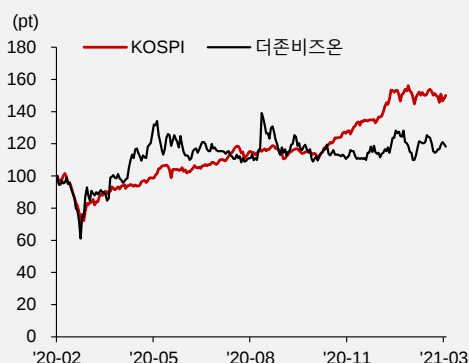


BUY (유지)

목표주가	(상향) 147,000 원		
현재주가	107,500 원		
Upside	36.7 %		
Key Data	2021 년 03 월 03 일		
산업분류	코스피 서비스업		
KOSPI(pt)	3,082.99		
시가총액 (억원)	32,454		
발행주식수 (천주)	30,190		
외국인 지분율 (%)	45.6		
52 주 고가 (원)	126,500		
저가 (원)	55,500		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	14.7		
주요주주	(%)		
김용우 외 16 인	36.7		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.7	0.9	21.9
상대주가	-1.2	-21.6	-20.4

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택

stoh@leading.co.kr

+822-2009-7315

더존비즈온(012510)

베인, WEHAGO 에 날개를 달아줘!

4Q20 Review: 비대면 바우처 효과 톡톡히 본 4 분기

4Q20 실적은 매출액 891 억원 (YoY +15.1%), 영업이익 267 억원 (YoY +9.5%, OPM 30.0%)을 달성했다. 연간으로는 매출액 3,065 억원 (YoY +16.7%), 영업이익 767 억원 (YoY +14.9%)을 달성했다. 비대면바우처플랫폼을 통한 고객 유입이 가속화되고 있는 점을 긍정적으로 평가한다.

베인캐피탈 인수 관련 Comment

2021 년 3 월 1 일, 당사는 언론을 통해 베인캐피탈의 지분투자 계획을 보도했다. 내용은 김용우 대표이사의 지분 180 만주 중 150 만주를 주당 가격 110,000 원(총 1,650 억원)에 매각하여 베인캐피탈이 당사의 지분 4.77%를 확보하고, 추가적으로 10%까지 지분을 늘려 2 대주주에 올라서게 된다. 이는 당사 WEHAGO 플랫폼의 해외 진출을 목적으로 하고 있으며 향후 다양한 영역에서의 협업을 기대해 볼 수 있다.

당사의 WEHAGO 플랫폼 강화 전략은 WEHAGO A to Z 까지의 기능 Integration 과 글로벌 진출이다. 금번 인수를 통해 기대하는 부분은 먼저 국내 SW 업체의 한계로 인식되던 해외시장 진출 가능성을 예상해 본다. 베인캐피탈의 글로벌 기업 네트워크를 기반으로 호주, 일본, 동남아 등 다양한 해외 시장 공략이 가능해진다. 두번째로는 당사의 우수의 현금흐름 및 베인캐피탈의 자금력을 활용한 국내외 업체들의 M&A 를 고려해 볼 수 있다. 현재로서는 세무회계사무소를 대상으로 한 WEHAGO T 가 출시 되어있으며, 병원의 HIS(Hospital Information System)과 ERP 를 결합한 WEHAGO H, 정부기관 등을 대상으로하는 WEHAGO V, 법무사 대상 WEHAGO L 등의 다양한 플랫폼 강화가 M&A 를 통해 가능해질 것이다.

투자의견 “매수” 유지, 목표주가 “147,000 원” 상향

당사에 대한 투자의견 “매수”를 유지하고 목표주가를 기존 135,000 원에서 147,000 원으로 상향한다. 목표주가 상향은 21 년도 EPS 추정치 상향 (기존 2,217 원 → 2,441 원)에 따른 것이다. EPS 상향은 예상보다 빠른 WEHAGO 도입 추이를 반영한 효과이다. Target Multiple 은 기존의 60 배를 유지하였다. 추후 베인캐피탈과의 협업 계획이 좀 더 구체화되고, 이를 통한 실적이 나타나기 시작하면 Target Multiple 은 추가적인 상향이 가능할 것이다.

구분	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (억원)	2,269	2,627	3,065	3,652	4,056
영업이익 (억원)	540	668	767	1,004	1,210
영업이익률 (%)	23.8	25.4	25.0	27.5	29.8
지배순이익 (억원)	421	506	563	734	898
PER (배)	36.6	47.5	55.6	44.2	36.1
PBR (배)	8.6	6.7	7.8	7.1	6.1
ROE (%)	23.4	18.8	14.8	17.1	18.1
EPS (원)	1,418	1,706	1,892	2,441	2,988

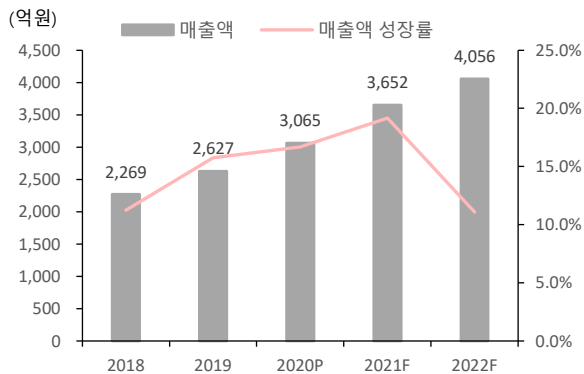
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	625	620	607	774	712	732	730	891	832	892	961	966	2,627	3,065	3,652	4,056	4,468
ERP	361	350	325	399	372	367	349	350	374	381	369	358	1,435	1,438	1,482	1,539	1,530
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	98	90	81	78	80	80	72	66	390	347	299	299	268
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	117	122	107	116	125	126	117	121	400	462	488	494	452
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	156	155	162	156	170	174	180	171	644	629	695	745	811
Cloud	118	118	136	146	134	138	152	291	233	257	281	327	519	716	1,097	1,289	1,691
- WEHAGO	0	1	2	6	9	11	14	164	94	119	124	178	9	197	515	588	907
그룹웨어	61	63	57	96	73	75	78	93	106	122	122	123	276	319	473	548	638
정보보안	26	29	29	33	26	27	25	35	27	28	25	36	117	112	116	120	122
전자세금계산서	33	35	34	36	34	36	36	36	34	37	37	36	138	142	145	147	149
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	24	25	19	40	49	63	65	61	33	42	102	62	109	237	239	313	339
임대수익	1	1	6	24	24	25	25	25	25	25	24	24	32	100	99	100	100
(YoY 성장률, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.8%	18.0%	20.3%	15.1%	16.9%	21.9%	31.7%	8.5%	15.7%	16.7%	19.2%	11.1%	10.2%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	3.0%	5.0%	7.4%	-12.3%	0.6%	3.8%	5.8%	2.3%	17.4%	0.2%	3.1%	3.8%	-0.6%
Lite ERP (Smart A)	0.6%	-0.4%	1.5%	-6.0%	-6.5%	-9.7%	-9.8%	-18.5%	-18.7%	-10.6%	-10.5%	-15.0%	-1.1%	-11.0%	-13.9%	0.1%	-10.6%
Standard ERP (iCUBE)	24.3%	22.1%	20.8%	-0.8%	16.6%	23.6%	21.6%	2.5%	6.5%	3.3%	9.3%	4.0%	14.9%	15.5%	5.7%	1.2%	-8.6%
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	44.9%	29.2%	24.5%	39.6%	0.6%	2.5%	9.5%	-18.0%	8.4%	12.4%	11.6%	9.6%	34.5%	-2.4%	10.5%	7.2%	8.8%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	20.2%	13.4%	17.1%	11.7%	98.8%	73.3%	85.9%	84.5%	12.2%	15.5%	37.9%	53.2%	17.5%	31.2%
- WEHAGO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2032.5%	1659.7%	758.2%	2567.9%	1000.2%	989.3%	777.1%	8.7%	-	2140.2%	161.1%	14.3%	54.1%
그룹웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.1%	18.7%	20.1%	37.7%	-2.3%	45.6%	61.8%	56.7%	32.2%	10.2%	15.6%	48.2%	15.8%	16.4%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-7.6%	-1.4%	-6.2%	-16.3%	4.5%	3.1%	3.0%	3.8%	2.9%	2.7%	-4.6%	3.2%	3.9%	1.5%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.0%	2.6%	4.4%	5.0%	-0.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	6.2%	2.9%	1.9%	1.6%	1.6%
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	13.2%	-0.7%	17.5%	101.3%	148.4%	231.7%	52.5%	-32.6%	-32.9%	58.5%	2.3%	11.2%	117.7%	1.0%	30.8%	8.1%
임대수익	10.0%	-4.3%	382.2%	1941.2%	1918.2%	2173.6%	347.6%	4.2%	3.6%	1.2%	-4.2%	-4.0%	598.9%	210.3%	-0.9%	0.3%	0.4%
(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F	2022F	2023F
매출액	625	620	607	774	712	732	730	891	832	892	961	966	2,627	3,065	3,652	4,056	4,568
매출원가	290	272	266	306	310	328	344	355	356	374	412	370	1,134	1,337	1,513	1,635	1,856
매출총이익	335	348	340	469	402	404	386	535	475	518	549	596	1,493	1,728	2,139	2,421	2,712
GPM	53.7%	56.1%	56.1%	60.5%	56.5%	55.2%	52.9%	60.1%	57.2%	58.1%	57.1%	61.7%	56.8%	56.4%	58.6%	59.7%	59.4%
판매비	197	196	206	226	239	228	225	268	275	277	288	294	825	961	1,134	1,211	1,262
영업이익	139	152	134	243	163	176	161	267	201	241	261	302	668	767	1,004	1,210	1,450
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	22.9%	24.0%	22.1%	30.0%	24.1%	27.0%	27.1%	31.2%	25.4%	25.0%	27.5%	29.8%	31.7%
비영업손익	12	6	10	-32	-24	-17	-13	16	-12	-11	-11	-11	-4	-38	-47	-42	-34
세전이익	151	158	144	212	139	159	148	283	188	230	250	290	664	729	958	1,168	1,417
당기순이익	114	117	107	173	104	121	112	241	142	175	191	235	510	579	743	911	1,105

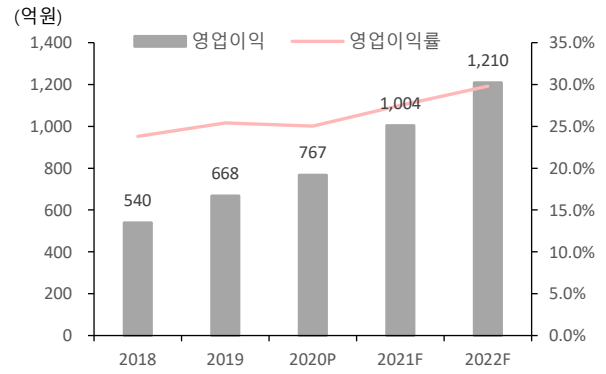
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 1. 매출액 및 성장률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	2,787	7,270	7,802	8,781	9,884
유동자산	1,493	1,020	1,122	1,430	1,866
현금및현금성자산	442	337	390	606	939
단기금융자산	637	137	144	162	182
매출채권및기타채권	379	485	527	593	667
재고자산	16	15	17	19	22
비유동자산	1,294	6,250	6,680	7,352	8,018
장기금융자산	78	76	73	82	93
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	836	3,420	3,577	3,653	3,696
무형자산	280	310	394	443	499
부채총계	965	3,640	3,761	4,152	4,516
유동부채	891	951	1,017	1,145	1,289
단기차입부채	183	204	213	240	270
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	245	246	266	300	337
비유동부채	74	2,689	2,743	3,007	3,227
장기차입부채	3	2,513	2,624	2,953	3,324
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,822	3,630	4,042	4,630	5,368
지배주주지분*	1,794	3,597	4,007	4,595	5,333
비지배주주지분	28	33	35	35	35

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,269	2,627	3,065	3,652	4,056
매출원가	999	1,134	1,337	1,513	1,635
매출총이익	1,271	1,493	1,728	2,139	2,421
판매비와관리비	731	825	961	1,134	1,211
영업이익	540	668	767	1,004	1,210
EBITDA	703	886	1,021	1,263	1,485
비영업손익	21	-4	-38	-47	-43
이자수익	7	12	3	3	3
이자비용	7	28	72	73	73
배당수익	1	0	0	0	0
외환손익	4	6	-0	-2	-2
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	17	5	32	25	28
세전계속사업이익	561	664	729	958	1,166
법인세비용	136	154	151	215	257
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	425	510	579	743	910
지배주주순이익*	421	506	563	734	898
비지배주주순이익	4	4	15	10	12
기타포괄손익	-26	-18	0	0	0
총포괄손익	399	493	579	743	910

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	621	602	846	748	871
당기순이익	425	510	579	743	910
현금유입(유출)이없는수익	326	453	539	545	603
자산상각비	163	218	253	258	275
영업자산부채변동	-12	-216	-39	-256	-315
매출채권및기타채권	-45	-107	-54	-66	-74
재고자산감소(증가)	-5	1	-2	-2	-2
매입채무및기타채무	10	6	7	33	38
투자활동현금흐름	-201	-4,643	-676	-731	-765
투자활동현금유입액	475	1,477	123	0	146
유형자산	393	1	2	0	146
무형자산	12	1	0	0	0
투자활동현금유출액	676	6,120	799	731	911
유형자산	183	5,039	481	283	407
무형자산	51	72	116	101	114
재무활동현금흐름	-505	3,936	-87	201	229
재무활동현금유입액	218	4,104	110	356	401
단기차입부채	180	0	6	27	30
장기차입부채	0	2,500	76	329	371
재무활동현금유출액	604	37	43	10	12
단기차입부채	280	0	0	0	0
장기차입부채	3	35	29	0	0
기타현금흐름	0	0	-31	-2	-2
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	0	0	0
현금변동	-85	-105	53	216	333
기초현금	526	442	337	390	606
기말현금	442	337	390	606	939

투자지표

(단위: 원,배,%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,418	1,706	1,892	2,441	2,988
BPS*	6,046	12,122	13,456	15,256	17,706
CFPS	2,094	2,030	2,842	2,487	2,899
SPS	7,648	8,852	10,293	12,150	13,495
EBITDAPS	2,370	2,987	3,428	4,202	4,941
DPS (보통, 현금)	450	470	450	500	550
배당수익률 (보통, 현금)	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5
배당성향 (보통, 현금)	31.1	30.3	25.8	21.8	19.5
PER*	36.6	47.5	55.6	44.2	36.1
PBR*	8.6	6.7	7.8	7.1	6.1
PCFR	24.8	39.9	37.0	43.4	37.2
PSR	6.8	9.2	10.2	8.9	8.0
EV/EBITDA	21.9	29.6	32.9	27.6	23.5
재무비율					
매출액증가율	11.0	15.7	16.7	19.2	11.1
영업이익증가율	6.9	23.7	14.9	30.9	20.4
지배주주순이익증가율*	7.2	20.0	13.4	28.4	22.4
매출총이익률	56.0	56.8	56.4	58.6	59.7
영업이익률	23.8	25.4	25.0	27.5	29.8
EBITDA이익률	31.0	33.7	33.3	34.6	36.6
지배주주순이익률*	18.7	19.4	18.9	20.4	22.4
ROA	19.5	13.3	10.2	12.1	13.0
ROE	23.4	18.8	14.8	17.1	18.1
ROIC	39.2	23.8	17.1	19.7	20.8
부채비율	53.0	100.3	93.1	89.7	84.1
차입금비율	10.2	74.8	70.2	69.0	67.0
순차입금비율	-49.0	61.8	57.0	52.4	46.1

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

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.

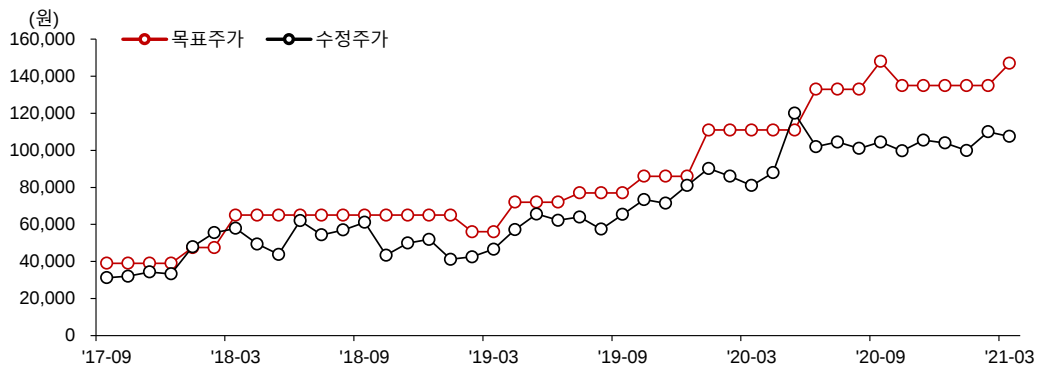
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

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	2021-03-04		
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(TP 하향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)		
목표주가	148,000 원	135,000 원	135,000 원	147,000 원		
과리율(%)						
평균주가대비	-26.8%	-21.6%	-20.3%			
최고(최저)주가대비	-19.6%	-13.7%	-15.6%			

* 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%

©. 2021 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved