

BUY (유지)

목표주가	(하향) 135,000 원
현재주가	99,000 원
Upside	36.4 %
Key Data	2020 년 10 월 27 일
산업분류	코스피 서비스업
KOSPI(pt)	2,330.84
시가총액 (억원)	29,548
발행주식수 (천주)	29,847
외국인 지분율 (%)	44.9
52 주 고가 (원)	126,500
저가 (원)	55,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	23.1
주요주주	(%)
김용우 외 16 인	37.0
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-6.6 11.6 42.5
상대주가	-8.7 -7.9 27.6

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택

stoh@leading.co.kr

+822-2009-7315

더존비즈온(012510)

3Q20 Review: SAP 와는 별개입니다

투자의견 및 목표주가: “매수” 유지, “135,000 원” 하향조정

동사에 대한 투자의견 “매수”를 유지하고 목표주가는 기존 148,000 원에서 135,000 원으로 하향한다. 이는 2021 년 추정 EPS 2,246 원에 Target Multiple 을 기존 68x 에서 60x 으로 하향한 결과이다. Target Multiple 을 하향한 이유는 최근 글로벌 PEER 인 SAP 의 COVID-19 에 따른 가이던스 하향 및 투자 Sentiment 악화에 따른 주가 급락을 반영하였다. 허나 동사의 매출 대부분이 국내에서 발생하고 있고 국내의 경우 COVID-19 로 인한 기업활동 위축이 제한적이며, 오히려 SAP 를 사용하던 기업들의 국산 SW 로 회귀하는 과정에서 동사의 솔루션을 도입하고 있으며, 정부 주도로 “K-비대면바우처플랫폼”을 운영해 동사의 SW 사용을 장려하고 있기 때문에 이에 따른 주가 하락은 제한적일 것으로 판단한다.

3Q20 실적 Review

3Q20 실적은 매출액 730 억원 (YoY +20.3%), 영업이익 161 억원 (YoY +20.2%, OPM 22.1%)을 달성했다. 부문별로는 본업인 ERP 부문은 349 억원 (YoY +7.4%)로 당사 추정치에 부합했고, 클라우드 부문 152 억원(YoY +28.7%)으로, 당사 추정치를 소폭 하회했다. 위하고 T 가입자 수가 3 분기 말 기준 4 천여 개소로 파악되며, 위하고 T Edge 는 2,200 여개로 파악된다. 위하고 가입자 성장이 정체된 것으로 보이지만, “K-비대면바우처플랫폼” 도입이 본격화 되는 4 분기를 위한 대기 수요가 있었던 것으로 파악된다. Extended ERP 제품은 COVID-19 사태로 인한 일부 프로젝트 지연이 발생했으나, 연말까지는 매출 인식이 가능할 것이다. Standard ERP 제품과 그룹웨어 제품을 커플링한 “EBP” 출시 이후 Standard ERP 제품군에서 또 한번 성장을 견인할 전망이다.

신사업을 위한 초석 – 위하고 가입자 증가

동사는 정부의 K-비대면바우처플랫폼에 “홈플러스인원팩”을 출시해 대응하고 있다. 정부는 기업 당 400 만원 한도 내에서 중소기업의 비대면 전환을 지원할 예정이며 이에 따른 매출 인식이 본격화 되는 4 분기부터 동사의 플랫폼 도입 기업은 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

당사는 AI 고도화를 위한 Data 의 Collection 이 가속화 될 것으로 전망한다. 동사는 9 월 1 일 출시한 매출채권 Factoring 서비스의 성공적인 안착 이후 금융권 도입 시 현재의 높은 Valuation 도 정당하다는 판단이다. 위하고 도입 증가 이후 AI 를 고도화 하는데 필요한 기업 데이터의 양적/질적 성장이 향후 Valuation 의 Key 가 될 것이다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,032	3,477
영업이익 (억원)	505	540	668	766	914
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	25.3	26.3
지배순이익 (억원)	392	421	506	532	667
PER (배)	25.2	36.6	47.5	55.5	44.3
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	7.4	6.6
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	14.1	15.8
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	1,790	2,246

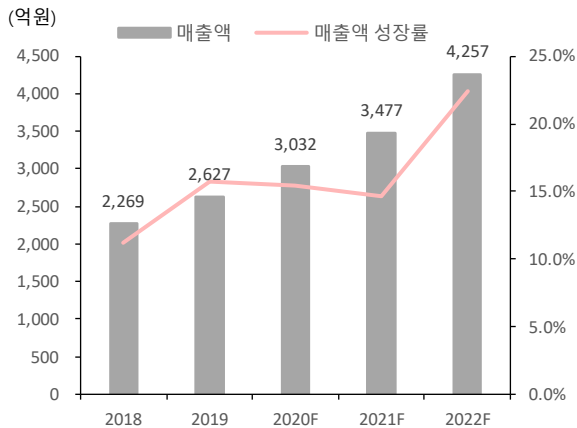
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	732	730	858	777	813	902	984	2,627	3,032	3,477	4,257
ERP	361	350	325	399	372	367	349	430	381	379	369	444	1,435	1,518	1,573	1,643
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	98	90	81	88	87	78	72	76	390	357	313	318
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	117	122	107	120	125	126	117	125	400	466	493	499
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	156	155	162	222	170	174	180	243	644	695	767	826
Cloud	118	118	136	146	134	138	152	182	171	181	222	262	519	607	836	1,397
- WEHAGO	0	1	2	6	9	11	14	26	32	43	65	82	9	60	222	661
그룹웨어	61	63	57	96	73	75	78	104	106	122	122	133	276	330	483	552
정보보안	26	29	29	33	26	27	25	38	27	28	25	40	117	115	119	124
전자세금계산서	33	35	34	36	34	36	36	36	34	37	37	37	138	143	145	148
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	24	25	19	40	49	63	65	42	33	42	102	43	109	218	221	293
임대수익	1	1	6	24	24	25	25	25	25	25	24	24	32	100	100	100
(Rev Growth, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.8%	18.0%	20.3%	10.8%	9.2%	11.2%	23.6%	14.7%	15.7%	15.4%	14.7%	22.4%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	3.0%	5.0%	7.4%	7.6%	2.5%	3.1%	5.8%	3.5%	17.4%	5.8%	3.7%	4.4%
Lite ERP (Smart A)	0.6%	-0.4%	1.5%	-6.0%	-6.5%	-9.7%	-9.8%	-7.8%	-11.6%	-13.4%	-10.5%	-14.0%	-1.1%	-8.4%	-12.4%	1.6%
Standard ERP (iCUBE)	24.3%	22.1%	20.8%	-0.8%	16.6%	23.6%	21.6%	5.6%	6.5%	3.3%	9.3%	4.9%	14.9%	16.3%	5.9%	1.3%
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	44.9%	29.2%	24.5%	39.6%	0.6%	2.5%	9.5%	16.6%	8.4%	12.4%	11.6%	9.7%	34.5%	7.8%	10.4%	7.6%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	20.2%	13.4%	17.1%	11.7%	24.5%	27.4%	30.7%	45.6%	43.9%	15.5%	16.9%	37.7%	67.2%
- WEHAGO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2032.5%	1659.7%	758.2%	326.0%	277.3%	291.3%	358.7%	214.5%	-	578.5%	271.7%	197.7%
그룹웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.1%	18.7%	20.1%	37.7%	9.1%	45.6%	61.8%	56.7%	27.5%	10.2%	19.6%	46.2%	14.4%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-7.6%	-1.4%	-6.2%	-16.3%	14.9%	3.1%	3.0%	3.8%	3.1%	2.7%	-1.6%	3.2%	3.9%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.0%	2.6%	4.4%	5.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	6.2%	3.5%	1.9%	1.6%
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	13.2%	-0.7%	17.5%	101.3%	148.4%	231.7%	4.9%	-32.6%	-32.9%	58.5%	3.9%	11.2%	100.4%	1.3%	32.6%
임대수익	10.0%	-4.3%	382.2%	1941.2%	1918.2%	2173.6%	347.6%	4.9%	4.3%	1.8%	-4.2%	-4.6%	598.9%	210.8%	-0.7%	0.0%
(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	732	730	858	777	813	902	984	2,627	3,032	3,477	4,257
매출원가	290	272	266	306	310	328	344	331	333	341	387	377	1,134	1,313	1,438	1,714
매출총이익	335	348	340	469	402	404	386	527	444	472	515	607	1,493	1,719	2,039	2,542
GPM	53.7%	56.1%	56.1%	60.5%	56.5%	55.2%	52.9%	61.4%	57.2%	58.1%	57.1%	61.7%	56.8%	56.7%	58.6%	59.7%
판관비	197	196	206	226	239	228	225	260	276	278	285	286	825	953	1,125	1,218
영업이익	139	152	134	243	163	176	161	266	168	195	231	321	668	766	914	1,324
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	22.9%	24.0%	22.1%	31.0%	21.6%	23.9%	25.6%	32.6%	25.4%	25.3%	26.3%	31.1%
세전이익	151	158	144	212	139	159	148	253	155	182	217	305	664	699	859	1,257
당기순이익	114	117	107	173	104	121	112	199	122	142	170	238	510	536	672	981

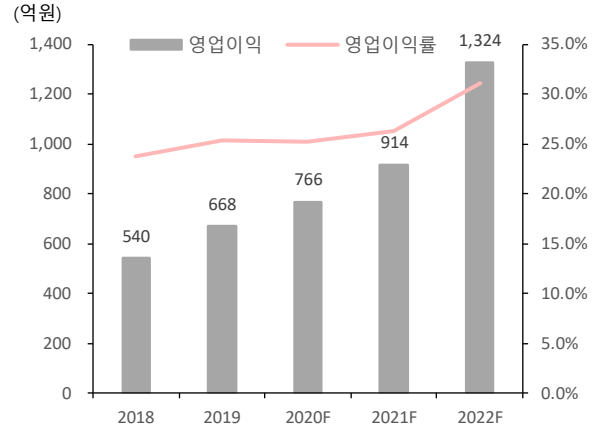
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

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)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	2,743	2,787	7,270	7,557	7,777
유동자산	1,229	1,493	1,020	976	1,004
현금및현금성자산	526	442	337	256	264
단기금융자산	253	637	137	111	114
매출채권및기타채권	341	379	485	535	551
재고자산	11	16	15	17	17
비유동자산	1,514	1,294	6,250	6,581	6,773
장기금융자산	82	78	76	71	73
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,035	836	3,420	3,567	3,655
무형자산	290	280	310	366	376
부채총계	919	965	3,640	3,547	3,253
유동부채	867	891	951	929	972
단기차입부채	283	183	204	211	217
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	193	245	246	242	264
비유동부채	51	74	2,689	2,618	2,282
장기차입부채	6	3	2,513	2,577	2,504
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,824	1,822	3,630	4,010	4,524
지배주주지분*	1,810	1,794	3,597	3,976	4,490
비지배주주지분	15	28	33	34	34

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	501	621	602	506	642
당기순이익	397	425	510	536	672
현금유입(유출)이없는수익	307	326	453	531	513
자산상각비	157	163	218	254	257
영업자산부채변동	-121	-12	-216	-315	-288
매출채권및기타채권감	-49	-45	-107	-60	-16
재고자산감소(증가)	2	-5	1	-2	-0
매입채무및기타채무증	3	10	6	-31	23
투자활동현금흐름	-236	-201	-4,643	-415	-409
투자활동현금유입액	168	475	1,477	130	0
유형자산	9	393	1	1	0
무형자산	13	12	1	0	0
투자활동현금유출액	404	676	6,120	545	409
유형자산	332	183	5,039	350	298
무형자산	45	51	72	92	58
재무활동현금흐름	-115	-505	3,936	-138	-225
재무활동현금유입액	0	218	4,104	40	22
단기차입부채	0	180	0	2	6
장기차입부채	0	0	2,500	20	15
재무활동현금유출액	29	604	37	24	94
단기차입부채	22	280	0	0	0
장기차입부채	7	3	35	20	89
기타현금흐름	0	0	0	-34	-1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	0	-0	0	0
현금변동	146	-85	-105	-80	7
기초현금	380	526	442	337	256
기말현금	526	442	337	256	264

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 기관투자가 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.

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,044	2,269	2,627	3,032	3,477
매출원가	841	999	1,134	1,313	1,438
매출총이익	1,204	1,271	1,493	1,719	2,039
판매비와관리비	698	731	825	953	1,125
영업이익	505	540	668	766	914
EBITDA	662	703	886	1,020	1,171
비영업손익	-23	21	-4	-67	-55
이자수익	5	7	12	6	10
이자비용	8	7	28	73	78
배당수익	0	1	0	0	0
외환손익	-9	4	6	-0	-1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-11	17	5	0	14
세전계속사업이익	482	561	664	699	859
법인세비용	85	136	154	163	187
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	397	425	510	536	672
지배주주순이익*	392	421	506	532	667
비지배주주순이익	5	4	4	4	5
기타포괄손익	2	-26	-18	0	0
총포괄손익	399	399	493	536	672

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당이익 및 주가배수					
EPS*	1,319	1,418	1,706	1,790	2,246
BPS*	6,098	6,046	12,122	13,366	15,043
CFPS	1,688	2,094	2,030	1,702	2,162
SPS	6,890	7,648	8,852	10,193	11,709
EBITDAPS	2,232	2,370	2,987	3,429	3,943
DPS (보통, 현금)	400	450	470	462	460
배당수익률 (보통, 현금)	1.2	0.8	0.6	0.5	0.5
배당성향 (보통, 현금)	30.3	31.1	30.3	28.7	22.9
PER*	25.2	36.6	47.5	55.5	44.3
PBR*	5.5	8.6	6.7	7.4	6.6
PCFR	19.7	24.8	39.9	58.4	46.0
PSR	4.8	6.8	9.2	9.7	8.5
EV/EBITDA	14.9	21.9	29.6	31.4	27.3
재무비율					
매출액증가율	15.7	11.0	15.7	15.4	14.7
영업이익증가율	31.5	6.9	23.7	14.7	19.3
지배주주순이익증가율*	40.5	7.2	20.0	5.1	25.3
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	56.7	58.6
영업이익률	24.7	23.8	25.4	25.3	26.3
EBITDA이익률	32.4	31.0	33.7	33.6	33.7
지배주주순이익률*	19.4	18.7	19.4	17.7	19.3
ROA	19.8	19.5	13.3	10.3	11.9
ROE	23.5	23.4	18.8	14.1	15.8
ROIC	37.3	39.2	23.8	15.7	16.9
부채비율	50.4	53.0	100.3	88.5	71.9
차입금비율	15.8	10.2	74.8	69.5	60.2
순차입금비율	-25.5	-49.0	61.8	63.1	54.3

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

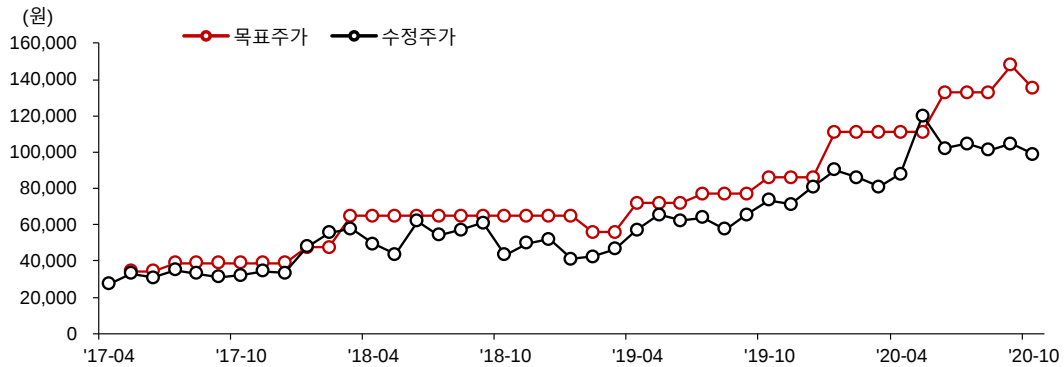
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)

일자	2018-3-5	2018-4-30	2018-6-4	2018-7-30	2018-9-10	2018-10-29
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	65,000 원	65,000 원	65,000 원	65,000 원	65,000 원	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
투자의견	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
투자의견	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	2020-10-28				
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(TP 하향)				
목표주가	148,000 원	135,000 원				
과리율(%)						
평균주가대비	-26.8%					
최고(최저)주가대비	-19.6%					

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

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

산업

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

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.09.30)

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

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