

2023. 10. 25

Tech팀

오동환

Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유승민

Research Associate
seungmin.you@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	32,000원	6.7%
현재주가	30,000원	
시가총액	9,114.8억원	
Shares (float)	30,382,784주 (54.0%)	
52주 최저/최고	25,500원/52,900원	
60일-평균거래대금	44.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
더존비즈온 (%)	-1.6	-7.4	2.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	3.5	-2.0	-3.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	32,000	30,000	6.7%
2023E EPS	1,062	1,064	-0.2%
2024E EPS	1,245	1,166	6.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	37,500
Recommendation	3.5
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

더존비즈온 (012510)

지주사와 합병으로 비용 절감 기대

- 더존비즈온은 23일 지주사 더존홀딩스와 주식 교환을 통한 합병을 결정
- 합병으로 회사는 지주사에 지급하던 상표권 등 70억원 규모의 비용 절감 효과와 지배구조 개선을 통한 경영 효율화 및 신사업 진출 시 시너지를 기대
- 합병으로 연간 7~8% 영업이익 개선 효과가 기대되나, 추가적인 시너지를 확인하기 위해서는 핀테크 등 신사업 성과의 가시화가 필요

WHAT'S THE STORY?

더존홀딩스와 합병으로 이익 개선: 더존비즈온은 23일 이사회 결의를 통해 모회사인 더존홀딩스를 흡수합병하기로 결정. 회사는 합병의 목적을 지배구조 개선을 통한 경영 효율화로 밝힘. 더존홀딩스 1주당 더존비즈온 보통주 834주를 배정하는 주식 교환 방식으로 진행. 인수 대가는 합병신주 발행과 보유 자사주로 지급. 합병으로 취득하는 자사주를 소각하여 기존 주주들의 지분율에는 변동이 없을 예정. 합병 기일은 24년 2월 29일로, 주주총회에서 합병이 승인될 시 더존비즈온은 지주사에 지급하던 상표권 등 연간 70억원 규모의 비용을 절감하여 연간 약 50억원의 영업이익 증가 효과를 기대.

시장에 보내는 저가 시그널: 합병 비율의 기준이 되는 더존홀딩스의 기업가치는 자산가치와 수익가치의 1:1.5 가중평균으로 결정. 반면, 더존비즈온의 주가는 기준일의 거래량 산술 평균 주가로 결정. 경기 둔화와 신사업 부진에 따른 성장 둔화로 더존비즈온의 주가가 20년 고점 대비 1/4 수준으로 하락한 만큼 더존홀딩스 주주 입장에서는 보다 유리한 교환 비율을 받을 수 있는 상황. 그러나 더존비즈온의 밸류에이션이 추가 하락한 후 합병을 진행할 경우 더 유리한 비율을 적용받을 수도 있는 만큼 현재 시점의 합병 결정은 자사주 매입처럼 시장에 저가 시그널을 줄 수 있다고 판단됨.

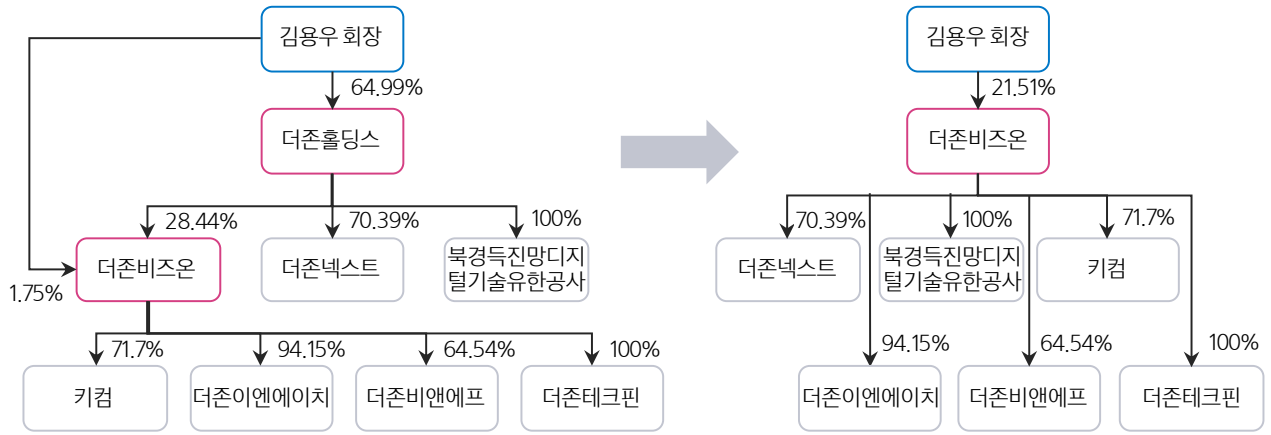
24년 비용 절감 효과 기대: 합병에 의한 영업이익 증가 효과를 반영하여 더존비즈온의 24년 영업이익 추정치를 5.4% 상향하고, 이를 반영하여 목표주가 역시 기존 30,000원에서 32,000원(12개월 예상 EPS에 글로벌 오피스 SW 기업 P/E 평균 27.9배 적용)으로 6.7% 상향함. 비용 절감 외 추가적인 합병 시너지가 발생하기 위해서는 회사가 진행 중인 매출채권 팩토링 등 핀테크 관련 신규 서비스의 가시화와 실적 기여 확인이 필요.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	304	331	352	377
영업이익 (십억원)	46	59	65	70
순이익 (십억원)	23	32	38	42
EPS (adj) (원)	1,000	1,062	1,245	1,379
EPS (adj) growth (%)	-35.1	6.1	17.3	10.8
EBITDA margin (%)	25.3	28.5	29.3	29.5
ROE (%)	5.1	7.3	8.4	8.5
P/E (adj) (배)	36.8	28.3	24.1	21.8
P/B (배)	2.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	17.0	11.4	9.7	8.2
Dividend yield (%)	0.3	0.5	0.5	0.5

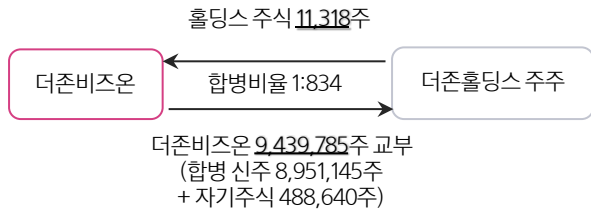
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

더존비즈온 지배구조 변화



자료: Dart, 삼성증권

더존비즈온과 더존홀딩스 주주 간 주식 교환



자료: Dart, 삼성증권

흡수합병에 따른 더존비즈온 주주 구성 변동

구분	합병 전		합병 후	
	주식 수 (주)	지분율 (%)	구분	주식 수 지분율 (주) (%)
더존홀딩스	8,951,145	28.4	김용우	6,771,185 21.5
김용우	550,000	1.7	기존 더존비즈온 기타 주주	19,159,569 60.9
기타 주주	19,159,569	60.9	김용우 외 기존 더존홀딩스 주주	3,218,600 10.2
자사주	2,817,279	8.9	자사주	2,328,639 7.4
발행주식	31,477,993	100.0	발행주식	31,477,993 100.0
유통주식	28,660,714	91.1	유통주식	29,149,354 92.6

자료: Dart, 삼성증권

스마트A 유지보수 25년까지로 연장

Smart A의 기술지원을 종료하는 이유

- 보안 강화**: Smart A 개발에 사용된 MS(마이크로소프트)와 AET Framework 4.0 기술 지원 종료 (16.1월) 등으로 랜섬웨어 등 악성코드에 고객님의 PC 노출 위험성 높음
- 최신 ICT 기술의 적용**: 코로나19, 한재이변 등 다양하게 변화하는 업무환경에 신속하게 대응할 수 있도록 최신 ICT 기술로 체계적 지원
- 서비스 품질 강화**: 현재, 더존비즈온은 Smart A와 WEHAGO(Smart A 10)를 동시에 제공하고 있으며, 고객님들에게 서비스 코드화 기능 및 운영 편의성 제공 집중 지원

Smart A 기술지원 종료 대처 방법

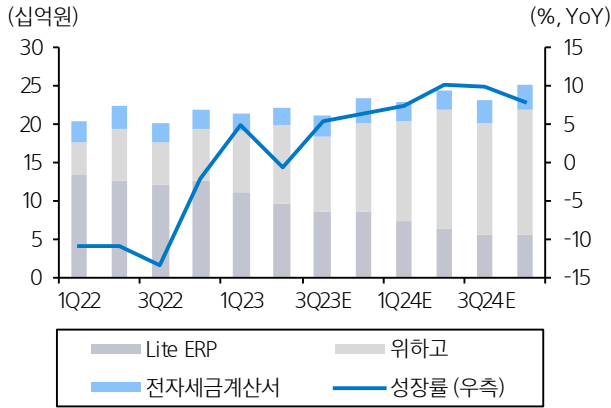
Smart A를 사용 중인 고객께서는 2023년 12월 31일 전까지 WEHAGO(Smart A 10)로 교체를 권고 드립니다. 클라우드, 빅데이터, 인공지능 등 최신의 ICT기술이 적용된 WEHAGO(Smart A 10)는 고객님의 업무 환경을 편리하게 혁신하고 기업 운영에 필요한 다양한 서비스들을 제공하여 비즈니스의 지속 성장과 성공을 지원합니다.

자료: 더존비즈온

스마트A에서 클라우드 서비스인 스마트A 10으로 전환 유도

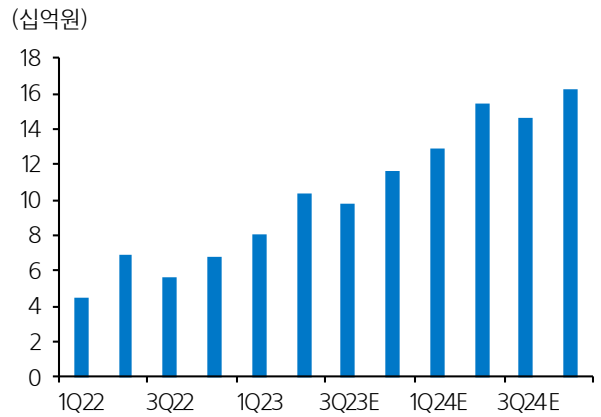
자료: 더존비즈온

Lite ERP 매출 성장 추이



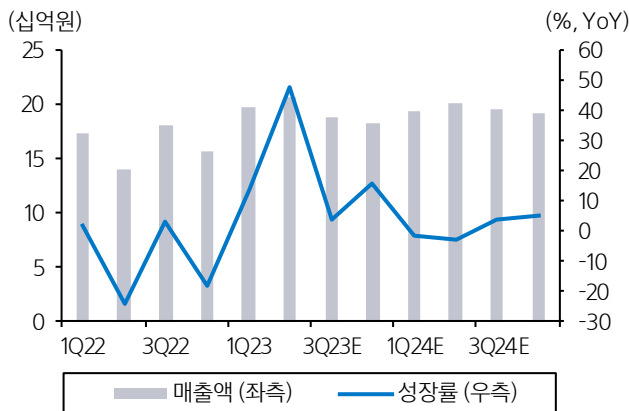
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

위하고 분기별 매출 추이



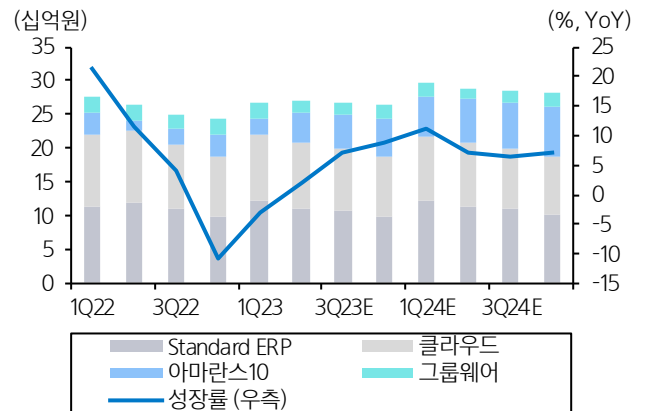
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

Extended ERP 매출 성장 추이



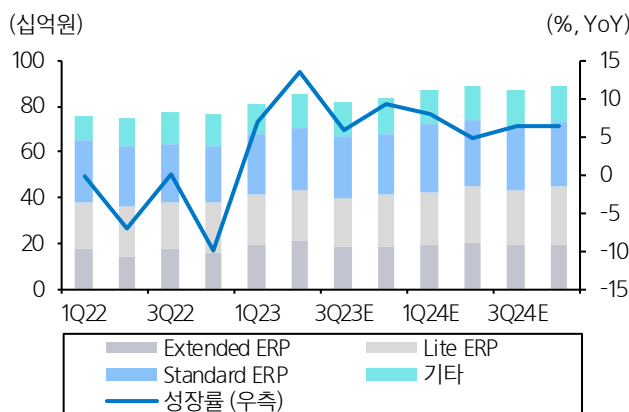
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

Standard ERP 매출 성장 추이



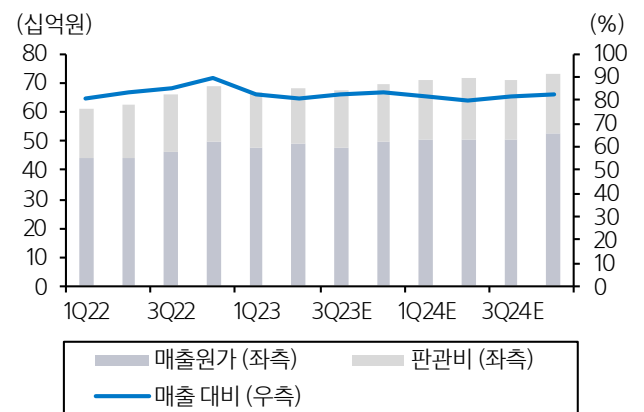
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

분기별 매출 추이



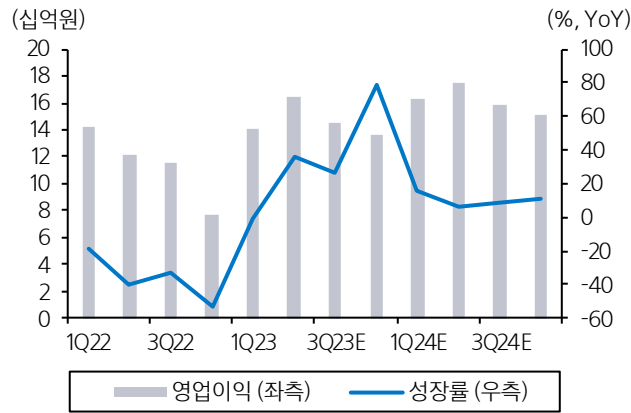
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

매출 대비 영업비용 추이



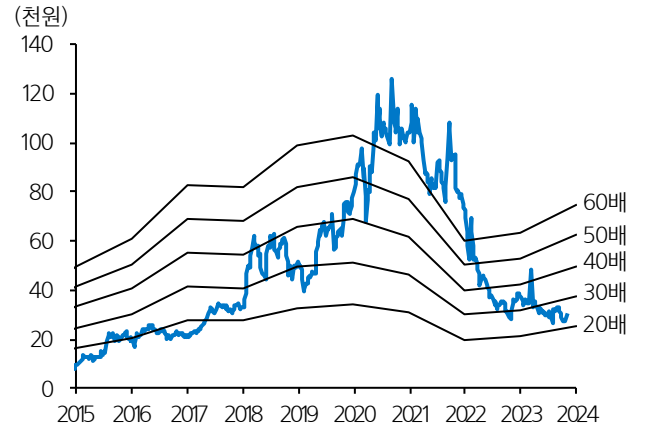
자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

더존비즈온 12개월 forward P/E



자료: QuantiWise, 삼성증권 추정

밸류에이션

	(원)
12개월 예상 EPS	1,140
목표 P/E (배)*	27.9
적정 주가	31,855
목표주가	32,000
현재 주가	30,000
상승 여력 (%)	6.7

참고: 10월 24일 종가 기준; * 글로벌 오피스 SW 기업 2023-2024E P/E 평균 적용
자료: 삼성증권 추정

글로벌 오피스 SW 기업 P/E 밸류에이션

(배)	2023E	2024E	평균
SAP	23.6	20.2	21.9
Oracle	20.6	18.6	19.6
Adobe	33.9	30.2	32.1
Salesforce	41.0	25.1	33.0
Intuit	35.4	30.7	33.1
평균	30.9	25.0	27.9

참고: 10월 24일 종가 기준
자료: Bloomberg

더존비즈온 분기 수익 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	75.7	74.9	77.4	76.3	80.9	84.9	81.9	83.4	87.3	89.0	87.1	88.6
Extended ERP	17.3	14.0	18.1	15.8	19.8	20.7	18.8	18.4	19.5	20.1	19.6	19.3
Lite ERP	20.3	22.3	20.1	21.9	21.3	22.2	21.2	23.3	22.9	24.5	23.3	25.2
Standard ERP	27.5	26.5	25.0	24.3	26.6	27.1	26.9	26.5	29.6	29.0	28.6	28.3
기타	10.6	12.0	14.3	14.3	13.2	14.9	15.0	15.2	15.4	15.5	15.7	15.8
매출원가	44.0	44.2	46.3	49.8	47.5	48.9	48.0	50.0	50.7	50.8	50.5	52.3
판매 및 일반관리비	17.4	18.5	19.6	18.9	19.3	19.5	19.4	19.7	20.4	20.8	20.8	21.1
인건비 및 복리후생비	9.4	10.0	10.0	11.3	10.7	10.9	11.1	11.3	11.8	12.0	12.1	12.3
지급수수료	2.8	3.2	4.4	3.7	3.3	3.3	3.1	3.1	3.3	3.3	3.2	3.2
광고선전비	1.8	1.6	1.4	1.7	1.1	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8
기타	3.4	3.6	3.8	2.2	4.2	3.5	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9
영업이익	14.3	12.2	11.5	7.6	14.1	16.5	14.6	13.6	16.2	17.5	15.8	15.2
세전이익	12.8	10.2	9.9	(1.7)	10.7	11.8	10.9	9.9	12.7	14.2	12.7	11.0
당기순이익	9.7	7.8	7.5	(1.9)	7.4	8.9	8.3	7.6	9.7	10.8	9.7	8.4
지배주주순이익	9.7	7.7	7.5	(1.1)	7.8	9.1	7.3	7.4	9.5	10.6	9.5	8.3
수정 EPS (원)*	313	261	228	93	250	324	240	248	311	342	303	289
이익률 (%)												
영업이익	18.8	16.3	14.8	10.0	17.4	19.5	17.8	16.4	18.6	19.7	18.2	17.1
세전계속사업이익	17.0	13.6	12.8	(2.2)	13.2	13.9	13.3	11.9	14.5	15.9	14.6	12.5
순이익	12.9	10.4	9.7	(2.5)	9.2	10.4	10.1	9.1	11.1	12.1	11.1	9.5
지배주주순이익률	12.9	10.3	9.7	(1.4)	9.7	10.7	8.9	8.9	10.9	11.9	10.9	9.3

참고: *일회성 요인 제외, 완전 희석화됨; K-IFRS 연결 기준

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

더존비즈온 연간 수익추정 변경

(십억원)	2023E			2024E			2025E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	331.1	331.1	(0.0)	352.1	352.1	0.0	376.9	377.1	0.0
Extended ERP	77.8	77.8	0.0	78.5	78.5	0.0	82.6	82.6	0.0
Lite ERP	87.7	88.0	0.3	95.4	95.8	0.4	102.3	102.8	0.5
Standard ERP	107.4	107.0	(0.3)	115.9	115.5	(0.3)	127.2	126.8	(0.3)
기타	58.3	58.3	0.0	62.3	62.3	0.0	64.9	64.9	0.0
매출원가	194.4	194.5	0.0	207.7	204.2	(1.7)	222.4	218.2	(1.9)
판매 및 일반관리비	77.8	77.8	(0.0)	82.9	83.1	0.3	22.7	22.8	0.3
인건비 및 복리후생비	44.1	44.1	0.0	48.0	48.3	0.5	52.5	52.7	0.5
지급수수료	12.8	12.8	(0.0)	12.8	12.8	0.0	13.0	13.0	0.0
광고선전비	6.0	6.0	(0.0)	6.9	6.9	0.0	7.4	7.4	0.0
기타	14.9	14.9	0.0	15.1	15.1	0.0	16.2	16.2	(0.0)
영업이익	58.9	58.8	(0.2)	61.5	64.8	5.4	65.5	69.7	6.3
세전이익	43.4	43.3	(0.3)	47.3	50.7	7.0	51.1	55.3	8.2
당기순이익	32.2	32.1	(0.3)	36.0	38.5	7.0	38.8	42.0	8.2
지배주주순이익	31.7	31.6	(0.2)	35.4	37.9	7.0	38.2	41.4	8.2
수정 EPS (원)*	1,064	1,062	(0.2)	1,166	1,245	6.7	1,280	1,379	7.7
이익률 (%)									
영업이익률	17.8	17.8		17.5	18.4		17.4	18.5	
세전이익률	13.1	13.1		13.4	14.4		13.6	14.7	
순이익률	9.7	9.7		10.2	10.9		10.3	11.1	
지배주주순이익률	9.6	9.5		10.1	10.8		10.1	11.0	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; KIFRS 연결 기준

자료: 더존비즈온, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	319	304	331	352	377
매출원가	176	184	194	204	218
매출총이익	142	120	137	148	159
(매출총이익률, %)	44.7	39.4	41.3	42.0	42.1
판매 및 일반관리비	71	74	78	83	89
영업이익	71	46	59	65	70
(영업이익률, %)	22.3	15.0	17.8	18.4	18.5
영업외손익	1	-14	-15	-14	-14
금융수익	1	4	4	4	5
금융비용	7	10	15	15	15
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	6	-9	-5	-4	-5
세전이익	72	31	43	51	55
법인세	17	8	11	12	13
(법인세율, %)	24.2	26.2	25.7	24.0	24.0
계속사업이익	54	23	32	38	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	54	23	32	38	42
(순이익률, %)	17.1	7.6	9.7	10.9	11.1
지배주주순이익	54	24	32	38	41
비지배주주순이익	1	-1	1	1	1
EBITDA	100	77	94	103	111
(EBITDA 이익률, %)	31.4	25.3	28.5	29.3	29.5
EPS (지배주주)	1,707	757	1,004	1,205	1,314
EPS (연결기준)	1,729	733	1,021	1,223	1,334
수정 EPS (원)*	1,541	1,000	1,062	1,245	1,379

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	61	77	75	81	89
당기순이익	54	23	32	38	42
현금유출이없는 비용 및 수익	62	62	65	63	67
유형자산 감가상각비	24	24	25	27	29
무형자산 상각비	5	7	11	12	13
기타	33	30	30	25	25
영업활동 자산부채 변동	-31	26	-6	4	5
투자활동에서의 현금흐름	-129	30	3	-2	-3
유형자산 증감	-16	-17	-6	0	0
장단기금융자산의 증감	-87	75	21	-2	-3
기타	-26	-28	-12	0	0
재무활동에서의 현금흐름	47	-95	-31	-4	-4
차입금의 증가(감소)	-2	-2	3	0	0
자본금의 증가(감소)	30	1	-0	0	0
배당금	-17	-16	-7	-4	-4
기타	35	-78	-27	0	0
현금증감	-22	13	47	74	82
기초현금	63	41	54	101	175
기말현금	41	54	101	175	257
Gross cash flow	117	85	98	102	109
Free cash flow	44	60	69	81	89

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	225	144	182	264	356
현금 및 현금등가물	41	54	101	175	257
매출채권	52	38	40	42	46
재고자산	2	2	2	2	2
기타	130	50	39	45	51
비유동자산	675	689	672	634	592
투자자산	18	30	30	30	30
유형자산	345	369	351	324	295
무형자산	54	57	52	41	28
기타	258	232	239	239	239
자산총계	900	833	854	898	948
유동부채	385	138	155	163	176
매입채무	4	2	2	2	2
단기차입금	18	18	18	18	18
기타 유동부채	364	117	135	143	155
비유동부채	13	257	258	258	259
사채 및 장기차입금	0	250	250	250	250
기타 비유동부채	13	7	8	8	9
부채총계	399	394	413	422	434
지배주주지분	494	431	433	468	505
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	226	226	226
이익잉여금	253	268	292	326	364
기타	-0	-79	-101	-101	-101
비지배주주지분	7	7	8	8	9
자본총계	502	438	441	476	514
순부채	123	183	154	78	-7

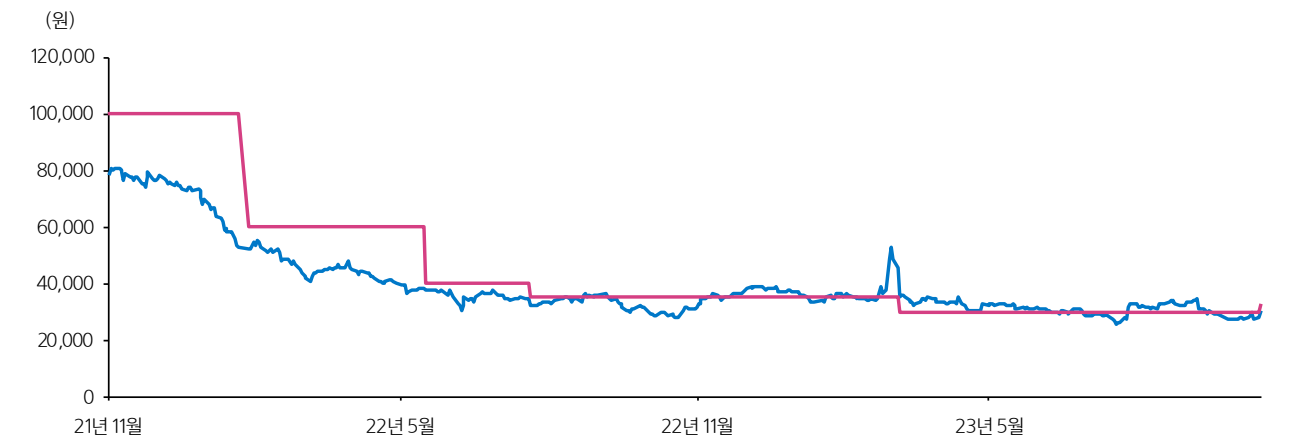
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	4.0	-4.5	8.8	6.4	7.1
영업이익	-7.2	-36.0	29.1	10.2	7.5
순이익	-6.0	-57.6	39.3	19.8	9.1
수정 EPS**	-10.4	-35.1	6.1	17.3	10.8
주당지표					
EPS (지배주주)	1,707	757	1,004	1,205	1,314
EPS (연결기준)	1,729	733	1,021	1,223	1,334
수정 EPS**	1,541	1,000	1,062	1,245	1,379
BPS	15,708	14,769	15,120	16,313	17,613
DPS (보통주)	450	123	135	149	149
Valuations (배)					
P/E***	47.4	36.8	28.3	24.1	21.8
P/B***	4.6	2.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	23.5	17.0	11.4	9.7	8.2
비율					
ROE (%)	12.1	5.1	7.3	8.4	8.5
ROA (%)	6.4	2.7	3.8	4.4	4.6
ROIC (%)	15.0	9.0	12.0	15.0	18.6
배당성향 (%)	25.4	14.5	11.8	10.8	9.9
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5
순부채비율 (%)	24.4	41.8	35.0	16.3	-1.4
이자보상배율 (배)	9.9	4.8	4.1	4.6	4.9

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 10월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 10월 24일 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	2021/7/27	2022/2/3	5/24	7/28	2023/3/14	10/25
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	100000	60000	40000	35000	30000	32000
과리율 (평균)	-18.28	-25.42	-11.47	-0.70	3.92	
과리율 (최대/최소)	8.50	-8.33	-5.63	51.14	-15.00	

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

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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 2023.09.30

매수(80.4%) 중립(19.6%) 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