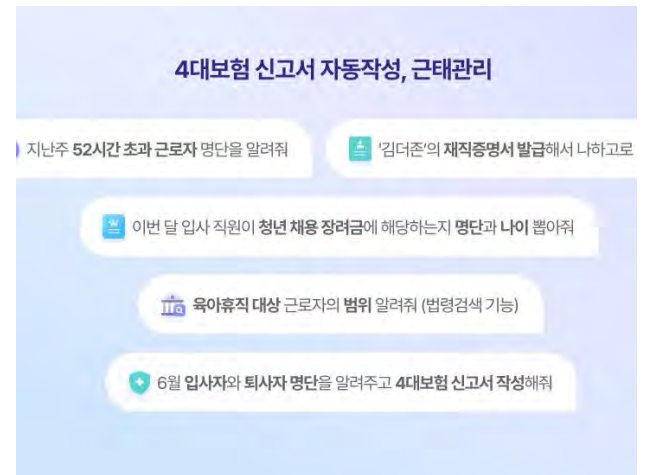
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. OneAI 사례



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. OneAI 사례



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. OneAI 사례



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. OneAI 사례

고 소 장	
고 소 인 :	홍길동
	고소인 주소: 서울시 강남구 개포동
	고소인 변호인: 법무법인 더존
피 고 소 인 :	김 더 존 (인 또는 서명)
	피고소인 주소: 서울시 강남구 개포동
죄 명 :	"상해 등"
고 소 취 지	
피고소인 임의정은 2024년 4월 1일 더존채용계약서 의뢰인 홍길동을 상대로 심각한 상해를 가하였으며, 이로 인해 의뢰인은 신체적, 정신적 피해를 입었습니다.	

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

파트너사 모집에 글로벌 진출까지, 성장 스토리 기대된다

해외 진출이 본격적으로 시작된다. 우선 일본 진출에 다시 도전한다. 이번 분기 일본 현지 법인 '제노랩'을 삿포로에 설립했다. 시작은 아마존 AWS의 영업망을 활용할 예정이다. 아마존 AWS와 SaaS 시장 진출을 위한 MOU를 체결했다. 일본은 전통적인 기업 문화와 경영 방식을 가진 기업이 많아서 한국보다 ERP 도입률이 낮다. 또한 일본은 한국보다 더 기업들이 직접 맞춤형 시스템을 사용하는 것을 선호한다. 한국보다 훨씬 보안에 민감하기 때문에 클라우드 전환을 꺼려한다. 한국이 생성AI로 클라우드 전환부터 전반적인 디지털화가 가속화되듯이, 최근 정부부터 나서서 디지털화(DX)의 강력한 추진을 지원 중인 일본에서 기회가 나타날 것으로 기대한다.

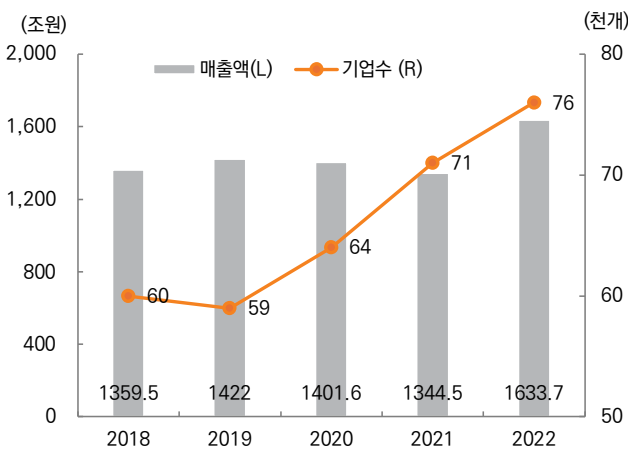
이보다 더 기대되는 것은 OmniEsol 제품 발표날 공개할 '파트너 모집'에 대한 내용이다. 동사는 처음으로 외부 파트너사를 모집하겠다고 밝혔다. 파트너사는 제품을 구축해주고 유지 보수하는 역할을 담당하기 때문에, 대형 고객사에 필요한 존재다. 즉 현재 SAP가 장악하고 있는 대기업 시장을 공략하려는 의도로 해석 가능하다. 뿐만 아니라 마이크로소프트와 아마존의 발표도 예정되어 있다. MS Azure와 아마존 AWS는 국내뿐만 아니라 글로벌 진출까지 이어질 수 있는 핵심 파트너사다. 따라서 이번 제품을 통해 고객군도 다변화되고, 글로벌 진출의 여지도 늘어날 것으로 기대한다. SAP의 라이선스가 26년 끝나는 만큼, 현재 SAP를 사용 중인 공공기관 ERP 시장 기대도 커지고 있다.

표 35. 한국 SW 기업들 고객사의 기업 규모별 매출 비중 (2022년 매출 기준)

구분	대기업	중소기업
정부/공공(B2G)	16%	7.50%
기업(B2B)	계열사	0.50%
	비계열사	79.30%
개인(B2C)	20.20%	12.40%
해외	6.50%	0.30%

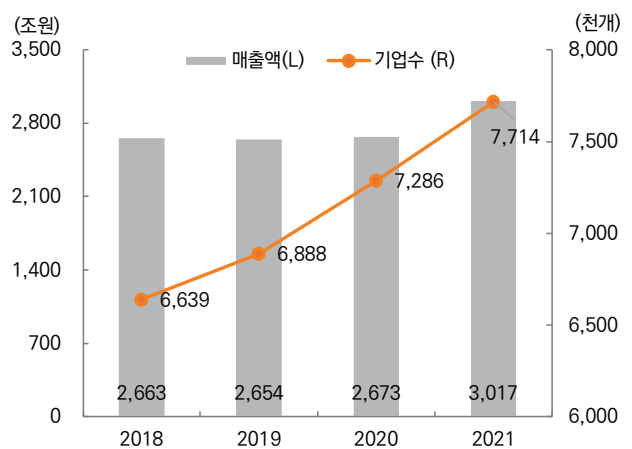
자료: 2023 SW산업 연간보고서(2024.4), 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 한국 대기업 수 및 매출 추이



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 한국 중소기업 수 및 매출 추이



자료: 중소벤처기업부, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

한국 클라우드 전환 가속화로 두자릿수 성장 지속 전망

가트너 등 IT 시장조사업체는 최근 기업용 SW 시장 규모를 추정할 때, 클라우드와 전통 SW로 시장을 구분한다. 글로벌 클라우드 ERP 시장 성장률은 22년부터 27년까지 연평균 11%나, 전통 ERP는 3%에 불과하다. 한국은 23년 ERP 시장이 9.5% 성장한 것으로 추정한다. 24년부터 28년까지의 성장률은 7% 수준이다.

이를 바탕으로 연결 기준의 더존비즈온 24년 매출은 3,934억원(+10.9% YoY), 25년 매출은 4,406억원(+12% YoY)로 추정한다. 영업이익은 24년 830억원(+20.2% YoY), 1,011억원(+21.9% YoY)으로 예상한다. 클라우드 전환으로 이익 성장률이 매출 성장률을 웃돌 것으로 전망한다. 4월 30일 테크핀레이팅스 지분을 신한금융지주 FI에 매각하며 270억 가량의 주식처분이익이 발생했다. 이에 24년 순이익은 757억원(+120% YoY)로 급증하고, 25년 624억원으로 정상화될 것으로 예상한다.

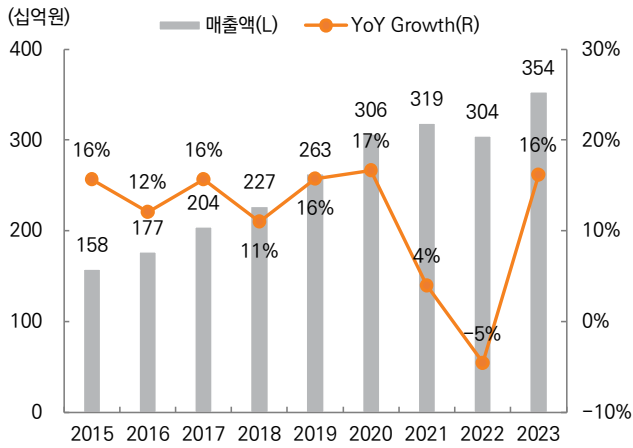
표 36. 더존비즈온 실적 테이블

(백만원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액(연결 기준)	75,677	74,866	77,438	76,322	81,398	84,956	84,713	103,563	94,413	95,248	96,466	107,266
YoY growth(%)	-0.2%	-7.2%	-0.1%	-10.0%	7.6%	13.5%	9.4%	35.7%	16.0%	12.1%	13.9%	3.6%
매출액(별도 기준)	75,008	79,618	76,237	82,914	74,042	73,172	76,078	74,389	79,392	83,111	82,131	87,465
YoY growth(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.3%	-8.1%	-0.2%	-10.3%	7.2%	13.6%	8.0%	17.6%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)												
Cloud	23,043	25,461	27,101	28,520	27,863	33,584	36,409	39,655	39,395	44,149	45,956	48,740
YoY growth(%)	-12.4%	-9.0%	-0.8%	0.5%	20.9%	31.9%	34.3%	39.0%	41.4%	31.5%	26.2%	22.9%
% of total revenue	30.4%	34.0%	35.0%	37.4%	34.2%	39.5%	43.0%	38.3%	41.7%	46.4%	47.6%	45.4%
Tradition	47,639	44,109	44,837	41,846	47,328	45,048	41,266	43,250	40,619	39,803	38,458	39,810
YoY growth(%)	9.1%	-5.9%	-1.2%	-18.3%	-0.7%	2.1%	-8.0%	3.4%	-14.2%	-11.6%	-6.8%	-8.0%
% of total revenue	62.9%	58.9%	57.9%	54.8%	58.1%	53.0%	48.7%	41.8%	43.0%	41.8%	39.9%	37.1%
사업부별 매출												
Lite ERP	20,291	22,320	20,073	21,907	21,294	22,195	24,115	23,914	22,470	23,439	23,833	25,017
YoY growth(%)	-10.9%	-11.0%	-13.3%	-2.0%	4.9%	-0.6%	20.1%	9.2%	5.5%	5.6%	-1.2%	4.6%
% of total revenue	26.8%	29.8%	25.9%	28.7%	26.2%	26.1%	28.5%	23.1%	23.8%	24.6%	24.7%	23.3%
위하고	4,430	6,863	5,571	6,836	8,087	10,322	13,628	12,876	12,639	14,341	15,203	16,514
YoY growth(%)	-41.5%	-27.5%	-36.0%	7.1%	82.6%	50.4%	144.6%	88.4%	56.3%	0.0%	0.0%	0.0%
% of Lite ERP	21.8%	30.7%	27.8%	31.2%	38.0%	46.5%	56.5%	53.8%	56.2%	61.2%	63.8%	66.0%
Standard ERP	27,482	26,475	25,047	24,299	26,631	27,055	23,634	28,931	27,506	27,046	26,712	28,652
YoY growth(%)	451	452	453	454	455	456	457	458	459	460	461	462
% of total revenue	36.3%	35.4%	32.3%	31.8%	32.7%	31.8%	27.9%	27.9%	29.1%	28.4%	27.7%	26.7%
Amaranth10	3,146	1,669	2,358	3,044	2,397	4,510	4,850	7,893	8,452	10,005	10,364	11,953
YoY growth(%)	-	-	217.4%	159.5%	-23.8%	170.3%	105.7%	159.3%	252.7%	121.8%	113.7%	51.4%
% of Standard ERP	11.4%	6.3%	9.4%	12.5%	9.0%	16.7%	20.5%	27.3%	30.7%	37.0%	38.8%	41.7%
Extended ERP	17,307	14,086	18,065	15,825	19,780	20,749	21,573	20,673	21,010	21,749	23,438	24,021
YoY growth(%)	2.0%	-24.1%	3.3%	-17.8%	14.3%	47.3%	19.4%	30.6%	6.2%	4.8%	8.6%	16.2%
% of total revenue	22.9%	18.8%	23.3%	20.7%	24.3%	24.4%	25.5%	20.0%	22.3%	22.8%	24.3%	22.4%
종속 기업												
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,905	6,974	7,043	13,468
% of total revenue	-	-	-	-	-	-	-	-	7.3%	7.3%	7.3%	12.6%
영업이익(연결 기준)	14,260	12,168	11,484	7,622	14,068	16,517	14,916	23,570	18,115	19,495	21,786	23,594
영업이익률(연결 기준)	18.8%	16.3%	14.8%	10.0%	17.3%	19.4%	17.6%	22.8%	19.2%	20.5%	22.6%	22.0%
순이익(연결 기준)	9,729	7,765	7,481	-1,899	7,425	8,866	7,619	10,418	36,578	11,692	14,638	12,806
EPS(연결 기준)	309.1	246.7	237.7	-60.3	235.9	281.7	242.1	331.0	1,162.0	371.4	465.0	406.8

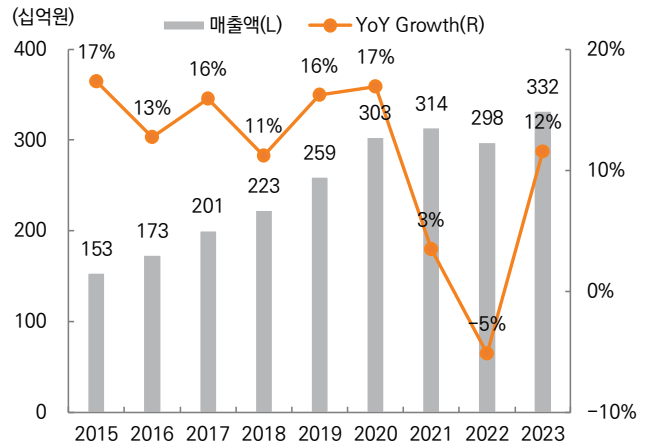
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 연결 기준 매출액 및 성장률



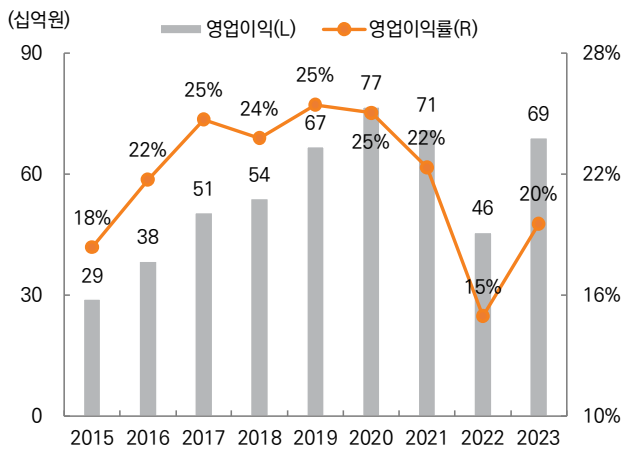
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 별도 기준 매출액 및 성장률



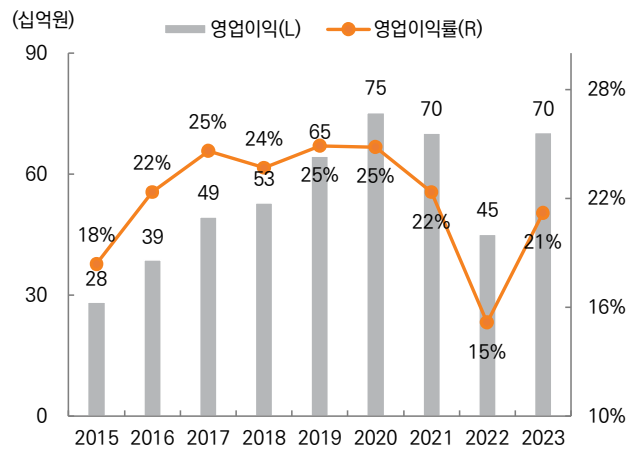
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 연결 기준 영업이익 및 영업이익률



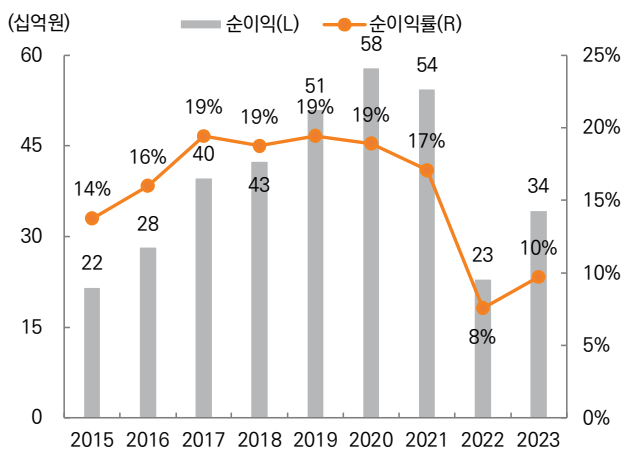
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 별도 기준 영업이익 및 영업이익률



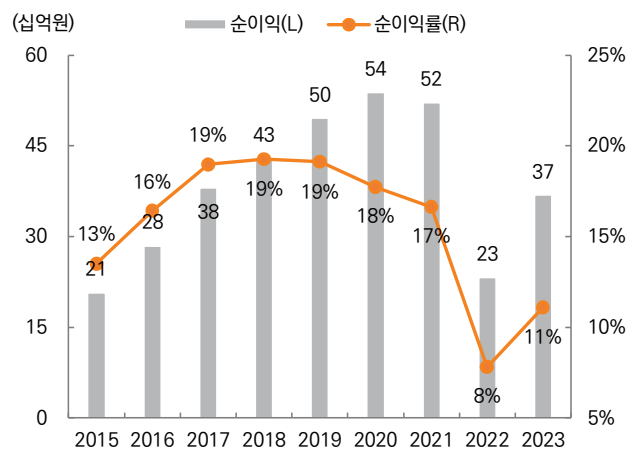
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 연결 기준 순이익 및 순이익률



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 별도 기준 순이익 및 순이익률



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

지난 5년간의 평균 FY1 PER 37배에 생성AI 사업 시작에 따른 프리미엄과 CB 및 팩토링 비즈니스 시작에 대한 프리미엄을 30% 반영해 48.1배를 타겟 PER로 적용했다. FY25년 본격적으로 클라우드 매출 비중이 50%를 돌파하므로, FY25 EPS에 타겟 멀티플을 적용했다. 19년 매출채권팩토링 사업에 대한 기대감으로 PER 멀티플이 최고 74배까지 올라간 후, 주가가 안정화되기 시작한 21년 이후 평균 PER은 32배다.

동사는 현재 **생성AI 사업 시작 + 클라우드 매출 비중 증가세 가속화 + 데이터 기반의 금융업 진출**이라는 강력한 무기 3가지를 가지고 있다. 생성AI와 테크핀레이팅스에서 발생하는 매출이 현재는 미미하지만, 이는 결국 P의 증가뿐만 아니라 Q의 증가와도 연결될 것이라고 판단한다. 내년부터는 실적에도 본격적으로 반영될 것으로 판단한다.

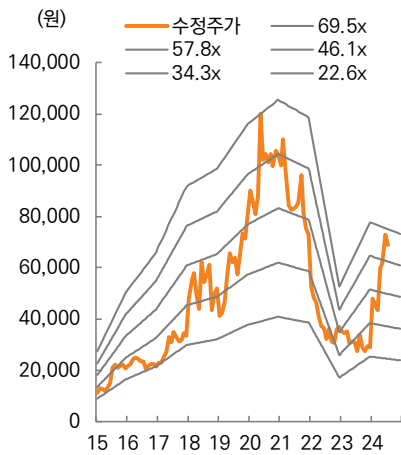
테크핀레이팅스(기업 CB사업 및 기업 매출채권팩토링 사업) 사업은 실적 전망에 포함하지 않았다. 신규 사업이고, 한국에 지금까지 확산된 사업은 아니기에 매출 추정치를 적극적으로 반영하지 않았다. 따라서 기대감은 충분히 멀티플의 프리미엄 요인으로 작용한다고 판단한다.

표 37. 더존비즈온 밸류에이션 테이블

	값	비고
예상 FY25 EPS	1,983.9	2Q24~1Q25 EPS. 1Q24 EPS는 핀레이팅스 자본 매각으로 일회성 이익이 발생, FY10이 아닌 fwd로 결정
유통주식수(백만주)	31.5	
Target P/E	48	생성AI사업 시작에 따른 프리미엄 20%, CB 및 팩토링 비즈니스 프리미엄 10%
목표주가	95,226	
현재주가(23/5/26)	71,800	
상승여력	32.6%	

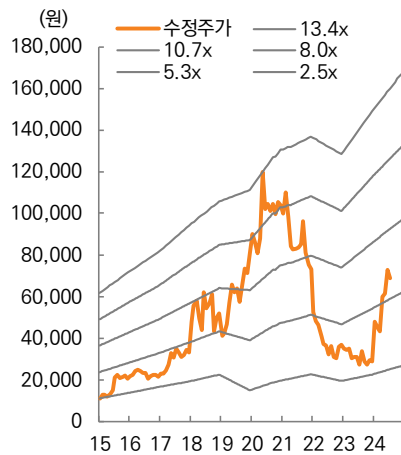
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. P/E 밴드차트



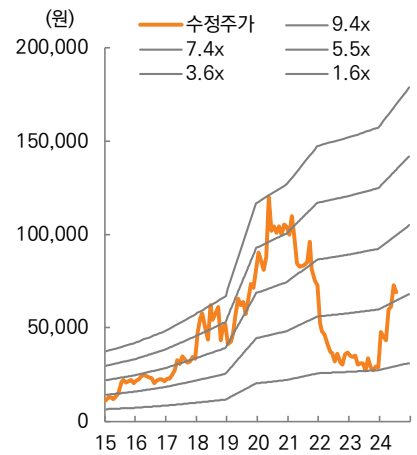
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. EV/SALES 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. P/B 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Peer Valuation

SW 산업이 발전한 북미에서 동사와 가장 유사한 기업으로 인튜이트(INTU US)를 제시할 수 있다. 인튜이트는 미국의 세무 솔루션 시장점유율 1위 업체다. 자영업자와 중소기업용 회계 솔루션도 판매한다. 최근 세무 솔루션의 데이터를 기반으로 동사와 같은 CB 사업에 진출했고, 보험 추천 등의 금융업으로 영역을 넓히고 있다. 동사는 주요 타겟 고객이 중소기업과 영세업자란 점에서 동사와 타겟 고객이 유사하다. 또 데이터를 기반으로 금융업 진출을 시작했다는 점에서도 비슷하다고 볼 수 있다. 또 다른 유사 기업으로 허브스팟(HUBS US)이 있다. 허브스팟은 CRM 업체로, 세일즈포스가 대기업 중심으로 제품을 판매한다면, 허브스팟 타겟 고객은 중소기업과 영세업체다.

두 업체는 현재 PER 기준으로 각각 39배와 80배에 거래되고 있고, 나스닥에서 많이 사용하는 PSR 기준으로는 두 기업 모두 11배 정도에 거래되고 있다.

표 38. Peer 차트

	산업 분류	기업명	티커	시가총액 (십억원)	P/E (x) 1FY	P/B (x) 1FY	PSR (x) 1FY	매출(십억원)			영업이익(십억원)	
								23	24F	매출증가율	23	24F
국내	클라우드	더존비즈온	012510 KS	2,126.8	37.5	4.5	5.3	304	354	16.2%	45.5	69.1
		엠로	058970 KS	618.9	123.8	19.1	7.8	59	63	7.8%	6.5	4.7
		한글과컴퓨터	030520 KS	532.0	14.0	1.5	1.8	242	271	12.0%	25.0	34.2
	플랫폼	네이버	035420 KS	25,952.9	16.4	1.0	2.4	8,220	9,671	17.6%	1,304.7	1,488.8
		카카오	035720 KS	17,780.2	40.4	1.7	2.1	7,107	7,557	6.3%	581.1	460.9
		카페24	042000 KS	879.2	56.0	4.5	3.0	266	278	4.5%	(21.3)	(3.1)
	금융 데이터	중소기업은행	024110 KS	11,203.8	4.1	0.3	1.3	14,130	20,636	46.0%	4,102.5	4,033.7
		카카오뱅크	323410 KS	9,920.1	23.1	1.5		1,605	2,489	55.0%	357.3	484.6
		카카오페이	377300 KS	3,599.4	150.0	1.9	4.8	551	669	21.3%	(14.9)	(11.0)
나이스평가정보		030190 KS	643.2	10.9	1.6	1.3	480	486	1.2%	71.6	65.3	
글로벌 (GAAP 기준)	중소기업 타겟	인튜이트	INTU US	254,861.0	39.0	9.7	11.3	12.7	14.4	12.9%	2.6	3.1
		허브스팟	HUBS US	41,358.6	79.5	17.5	11.6	1.7	2.2	25.4%	(0.1)	(0.2)
	대기업 타겟	오라클	ORCL US	548,582.4	22.9	21.5	6.8	50.0	53.0	6.0%	13.1	15.4
		SAP	SAP US	338,931.0	38.9	4.9	6.7	29.5	31.2	5.7%	6.1	5.8
	Horizontal 솔루션	세일즈포스	CRM US	344,893.6	25.9	3.9	6.6	31.4	34.9	11.2%	1.0	5.0
		서비스나우	NOW US	226,169.3	58.8	16.9	14.9	7.2	9.0	23.8%	0.4	0.8
		워크데이	WDAY US	83,485.6	32.7	7.2	6.9	7.3	7.3	0.0%	0.3	0.3
	데이터 플랫폼	스노우플레이크	SNOW US	66,012.8	220.7	10.5	13.6	2.1	2.8	35.9%	(0.8)	(1.1)
		Informatica Inc	INFA US	12,700.8	27.3	3.8	5.4	1.5	1.6	6.0%	0.0	0.0
		팔란티어	PLTR US	79,976.0	66.4	78.0	21.3	2.6	3.1	16.7%	(0.2)	0.2
	Vertical 솔루션	어도비	ADBE US	349,720.7	31.3	16.1	11.7	17.6	19.4	10.2%	6.1	6.7
		오토데스크	ADSK US	74,211.3	30.5	17.2	8.8	5.0	5.5	9.8%	1.0	1.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 더존비즈온 EV/SALES 밸류에이션 시나리오 분석

(백만원)

Target EV/Revenue	6x	7x	8x	9x	10x
예상 매출	404,257				
Target EV	2,425,541	2,829,798	3,234,055	3,638,312	4,042,569
Net debt(cash)	78,000				
시가총액	2,503,541	2,907,798	3,312,055	3,716,312	4,120,570
Target Price	79,600	92,400	105,300	118,100	131,000
현재주가(23/5/26)	71,800				
상승여력	10.8%	28.7%	46.5%	64.4%	82.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주요 제품 및 서비스

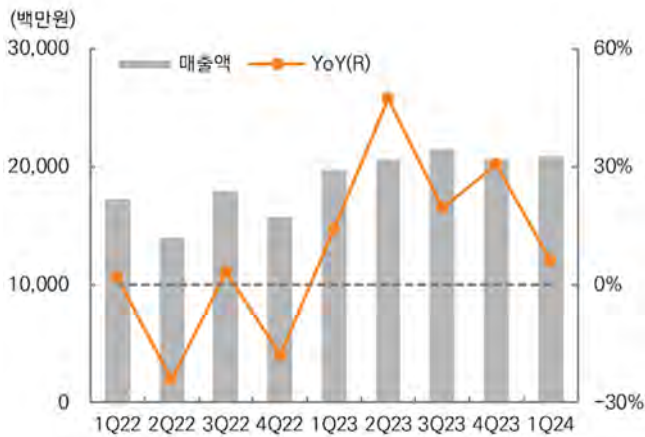
동사의 제품군은 크게 Extended ERP(100인 이상 영업장), Standard ERP(5~100인 영업장), Lite ERP(5~50인 영업장)로 구성되어 있다.

표 40. 더존비즈온 주요 제품 및 서비스

주요 제품		설명
Extended ERP	ERP1U	현장 업무 분야를 경험한 전문 컨설턴트를 중심으로 고객사와 함께 구축하는 맞춤형 ERP
	ERP10	ERP1U 기능을 업데이트하여 고도화된 솔루션으로 데이터 기반 경영지표를 제공하는 맞춤형 ERP
Standard ERP	iCUBE	기업의 업종과 특성에 맞는 기능으로 시스템을 구성하고 필요에 따라 유연한 확장과 연동이 가능한 표준 ERP
	그룹웨어	ERP 연동 기능이 탑재되고 암호화를 통해 기업의 정보자산을 보호하는 강화된 지식자산관리 플랫폼
	Amaranth10	ERP와 그룹웨어의 결합으로 하나의 솔루션에서 모든 업무를 해결할 수 있는 One-Stop 서비스 제공
LiteERP	Smart A	재무회계, 세무신고, 인사 및 급여관리 등 기업의 회계 업무 수행을 지원하는 AI 기반 회계프로그램
	WEHAGO	기업의 소통, 회계 및 인사 업무 등 기업에 필요한 업무환경을 제공하는 비즈니스 플랫폼

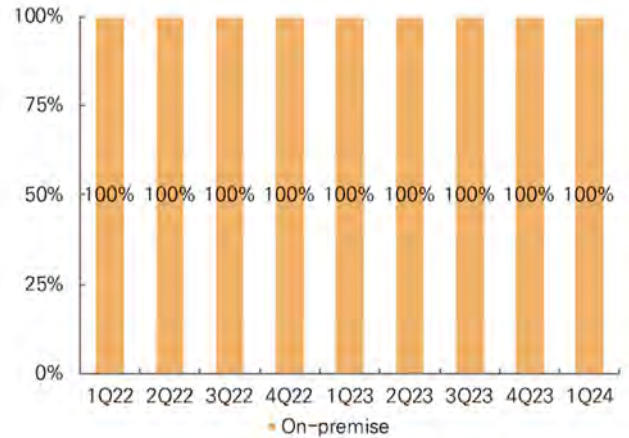
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. Extended ERP 분기별 매출액 추이



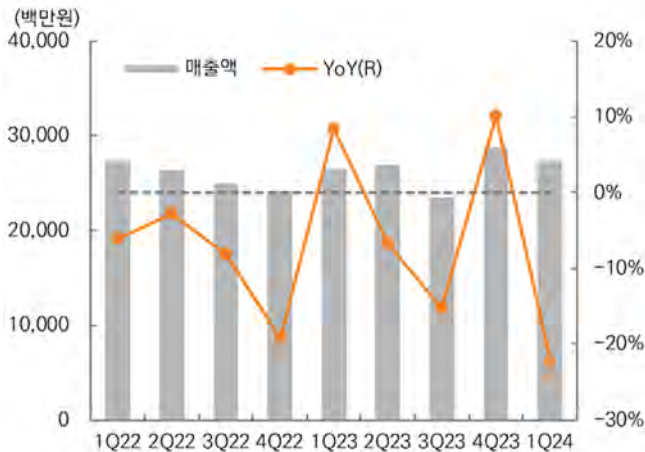
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. Extended ERP 분기별 매출액 비중 추이



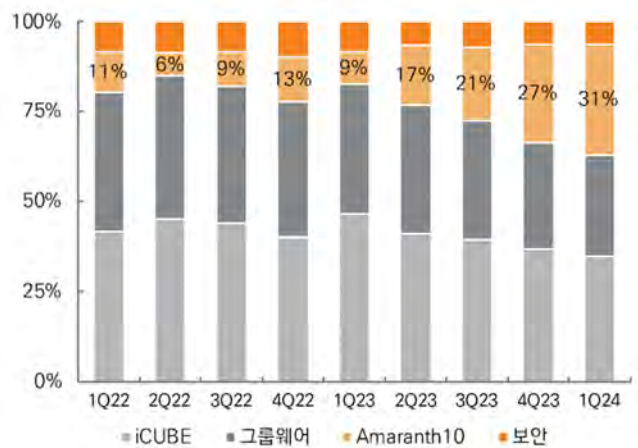
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. Standard ERP 분기별 매출액 추이



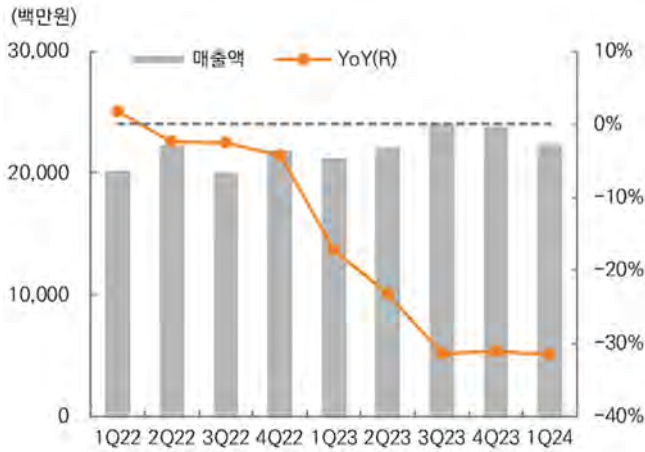
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. Standard ERP 분기별 매출액 비중 추이



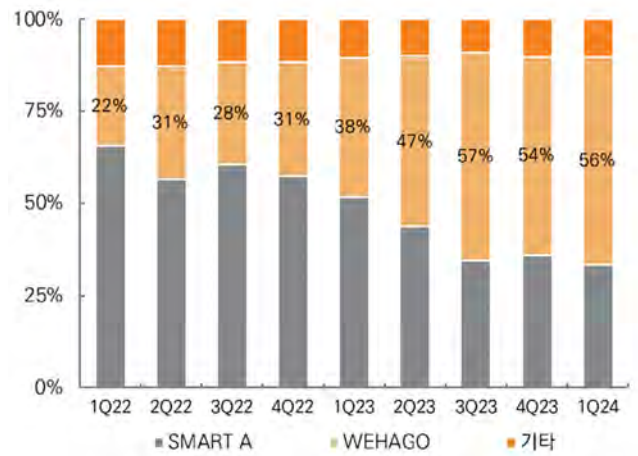
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. Lite ERP 분기별 매출액 추이



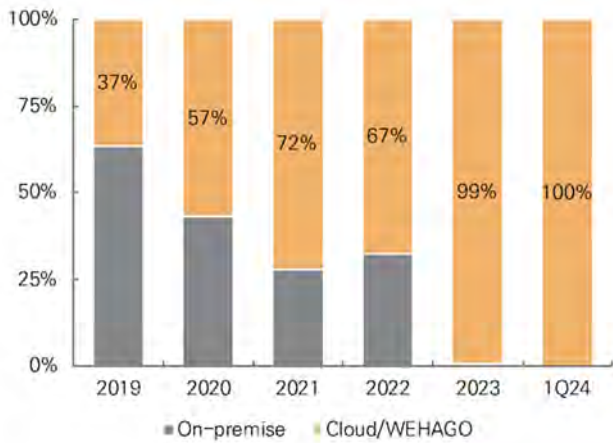
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. Lite ERP 분기별 매출액 비중 추이



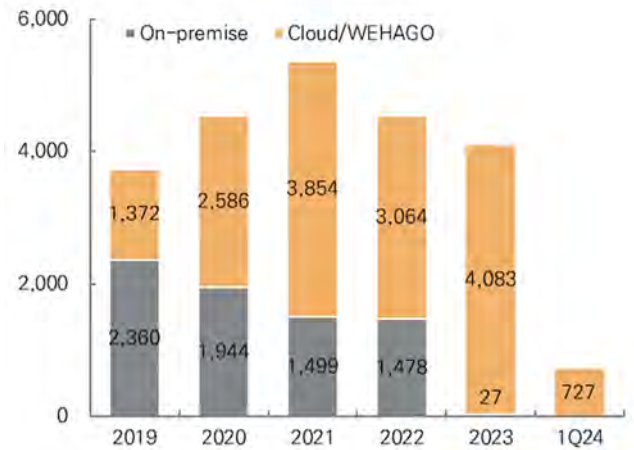
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 신규 판매 시 Cloud/WEHAGO 판매 비중



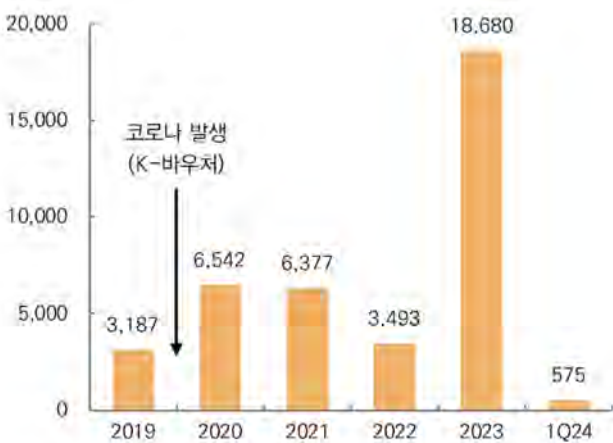
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. Lite ERP 신규 판매 건수



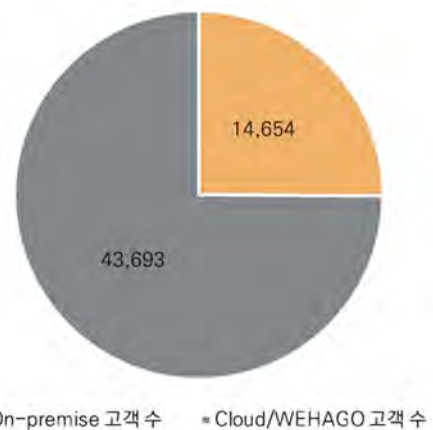
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 기존 On-premise 고객 중 Cloud/WEHAGO 전환 고객



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. On-premise 및 Cloud/WEHAGO 고객 수 현황



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

신사업

매출채권팩토링

동사, 신한은행, SGI 서울보증보험의 합작법인 테크핀레이팅스는 2024년 5월 29일 금융위원회로부터 기업신용등급제공업 본허가 획득 및 동사의 기업정보조회업 라이선스에 대한 이전 인가를 마무리했다. 기업신용등급제공업은 금융 및 비금융 데이터를 활용해 산출된 기업 신용등급을 외부에 제공하는 사업이다. 테크핀레이팅스가 기업금융 특화 신용평가 플랫폼 사업자가 되며 향후 매출채권팩토링 사업에 집중할 계획이다.

지난 5월 30일, 테크핀레이팅스는 신한은행 및 서울보증보험에 신주 4,999,999주를 발행가 1주당 6,000원으로 발행했다. 유상증자 후 종속기업 더존테크핀에 대한 동사의 지분율이 변동되어 종속기업에서 공동기업으로 지위가 전환됐다. 이에 테크핀레이팅스에 대한 더존비즈온의 지분은 100%에서 46%로 낮아졌고, 신한 45%로 구성되어 더존비즈온에게는 지분법 적용 대상 관계 기업으로 분류된다. 이에 2Q부터 이익에는 지분법 이익으로 반영될 예정이다.

매출채권팩토링은 실시간 회계 및 ERP 데이터 기반 신용평가모형을 통해 자금공급자가 해당 정보를 바탕으로 기업 심사 후 일정 할인율로 매출채권을 매입하는 서비스다. 매출채권팩토링을 통해 채권 만기 전 기업이 채권을 조기 매각해 신속히 현금화하여 기업의 원활한 자금 운용 및 재무구조 개선이 가능하다. 하반기부터 매출채권팩토링 관련 매출이 발생하며 동사 사업 확장에 기여할 것으로 전망된다.

기존 나이스평가정보 등의 CB 사업자들은 과거 자료를 기반으로 기업 신용등급을 평가했으나, 동사는 기존 ERP 역량을 바탕으로 내부 재무자료 뿐 아니라 인사자료 등 다양한 비금융 자료를 활용한 기업 평가가 가능하다는 점에서 우위를 지닌다. 특히 기존 매출채권팩토링을 이용 기업은 대규모 기업이었으나, 테크핀레이팅스의 시장 진입에 따라 금융 혜택에 취약한 중소기업 역시 채권유동화가 가능해지며 관련 시장은 더욱 확대될 전망이다.

그림 113. 매출채권유동화 서비스 구조도



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

기업 CB 사업

금융 비금융 데이터를 활용하여
기업의 신용 평가 및 산출
신용등급을 외부에 제공하는 사업

매출채권팩토링 사업

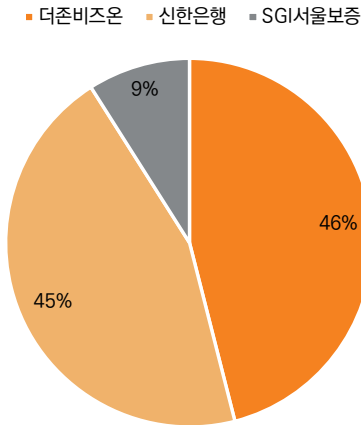
기업의 매출채권을 만기 전에
금융회사에 매각하여 매출채권의
신속한 현금화를 지원하는 사업

테크핀레이팅스

테크핀레이팅스는 기업 CB 사업과 기업 매출채권팩토링 사업을 진행 예정인데, 동사는 데이터를 제공하는 대가로 일부 수수료를 받게 될 예정이다. 매출채권팩토링의 경우, 3개월에 0.6% 정도 수수료가 부과되는 것이 일반적이다.

지난해 동사 솔루션을 통해 발행된 전자세금계산서는 300조원에 달한다. 중소기업의 21년 매출이 3,000조원이었다는 것을 감안했을 때, 전체의 10% 정도가 동사의 솔루션을 통해 처리된 것이다. 이미 중소기업 고객의 상당 부분을 확보하고 있고, 최신 데이터가 실시간으로 수집되고 있다는 점을 감안했을 때, 더존비즈온은 경쟁력있는 기업 평가/심사 플랫폼을 만들 수 있다고 판단한다.

그림 114. 테크핀레이팅스 지분 구조



자료: 테크핀레이팅스, 미래에셋증권 리서치센터

제4인터넷전문은행 ‘더존뱅크’ 인가 준비

금융당국이 2024년 하반기 중 제4인터넷은행 추가 허용을 예고함에 따라 동사는 중소기업 및 소상공인 특화 더존뱅크 인가 신청을 준비하고 있다. 신한은행은 태스크포스를 꾸리고 더존뱅크 설립 컨소시엄 참여를 검토 중에 있다. 7~8월 중으로 제4인터넷은행을 심사하는 금융위원회 가이드라인이 발표될 예정이며, 동사는 가이드라인이 발표되는대로 바로 인가를 신청할 예정이다.

현재 제4인터넷은행 인가를 준비하고 있는 업체는 더존뱅크 포함 4개사로, 모두 소상공인 및 개인 사업자에게 특화된 상품을 사업 모델로 내세우고 있다. 그러나 해당 업체 가운데 동사가 가장 유력한 것으로 거론되고 있으며, 이는 동사의 기존 ERP 사업의 주 고객사가 중소기업인 만큼 방대한 데이터를 확보하고 있기 때문이다. 특히 최근 기업신용등급제공업 본허가를 획득하며 매출채권팩토링 사업의 본격적 개시에 따라 해당 데이터를 인터넷은행 사업에도 적용 가능하다.

한편 카카오뱅크, 케이뱅크 등 인터넷은행 선례 고려시, 예비인가 후 본격적 인터넷은행 영업 개시까지 1~2년 정도 기간이 소요될 것으로 전망된다. 금융위원회 가이드라인에 따라 해당 일정이 변동될 가능성 또한 상존한다. 따라서 실질적으로 더존뱅크가 전사 매출에 기여하는 시점은 정확히 예상하기 어려우나, 더존뱅크가 향후 동사의 신규 수익 창출원으로 작용할 것으로 예상된다.

표 41. 제4인터넷은행 인가 준비 컨소시엄

컨소시엄명	참여기업	특징
U뱅크	렌딧, 루닛, 트래블월렛, 현대해상, 자비스앤빌런즈(삼점삼), IBK기업은행(검토 중)	- 고령층/외국인/소상공인 포용 금융 강화 - 온라인투자연계금융업(P2P), 소액 해외송금업 등 다양한 사업 분야의 기업 노하우 활용
KCD뱅크	한국신용데이터(KCD), 우리은행, 아이티센 등	- KCD의 소상공인 대상 금융 서비스 중심의 은행
더존뱅크	더존비즈온, 신한은행(검토 중)	- ERP 기반 기업 비금융데이터 활용 중소기업 및 소상공인 특화 은행
소소뱅크	지역 소상공인연합회 등 소상공인/소기업 관련 25개 단체, 13개 ICT 기업 등	- 소상공인이 주주처럼 출자

주: NH농협은행 구제적 컨소시엄은 미정이나 참여 예정
자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 제4인터넷은행 선정 일정 예상

시기	내용
2024년 6월	인터넷은행 3사(카카오뱅크, 케이뱅크, 토스뱅크) 성과 평가
2024년 7~8월	금융위원회 제4인터넷은행 선정 위한 인가 기준 마련 및 가이드라인 공개
2024년 하반기	제4인터넷은행 예비인가 접수 및 심사
2026년 내외	본인가 마무리

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 43. 과거 인터넷 은행 설립 소요 기간

	카카오뱅크	케이뱅크
예비 인가 신청	2015년 9월	2015년 10월
예비 인가	2015년 11월	2015년 11월
본인가 신청	2017년 1월	2016년 9월
은행업 영업 인가	2017년 4월	2016년 12월
정식 영업 시작	2017년 7월	2017년 4월

자료: 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

연혁

더존비즈온은 ERP, IFRS솔루션, 그룹웨어, 정보보호, 전자세금계산서 등 기업 정보화 SW 관련 솔루션을 제공하는 ICT기업이다. 동사는 최근 클라우드, 빅데이터, 인공지능, 핀테크, 헬스케어 등 최첨단 기술이 연계된 미래형 서비스 모델을 기반으로 디지털전환(Digital Transformation) 선도기업으로 발돋움하고 있다.

동사는 1997년 '더존디지털웨어'라는 사명으로 설립되어 세무회계 SW를 중심으로 성장했고 2004년 더존SNS 법인이 설립되며 전국의 더존디지털웨어 지점들이 하나로 통합되었다. 2006년 상장기업이었던 플라스틱 생산 기업인 대동을 인수하며 코스피에 우회상장했다. 이후 2011년 더존ICT그룹 강촌캠퍼스로 본사 이전 및 D-클라우드 센터 구축을 기반으로 Public Cloud Service와 Private Cloud Service를 제공하며 엔터프라이즈 시장을 선도하고 있다.

표 44. 주요 연혁

시기	내용
2006.06	코스피 상장사 (주) 대동 인수 및 더존비즈온으로 상호 변경
2009.11	더존ICT그룹 핵심 3사 합병, 더존비즈온 거래소 재상장
2011.01	더존ICT그룹 강촌캠퍼스 신축 이전
2011.07	강촌캠퍼스 소재 'D-클라우드 센터' 개관 및 클라우드 서비스 개시
2013.07	Smart A 출시
2018.02	더존비즈온, 코스피/코스닥시장 신 통합지수 'KRX300' 구성 종목 선정
2019.06	대기업/그룹사/글로벌 법인용 차세대 ERP 10 출시
2020.09	정부 '비대면 바우처 서비스 공급기업' 선정
2021.05	올인원 비즈니스 플랫폼 Amaranth 10 출시
2021.07	매출채권팩토링 정식서비스 전환
2021.10	금융위 기업정보조회업 본허가 획득
2022.07	신한은행과 중소기업 특화 금융플랫폼 사업 위한 합자법인 '더존테크핀(테크핀레이팅사로 사명 변경)' 설립
2023.03	공정위, 더존비즈온-신한은행-서울보증보험 기업신용조회 합작회사 설립 승인

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

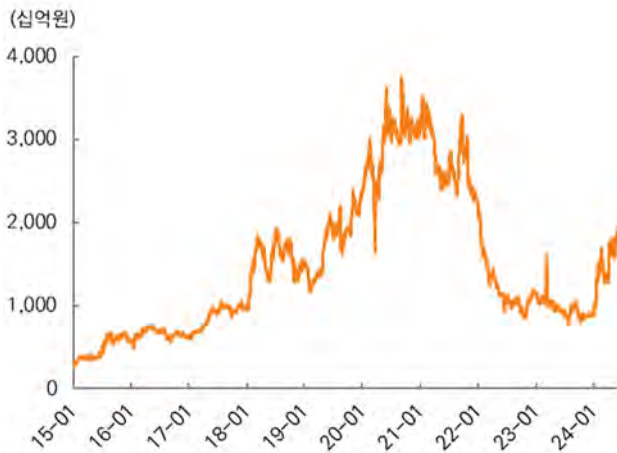
주주 현황

동사의 상위 3대 주주로는 김용우, 신한밸류업제일차, 국민연금공단이 있다. 최대 주주는 대표 김용우로, 6,771,184주와 22.29%의 지분을 보유하고 있으며 이외 주주별 보유지분은 각각 9.99%, 7.16%이다. 또한 이외에도 동사는 7.75% 지분율에 달하는 2,353,871주의 자사주를 보유하고 있다.

연결대상 종속회사

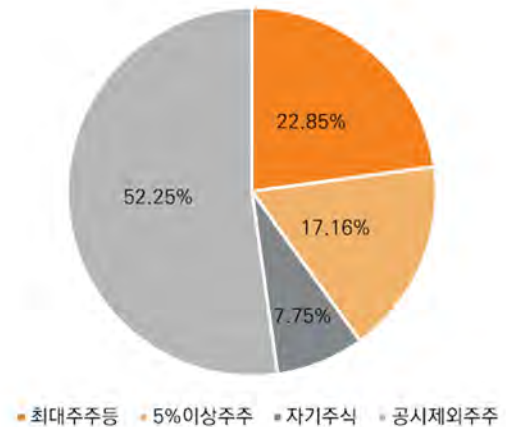
동사의 연결대상 종속회사로는 키컴, 더존이엔에이치, 더존비엔에프, 전자신문사 등 7개사이다. 전분기 테크핀레이팅스 포함 8개의 종속회사를 보유하고 있었으나, 당분기 테크핀레이팅스의 유상증자로 동사의 지분율이 감소하며 공동기업으로 변경됨에 따라 종속회사가 1개 감소했다. 한편 동사는 사업 다각화 및 시너지 창출 목적으로 2023년 10월 호반건설로부터 전자신문사 지분을 취득하였다.

그림 115. 더존비즈온 시가총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 더존비즈온 주주 구성



자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 더존비즈온 연결대상종속회사

상호	설립일	주요사업	최근 사업연도말 자산총액 (단위: 천원)	지배관계 근거
(주)키컴	1984-09-03	SW의 개발 및 판매	18,887,479	더존비즈온이 지분 71.7% 보유
(주)더존이엔에이치	2004-07-08	교육서비스업	3,207	더존비즈온이 지분 94.2% 보유
Duzon enh in Philippines	2006-04-21	교육서비스업		더존이엔에이치가 지분 100% 보유
(주)더존비엔에프	2008-09-18	정보서비스업	4,624,819	더존비즈온이 지분 61.5% 보유
(주)전자신문사	2021-07-07	신문의 발행 및 판매업	33,283,633	더존비즈온이 지분 74.38% 보유
(주)전자신문인터넷	2000-03-18	포털 및 기타 인터넷 정보매개 서비스업	9,488,519	전자신문사가 지분 53.37% 보유
(주)테크플러스	2017-09-05	데이터베이스 및 온라인정보 제공업	2,285,880	전자신문사가 지분 51.00%보유

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	304	354	393	441
매출원가	184	201	215	234
매출총이익	120	153	178	207
판매비와관리비	74	84	95	105
조정영업이익	46	69	83	101
영업이익	46	69	83	101
비영업손익	-15	-24	6	-24
금융손익	-7	-14	-16	-19
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	31	45	89	77
계속사업법인세비용	8	11	12	13
계속사업이익	23	34	76	64
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	23	34	76	64
지배주주	24	35	33	28
비지배주주	-1	-1	43	36
총포괄이익	30	24	76	64
지배주주	31	25	33	28
비지배주주	-1	-1	43	36
EBITDA	77	106	125	155
FCF	60	76	-17	25
EBITDA 마진율 (%)	25.3	29.9	31.8	35.1
영업이익률 (%)	15.1	19.5	21.1	22.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	9.9	8.4	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	144	126	258	283
현금 및 현금성자산	54	54	184	201
매출채권 및 기타채권	40	49	50	56
재고자산	2	1	1	1
기타유동자산	48	22	23	25
비유동자산	689	758	810	828
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	369	373	408	434
무형자산	57	104	141	132
자산총계	833	883	1,069	1,111
유동부채	138	415	490	472
매입채무 및 기타채무	20	15	15	17
단기금융부채	20	272	371	371
기타유동부채	98	128	104	84
비유동부채	257	23	23	24
장기금융부채	252	7	6	6
기타비유동부채	5	16	17	18
부채총계	394	438	513	497
지배주주지분	431	427	516	537
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	475	475
이익잉여금	268	286	109	131
비지배주주지분	7	18	40	77
자본총계	438	445	556	614

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	77	101	55	95
당기순이익	23	34	76	64
비현금수익비용가감	62	78	49	89
유형자산감가상각비	24	26	31	45
무형자산상각비	7	11	11	9
기타	31	41	7	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	26	4	-44	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	2	-3	-5
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	0
법인세납부	-27	-2	-10	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	30	-68	-35	-72
유형자산처분(취득)	-17	-25	-72	-70
무형자산감소(증가)	-17	-11	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	75	24	-1	-2
기타투자활동	-11	-56	39	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-95	-33	89	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	7	99	0
자본의 증가(감소)	1	0	248	0
배당금의 지급	-16	-7	0	-6
기타재무활동	-78	-33	-258	0
현금의 증가	13	0	125	17
기초현금	41	54	59	184
기말현금	54	54	184	201

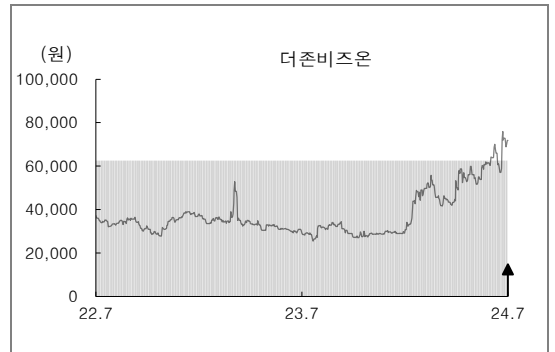
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	48.7	25.9	66.5	79.0
P/CF (x)	13.7	8.1	17.6	14.4
P/B (x)	2.3	1.7	3.7	3.5
EV/EBITDA (x)	17.0	10.5	18.9	15.3
EPS (원)	757	1,117	1,053	886
CFPS (원)	2,696	3,578	3,979	4,853
BPS (원)	16,186	16,765	19,045	19,738
DPS (원)	123	217	217	217
배당성향 (%)	15.0	17.7	8.0	9.5
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	-4.5	16.2	11.3	12.0
EBITDA증가율 (%)	-23.1	37.6	17.8	24.4
조정영업이익증가율 (%)	-36.0	51.7	19.7	22.7
EPS증가율 (%)	-55.7	47.6	-5.7	-15.8
매출채권 회전율 (회)	6.8	8.3	8.2	8.6
재고자산 회전율 (회)	150.3	226.2	333.2	348.1
매입채무 회전율 (회)	61.9	85.2	86.7	87.9
ROA (%)	2.7	4.0	7.8	5.9
ROE (%)	5.1	8.2	7.0	5.3
ROIC (%)	9.0	13.2	15.4	16.0
부채비율 (%)	89.9	98.3	92.3	80.9
유동비율 (%)	104.5	30.2	52.7	59.9
순차입금/자기자본 (%)	41.8	48.5	33.2	27.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.8	4.8	4.9	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
더존비즈온 (012510)				
2024.07.05	매수	95,200	-	-



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.