

### BUY (유지)

목표주가	148,000 원
현재주가	124,000 원
Upside	19.4 %

Key Data	2020년 09월 07일
산업분류	코스피 서비스업

KOSPI(pt)	2,384.22
시가총액 (억원)	36,794
발행주식수 (천주)	29,673
외국인 지분율 (%)	45.4
52 주 고가 (원)	126,500
저가 (원)	55,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	22.4
주요주주	(%)
김용우 외 16 인	37.4
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	21.6 37.9 101.6
상대주가	19.9 18.0 69.9

### Relative Performance



### LEADING RESEARCH

Analyst 오승택  
stoh@leading.co.kr  
+822-2009-7315

# 더존비즈온(012510)

## 정책 수혜로 빛날 데이터의 가치

### 투자 의견 및 목표주가: “매수” 유지, “148,000 원” 상향

동사에 대한 투자 의견 “매수” 를 유지하고 목표주가는 기존 133,000 원에서 148,000 원으로 상향한다. 2021 년 EPS 2,177 원에 밸류에이션을 기존 50x 에서 68x 로 상향 조정하였다. 코로나 19 사태가 촉발한 클라우드 수요 성장과 정부의 경기 회복을 위한 재정 정책인 디지털 뉴딜 정책으로 디지털 전환이 가속화 되는 양상이다. 당사가 여전히 주목하고 있는 부분은 위하고 플랫폼을 통한 데이터의 가치인데, 금번 정부 정책으로 위하고의 플랫폼 이용자 수가 늘어나면서 핵심 데이터의 가치 또한 상승할 것으로 전망하고 장기적으로 이에 따른 이익 성장을 긍정적으로 판단하기 때문이다.

### 3Q20 실적 Preview

3Q20 실적은 매출액 721 억원 (YoY +18.7%), 영업이익 173 억원 (YoY +29.0%, OPM 24.0%)을 전망한다. 부문별로 살펴보면 본업인 ERP 부문은 351 억원 (YoY +7.9%), 클라우드 부문 175 억원 (YoY +28.7%), 그룹웨어 부문 75 억원 (YoY +31.9%) 등이다. ERP 부문의 성장세가 둔화되는 것으로 보일 수 있으나, 이는 일부 Lite ERP 제품 (SmartA) 등의 위하고 전환에 기인한다. 향후 Standard ERP 제품과 그룹웨어 제품을 커플링한 EBP 제품의 출시를 위해 그룹웨어 부문에서도 공격적인 영업을 하고 있는 것으로 파악된다.

### 핵심은 데이터 가치가 만들어 낼 것

정부의 한국판 뉴딜 정책에 따른 비대면 서비스 바우처 사업에 동사의 제품 또한 신청이 완료된 상태이다. 수요기업 입장에서는 동사의 제품을 1/10 의 비용으로 도입 가능해지며, 나머지 비용은 정부 정책 자금이 투입되게 된다. 정부는 기업 당 400 만원 한도 내에서 중소기업의 비대면 전환을 지원할 예정이며 동사의 위하고 제품이 선정될 시 동사의 플랫폼 도입 기업은 빠르게 증가할 것으로 기대된다. 이는 위하고 사용자 증가에 따른 ASP 상승 및 외형 성장도 긍정적 요인이지만, 당사가 주목하고 있는 부분은 AI 고도화를 위한 Data 의 Collection 이 가속화 되는 부분이다. 동사는 9 월 1 일 자회사 ‘더존테크핀’을 통한 매출채권 Factoring 서비스를 출시하였는데 여기에는 매출채권 빅데이터, 인공지능(AI) 등의 기술을 접목해 중소기업 회계 데이터를 활용한 신용평가모형이 접목되었다. 이 AI 를 고도화 하는데 필요한 기업 데이터의 양적/질적 성장이 예상되며, 이는 밸류에이션 상향 요인으로 판단한다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,022	3,464
영업이익 (억원)	505	540	668	775	891
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	25.6	25.7
지배순이익 (억원)	392	421	506	543	646
PER (배)	25.2	36.6	47.5	67.7	57.0
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	9.2	8.2
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	14.3	15.3
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	1,831	2,177

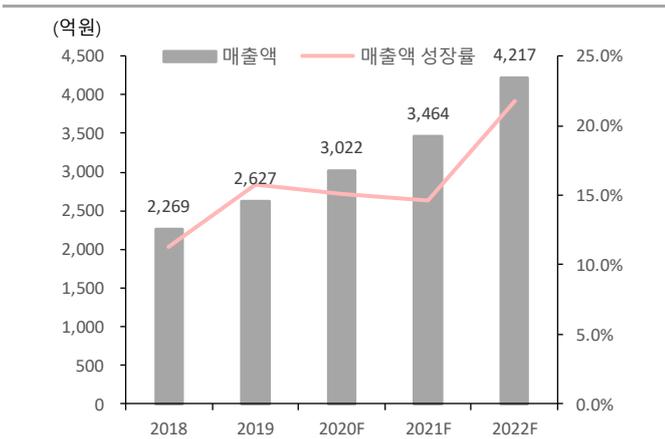
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	732	721	858	779	817	871	997	2,627	3,022	3,464	4,217
ERP	361	350	325	399	372	367	351	430	381	379	374	444	1,435	1,519	1,578	1,650
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	98	90	82	88	87	78	73	76	390	359	314	321
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	117	122	104	120	125	126	117	125	400	463	493	499
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	156	155	165	222	170	174	184	243	644	698	771	830
Cloud	118	118	136	146	134	138	175	183	173	185	250	276	519	631	884	1,449
- WEHAGO	0	1	2	6	9	11	20	27	34	47	75	95	9	66	251	691
그룹웨어	61	63	57	96	73	75	75	104	106	122	118	133	276	327	478	549
정보보안	26	29	29	33	26	27	32	38	27	28	34	40	117	123	127	131
전자세금계산서	33	35	34	36	34	36	35	36	34	37	36	37	138	142	144	147
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	24	25	19	40	49	63	28	42	33	42	35	43	109	181	154	191
임대수익	1	1	6	24	24	25	25	25	25	25	24	24	32	99	99	100
(Rev Growth, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.8%	18.0%	18.7%	10.8%	9.4%	11.7%	20.9%	16.2%	15.7%	15.1%	14.6%	21.7%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	3.0%	5.0%	7.9%	7.6%	2.5%	3.1%	6.6%	3.5%	17.4%	5.9%	3.9%	4.6%
Lite ERP (Smart A)	0.6%	-0.4%	1.5%	-6.0%	-6.5%	-9.7%	-8.6%	-7.8%	-11.6%	-13.4%	-10.9%	-14.0%	-1.1%	-8.1%	-12.5%	2.2%
Standard ERP (iCUBE)	24.3%	22.1%	20.8%	-0.8%	16.6%	23.6%	18.3%	5.6%	6.5%	3.3%	12.5%	4.9%	14.9%	15.6%	6.6%	1.3%
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	44.9%	29.2%	24.5%	39.6%	0.6%	2.5%	11.7%	16.6%	8.4%	12.4%	11.7%	9.7%	34.5%	8.3%	10.5%	7.6%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	20.2%	13.4%	17.1%	28.7%	24.8%	28.7%	33.8%	42.7%	50.9%	15.5%	21.5%	40.1%	64.0%
- WEHAGO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2032.5%	1659.7%	1104.0%	332.8%	297.7%	330.3%	275.6%	259.8%	-	648.2%	281.2%	175.5%
그룹웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.1%	18.7%	20.1%	31.9%	9.1%	45.6%	61.8%	57.5%	27.5%	10.2%	18.4%	46.3%	14.7%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-7.6%	-1.4%	-6.2%	9.7%	14.9%	3.1%	3.0%	4.5%	3.1%	2.7%	4.9%	3.4%	3.2%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.0%	2.6%	4.4%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	6.2%	2.7%	1.9%	1.6%
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	13.2%	-0.7%	17.5%	101.3%	148.4%	41.4%	4.9%	-32.6%	-32.9%	28.3%	3.9%	11.2%	66.3%	-15.1%	24.4%
임대수익	10.0%	-4.3%	382.2%	1941.2%	1918.2%	2173.6%	339.5%	3%	2.4%	0.0%	-2.4%	-3%	598.9%	208.0%	-0.7%	0.9%
(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	732	721	858	779	817	871	997	2,627	3,022	3,464	4,217
매출원가	290	272	266	306	310	328	319	331	334	343	373	382	1,134	1,288	1,432	1,698
매출총이익	335	348	340	469	402	404	402	527	445	474	498	615	1,493	1,734	2,032	2,519
GPM	53.7%	56.1%	56.1%	60.5%	56.5%	55.2%	55.7%	61.4%	57.2%	58.1%	57.1%	61.7%	56.8%	57.4%	58.7%	59.7%
영업이익	139	152	134	243	163	176	173	263	165	194	208	325	668	775	891	1,277
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	22.9%	24.0%	24.0%	30.7%	21.2%	23.7%	23.8%	32.6%	25.4%	25.6%	25.7%	30.3%
비영업손익	12	6	10	-32	-24	-17	-16	-10	-17	-18	-9	-14	-4	-67	-59	-57
세전이익	151	158	144	212	139	159	157	254	148	175	199	311	664	709	832	1,387
당기순이익	114	117	107	173	104	121	123	199	116	137	156	242	510	547	651	1,082

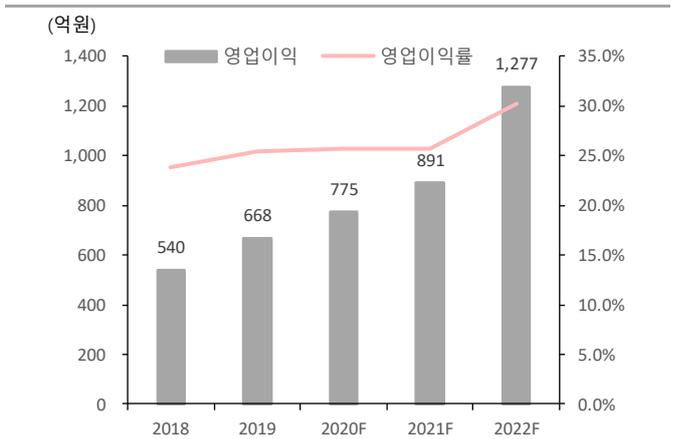
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출액 및 성장률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>자산총계</b>	2,787	7,270	7,680	8,237	9,180
유동자산	1,493	1,020	992	1,064	1,185
현금및현금성자산	442	337	261	280	312
단기금융자산	637	137	113	121	135
매출채권및기타채권	379	485	544	584	650
재고자산	16	15	17	19	21
비유동자산	1,294	6,250	6,688	7,174	7,995
장기금융자산	78	76	72	77	86
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	836	3,420	3,647	3,912	4,359
무형자산	280	310	372	399	444
<b>부채총계</b>	965	3,640	3,660	3,724	3,877
유동부채	891	951	1,027	1,102	1,228
단기차입부채	183	204	214	230	256
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	245	246	278	298	332
비유동부채	74	2,689	2,632	2,623	2,649
장기차입부채	3	2,513	2,304	2,389	2,479
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
<b>자본총계*</b>	1,822	3,630	4,021	4,513	5,304
지배주주지분*	1,794	3,597	3,987	4,479	5,270
비지배주주지분	28	33	34	34	34

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	2,269	2,627	3,022	3,464	4,217
매출원가	999	1,134	1,288	1,432	1,698
<b>매출총이익</b>	1,271	1,493	1,734	2,032	2,519
판매비와관리비	731	825	959	1,141	1,242
<b>영업이익</b>	540	668	775	891	1,277
EBITDA	703	886	1,030	1,160	1,578
비영업손익	21	-4	-67	-59	-57
이자수익	7	12	3	3	4
이자비용	7	28	73	72	73
배당수익	1	0	0	0	0
외환손익	4	6	-0	-1	-1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	17	5	3	11	13
<b>세전계속사업이익</b>	561	664	708	832	1,219
법인세비용	136	154	161	181	268
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	425	510	547	651	951
지배주주순이익*	421	506	543	646	944
비지배주주순이익	4	4	4	5	7
기타포괄손익	-26	-18	0	0	0
<b>총포괄손익</b>	399	493	547	651	951

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	621	602	926	829	1,194
당기순이익	425	510	547	651	951
현금유입(유출)이없는수익	326	453	534	520	639
자산상각비	163	218	255	269	301
영업자산부채변동	-12	-216	92	-92	-60
매출채권및기타채권감	-45	-107	-68	-39	-67
재고자산감소(증가)	-5	1	-2	-1	-2
매입채무및기타채무증	10	6	5	20	34
<b>투자활동현금흐름</b>	-201	-4,643	-561	-751	-1,116
투자활동현금유입액	475	1,477	119	0	0
유형자산	393	1	1	0	0
무형자산	12	1	0	0	0
투자활동현금유출액	676	6,120	680	751	1,116
유형자산	183	5,039	431	484	693
무형자산	51	72	98	77	101
<b>재무활동현금흐름</b>	-505	3,936	-408	-58	-44
재무활동현금유입액	218	4,104	52	100	248
단기차입부채	180	0	5	16	26
장기차입부채	0	2,500	28	85	221
재무활동현금유출액	604	37	306	5	138
단기차입부채	280	0	0	0	0
장기차입부채	3	35	302	0	131
기타현금흐름	0	0	-34	-1	-1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	0	0	0
<b>현금변동</b>	-85	-105	-76	19	32
기초현금	526	442	337	261	280
<b>기말현금</b>	442	337	261	280	312

자료: Company Data, Leading Research Center

Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

투자지표

(단위: 원,배,%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표 및 주가배수</b>					
EPS*	1,418	1,706	1,831	2,177	3,181
BPS*	6,046	12,122	13,435	15,095	17,760
CFPS	2,094	2,030	3,121	2,793	4,023
SPS	7,648	8,852	10,185	11,675	14,212
EBITDAPS	2,370	2,987	3,473	3,909	5,317
DPS (보통, 현금)	450	470	460	460	460
배당수익률 (보통, 현금)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향 (보통, 현금)	31.1	30.3	28.2	23.8	16.3
PER*	36.6	47.5	67.7	57.0	39.0
PBR*	8.6	6.7	9.2	8.2	7.0
PCFR	24.8	39.9	39.7	44.4	30.8
PSR	6.8	9.2	12.2	10.6	8.7
EV/EBITDA	21.9	29.6	37.9	33.7	24.8
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	11.0	15.7	15.1	14.6	21.7
영업이익증가율	6.9	23.7	16.0	15.0	43.3
지배주주순이익증가율*	7.2	20.0	7.2	19.0	46.1
매출총이익률	56.0	56.8	57.4	58.7	59.7
영업이익률	23.8	25.4	25.6	25.7	30.3
EBITDA이익률	31.0	33.7	34.1	33.5	37.4
지배주주순이익률*	18.7	19.4	18.1	18.8	22.6
ROA	19.5	13.3	10.4	11.2	14.7
ROE	23.4	18.8	14.3	15.3	19.4
ROIC	39.2	23.8	16.8	18.1	23.1
부채비율	53.0	100.3	91.0	82.5	73.1
차입금비율	10.2	74.8	62.6	58.0	51.6
순차입금비율	-49.0	61.8	56.2	51.8	45.7

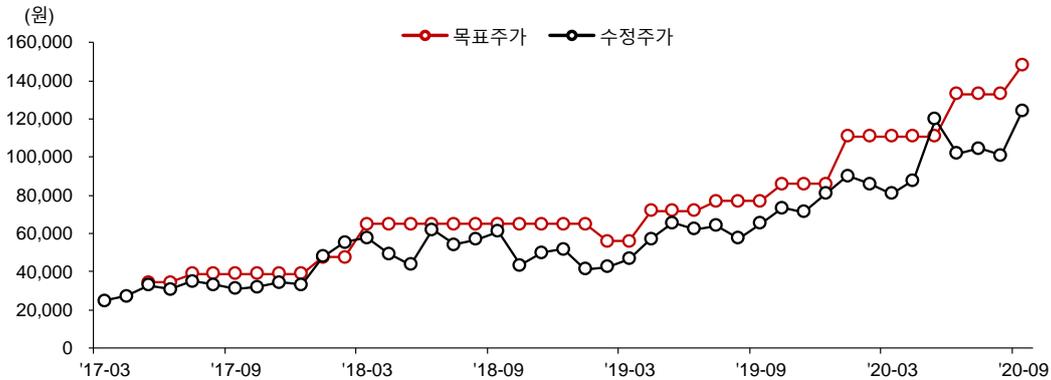
(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)						
일자	2018-3-5	2018-4-30	2018-6-4	2018-7-30	2018-9-10	2018-10-29
투자 의견	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	65,000 원					
과리율(%)						
평균주가대비	-18.2%	-19.4%	-18.2%	-20.8%	-22.8%	-26.4%
최고(최저)주가대비	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-6.0%	-6.0%	-19.7%
일자	2019-2-7	2019-4-29	2019-7-22	2019-7-25	2019-10-14	2019-10-29
투자 의견	BUY(TP 하향)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)
목표주가	56,000 원	72,000 원	72,000 원	77,000 원	77,000 원	86,000 원
과리율(%)						
평균주가대비	-18.4%	-11.2%	-12.8%	-17.5%	-15.1%	-11.0%
최고(최저)주가대비	0.0%	-1.4%	-12.2%	-3.4%	-7.9%	2.2%
일자	2019-11-7	2020-01-22	2020-01-30	2020-04-29	2020-06-18	2020-07-27
투자 의견	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)
목표주가	86,000 원	111,000 원	111,000 원	111,000 원	133,000 원	133,000 원
과리율(%)		*담당자 변경				
평균주가대비	-10.8%	-16.3%	-16.2%	-3.9%	-21.1%	-21.9%
최고(최저)주가대비	2.2%	+9.9%	+9.9%	+9.9%	-4.9%	-4.9%
일자	2020-09-08					
투자 의견	BUY(TP 상향)					
목표주가	148,000 원					
과리율(%)						
평균주가대비						
최고(최저)주가대비						

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2020 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved