

2022. 12. 12

플랫폼비즈니스팀

오동환

Senior Analyst

dh1.oh@samsung.com

더존비즈온 (012510)

봄을 기다리며

- 경기 둔화와 정부 지원사업 축소, 인건비 증가로 이익 감소세가 지속되고 있음
- 낮은 이익 성장성을 감안하면 현재 밸류에이션은 부담스러운 수준. 내년 주가 반등의 열쇠는 경기 회복과 신규 서비스인 아마란스 10의 매출 호조에 달려 있다고 판단 됨

WHAT'S THE STORY?

경기 둔화와 비용 증가 이중고: 경기 둔화와 정부 지원 사업 축소, 개발자 이탈에 따른 Extended ERP 구축 지연으로 22년 더존비즈온의 매출은 전년 대비 2.5% 감소 전망. 개발자 임금 상승과 외주용역비 증가로 영업이익도 전년 대비 26.5% 감소가 불가피할 전망이다. 22년 하반기부터 업계의 개발자 인건비 상승 추세는 둔화되고 있으나, 시장과의 임금 격차 해소를 위한 개발자 연봉 인상과 외주개발비 증가는 23년에도 이어질 전망이다.

위하고와 ERP 10 전략 재설정: 회사의 주요 성장 동력이었던 위하고 판매와 차세대 ERP 10 구축은 기대와 달리 부진이 장기화되고 있음. 위하고는 기존 온프레미스 ERP 대비 높은 가격과 경기 둔화가 판매 확산에 걸림돌이 되고 있으며, ERP 10의 경우 늘어나는 구축 기간과 외주용역비 증가에 따른 낮은 수익성이 문제가 되고 있음. 회사는 위하고의 판매 단가 조정과 ERP 10의 수익성 개선에 집중하여 23년 판매를 정상화한다는 계획. 경기 둔화로 중소, 중견 기업들의 지출 여력이 줄어든 만큼 가격 대비 서비스 경쟁력 강화가 필요.

경기 회복과 아마란스 10이 반등의 희망: 경기 위축에도 스탠다드ERP 매출은 신규 클라우드 플랫폼 서비스인 아마란스 10 매출 증가와 정부 스마트팩토리 지원 사업 재개로 22년에도 성장이 지속되었으나, 스마트팩토리 지원 사업 규모는 23년 축소가 예상됨. 따라서 23년 하반기 추가 모듈 출시를 통한 아마란스 10 판매 증가와 경기 회복에 따른 기존 ERP 비즈니스의 성장률 회복 여부가 23년 영업이익 회복의 열쇠가 될 전망이다.

성장성으로 밸류에이션 프리미엄 정당화 필요: 더존비즈온에 대해 기존의 HOLD 의견과 목표주가 35,000원(23년 예상 EPS에 목표 P/E 31.7배 적용. 목표 P/E는 글로벌 SaaS 기업 23년 평균 P/E에 성장성 차이 감안하여 5% 할인율 적용)을 유지. 더존비즈온은 경기 둔화와 전략 비즈니스의 부진으로 이익 부진이 장기화되는 상황. 최근 주가 하락에도 불구하고, 23년 기준 P/E는 35.5배로 이익 성장성에 비해 낮지 않은 상황. 내년 경기 회복에 따른 기존 ERP 매출 성장성 확보와 신규 아마란스 10 판매 호조로 밸류에이션 정당화 필요.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	319	311	329	350
영업이익 (십억원)	71	52	54	57
순이익 (십억원)	54	34	34	38
EPS (adj) (원)	1,541	1,100	1,097	1,200
EPS (adj) growth (%)	-10.4	-28.6	-0.2	9.4
EBITDA margin (%)	31.4	26.8	26.4	26.7
ROE (%)	12.1	7.2	7.3	7.6
P/E (adj) (배)	47.4	34.9	34.9	31.9
P/B (배)	4.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA (배)	23.5	16.0	15.1	13.9
Dividend yield (%)	0.6	1.3	1.4	1.6

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	35,000원	-10.3%
현재주가	39,000원	
시가총액	1.2조원	
Shares (float)	30,382,784주 (57.3%)	
52주 최저/최고	27,800원/78,100원	
60일-평균거래대금	24.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
더존비즈온 (%)	17.3	5.5	-50.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	19.0	15.9	-37.1

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	35,000	35,000	0%
2022E EPS	1,100	1,219	-9.8%
2023E EPS	1,097	1,262	-13.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

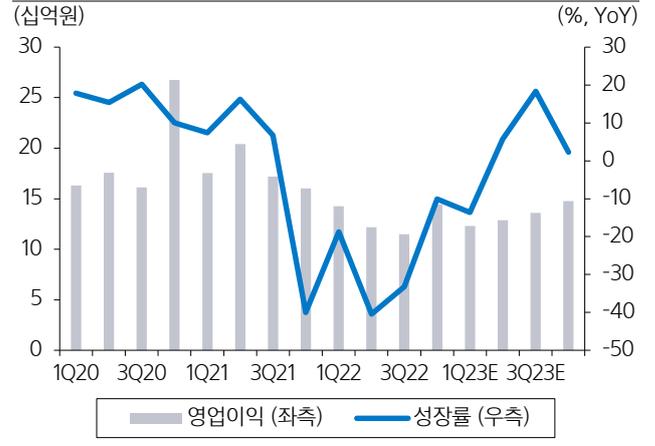
No of estimates	3
Target price	37,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

분기별 매출 추이



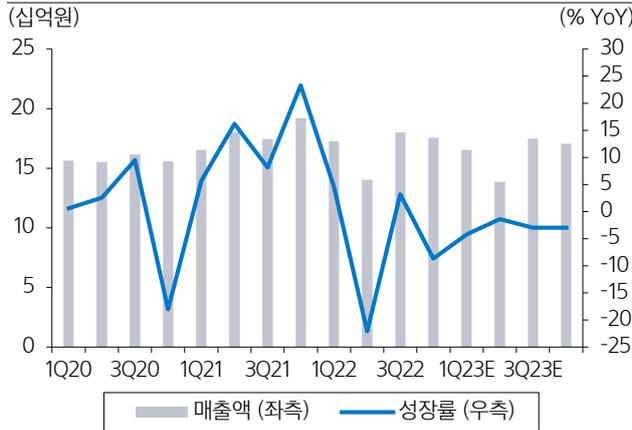
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



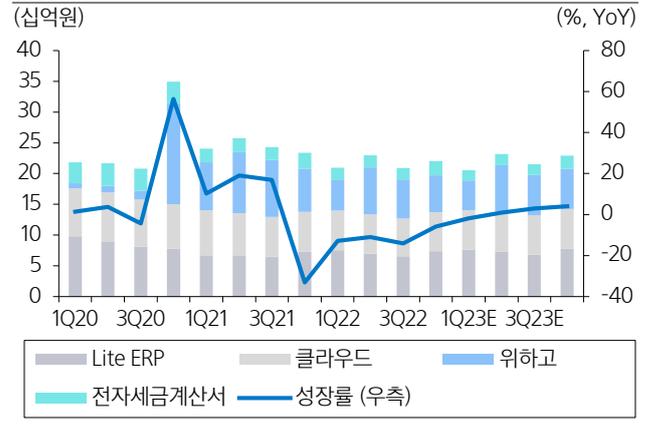
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

Extended ERP 매출 성장 추이



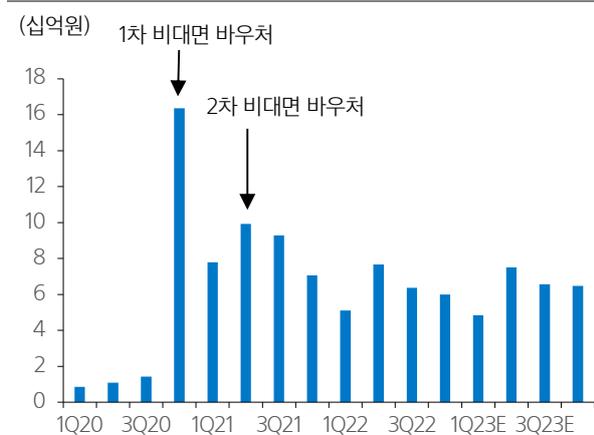
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

Lite ERP 매출 성장 추이



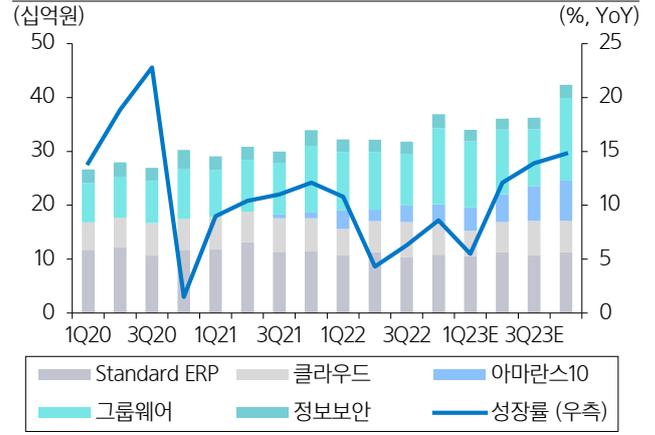
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

위하고 분기별 매출 추이



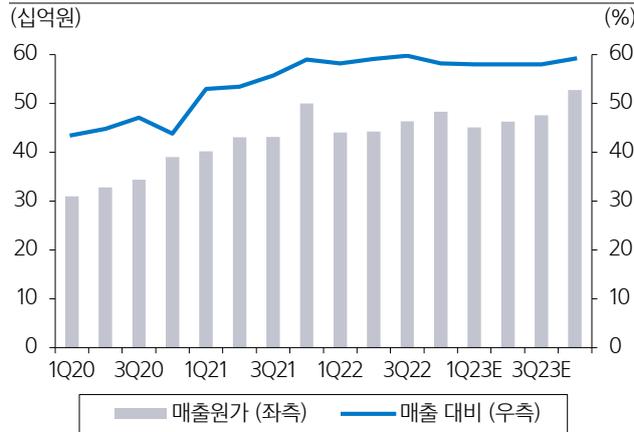
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

Standard ERP 매출 성장 추이



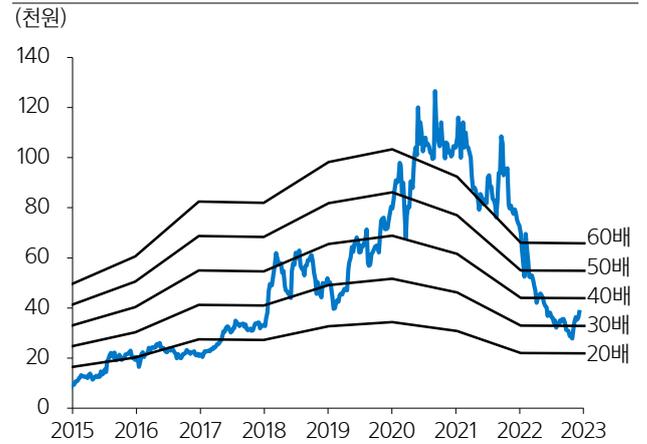
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

매출 원가 추이



자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

더존비즈온 12개월 forward P/E



자료: QuantiWise, 삼성증권 추정

밸류에이션

	(원)
23년 예상 EPS	1,097
목표 P/E (배)*	31.7
적정 주가	34,823
목표 주가	35,000
현재 주가	39,000
상승 여력 (%)	-10.3

참고: 12월 12일 종가 기준; * 글로벌 ERP/SaaS 기업 2023E P/E 평균 적용
자료: 삼성증권 추정

글로벌 ERP/SaaS 기업 P/E 밸류에이션

(배)	2022E	2023E
Salesforce	27.9	26.8
Workday	43.7	47.9
Adobe	24.3	21.5
OBIC	43.6	37.4
평균	34.9	33.4
할인율 (%)*	-5.0	-5.0
목표 P/E	33.1	31.7

참고: 12월 12일 종가 기준; *글로벌 SaaS 기업 평균 P/E에 성장성 차이 반영한 할인율 5% 적용
자료: Bloomberg

더존비즈온 분기 수익 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	75.7	74.9	77.4	83.0	77.7	79.8	82.0	89.1	83.9	85.7	87.3	93.4
Extended ERP	17.3	14.0	18.0	17.6	16.5	13.8	17.5	17.0	16.4	13.6	17.2	16.5
Lite ERP	20.9	23.0	20.9	22.0	20.6	23.2	21.5	22.9	21.8	25.2	23.3	24.4
Standard ERP	32.2	32.2	31.8	36.9	34.0	36.1	36.3	42.4	38.8	40.0	39.8	45.4
기타	5.2	5.7	6.7	6.5	6.6	6.7	6.8	6.8	6.9	7.0	7.0	7.1
매출원가	44.0	44.2	46.3	48.3	45.1	46.3	47.6	52.8	48.7	49.7	50.7	55.1
판매 및 일반관리비	17.4	18.5	19.6	20.3	20.3	20.7	20.9	21.6	21.7	22.0	22.2	22.9
인건비 및 복리후생비	9.4	10.0	10.0	10.1	10.6	10.7	10.8	10.9	11.4	11.5	11.6	11.7
지급수수료	2.8	3.2	4.4	4.7	4.3	4.4	4.5	4.8	4.5	4.6	4.6	4.9
광고선전비	1.8	1.6	1.4	1.7	1.5	1.6	1.6	1.8	1.6	1.7	1.7	1.9
기타	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4
영업이익	14.3	12.2	11.5	14.4	12.3	12.9	13.6	14.8	13.6	14.0	14.5	15.4
세전이익	12.8	10.2	9.9	12.4	10.2	10.7	11.5	12.8	11.5	11.9	12.5	13.5
당기순이익	9.7	7.8	7.5	9.5	7.7	8.1	8.7	9.7	8.8	9.1	9.5	10.2
지배주주순이익	9.7	7.7	7.5	9.4	7.7	8.1	8.7	9.7	8.8	9.1	9.5	10.2
수정 EPS (원)*	313	261	228	299	248	261	279	309	280	290	303	327
이익률 (%)												
영업이익률	18.8	16.3	14.8	17.4	15.8	16.1	16.6	16.6	16.2	16.3	16.6	16.5
세전계속사업이익률	17.0	13.6	12.8	15.0	13.1	13.4	14.0	14.4	13.7	13.9	14.3	14.4
순이익률	12.9	10.4	9.7	11.4	9.9	10.2	10.6	10.9	10.4	10.6	10.9	11.0
지배주주순이익률	12.9	10.3	9.7	11.4	9.9	10.2	10.6	10.9	10.4	10.6	10.9	11.0

참고: *일회성 요인 제외, 완전 희석화됨; K-IFRS 연결 기준;

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

더존비즈온 연간 수익추정 변경

(십억원)	2022E			2023E			2024E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	308.1	310.9	0.9	326.8	328.7	0.6	348.3	350.4	0.6
Extended ERP	74.8	74.8	0.0	79.2	79.2	0.0	83.4	83.4	0.0
Lite ERP	85.2	85.2	0.0	89.9	89.9	0.0	95.4	95.4	0.0
Standard ERP	141.1	141.1	0.0	156.9	156.9	0.0	166.8	166.8	0.0
기타	16.6	16.6	0.0	16.5	16.5	0.0	18.0	18.0	0.0
매출원가	180.3	182.9	1.4	192.2	191.7	(0.3)	207.0	204.2	(1.4)
판매 및 일반관리비	73.6	75.7	2.9	79.5	83.5	5.0	84.1	88.7	5.5
인건비 및 복리후생비	42.4	39.5	(6.8)	47.4	42.9	(9.5)	50.6	46.2	(8.7)
지급수수료	11.1	15.1	35.1	11.2	18.1	62.0	11.2	18.6	65.9
광고선전비	5.5	6.5	17.9	5.2	6.4	22.7	5.6	6.8	22.7
기타	14.5	14.7	1.0	15.7	16.0	2.2	16.7	17.1	2.3
영업이익	54.2	52.3	(3.5)	55.1	53.5	(2.9)	57.2	57.5	0.5
세전이익	45.5	45.4	(0.2)	45.4	45.2	(0.6)	47.9	49.4	3.3
당기순이익	34.5	34.4	(0.3)	34.5	34.3	(0.6)	36.4	37.6	3.3
지배주주순이익	34.4	34.3	(0.2)	34.3	34.3	(0.1)	36.2	37.6	3.8
수정 EPS (원)*	1,219	1,100	(9.8)	1,262	1,097	(13.1)	1,326	1,200	(9.5)
이익률 (%)									
영업이익률	17.6	16.8		16.9	16.3		16.4	16.4	
세전이익률	14.8	14.6		13.9	13.7		13.7	14.1	
순이익률	11.2	11.1		10.6	10.4		10.4	10.7	
지배주주순이익률	11.2	11.0		10.5	10.4		10.4	10.7	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 희석화됨; K-IFRS 연결 기준;

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	306	319	311	329	350
매출원가	137	176	183	192	204
매출총이익	169	142	128	137	146
(매출총이익률, %)	55.2	44.7	41.2	41.7	41.7
판매 및 일반관리비	93	71	76	83	89
영업이익	77	71	52	54	57
(영업이익률, %)	25.0	22.3	16.8	16.3	16.4
영업외손익	-4	1	-7	-8	-8
금융수익	0	1	3	3	3
금융비용	8	7	9	10	11
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	3	6	-1	-1	-1
세전이익	73	72	45	45	49
법인세	15	17	11	11	12
(법인세율, %)	20.6	24.2	24.2	24.0	24.0
계속사업이익	58	54	34	34	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	58	54	34	34	38
(순이익률, %)	18.9	17.1	11.1	10.4	10.7
지배주주순이익	57	54	34	34	38
비지배주주순이익	1	1	0	0	0
EBITDA	103	100	83	87	93
(EBITDA 이익률, %)	33.6	31.4	26.8	26.4	26.7
EPS (지배주주)	1,806	1,707	1,091	1,089	1,193
EPS (연결기준)	1,839	1,729	1,094	1,090	1,194
수정 EPS (원)*	1,720	1,541	1,100	1,097	1,200

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	105	61	65	71	74
당기순이익	58	54	34	34	38
현금유출입이없는 비용 및 수익	52	62	57	52	56
유형자산 감가상각비	22	24	24	26	28
무형자산 상각비	4	5	7	8	8
기타	25	33	26	19	20
영업활동 자산부채 변동	18	-31	10	3	1
투자활동에서의 현금흐름	-57	-129	8	-48	-51
유형자산 증감	-41	-16	-19	-29	-30
장단기금융자산의 증감	-8	-87	50	-8	-9
기타	-8	-26	-23	-10	-11
재무활동에서의 현금흐름	-19	47	-66	-14	-16
차입금의 증가(감소)	4	-2	-1	0	0
자본금의 증가(감소)	-0	30	0	0	0
배당금	-15	-17	-16	-14	-16
기타	-7	35	-49	0	0
현금증감	29	-22	7	9	8
기초현금	34	63	41	49	58
기말현금	63	41	49	58	66
Gross cash flow	109	117	91	86	93
Free cash flow	64	44	47	42	45

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	144	225	183	206	230
현금 및 현금등가물	63	41	49	58	66
매출채권	43	52	47	49	52
재고자산	2	2	2	2	2
기타	37	130	85	97	110
비유동자산	660	675	681	687	692
투자자산	7	18	16	16	17
유형자산	350	345	371	374	376
무형자산	40	54	65	68	71
기타	262	258	228	228	228
자산총계	804	900	863	893	922
유동부채	125	385	131	139	146
매입채무	5	4	2	2	2
단기차입금	18	18	18	18	18
기타 유동부채	101	364	111	119	125
비유동부채	282	13	262	262	263
사채 및 장기차입금	250	0	250	250	250
기타 비유동부채	32	13	12	12	13
부채총계	406	399	393	402	409
지배주주지분	394	494	462	483	505
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	196	226	226	226	226
이익잉여금	215	253	271	291	313
기타	-33	-0	-50	-50	-50
비지배주주지분	4	7	8	8	8
자본총계	398	502	471	491	513
순부채	189	123	157	140	122

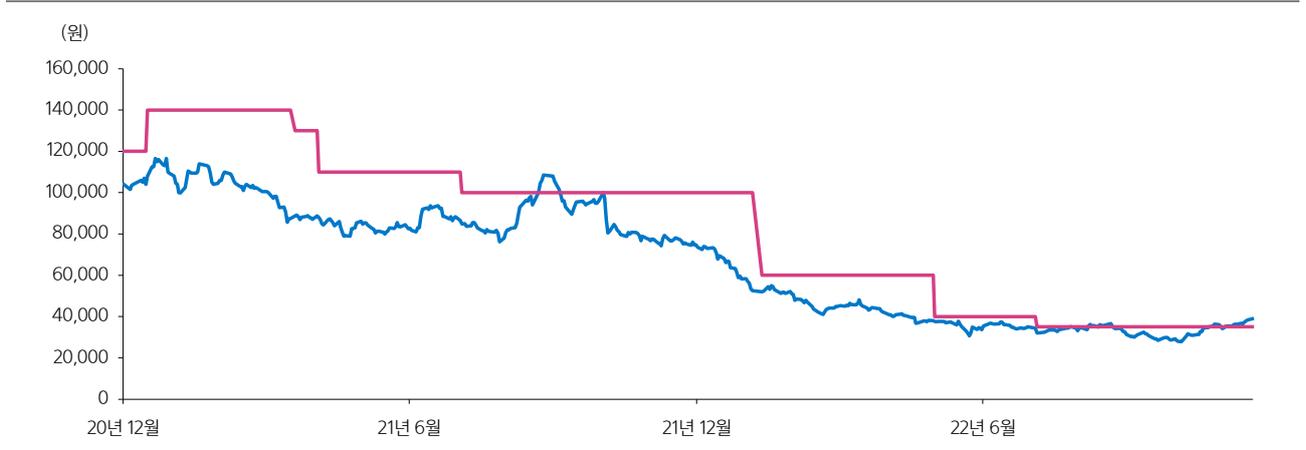
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	16.7	4.0	-2.5	5.7	6.6
영업이익	14.9	-7.2	-26.5	2.3	7.4
순이익	13.5	-6.0	-36.7	-0.3	9.5
수정 EPS**	4.6	-10.4	-28.6	-0.2	9.4
주당지표					
EPS (지배주주)	1,806	1,707	1,091	1,089	1,193
EPS (연결기준)	1,839	1,729	1,094	1,090	1,194
수정 EPS**	1,720	1,541	1,100	1,097	1,200
BPS	12,758	15,708	15,604	16,285	17,027
DPS (보통주)	450	450	495	545	599
Valuations (배)					
P/E***	60.5	47.4	34.9	34.9	31.9
P/B***	8.2	4.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	32.3	23.5	16.0	15.1	13.9
비율					
ROE (%)	15.1	12.1	7.2	7.3	7.6
ROA (%)	7.6	6.4	3.9	3.9	4.1
ROIC (%)	17.2	15.0	10.3	10.1	10.7
배당성향 (%)	23.3	25.4	41.1	45.3	45.5
배당수익률 (보통주, %)	0.4	0.6	1.3	1.4	1.6
순부채비율 (%)	47.6	24.4	33.4	28.5	23.9
이자보상배율 (배)	10.5	9.9	6.1	5.3	5.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 12월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 12월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/7/27	2021/1/8	4/12	4/27	7/27	2022/2/3	5/24	7/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (₩)	120000	140000	130000	110000	100000	60000	40000	35000
과리율 (평균)	-12.48	-25.30	-32.20	-22.54	-18.28	-25.42	-11.47	
과리율 (최대or최소)	5.42	-16.79	-31.46	-14.82	8.50	-8.33	-5.63	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.09.30

매수(84%) 중립(16%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA