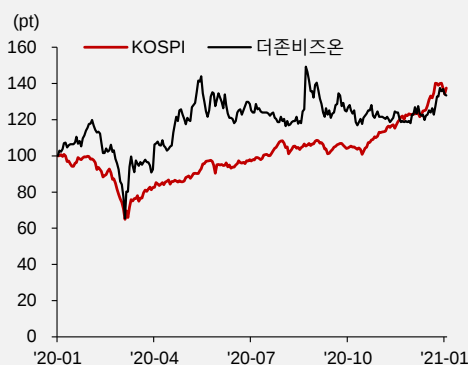


BUY (유지)

목표주가	(TP 유지) 135,000 원
현재주가	113,000 원
Upside	19.5 %
Key Data	2021 년 01 월 19 일
산업분류	코스피 서비스업
KOSPI(pt)	3,092.66
시가총액 (억원)	34,033
발행주식수 (천주)	30,118
외국인 지분율 (%)	46.6
52 주 고가 (원)	126,500
저가 (원)	55,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	11.2
주요주주	(%)
김용우 외 16 인	36.8
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	8.1 7.6 29.6
상대주가	-3.1 -23.4 -5.7

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택

stoh@leading.co.kr

+822-2009-7315

더존비즈온(012510)

K 비대면바우처로 빨라진 WEHAGO 도입

4Q20 Preview: 계절적 성수기와 K 비대면바우처 효과

4Q20 실적은 매출액 858 억원 (YoY +10.8%), 영업이익 266 억원 (YoY +9.5%, OPM 31.0%)를 전망한다. K 비대면바우처플랫폼을 통한 고객 유입이 가속화되고, 코로나 사태로 인해 프로젝트들이 지연되었던 대기업 대상 Extended ERP 개발이 재개되는 양상이다. K 비대면바우처플랫폼은 비대면 환경 구축에 들어가는 비용을 정부에서 지원하는 제도의 일환이다. 최대 400 만원 상당 제품까지 지원되며 90%의 비용을 정부에서 지원하고 사업자는 전체 비용의 10%만 부담하게 된다. 전체 지원 대상 기업은 8 만개로 해당 사업비는 3,200 억원에 달한다. 당사는 더존비즈온이 11% 수준의 물량을 확보할 것으로 전망한다. 2020 년말 기준 일반 Wehago 고객이 6,000 여개, Wehago T 고객이 5,500 여개로 크게 증가한 것으로 파악된다. 해당 증가분은 2021 년 1 분기부터 본격적으로 매출에 반영될 것이다.

2021 연간 전망

2021 년 실적은 매출액 3,480 억원 (YoY +14.8%), 영업이익 913 억원 (YoY +19.2%, OPM 26.2%)를 전망한다. ERP 부문의 전체 성장률은 3.9%로 예상되나 이는 Lite ERP 제품 <Smart A>고객이 Wehago 플랫폼으로 전환함에 따라 해당 제품군의 -11.5% 역성장이 예상되기 때문이다. 그 외 Standard ERP 및 Extended ERP 제품군은 기존과 같은 견조한 성장을 이어나갈 것으로 전망한다. Lite ERP 감소분은 Wehago 플랫폼을 통해 Cloud 매출로 인식 될 것이며 Wehago 부문 매출은 271.7%, 이를 포함한 Cloud 전체 매출은 37.7% 성장이 예상된다.

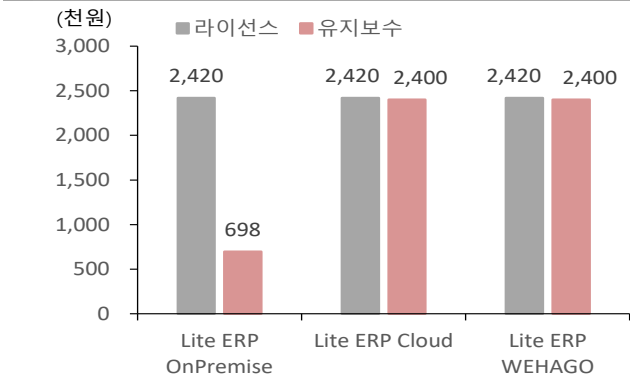
투자의견 및 목표주가

동사에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 '135,000 원'을 유지한다. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 2,217 원에 기존 Target 멀티플 60 배를 유지하였다. 글로벌 SaaS 기반 Business Process SW 공급기업들의 2021 년 실적 기준 Valuation 은 Salesforce (61x), Intuit (47x), Workday (76x)등으로 높은 Valuation 을 부여받고 있다. SaaS 업체들의 Valuation 이 높은 이유는 비즈니스 특성상 높은 시장점유율로 매출액이 증가할 때 영업 레버리지 효과를 크게 일으킬 수 있기 때문인 것으로 파악되며, 동사에도 같은 논리를 적용시킬 수 있다는 판단이다. 또한 Wehago 도입 고객 증가는 동사의 데이터 가치 상승을 뜻하며 이를 핀테크 등으로 활용 가능해 추가적인 Upside 를 기대할 수 있다는 점도 매력적이다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,032	3,480
영업이익 (억원)	505	540	668	766	913
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	25.3	26.2
지배순이익 (억원)	392	421	506	533	666
PER (배)	25.2	36.6	47.5	58.7	51.1
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	7.9	7.6
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	14.1	15.7
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	1,791	2,217

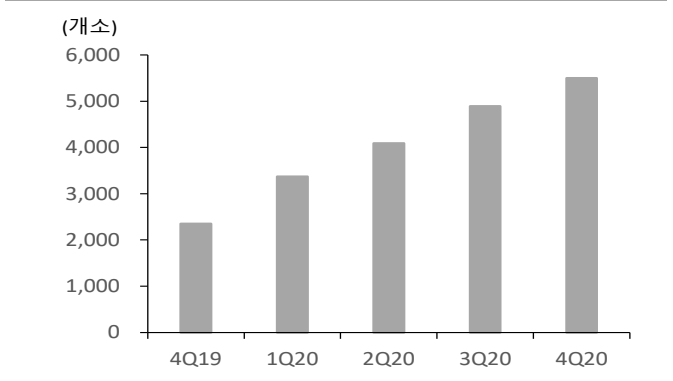
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. Lite ERP 제품 SmartA 및 WEHAGO 요금



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. WEHAGO T 사용자 수 추이



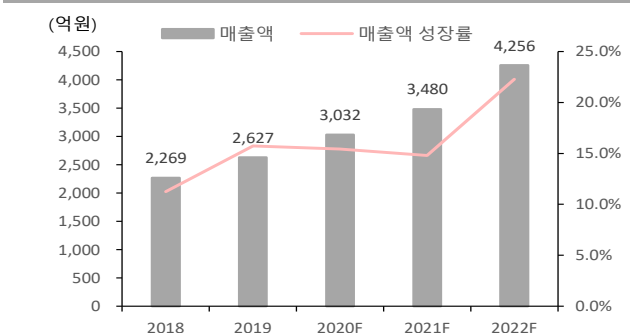
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	712	732	730	858	778	816	902	984	2,627	3,032	3,480	4,256
ERP	372	367	349	430	382	381	369	444	1,435	1,518	1,577	1,642
Lite ERP (Smart A)	98	90	81	88	88	80	72	76	390	357	316	317
Standard ERP (iCUBE)	117	122	107	120	125	126	117	125	400	466	493	499
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	156	155	162	222	170	174	180	243	644	695	767	826
Cloud	134	138	152	182	171	181	222	262	519	607	836	1,397
- WEHAGO	9	11	14	26	32	43	65	82	9	60	222	661
그룹웨어	73	75	78	104	106	122	122	133	276	330	483	552
정보보안	26	27	25	38	27	28	25	40	117	115	119	124
전자세금계산서	34	36	36	36	34	37	37	37	138	143	145	148
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	49	63	65	42	33	42	102	43	109	218	221	293
임대수익	24	25	25	25	25	25	24	24	32	100	100	100
(Rev Growth, %)												
매출액	13.8%	18.0%	20.3%	10.8%	9.3%	11.5%	23.6%	14.7%	15.7%	15.4%	14.8%	22.3%
ERP	3.0%	5.0%	7.4%	7.6%	2.7%	3.8%	5.8%	3.5%	17.4%	5.8%	3.9%	4.2%
Lite ERP (Smart A)	-6.5%	-9.7%	-9.8%	-7.8%	-10.8%	-10.6%	-10.5%	-14.0%	-1.1%	-8.4%	-11.5%	0.3%
Standard ERP (iCUBE)	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)	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	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	2032.5%	1659.7%	758.2%	326.0%	277.3%	291.3%	358.7%	214.5%	-	578.5%	271.7%	197.7%
그룹웨어	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	-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	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)	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	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)												
매출액	712	732	730	858	778	816	902	984	2,627	3,032	3,480	4,256
매출총이익	402	404	386	527	445	474	515	607	1,493	1,719	2,041	2,542
GPM	56.5%	55.2%	52.9%	61.4%	57.2%	58.1%	57.1%	61.7%	56.8%	56.7%	58.6%	59.7%
영업이익	163	176	161	266	168	196	229	320	668	766	913	1,318
OPM	22.9%	24.0%	22.1%	31.0%	21.6%	24.0%	25.4%	32.5%	25.4%	25.3%	26.2%	31.0%
세전이익	139	159	148	254	151	189	215	303	664	700	859	1,272
법인세	35	38	36	54	32	42	47	67	154	163	187	280
당기순이익	104	121	112	200	119	148	168	237	510	537	672	992

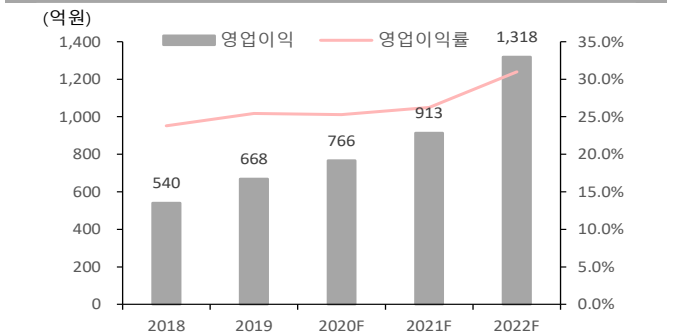
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 매출액 및 성장률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	2,787	7,270	7,652	8,728	10,210
유동자산	1,493	1,020	1,041	1,187	1,389
현금및현금성자산	442	337	323	368	431
단기금융자산	637	137	141	161	188
매출채권및기타채권	379	485	516	589	689
재고자산	16	15	17	19	23
비유동자산	1,294	6,250	6,611	7,541	8,821
장기금융자산	78	76	72	82	96
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	836	3,420	3,508	4,001	4,681
무형자산	280	310	386	441	516
부채총계	965	3,640	3,640	4,201	4,851
유동부채	891	951	998	1,138	1,331
단기차입부채	183	204	209	238	279
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	245	246	261	298	348
비유동부채	74	2,689	2,643	3,063	3,520
장기차입부채	3	2,513	2,573	2,935	3,434
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,822	3,630	4,011	4,527	5,359
지배주주지분*	1,794	3,597	3,976	4,492	5,324
비지배주주지분	28	33	35	35	35

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	621	602	691	1,010	1,280
당기순이익	425	510	537	672	992
현금유입(유출)이없는수도	326	453	551	527	660
자산상각비	163	218	252	269	314
영업자산부채변동	-12	-216	-151	68	-29
매출채권및기타채권	-45	-107	-44	-73	-100
재고자산감소(증가)	-5	1	-2	-2	-3
매입채무및기타채무	10	6	2	37	51
투자활동현금흐름	-201	-4,643	-544	-1,198	-1,595
투자활동현금유입액	475	1,477	123	0	0
유형자산	393	1	2	0	0
무형자산	12	1	0	0	0
투자활동현금유출액	676	6,120	667	1,198	1,595
유형자산	183	5,039	411	711	935
무형자산	51	72	108	105	134
재무활동현금흐름	-505	3,936	-130	234	379
재무활동현금유입액	218	4,104	55	391	539
단기차입부채	180	0	2	29	41
장기차입부채	0	2,500	26	362	499
재무활동현금유출액	604	37	32	6	8
단기차입부채	280	0	0	0	0
장기차입부채	3	35	29	0	0
기타현금흐름	0	0	-0	-2	-2
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	0	0	0
현금변동	-85	-105	16	45	63
기초현금	526	442	337	323	368
기말현금	442	337	353	368	431

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)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,269	2,627	3,032	3,480	4,256
매출원가	999	1,134	1,313	1,439	1,714
매출총이익	1,271	1,493	1,719	2,041	2,542
판매비와관리비	731	825	953	1,128	1,224
영업이익	540	668	766	913	1,318
EBITDA	703	886	1,018	1,182	1,632
비영업손익	21	-4	-66	-54	-46
이자수익	7	12	3	3	3
이자비용	7	28	73	73	67
배당수익	1	0	0	0	0
외환손익	4	6	-0	-2	-2
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	17	5	5	18	20
세전계속사업이익	561	664	700	859	1,272
법인세비용	136	154	163	187	280
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	425	510	537	672	992
지배주주순이익*	421	506	533	666	984
비지배주주순이익	4	4	4	6	8
기타포괄손익	-26	-18	0	0	0
총포괄손익	399	493	537	672	992

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,418	1,706	1,791	2,217	3,274
BPS*	6,046	12,122	13,355	14,913	17,678
CFPS	2,094	2,030	2,321	3,362	4,258
SPS	7,648	8,852	10,182	11,580	14,160
EBITDAPS	2,370	2,987	3,420	3,932	5,431
DPS (보통,현금)	450	470	465	460	460
배당수익률 (보통,현금)	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향 (보통,현금)	31.1	30.3	28.3	22.7	15.4
PER*	36.6	47.5	58.7	51.1	34.6
PBR*	8.6	6.7	7.9	7.6	6.4
PCFR	24.8	39.9	45.3	33.7	26.6
PSR	6.8	9.2	10.3	9.8	8.0
EV/EBITDA	21.9	29.6	33.0	31.0	22.7
재무비율					
매출액증가율	11.0	15.7	15.4	14.8	22.3
영업이익증가율	6.9	23.7	14.7	19.2	44.4
지배주주순이익증가율*	7.2	20.0	5.3	25.1	47.7
매출총이익률	56.0	56.8	56.7	58.6	59.7
영업이익률	23.8	25.4	25.3	26.2	31.0
EBITDA이익률	31.0	33.7	33.6	34.0	38.4
지배주주순이익률*	18.7	19.4	17.7	19.3	23.3
ROA	19.5	13.3	10.3	11.1	13.9
ROE	23.4	18.8	14.1	15.7	20.0
ROIC	39.2	23.8	16.2	17.9	22.2
부채비율	53.0	100.3	90.8	92.8	90.5
차입금비율	10.2	74.8	69.4	70.1	69.3
순차입금비율	-49.0	61.8	57.9	58.5	57.8

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

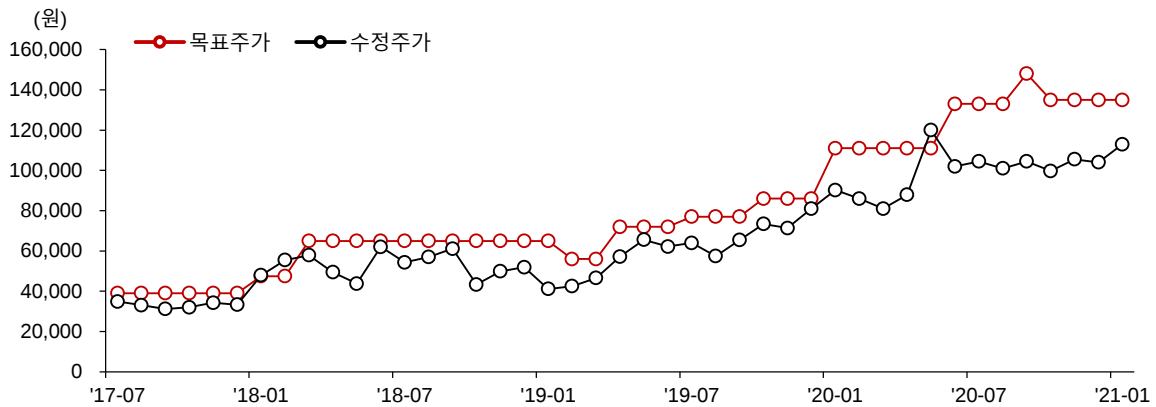
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)

일자	2018-03-05	2018-04-30	2018-06-04	2018-07-30	2018-09-10	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	2019-02-07	2019-04-29	2019-07-22	2019-07-25	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	2019-11-07	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	2021-01-20			
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(TP 하향)	BUY(TP 유지)			
목표주가	148,000 원	135,000 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 : 2020.12.31)

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