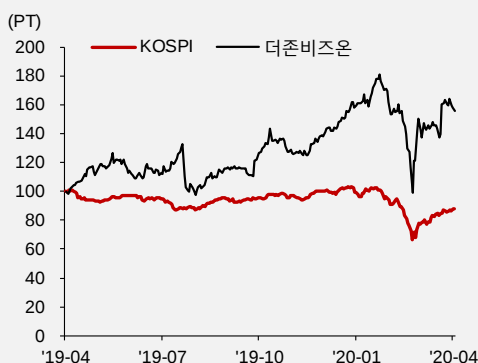


BUY (TP 유지)

목표주가	111,000 원
현재주가	87,200 원
Upside	27.3 %
Key Data	2020 년 04 월 28 일
산업분류	코스피 서비스업
KOSPI(pt)	1,934.09
시가총액 (억원)	25,875
발행주식수 (천주)	29,673
외국인 지분율 (%)	44.6
52 주 고가 (원)	101,500
저가 (원)	54,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	16.6
주요주주	(%)
김용우 외 16 인	37.4
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	13.3 23.0 56.8
상대주가	0.6 33.1 76.7

Relative Performance



LEADING RESEARCH

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

더존비즈온(012510)

1Q20 Review: 위기에도 Go 하는 WEHAGO

1. 투자 의견 및 목표주가

1) 투자 의견: 매수

2) 목표주가: 111,000 원

동사에 대한 투자 의견 “매수” 및 목표주가는 111,000 원을 유지한다. 이는 코로나 사태 이후 달라진 환경에서 <WEHAGO> 플랫폼의 가치에 대한 프리미엄을 더 반영할 수 있다고 판단했기 때문이다.

2. 2020 년 1 분기 실적 Review

2020 년 1 분기 실적은 연결기준 매출액 712 억원 (YoY +13.8%), 영업이익 163 억원 (YoY +17.8%, OPM 22.9%) 달성, 당사 추정치 및 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 발표하였다. 전 사업 부문이 고른 성장세를 보였음에도, ERP 부문에서 YoY +3.0%로 다소 더딘 성장율을 보인 것으로 파악되나, 이는 이미 <WEHAGO> 업셀링을 위해 예정된 수순이었던 <Lite ERP> 제품의 역성장(YoY -6.5%)과 <Extended ERP>의 기저효과 때문인 것으로 파악된다.

3. 투자포인트

1) WEHAGO 가 만들어가는 Business Process 생태계

기존 WEHAGO 플랫폼에 대한 긍정적 전망을 유지한다. 빠르게 성장하는 SaaS 기반의 Business Process Software 시장에서 국내 가장 유망한 플랫폼으로, 장기적으로는 이 생태계를 기반으로 3rd Party 참여를 통해 ERP 뿐 아니라, CRM, PLM 등의 기업 응용 프로그램 또한 제공할 것으로 전망한다.

단기적인 이슈로는 <WEHAGO T> 제품의 고객수는 1 분기 말 기준으로 3,300 개 세무사무소를 돌파 했는데, '19 년 12 월 2,350 개소 였던 점을 감안하면, 빠른 성장세를 보이고 있다. 5 월 소득세 신고 이후 이 수치는 더 가속화 될 것으로 전망한다. 다만 아쉬운 점은 4 월 초 출시 예정이었던 매출채권유동화에 대한 부분이 12 월로 연기된 점이다. 허나, 여전히 빅데이터를 활용한 다양한 비즈니스 기회는 추후 확대 가능성이 높을 것으로 예상된다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,044	2,269	2,627	3,088	3,815
영업이익 (억원)	505	540	668	834	1,112
영업이익률 (%)	24.7	23.8	25.4	27.0	29.1
지배순이익 (억원)	392	421	506	599	826
PER (배)	25.2	36.6	47.5	43.2	31.3
PBR (배)	5.5	8.6	6.7	6.5	5.7
ROE (%)	23.5	23.4	18.8	15.8	19.4
EPS (원)	1,319	1,418	1,706	2,020	2,785

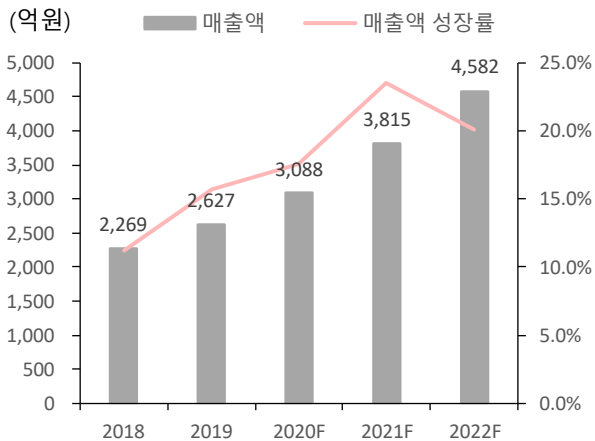
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 분기별 실적 추정치

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	725	731	920	856	898	938	1123	2,269	2,627	3,088	3,815	4,582
ERP	361	350	325	399	372	384	369	447	382	400	386	458	1,222	1,435	1,571	1,626	1,701
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	98	102	95	90	88	88	81	79	395	390	386	337	344
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	117	108	101	120	125	117	112	118	349	400	445	471	477
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	156	173	173	237	170	195	193	260	479	644	740	818	880
Cloud	118	118	136	146	134	165	186	217	233	288	341	373	450	519	703	1,235	1,867
- WEHAGO	0	1	2	6	9	15	33	63	94	118	167	196	0	9	119	576	1,073
그륵웨어	61	63	57	96	73	54	61	114	106	87	93	147	251	276	302	432	484
정보보안	26	29	29	33	26	32	32	38	27	33	34	40	114	117	128	132	136
전자세금계산서	33	35	34	36	34	36	35	36	34	36	36	37	130	138	141	143	146
기타 (그륵팩스, 해외매출 기타 등)	24	25	19	40	49	30	23	43	50	31	24	43	98	109	145	148	148
임대수익	1	1	6	24	24	24	24	24	24	24	24	24	5	32	98	98	100
(Rev Growth, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.8%	16.9%	20.4%	18.8%	20.3%	23.8%	28.4%	22.1%	11.2%	15.7%	17.6%	23.6%	20.1%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	3.0%	9.7%	13.5%	11.9%	2.8%	4.2%	4.6%	2.5%	9.3%	17.4%	9.5%	3.5%	4.6%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	20.2%	13.4%	40.3%	36.5%	48.5%	73.7%	73.8%	83.4%	71.6%	18.9%	15.5%	35.5%	75.7%	51.1%
그륵웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.1%	18.7%	-13.6%	7.6%	19.0%	45.6%	59.3%	51.9%	29.5%	34.4%	10.2%	9.2%	43.3%	11.9%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-7.6%	-1.4%	10.4%	9.7%	14.9%	3.1%	3.2%	4.5%	3.1%	10.9%	2.7%	8.9%	3.5%	3.1%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.0%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	-10.6%	6.2%	2.1%	2.0%	1.7%
기타 (그륵팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	13.2%	-0.7%	17.5%	101.3%	19.7%	19.6%	7.7%	0.7%	1.9%	4.7%	1.6%	-10.3%	11.2%	33.6%	1.9%	0.0%
임대수익	10.0%	-4.3%	382.2%	1941%	1918.2%	2120.0%	329.2%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.5%	5.2%	598.9%	202.5%	-0.1%	2.1%
(Cost, 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	625	620	607	774	712	725	731	920	856	898	938	1123	2,269	2,627	3,088	3,815	4,582
매출원가	290	272	266	306	310	305	299	355	367	368	402	430	999	1,134	1,268	1,567	1,852
매출총이익	335	348	340	469	402	421	432	565	489	530	536	693	1,271	1,493	1,819	2,248	2,729
GPM	53.7%	56.1%	56.1%	60.5%	56.5%	58.0%	59.1%	61.4%	57.2%	59.1%	57.1%	61.7%	56.0%	56.8%	58.9%	58.9%	59.6%
판관비	197	196	206	226	239	238	247	261	275	281	288	292	731	825	986	1,137	1,248
영업이익	139	152	134	243	163	183	185	303	214	249	248	400	540	668	834	1,112	1,481
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	22.9%	25.2%	25.3%	33.0%	25.0%	27.8%	26.4%	35.6%	23.8%	25.4%	27.0%	29.1%	32.3%

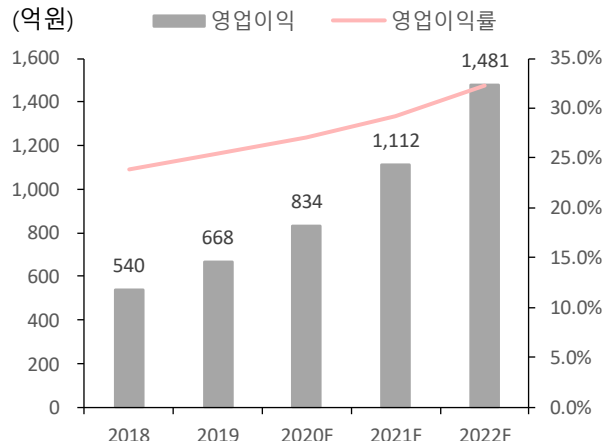
자료: 더존비즈온, 리딩투자증권 리서치센터

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	8,348	9,585
유동자산	1,229	1,493	1,020	1,172	1,345
현금및현금성자산	526	442	337	387	444
단기금융자산	253	637	137	157	181
매출채권및기타채권	341	379	485	556	639
재고자산	11	16	15	17	20
비유동자산	1,514	1,294	6,250	7,176	8,240
장기금융자산	82	78	76	87	100
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,035	836	3,420	3,927	4,509
무형자산	290	280	310	356	408
부채총계	919	965	3,640	4,344	4,980
유동부채	867	891	951	1,062	1,220
단기차입부채	283	183	204	234	269
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	193	245	246	283	325
비유동부채	51	74	2,689	3,282	3,761
장기차입부채	6	3	2,513	2,885	3,313
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,824	1,822	3,630	4,004	4,605
지배주주지분*	1,810	1,794	3,597	3,971	4,571
비지배주주지분	15	28	33	33	33

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	501	621	602	1,094	1,172
당기순이익	397	425	510	604	833
현금유입(유출)이없는수익	307	326	453	492	580
자산상각비	157	163	218	263	302
영업자산부채변동	-121	-12	-216	231	64
매출채권및기타채권	-49	-45	-107	-72	-82
재고자산감소(증가)	2	-5	1	-2	-3
매입채무및기타채무증	3	10	6	37	42
투자활동현금흐름	-236	-201	-4,643	-1,195	-1,372
투자활동현금유입액	168	475	1,477	0	0
유형자산	9	393	1	0	0
무형자산	13	12	1	0	0
투자활동현금유출액	404	676	6,120	1,195	1,372
유형자산	332	183	5,039	729	837
무형자산	45	51	72	87	99
재무활동현금흐름	-115	-505	3,936	173	231
재무활동현금유입액	0	218	4,104	403	462
단기차입부채	0	180	0	30	35
장기차입부채	0	0	2,500	372	428
재무활동현금유출액	29	604	37	77	79
단기차입부채	22	280	0	0	0
장기차입부채	7	3	35	0	0
기타현금흐름	0	0	0	4	27
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	0	-0	0	0
현금변동	146	-85	-105	76	57
기초현금	380	526	442	337	387
기말현금	526	442	337	413	444

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,044	2,269	2,627	3,088	3,815
매출원가	841	999	1,134	1,268	1,567
매출총이익	1,204	1,271	1,493	1,819	2,248
판매비와관리비	698	731	825	986	1,137
영업이익	505	540	668	834	1,112
EBITDA	662	703	886	1,097	1,413
비영업손익	-23	21	-4	-59	-44
이자수익	5	7	12	32	40
이자비용	8	7	28	96	111
배당수익	0	1	0	1	1
외환손익	-9	4	6	4	27
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-11	17	5	0	0
세전계속사업이익	482	561	664	775	1,068
법인세비용	85	136	154	170	235
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	397	425	510	604	833
지배주주순이익*	392	421	506	599	826
비지배주주순이익	5	4	4	5	7
기타포괄손익	2	-26	-18	-72	-72
총포괄손익	399	399	493	532	761

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원, 배, %)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	1,319	1,418	1,706	2,020	2,785
BPS*	6,098	6,046	12,122	13,381	15,406
CFPS	1,688	2,094	2,030	3,685	3,949
SPS	6,890	7,648	8,852	10,406	12,857
EBITDAPS	2,232	2,370	2,987	3,695	4,763
DPS (보통, 현금)	400	450	470	460	460
배당수익률 (보통, 현금)	1.2	0.8	0.6	0.5	0.5
배당성향 (보통, 현금)	30.3	31.1	30.3	25.6	18.6
PER*	25.2	36.6	47.5	43.2	31.3
PBR*	5.5	8.6	6.7	6.5	5.7
PCFR	19.7	24.8	39.9	23.7	22.1
PSR	4.8	6.8	9.2	8.4	6.8
EV/EBITDA	14.9	21.9	29.6	25.9	20.4
재무비율					
매출액증가율	15.7	11.0	15.7	17.6	23.6
영업이익증가율	31.5	6.9	23.7	24.8	33.3
지배주주순이익증가율*	40.5	7.2	20.0	18.4	37.9
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	58.9	58.9
영업이익률	24.7	23.8	25.4	27.0	29.1
EBITDA이익률	32.4	31.0	33.7	35.5	37.0
지배주주순이익률*	19.4	18.7	19.4	19.6	21.8
ROA	19.8	19.5	13.3	10.7	12.4
ROE	23.5	23.4	18.8	15.8	19.4
ROIC	37.3	39.2	23.8	17.9	21.2
부채비율	50.4	53.0	100.3	108.5	108.2
차입금비율	15.8	10.2	74.8	77.9	77.8
순차입금비율	-25.5	-49.0	61.8	64.4	64.3

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

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.

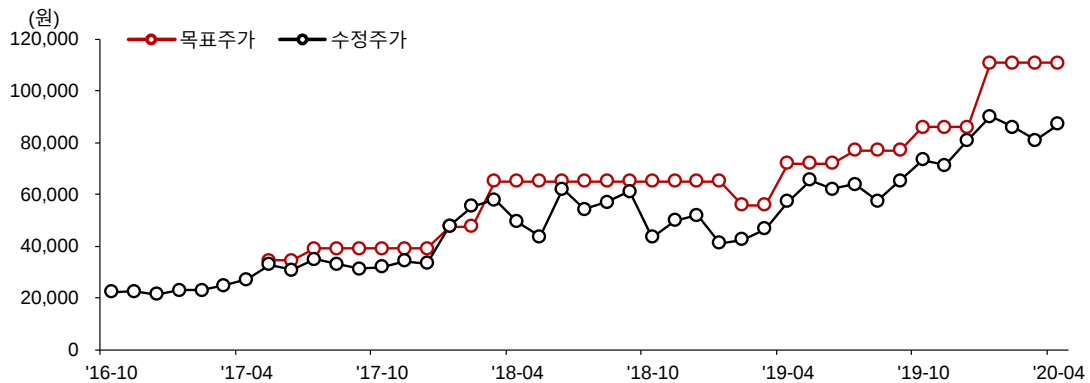
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)

일자	2017-05-02	2017-07-27	2017-9-7	2017-10-30	2018-1-22	2018-1-25
투자 의견	BUY(신규)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)
목표주가	34,500 원	39,000 원	39,000 원	39,000 원	47,500 원	47,500 원
과리율(%)						
평균주가대비	-8.6%	-15.2%	-15.6%	-13.9%	+4.6%	+6.6%
최고(최저)주가대비	+1.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	+21.1%	+21.1%
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	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
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		
투자 의견	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)		
목표주가	86,000 원	111,000 원	111,000 원	111,000 원		
과리율(%)						
평균주가대비	-10.8%					
최고(최저)주가대비	2.2%					

* 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 : 2020.03.31)

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

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