

# 더존비즈온(012510.KS)

매수(신규)  
TP 85,000



## 분석의 기본 가정

- 클라우드 도입 수요 확대에 따라 통합 SaaS 솔루션인 WEHAGO, Amaranth 10 고객사 지속 증가 가정
- ONE AI 고객사 확대에 따라 고객 당 매출 상승 효과 지속될 전망

## 국가대표 AI 소프트웨어

통신/소프트웨어 담당 정원석  
T.02)2004-9285  
Jeong.won-seok@shinyoung.com

GPU 임대 비용과 LLM 토큰 사용 비용 등 AI를 활용하는데 드는 비용이 하락하고 있는 상황. 따라서 타사의 LLM 가져와 자사 소프트웨어와 결합하여 추가 수익을 창출하고 있는 AI 소프트웨어 기업들에 주목할 필요가 있다고 판단함. 국내 기업 중에서는 자체 개발한 기업용 AI 솔루션 ONE AI를 서비스하고 있는 더존비즈온을 추천함. 출시 6개월만인 2024년 12월 기준 2,290여개 고객사를 확보하였으며, 앞으로도 고객사들의 ONE AI 채택이 지속됨에 따라 견조한 실적 개선이 기대됨. 최근에는 WEHAGO 가격 인상, 중견/대기업 전용 통합 ERP 솔루션 OmniEsol 출시를 통한 점유율 확대 등의 기대요인도 있음. 한편 최근 제4인터넷은행 사업 철회를 발표하며 주가는 지속 하락 중이나, 현재 기대감이 모두 사라졌음을 감안해도 밸류에이션이 낮은 수준으로 판단. 가장 유사한 글로벌 피어 SAP(SAP), Intuit(INTU) 대비 밸류에이션 매력도는 지속 상승 중. 투자 의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시함.



## Content

I. 기업개요.....	5
II. 소프트웨어 기회요인.....	7
III. 투자포인트.....	9
1. ONE AI, 생각보다 더 좋다.....	9
2. AI로 가속화되는 클라우드 전환.....	14
3. 개발비용과 AI 사용비용이 감소한다.....	18
4. 3.4. Extended ERP 시장, 일본 시장으로의 확장 기대.....	21
IV. 실적전망.....	23
V. 주가 진단 및 밸류에이션.....	26
1. 현 주가, 매력적인가?.....	26
2. 목표주가 산정.....	28

# 더존비즈온(012510.KS)

# 매수(신규)

### • ERP 명가에서 AI 소프트웨어 국가대표로

동사는 국내 1위 ERP 소프트웨어 공급 업체로, 현재 ERP 뿐 아니라 그룹웨어, 문서관리 등을 통합한 클라우드 SaaS 매출을 확대하며 외형 성장 지속 중임. 2024년 출시한 기업용 생성형 AI 솔루션 ONE AI는 저렴하지 않은 가격임에도 불구하고 출시 6개월 만에 2,290여개 고객사를 확보하였음. 올해는 고객 당 매출 증가 효과에 따른 실적 개선이 본격화될 것. 25년 예상 매출액은 전년대비 11.7% 증가한 4,493억원, 영업이익은 17.5% 증가한 1,035억원. 국내에서 AI를 통해 실적이 개선되고 있는 몇 안 되는 기업으로 AI 대장주로서 주목할 필요가 있다고 판단됨.

### • 제4인터넷전문은행 사업 취소, 아쉬움이 덜한 이유

지난 3월 17일 제4인터넷뱅크 사업 철회 발표 후 주가는 약 12% 하락. 하나의 성장 모멘텀이 사라진 점은 아쉽지만, 막대한 자본금 조달과 영업적자가 예상되었던 만큼 불확실성이 해소된 측면도 있음. 신한은행과의 컨소시엄을 이어가며 동사 솔루션에 금융 플랫폼을 적용하는 방식으로 금융업 진출을 지속 추진하고 있다는 점도 긍정적.

### • 투자의견 매수 및 목표주가 85,000원 제시

더존비즈온에 대해 목표주가 85,000원을 제시하며 매수의견으로 커버리지를 개시. 현재 동사의 밸류에이션은 제4인뱅 철회에 따른 실망감으로 역사적 저점 수준을 기록. 그러나 과거 저점과는 달리 ONE AI 효과, OmniEsol 출시를 통한 중견/대기업/공공 ERP 시장 점유율 확대, WEHAGO 가격 정상화 등 다양한 모멘텀이 살아있다는 점에서 주가가 저평가 구간에 있다고 판단함. 가장 유사한 글로벌 피어인 SAP, Intuit 대비 밸류에이션 매력도도 높은 상황임

현재주가(04/11) 57,300원  
 목표주가(12M) 85,000원

Key Data	(기준일: 2025. 04. 11)
KOSPI(pt)	2432.72
KOSDAQ(pt)	695.59
액면가(원)	500
시가총액(억원)	17,409
발행주식수(천주)	31,478
평균거래량(3M, 주)	333,472
평균거래대금(3M, 백만원)	23,186
52주 최고/최저	88,000 / 46,700
52주 일간Beta	0.2
배당수익률(25F, %)	6.9
외국인지분율(%)	12.7
주요주주 지분율(%)	
김용우 외 10인	22.8 %
신한밸류업제일차	10.2 %

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.2	-1.7	19.9	1.2
KOSPI대비상대수익률	-11.6	1.6	28.0	12.6

### Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	354	402	449	509	566
영업이익(십억원)	69	88	104	126	144
세전순이익(십억원)	45	95	84	104	119
지배순이익(십억원)	35	59	67	83	95
EPS(원)	1,117	1,867	2,134	2,621	3,016
증감률(%)	47.6	67.2	14.3	22.9	15.0
ROE(%)	8.2	12.2	11.9	13.3	13.7
PER(배)	25.9	34.1	26.9	21.9	19.0
PBR(배)	1.7	3.2	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	9.2	15.7	12.0	10.4	9.1

## Glossary

용어	정의
클라우드	인터넷을 통해 컴퓨팅 자원을 제공하는 서비스
ERP(Enterprise Resource Planning)	전사적 자원관리 기업의 인사, 재무, 생산 등 주요 경영 자원을 통합 관리하는 소프트웨어
CRM(Customer Relationship Management)	고객 관계 관리 기업이 고객과의 상호작용을 관리하고 분석하는 소프트웨어
SCM(Supply Chain Management)	공급망 관리 원자재 조달부터 제품 배송까지의 모든 과정을 최적화하는 소프트웨어
그룹웨어	조직 내에서 의사소통과 협업을 지원하기 위한 업무용 소프트웨어
LLM(Large Language Model)	대규모 언어모델 대규모 데이터로 학습하여 언어를 이해하고 생성하는 인공지능 모델
GPU(Graphics Processing Unit)	그래픽 렌더링, 인공지능 학습 등 고성능 연산을 병렬로 처리하는 장치
RAG(Retrieval-Augmented Generation)	검색증강생성 생성형 AI가 답변 생성 시 외부에서 관련 정보를 검색해 활용하는 방식
API(Application Programming Interface)	소프트웨어 간 데이터를 주고받도록 미리 정의한 규약이나 인터페이스
온프레미스(On-premise)	기업이 자체적으로 IT 인프라를 소유, 관리 및 운영하는 방식
SaaS(Software as a Service)	소프트웨어를 설치하지 않고 인터넷을 통해 구독 형태로 사용하는 서비스
PaaS(Platform as a Service)	소프트웨어를 개발, 실행, 관리하는데 필요한 플랫폼을 인터넷을 통해 제공하는 서비스
IaaS(Infrastructure as a Service)	서버, 네트워크 등 IT 인프라를 인터넷을 통해 빌려서 사용하는 서비스
매출채권 팩토링	기업의 매출채권을 금융기관에 양도하여 자금을 유동화시키는 단기금융의 한 형태

# I. 기업 개요

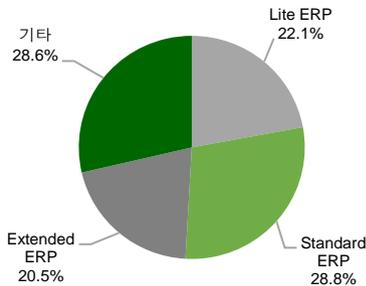
ERP, 그룹웨어 등 기업용 소프트웨어 제공 기업

더존비즈온은 ERP, 그룹웨어 등 기업용 솔루션을 제공하는 소프트웨어 기업이다. 2003년 출범 이후 회계 및 세무솔루션의 강점을 바탕으로 국내 ERP 시장을 공략하였으며, 2006년 코스피 상장, 2010년에는 경쟁사 키컴을 인수하며 성장해왔다. 2011년에는 강원도 춘천에 D-클라우드 센터를 자체 구축하였고, 이를 바탕으로 자사 소프트웨어를 클라우드 SaaS로 서비스하기 시작했다. 현재는 기업 규모별로 WEHAGO, Amaranth10, OmniEsol 등 통합솔루션을 출시해 ERP 뿐 아니라 그룹웨어, 문서관리 등을 하나의 소프트웨어에서 모두 사용 가능할 수 있도록 제공하고 있으며, 2024년 6월 출시한 ONE AI를 통해 생성형 AI 도입도 지원하고 있다.

ERP 매출 비중은 72%  
국내 시장 점유율 16.6%

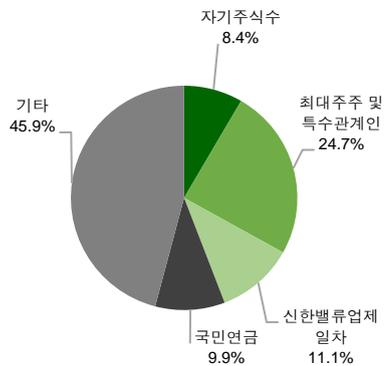
2024년 4분기 기준 매출 비중은 ERP 72%, 기타 28%로 이루어져 있다. ERP 매출은 고객사 크기에 따라 각각 전체 매출 대비 Lite ERP(50인 이하) 22%, Standard ERP(100인 이하) 29%, Extended ERP(100인 이상) 21%를 차지하고 있다. 기타부문의 경우 2023년 인수한 전자신문이 포함됨에 따라 매출 규모가 확대되었다. 한편 2023년 기준 국내 ERP 시장에서 동사의 점유율은 16.6%로, 20.5%를 차지하고 있는 SAP에 이어 2위를 기록하고 있다. 동사는 대기업, 공공기관 중심으로 고객사를 확보해 온 SAP와는 달리 중소기업 ERP 시장에서의 점유율이 높다.

도표 1. 더존비즈온 부문별 매출 비중



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 2. 더존비즈온 주식보유현황



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국내 ERP 시장 점유율 현황 (2023년 기준)

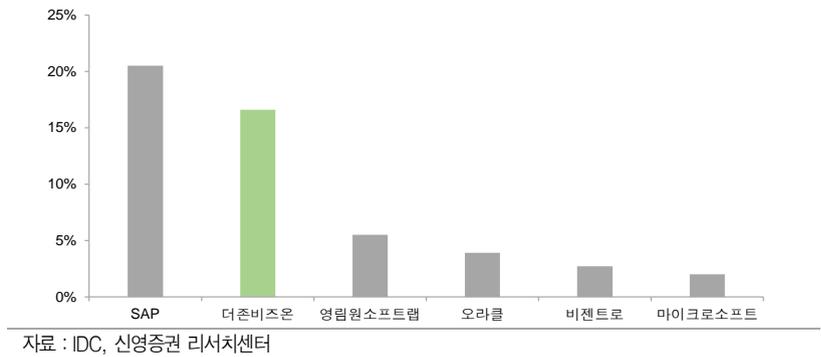


도표 4. 더존비즈온 주요 연혁

연월	내용
2003년 6월	ERP 전문기업 더존다스 설립
2006년 6월	NEOBIZBOX (그룹웨어) 출시
	코스피 상장사 대동 인수 및 더존비즈온으로 상호 변경
2009년 11월	더존ICT그룹 핵심 3사 합병, 더존비즈온 거래소 재상장
2010년 9월	키컴 경영권 인수
2011년 1월	더존ICT그룹 강촌캠퍼스 신축 이전
2011년 7월	강촌캠퍼스 소재 D-클라우드 센터 개관 및 클라우드 서비스 개시
2013년 1월	지식경제부 공인전자문서중계자 공식 지정
2013년 7월	Smart A 출시
2017년 5월	더존다스, 더존 ICT그룹 지주회사 전환
2019년 3월	대기업, 그룹사, 글로벌 법인용 차세대 ERP10 출시
2019년 5월	금융위원회 혁신금융서비스 사업자 지정, 금융규제 샌드박스 적용
2019년 6월	세무회계사무소용 ERP WEHAGO T 출시
2020년 1월	서울 오피스 비즈니스 거점 '더존올지타워' 조성
2020년 9월	정부 비대면 바우처 서비스 공급기업 선정
2021년 1월	전자세금계산서 서비스 WEHAGO로 통합
2021년 3월	글로벌 사모펀드 베인캐피탈 2대 주주로 영입
2021년 5월	울인원 비즈니스 플랫폼 Amaranth 10 출시
2021년 7월	매출채권팩토링 정식서비스 전환
2021년 9월	신한은행 전략적 투자자로 유치
2021년 10월	금융위원회 기업정보조회업 분허가 획득
2022년 1월	직장인용 앱 NAHAGO 출시
2022년 7월	신한은행과 중소기업 특화 금융플랫폼 사업 위한 합작법인 더존테크핀 출시
2023년 3월	공정위, 더존비즈온-신한은행-서울보증보험 기업신용조회 합작회사 설립 승인
2024년 2월	더존홀딩스 합병
2024년 6월	WEHAGO, Amaranth 10에서 사용할 수 있는 AI 솔루션 One AI 출시
2024년 7월	울인원 비즈니스 플랫폼 OmniEsol 출시

자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

## II. 소프트웨어 기회요인

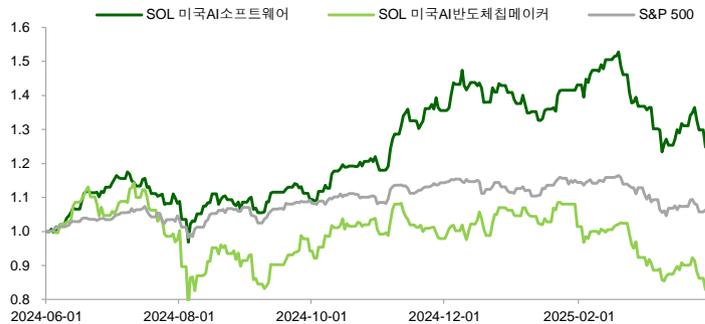
AI 수익화를 이루어낸 소프트웨어 기업 주목 필요

AI 인프라 과잉 투자 논란과 관세 이슈가 지속됨에 AI 관련 기업들의 주가가 하락을 거듭하고 있다. AI 인프라 수요와 관세의 향방에 대해서는 선불리 결론을 내기 어려운 상황이지만, AI 제품을 수익화하여 이미 실적 개선을 이루어 내고 있는 AI 소프트웨어 기업들에 대해서는 오히려 매수를 고려해야 하는 시점이라고 판단한다. 탑라인 측면에서는 AI 수익화를 통한 외형 확장이 지속되고 있으며, AI GPU와 LLM(Large Language Model)을 사용하기 위한 비용은 감소하고 있기 때문이다.

AI 소프트웨어 기업 주가 수익률이 최근 상대적 양호

실제로 미국의 AI 소프트웨어 기업들의 주가 수익률도 AI 하드웨어 기업들 대비 상대적으로 양호한 흐름을 보였다. 엔비디아, 브로드컴, 퀄컴 등 종목으로 구성된 신한SOL 미국AI반도체 칩메이커 ETF의 경우 최근 3개월간 약 26% 하락했지만, 미국 AI소프트웨어 ETF는 9% 하락에 그쳤다. AI소프트웨어 ETF가 출시된 작년 6월~올해 3월까지의 주가 수익률도 AI반도체 ETF와 S&P 500을 상회한다.

도표 5. 국내 주요 AI ETF 주가 수익률 비교



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터  
참고 : 2024년 6월 1일 주가를 1.0으로 환산한 수치

도표 6. 신한SOL 미국 AI 소프트웨어 ETF 및 AI반도체 ETF 구성종목

No.	종목명	비중(%)	No.	종목명	비중(%)
1	MICROSOFT	9.68%	1	NVIDIA	19.18%
2	SAP SE	9.66%	2	BROADCOM INC	18.08%
3	salesforce Inc	8.69%	3	QUALCOMM	11.83%
4	Palantir Technologies Inc	8.52%	4	Advanced Micro Devices Inc	11.68%
5	ORACLE	8.08%	5	TEXAS INSTRUMENTS	11.21%
6	ADOBE SYSTEMS INC	6.99%	6	ARM Holdings PLC	7.90%
7	ServiceNow Inc	6.66%	7	Analog Devices Inc	6.97%
8	intuit_inc	5.94%	8	Micron Technology Inc	6.87%
9	Palo Alto Networks Inc	5.88%	9	Marvell Technology Inc	3.74%
10	Crowdstrike Holdings Inc	5.85%	10	MICROCHIP TECHNOLOGY INC	1.82%

자료: 신한자산운용, 신영증권 리서치센터

클라우드 전환기 때 SaaS로  
일찍 전환한 기업들 수혜

IT 부문에서 새로운 기술이 탄생할 때마다 인프라에 대한 과잉 투자 혹은 피크아웃에 대한 논란은 존재했다. 초고속 인터넷, LTE 통신망, 클라우드 등이 대표적인 예이다. 그때마다 가장 큰 수혜를 본 것은 인프라를 활용해 수익을 창출하는 소프트웨어 및 서비스 기업들이었다. 2016~2018년 진행되었던 클라우드 투자 사이클 이후 소프트웨어 기업들은 자신들의 제품을 클라우드 기반의 SaaS(Software as a Service)로 전환함에 따라 구독매출을 확대하며 성장해왔다. 특히 최초로 SaaS 개념을 도입했다고 알려진 기업 세일즈포스는 2016년부터 2019년까지 영업이익이 연평균 67% 증가하였고, 클라우드 기반 인프라 관리 SaaS를 제공하는 서비스나우 또한 2019년 영업이익 흑자전환에 성공하며 가파른 주가 상승을 보였다. 반면 SaaS로의 전환이 느렸던 SAP와 같은 기업들은 당시 주가 상승 폭이 상대적으로 적었다.

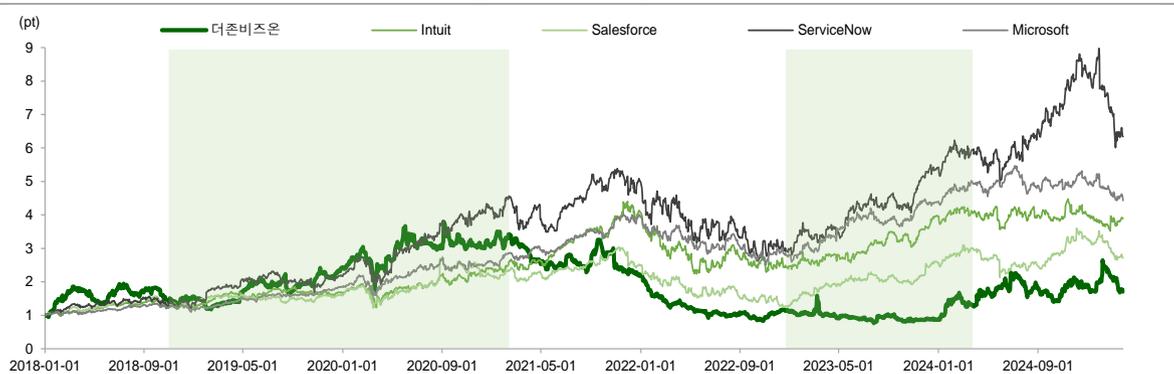
소형 LLM으로 수익화  
가능한 기업용 소프트웨어

생성형 AI 또한 같은 양상을 보일 가능성이 크며, 기존 소프트웨어에 AI를 발빠르게 접목시켜 매출을 확대하는 기업들에 주목해야 한다. 특히 기업용 소프트웨어의 경우 기업 내부 데이터를 축적하고 있어, LLM을 접목시킬 경우 이를 활용하여 답변할 수 있다. 또한 기업들이 사용하는 다양한 기능들을 보유하고 있어, AI가 이를 자동화시킬 수 있다. 따라서 값싼 소형 LLM만으로도 높은 활용도와 생산성 증대를 가져올 수 있다. 세일즈포스는 Agent Force, SAP는 Joule과 같은 AI 제품을 출시하였고, 이미 빠른 속도로 도입되고 있다.

국내 기업 중에서는  
더존비즈온에 주목

이러한 관점에서 주목해야 할 국내기업은 더존비즈온이다. 더존비즈온은 국내 ERP 1위 기업이며, 기존 ERP와 그룹웨어 제품에 자체 개발한 기업용 AI 솔루션 ONE AI를 추가 모듈로 고객사에 제공하고 있다.

도표 7. 국내외 주요 소프트웨어 기업 주가 수익률 비교 (2018년 연초 기준)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

### III. 투자포인트

#### 1. AI 효과, 생각보다 더 좋다

##### 1.1 ONE AI를 통한 ARPC 상승 효과 기대

24년 연말까지 2,290개사가  
ONE AI 솔루션을 도입

더존비즈온의 ONE AI는 생성형 AI가 기업의 내부 데이터를 학습해 각 기업에 최적화된 답변을 제공하고, 업무를 돕도록 하는 솔루션이다. 2024년 6월 10일 출시 후 6월 30일까지 222개사, 연말까지 2,290개사가 ONE AI를 계약하였으며, 현재도 고객사가 지속 확대되고 있는 것으로 파악된다. ONE AI는 월 요금 25만원 ~ 400만원으로 제공되고 있는데, 최소 월 요금 25만원을 계약한다고 가정해도 기존 클라우드 제품 WEHAGO 사용료와 거의 맞먹는 수준으로 추정되는 만큼 고객 당 매출(ARPC)상승 효과가 크다고 판단한다. 아직 전체 클라우드 고객 대비 침투율은 작년 4분기 기준 4.7%로, 올해부터 본격적인 매출 기여가 나타날 것으로 예상된다.

ONE AI 는 기업 내부데이터  
를 사용 가능하다는 장점 존재

ONE AI가 고객사를 빠르게 확보할 수 있었던 이유는 단순히 Chat GPT를 업무에 사용하는 것보다 월등히 높은 사용성을 제공하기 때문이다. 기존에 ERP와 그룹웨어에 축적된 내부 데이터를 환각현상 없이 활용할 수 있다는 것이 가장 큰 장점이다. 그동안 화상회의에서 나왔던 모든 대화 내용들을 요약해주거나, 사내 문서와 회계장부에 기재된 정보들을 참고해 보고서를 작성해주는 등의 작업은 내부데이터를 참고하지 않고는 불가능하다. 또한 식단표, 산업 동향 보고서, 고소장 등 다양한 양식의 문서를 자동적으로 작성해주거나, 이를 이메일과 팩스로 보내는 등의 명령을 실행할 수 있는 기능 또한 보유하고 있다.

도표 8. 더존비즈원의 AI 솔루션 ONE AI



자료 : 더존비즈온

미국 소프트웨어 기업들도 AI 솔루션을 통한 업셀링 체감

그동안 글로벌 소프트웨어 기업들은 일찍이 소프트웨어에 AI 솔루션을 추가해 성공적인 ARPC 상승을 이루어 냈다. 대표적인 예로는 전세계 ERP 시장 점유율 1위를 기록하고 있는 SAP가 있다. SAP는 2023년 10월 비즈니스 AI 솔루션 Joule을 출시했는데, 2024년 4분기 기준 30,000개 고객사가 이를 사용하고 있으며, 4분기 클라우드 주문 중 50%는 Joule이 포함된 계약이었다.

Salesforce, SAP Intuit의 AI 적용 케이스 주목

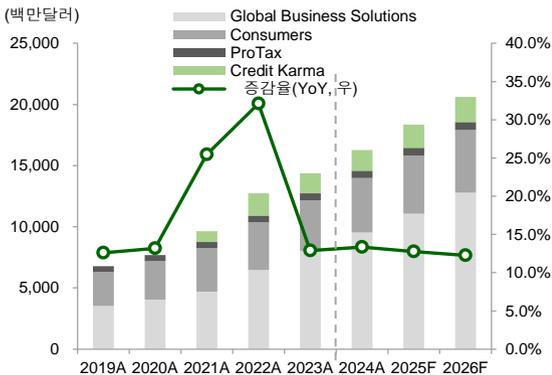
전세계 CRM 시장 점유율 1위 기업인 Salesforce는 2023년 3월 AI 기반 CRM 솔루션 Einstein을 출시했으며, 2024년에는 기능을 확장한 Agentforce를 출시하였다. 2024년 4분기(달력연도 기준) 동안에만 5,000개 계약을 체결했으며, 에이전트 포스가 포함된 Data Cloud & AI 부문 ARR(연간 반복 매출)은 전년동기 대비 120% 증가한 9억 달러를 기록하였다. 글로벌 회계 소프트웨어 기업 Intuit는 소비자 금융플랫폼 Credit Karma에 AI를 적용하여 고객당 매출(ARPC)을 확대했다고 밝혔다. 더존비즈온의 ONE AI도 이러한 ARPC 증가 효과를 불러올 수 있을 것으로 기대한다.

도표 9. Intuit ARPC(고객 당 매출) 추이



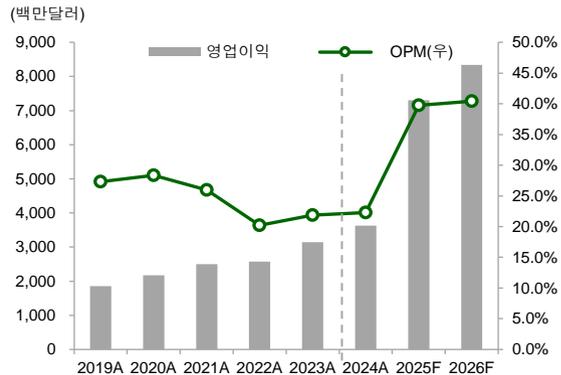
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2024년 AI 제품 출시

도표 10. Intuit 부문별 연간 매출액 추이



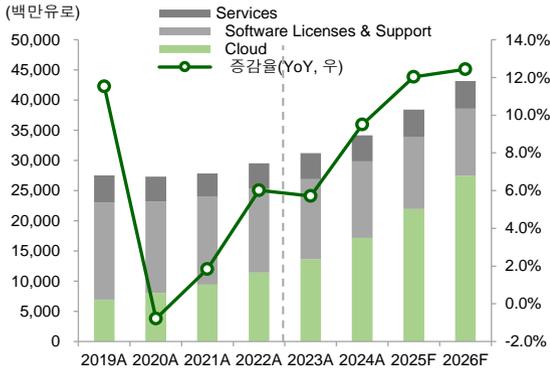
자료 : Intuit, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2024년 AI 제품 출시

도표 11. Intuit 연간 영업이익 추이



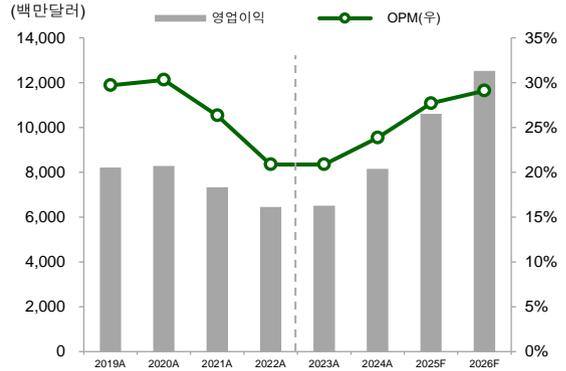
자료 : Intuit, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2024년 AI 제품 출시

도표 12. SAP 부문별 연간 매출액 추이



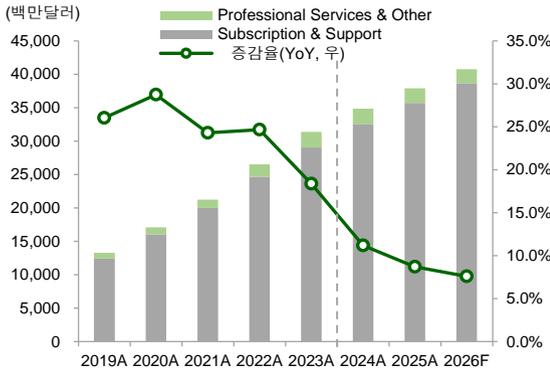
자료 : SAP, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2023년 AI 제품 출시

도표 13. SAP 연간 영업이익 추이



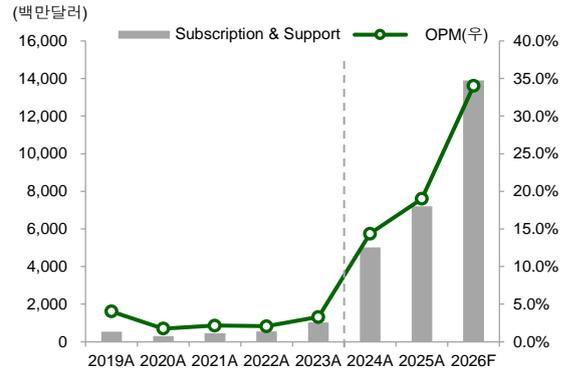
자료 : SAP, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2023년 AI 제품 출시

도표 14. Salesforce 부문별 연간 매출액 추이



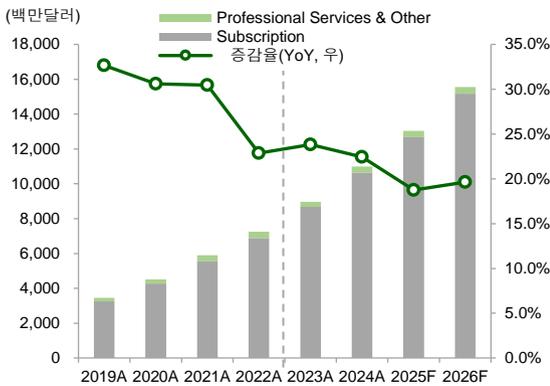
자료 : Salesforce, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2024년 AI 제품 출시

도표 15. Salesforce 연간 영업이익 추이



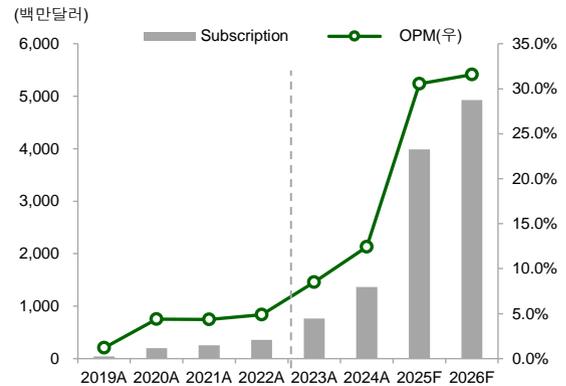
자료 : Salesforce, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2024년 AI 제품 출시

도표 16. ServiceNow 부문별 연간 매출액 추이



자료 : ServiceNow, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2023년 AI 제품 출시

도표 17. ServiceNow 연간 영업이익 추이



자료 : ServiceNow 한국무역협회, 신영증권 리서치센터  
참고: 회계연도 2023년 AI 제품 출시

ONE AI는 RAG를  
활용한 AI 솔루션

RAG로 인해 엔터프라이즈  
AI 시장이 크게 성장

### 1.2 RAG 성능을 극대화하는 ONE AI

ONE AI가 이러한 기능들을 구현하고 환각 효과를 방지할 수 있는 것은 RAG(검색 증강 생성) 기술을 적용했기 때문이다. RAG는 생성형 AI가 질문에 답하기 위해 외부 DB에서 필요한 지식을 검색해 참조하도록 하는 기술이다. 생성형 AI는 본래 문장을 숫자(다차원 벡터)로 변환하여 이해한다. 그래서 사내 문서를 벡터로 변환해 저장해놓고, 사용자의 질문이 들어오면, 해당 질문 벡터와 가장 유사한 문장 벡터를 찾아내는 방식으로 검색한다. 이러한 벡터 검색의 경우 기존 키워드 검색과는 달리 단어가 동일하지 않아도 관련성이 높은 내용들을 찾아낼 수 있다는 장점이 있다.

RAG 기술이 생성형 AI 산업에서 가장 큰 화두로 떠오르게 된 것은 기업들의 도입을 크게 가속화시켰기 때문이다. B2B AI의 경우 환각이 치명적인 결과를 불러올 수 있으며, 특정 사내 데이터를 활용해야 할 경우가 많다. 따라서 SAP의 Joule, 삼성에스디에스의 Fabrix와 같은 주요 기업용 AI 솔루션은 대부분 RAG를 지원하고 있다. Grandview Research에 따르면 전세계 RAG 시장은 2030년까지 연평균 49.1%로 성장할 것으로 예상되며, 전체 생성형 AI 시장에서 차지하는 비중은 2024년 7.1%에서 2030년 11.5%로 증가할 것으로 예상된다.

도표 18. RAG 구성요소

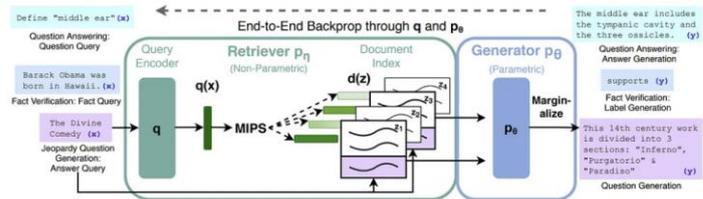
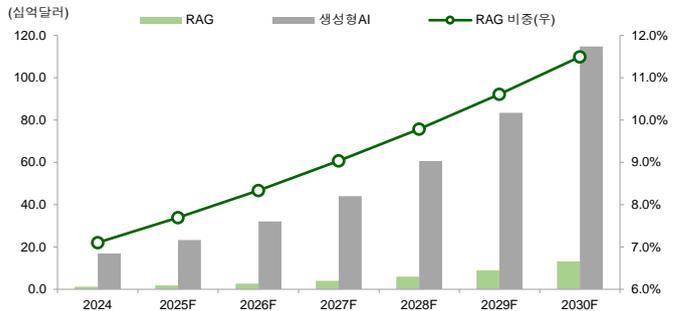


Figure 1: Overview of our approach. We combine a pre-trained retriever (*Query Encoder + Document Index*) with a pre-trained seq2seq model (*Generator*) and fine-tune end-to-end. For query  $x$ , we use Maximum Inner Product Search (MIPS) to find the top-K documents  $z_i$ . For final prediction  $y$ , we treat  $z$  as a latent variable and marginalize over seq2seq predictions given different documents.

자료 : Retrieval-Augmented Generation for Knowledge-Intensive NLP Tasks(2020)

도표 19. 전세계 생성형 AI 시장 대비 RAG 시장의 규모 예상치



자료 : Grandview Research, 신영증권 리서치센터

ONE AI는 기존 RAG의  
약점도 보완할 수 있음

동사의 ONE AI는 이러한 RAG의 성능을 극대화시킬 수 있도록 돕는 솔루션이다. 기존 RAG 또한 약점이 있다. 필요한 지식 이외에 인접한 다른 지식까지 활용하거나, 데이터 간의 우선순위를 혼동하는 경우가 있다. 이를 해결하기 위해 ONE AI는 보유한 지식들을 다양한 범주로 분류(클러스터링)하여, 다수의 벡터 DB에 분리해 보관하거나, 각 분야별로 나누어 각각 따로 벡터 변환한다. 이를 통해 세분화된 의미 차이를 구분해낼 수 있도록 한다. 또한 최신 데이터일수록, 혹은 직원들이 선호하는 데이터일수록 지식 간의 우선순위를 반영해주기도 한다.

LLM이 다양한 기능 수행할 수  
있도록 API와 연결도 지원

ONE AI는 LLM이 다양한 명령을 수행할 수 있도록 API와 연결해주는 역할도 수행한다. API(Application Programming Interface)는 서로 다른 프로그램 간 대화를 도와주는 통역사다. 예를들어 AI가 메일함에 있는 메일 리스트를 요약해 단체 메신저에 공유해달라는 명령을 받는다면, 메일함에 접근하는 API와 메신저로 공유하는 API가 필요하다. ONE AI는 어떠한 API를 활용해야 해당 명령을 수행할 수 있는지 추천해주고, LLM이 해당 API를 활용할 수 있도록 돕는다. 결국 ONE AI는 사용자와 LLM을 이어주는 중간자 역할을 하는 것이다.

도표 20. ONE AI 특징점



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 21. ONE AI 특징점



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

## 2. AI로 가속화되는 클라우드 전환

### 2.1 WEHAGO, Amaranth 10 침투율 증가 기대

온프레미스 대비 클라우드  
제품의 ARPC 높음

현재 동사의 주력 솔루션 WEHAGO와 Amaranth 10은 클라우드를 기반으로 서비스되는 SaaS 제품이다. SaaS는 소프트웨어, 이를 구동할 IT 인프라를 모두 제공하는 서비스다. 고객은 구독료를 지불하면 일정 기간동안 인터넷을 통해 자체 인프라 없이도 해당 소프트웨어를 사용할 수 있다. 고객들 입장에서는 인프라와 소프트웨어 구축 및 관리 비용을 줄일 수 있어 매력적인 선택지다. SaaS의 고객당 매출은 기존 소프트웨어 대비 높다. 동사의 경우 기존 Standard ERP (50~100인 법인이 사용하는 ERP) 온프레미스 제품인 iCUBE 대비 클라우드 제품인 Amaranth 10의 고객당 매출이 약 30% 높은 것으로 파악된다. 따라서 클라우드 제품 침투율이 증가함에 따라 동사의 실적 개선은 지속될 것으로 기대한다.

도표 22. 더존비즈온 통합솔루션 제품군

제품명	내용
1. WEHAGO	<p>▶ 개요</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* 2019년 출시</li> <li>* 50인 이하 규모 법인에 적합한 Lite ERP 제품. 클라우드 SaaS 기반으로 제공</li> <li>* 세무회계사무소용 솔루션 WEHAGO T, 병원용 솔루션 WEHAGO H, 공공기관 솔루션 WEHAGO V 보유</li> </ul> <p>▶ 특징 및 기능</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* ERP와 각종 그룹웨어(전자결재, 업무도구, 메신저 등), 문서관리 등 솔루션을 하나의 플랫폼에서 사용 가능</li> <li>* PC, 모바일, 태블릿 등 다양한 기기의 연결을 지원</li> <li>* 관리자는 사용자의 플랫폼 접속과 활동 이력을 기록할 수 있어, 회사 내 정보 자산을 보호 가능</li> <li>* ONE AI를 통해 ERP 데이터 분석, 문서데이터 작성, 이미지 생성 등을 지원</li> </ul>
2. Amaranth 10	<p>▶ 개요</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* 2021년 5월 출시</li> <li>* 100인 이하 규모 법인에 적합한 Standard ERP 제품. 클라우드 SaaS 기반으로 제공</li> </ul> <p>▶ 기능 및 특징</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* ERP와 각종 그룹웨어(전자결재, 업무도구, 메신저 등), 문서관리 등 솔루션을 하나의 플랫폼에서 사용</li> <li>* PC, 모바일, 태블릿 등 다양한 기기의 연결을 지원</li> <li>* 웹 문서 공유, 전자 결재 기능과 ONE CHAMBER(문서 중앙화)를 통해 종이 없는 사무실 구현 가능</li> <li>* 시스템 접근 방지 기술 적용 및 암호화로 랜섬웨어, 해킹으로부터 데이터와 문서 보호</li> <li>* ONE AI를 통해 ERP 데이터 분석, 문서데이터 작성, 이미지 생성 등을 지원</li> </ul>
3. OmniEsol	<p>▶ 개요</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* 2024년 7월 출시</li> <li>* 100인 이상 규모 법인에 적합한 Extended ERP 제품, 대기업 대상으로도 공급 가능</li> </ul> <p>▶ 기능 및 특징</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* ERP, MES, CRM, SRM과 각종 그룹웨어, 문서관리 등 솔루션을 하나의 플랫폼에서 사용</li> <li>* 다양한 업종별 계정 과목 관리를 지원하며 그룹사 통합 재무제표를 관리</li> <li>* 그룹 기준 데이터를 집계, 재배부하여 다차원 분석 데이터를 제공</li> <li>* ONE AI 뿐만 아니라 그룹사 IT 부서에서 활용 가능한 GEN AI DEWS와 Insight OFUS 기능을 제공</li> </ul>

자료: 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

통합솔루션 제품의 강점  
비탕으로 SaaS 전환 증가

동사 클라우드 제품인 WEHAGO와 Amaranth10의 또 다른 특징은 단순한 ERP가 아니라, 그룹웨어와 문서관리 등이 포함된 통합 솔루션이라는 점이다. 통합 솔루션을 사용할 경우 사내에서 발생하는 다양한 데이터를 통합시키기 용이하고, 업무 프로세스를 단절 없이 활용할 수 있어 효율적이다. 또한 AI를 도입하여 사용성을 극대화시키기에도 유리하다. 특히 동사의 ONE AI를 사용하기 위해서는 WEHAGO와 Amaranth 10을 사용해야 한다. 향후 기업의 업무 생산성 향상을 위해 AI 도입이 지속될 경우, ONE AI를 활용하기 위해 SaaS로 전환하는 고객사 수요도 꾸준히 증가할 것으로 기대한다.

WEHAGO의 가격  
정책 정상화 효과 기대

2015년 동사의 주가가 강세를 보였던 이유는 자사 제품을 클라우드로 전환함에 따른 실적 개선 기대감이었다. 2019년에도 클라우드 기반 통합 솔루션 WEHAGO가 출시에 따른 기대감이 존재했다. 그러나 WEHAGO의 가격 상승효과는 생각보다 미미했다. 이는 2020년 동사가 정부의 K-비대면 솔루션 바우처 사업에 참여하면서 WEHAGO 사용료를 높이지 못했기 때문이다. 향후 가격 정책을 정상화할 경우 본격적인 WEHAGO 효과가 나타날 수 있을 것으로 기대된다.

도표 23. 통합솔루션 Amaranth 10 보유 기능



자료 : 더존비즈온

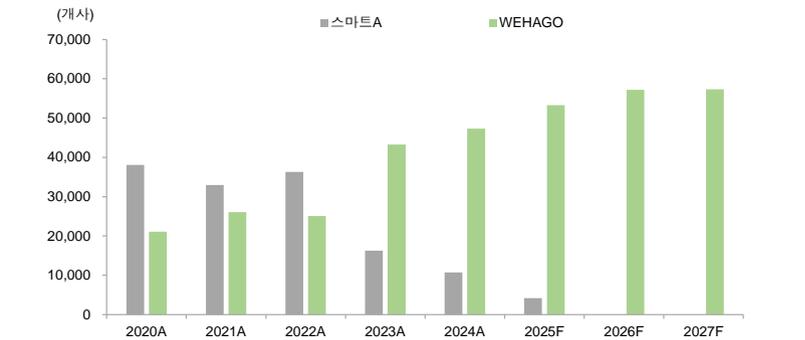
2026년부터 Lite ERP  
온프레미스 버전 지원 종료

한편 당사는 2026년부터 Lite ERP(50인 이하 법인이 사용하는 ERP) 제품 중 온프레미스 버전을 단종시키고 클라우드 제품만을 서비스할 예정이다. 따라서 올해에도 다수의 고객사들이 WEHAGO와 같은 클라우드 제품으로 전환할 것으로 예상된다. 경쟁사의 솔루션으로 갈아타는 고객사들도 존재할 수 있지만, WEHAGO는 통합 솔루션과 AI를 제공하는 등의 차별적인 강점을 가지고 있어, 이탈할 유인이 적다.

클라우드는 비용 측면에서도  
온프레미스 대비 유리

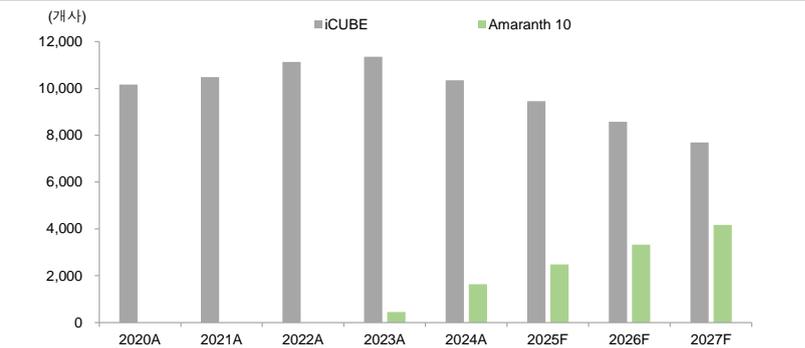
한편 클라우드는 비용 측면에서도 온프레미스 제품 대비 유리하다. 소프트웨어를 구축하거나 유지보수 할 때 직접 고객사의 전산실을 방문해 작업할 필요가 없기 때문이다. 클라우드 기반 SaaS의 경우 웹 상으로 배포하여 즉시 사용할 수 있으며, 자동으로 업데이트를 적용할 수 있다. 또한 당사는 2011년부터 D-클라우드 센터를 구축해 데이터센터와 IT 인프라도 내재화하고 있다. 따라서 고객 수가 증가할수록 더 많은 클라우드 인프라 사용료를 지불해야 하는 다른 SaaS 기업들과 달리, 영업 레버리지 효과를 극대화할 수 있다.

도표 24. 더존비즈온 Lite ERP 유지보수 고객사 수 추이 및 전망



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 25. 더존비즈온 Standard ERP 유지보수 고객사 수 추이 및 전망



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

해외 기업들도 SaaS  
전환 지속 중

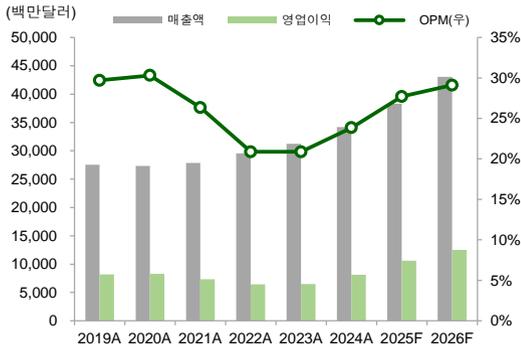
SAP와 같은 해외 기업들도 기업용 소프트웨어를 SaaS로 전환함에 따라 영업이익을 개선하고 있다. SAP는 2022년까지 S/4 HANA 클라우드와 같은 신규 제품에 대규모 투자를 진행함에 따른 비용이 발생하였으나, 기존 제품 매출이 하락하며 영업이익 감소를 경험하였다. 그러나 클라우드 매출이 연간 20%씩 성장하면서 2023년부터 이익 개선세를 보이기 시작하였으며, 2024년에는 클라우드 매출 비중이 50%를 돌파하였다. 현재 컨센서스 기준 2025년 예상 영업이익은 전년 동기대비 30.1% 증가, 예상 영업이익률은 30%까지 상승할 것으로 전망된다.

도표 26. 클라우드 서비스 종류 및 장점

클라우드 서비스 종류	가상화 서비스 종류	장점
SaaS : 소프트웨어 서비스 (Software as a Service)	고객에게 제공되는 소프트웨어 (예시: Microsoft Office 365, Google Workspace)	1. 소프트웨어에 드는 비용을 절약할 수 있음 2. 소프트웨어 설치 없이 바로 이용 가능 3. 인터넷 연결만으로 언제 어디서나 접근 가능
PaaS : 플랫폼 서비스 (Platform as a Service)	소프트웨어 개발에 필요한 플랫폼 (예시: Google App Engine, Elastic Beanstalk)	1. 개발 및 배포 과정을 신속히 수행할 수 있음 2. 플랫폼에 드는 비용을 절약할 수 있음 3. 비즈니스 요구에 따라 유연하게 리소스를 확장 또는 축소할 수 있음 4. 여러 사용자가 동일한 개발 운영 프로그램에 액세스할 수 있음
IaaS : 인프라 서비스 (Infrastructure as a Service)	스토리지, CPU, GPU 등 물리적 컴퓨팅 자원 (예시: AWS EC2, )	1. 물리적 자원 유지, 보수에 드는 비용을 절감할 수 있음 2. 필요한 물리적 자원을 바로 이용할 수 있음 3. 물리적 자원의 운영을 안정적인 벤더에 맡길 수 있음

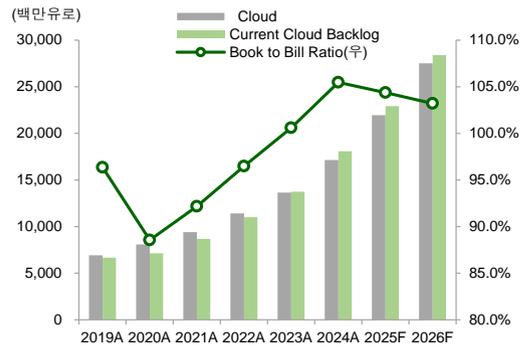
자료: Elice, 신영증권 리서치센터

도표 27. SAP 실적 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 28. SAP 클라우드 매출 및 수주잔고



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

### 3. 개발 비용과 AI 사용 비용이 감소한다

#### 3.1 점차 감소하는 AI 사용 비용

LLM 토큰 사용료는  
지속 하락 중

ONE AI를 통한 수익화가 본격화되고 있는 반면 AI 사용 비용은 감소하고 있다. 동사는 LLM을 직접 개발하는 LLM 사업자가 아니라, Microsoft에 사용료를 내고 GPT 모델을 가져와 ONE AI 플랫폼에 접목해 활용하는 소프트웨어 사업자다. 따라서 LLM 간의 경쟁이 지속적으로 심화됨에 따라, LLM 사용 비용이 감소하는 현 상황은 동사에 유리하다고 판단한다.

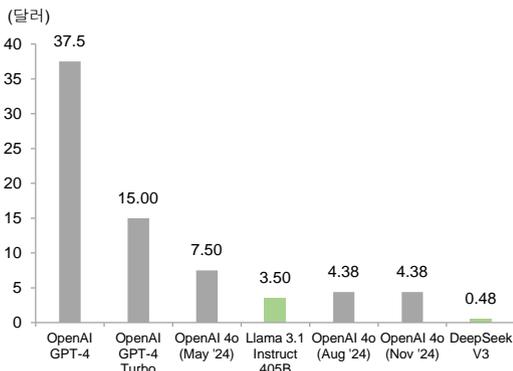
LLM간 경쟁 심화와  
오픈소스 진영의 확대가 이유

LLM 간의 경쟁이 심화되고 토큰 사용료가 감소하는 이유는 Open AI GPT 모델의 차별적 성능 우위가 점차 약화되고 있기 때문이다. 특히 Anthropic의 Claude와 Google Gemini 등 폐쇄형 모델 뿐 아니라, Meta의 Llama와 같은 오픈소스 모델들도 점차 GPT와 유사한 성능을 갖추게 되었다. 이에 따라 토큰 사용료는 점차 하락하고 있는데, Artificial Analysis에 따르면 2024년 3월 최초 공개되었던 GPT-4 모델의 경우 사용료가 백만 토큰 당 37.5달러 (입출력 가중평균 기준)였지만, 2024년 8월부터는 동일 성능을 지닌 GPT-4o 모델이 4.38달러에 서비스되고 있다. 추론형 모델의 경우 Open AI가 최초 공개한 o1 모델은 백만달러 당 26.25달러에 서비스하였지만, Deepseek R1 이 등장한 이후 o3 Mini 모델을 1.93달러에 출시하였다.

GPU 클라우드 임대  
가격도 하락 중

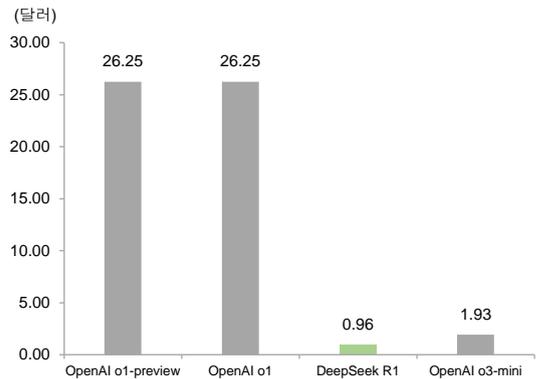
GPU 클라우드 사용 가격이 하락하고 있다는 점도 긍정적이다. GPU 클라우드 기업 STELLIA에 따르면 Nvidia A100, H100 등 고성능 GPU를 사용하기 위해 시간당 지불하는 비용이 2021년 4달러에서 2024년 말에는 1.1달러까지 감소했다고 언급하였다. GPU 공급 증가와 GPU 클라우드 경쟁 심화가 가장 큰 원인으로 지목된다.

도표 29. LLM 주요 모델 가격 비교 (출시일 순)



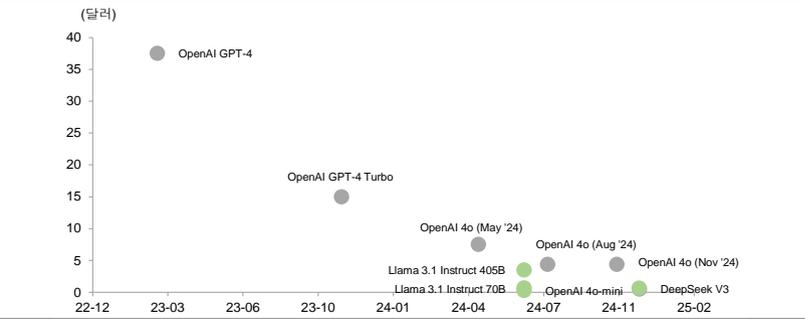
자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터  
참고: GPQA 벤치마크에서 50% 이상을 달성한 모델간 비교  
우측에 위치할수록 최근에 출시된 모델

도표 30. 추론형 모델 가격 비교 (출시일 순)



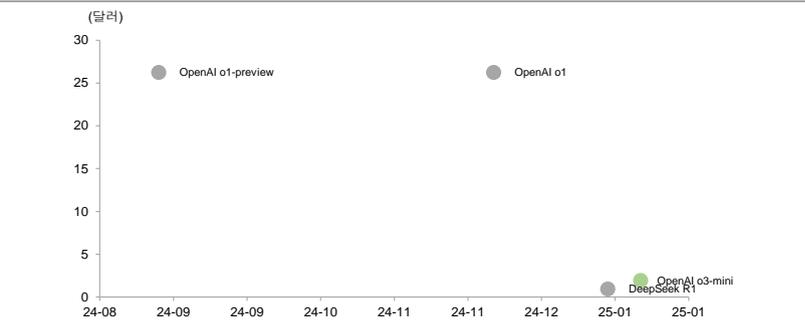
자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터  
참고: GPQA 벤치마크에서 70% 이상을 달성한 추론 모델간 비교  
우측에 위치할수록 최근에 출시된 모델

도표 31. 주요 LLM 모델 출시일과 백만 토큰 당 가격 비교 (GPQA 40% 이상 모델)



자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터

도표 32. 주요 LLM 모델 출시일과 백만 토큰 당 가격 비교 (GPQA 70% 이상 추론형 모델)



자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터

도표 33. 주요 LLM 모델 출시일과 백만 토큰 당 가격 비교 (GPQA 40% 이상 모델)

회사	모델명	출시일	MMLU-Pro	GPQA Diamond	Blended Price
OpenAI	GPT-4	2023-03-01			37.5
OpenAI	GPT-4 Turbo	2023-11-01			15
OpenAI	4o (May '24)	2024-05-01	74%	53%	7.5
Llama	3.1 Instruct 405B	2024-07-01	73%	52%	3.5
OpenAI	4o (Aug '24)	2024-08-01		52%	4.38
OpenAI	4o (Nov '24)	2024-11-01	75%	54%	4.38
DeepSeek	V3	2024-12-01	75%	56%	0.48
OpenAI	4o-mini	2024-07-01		43%	0.26
Llama	3.1 Instruct 70B	2024-07-01	68%	41%	0.66
Llama	3.3 Instruct 70B	2024-12-01	71%	50%	0.62
OpenAI	o1-preview	2024-09-01			26.25
OpenAI	o1	2024-12-01	84%	75%	26.25
DeepSeek	R1	2025-01-01	84%	71%	0.96
OpenAI	o3-mini	2025-01-10	79%	75%	1.93
OpenAI	o1-pro	2025-03-01		79%	262.5

자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터

도표 34. 주요 LLM 모델 출시일과 백만 토큰 당 가격 비교 (GPQA 70% 이상 추론형 모델)

회사	모델명	출시일	MMLU-Pro	GPQA Diamond	Blended Price
OpenAI	o1-preview	2024-09-01			26.25
OpenAI	o1	2024-12-01	84%	75%	26.25
DeepSeek	R1	2025-01-01	84%	71%	0.96
OpenAI	o3-mini	2025-01-01	79%	75%	1.93
OpenAI	o1-pro	2025-03-01		79%	262.5

자료 : Artificial Analysis, 신영증권 리서치센터

AI 개발 능력이 평균적인 개발자 대비 높다는 결과 있음

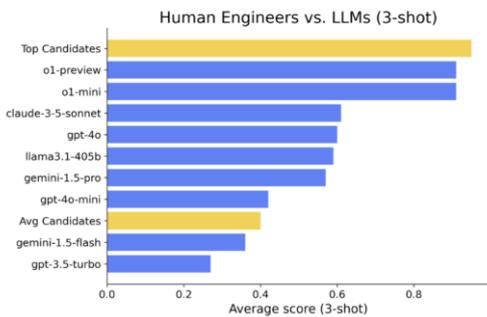
### 3.2. AI 코딩의 수혜

현재 LLM이 가장 큰 효용성을 보여준 분야는 바로 코딩이다. 개발자 학습 플랫폼 제공 기업 Codesignal은 AI와 인간의 코딩능력을 평가하였다. 그 결과 대부분의 최신 모델들은 평균 수준의 인간 엔지니어 지원자를 초월하였다. 하지만 상위 25% 엔지니어들은 여전히 o1-preview가 해결하지 못한 코딩 작업을 인상적으로 수행하였다. 이를 보면, 평균적인 소프트웨어 개발은 AI가 수행할 수 있지만, 통찰력, 창의성, 일관성이 필요한 복잡한 작업들은 아직 대체가 불가능함을 알 수 있다. 물론 해당 테스트 이후 더욱 발전된 AI 모델들이 등장하고 있음을 감안하면 인간 고유의 영역이 점점 축소되고 있음은 부인하기 어렵다.

비용에서 개발비 비중이 큰 기업들이 AI 코딩 수혜

AI를 서비스하는 인터넷/소프트웨어 기업들은 자신들의 개발 작업에 먼저 생성형 AI를 적용하며 비용 감소 효과를 누리고 있다. 일례로 Google은 현재 약 25%의 코드를 AI가 작성하고 있다고 발표하였다. 더존비즈온 4분기 수익성 개선 요인 중 하나로 생성형 AI 적용을 꼽았다. 실제로 내부적인 개발 툴을 사용하게 되면서 인건비와 외주용역비를 효과적으로 관리하고 있다. AI를 활용하기 전인 2021년, 개발자 임금이 급격하게 상승하면서 동사의 인건비와 외주개발비가 크게 상승했던 적이 있었지만, 향후 같은 현상이 다시 반복될 가능성은 낮다. 동사는 이렇게 내부적으로 활용하던 개발 툴을 상용화한 GEN AI DEWS라는 솔루션을 출시하기도 하였다.

도표 35. 인간과 LLM 코딩 테스트 결과



자료 : CodeSignal

도표 36. 더존비즈온 AI 개발 툴 GEN AI DEWS



자료 : 더존비즈온

### 4. Extended ERP 시장, 일본 시장으로의 확장 기대

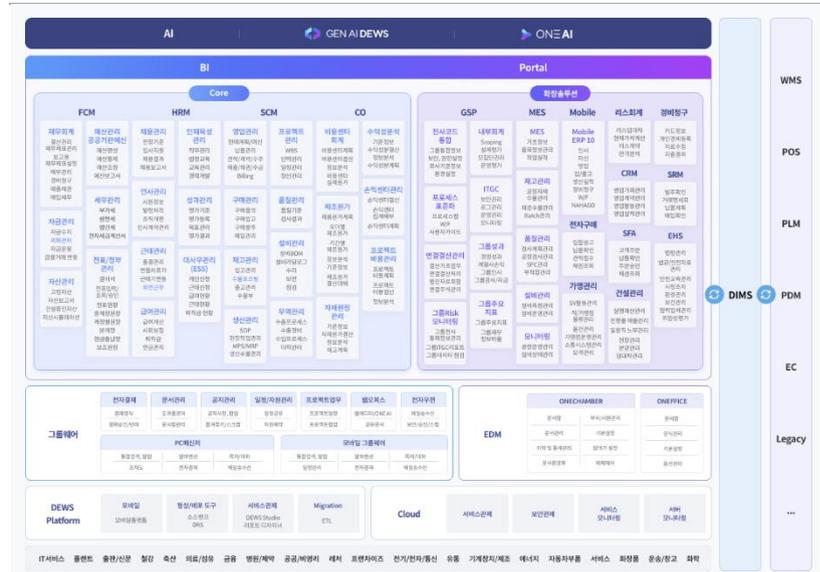
OmniEsol 출시를 통해 중견/대기업 시장 진출 기대

동사는 국내 중소기업향 ERP 시장에서 이미 독보적인 위치를 가진 만큼, 앞으로의 Q(고객 수) 성장을 기록하기는 어려울 것이라는 인식도 있다. 그러나 동사는 Extended ERP(100인 이상의 중견, 대기업이 사용하는 ERP) 시장에서의 점유율을 더욱 확대해 나갈 계획이며, 이를 위해 2024년 7월 신제품 OmniEsol을 출시했다. OmniEsol은 WEHAGO, Amaranth 10과 마찬가지로 ERP에 CRM, SRM등 다양한 시스템과 그룹웨어, 그리고 ONE AI와 GEN AI DEWS 등 AI 기능까지, 동사의 소프트웨어가 집약된 제품이다. 최근 KG 그룹이 OmniEsol을 도입하여 업무 프로세스를 통합하고 AI를 적용하였으며, 앞으로 신규 도입 사례가 지속적으로 증가할 것으로 기대된다.

2018년 초에도 중견/대기업 ERP 제품 기대감 있었음

2018년 초 동사의 주가 상승을 견인했던 요인은 Extended ERP 시장으로의 침투다. 당시 출시되었던 D\_ERP(현재는 ERP10)로 현대백화점그룹 등 대형 고객사들의 시스템을 수주했던 것처럼, OmniEsol의 출시는 대기업 고객들의 저변을 확대할 수 있는 계기가 될 것이다.

도표 37. 더존비즈온의 Extended ERP 통합솔루션 OmniEsol



자료 : 더존비즈온

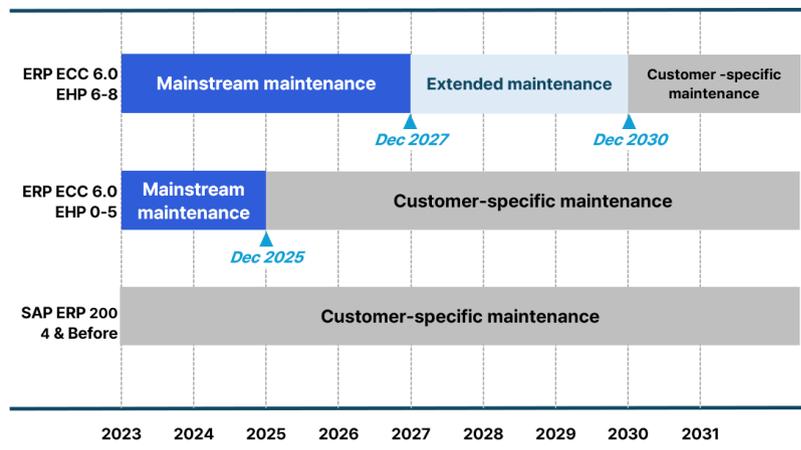
SAP 구버전(ECC) 지원 종료는 기회가 될 수 있음

동사는 OmniEsol을 통해 공공 시장으로도 진출할 계획이다. 현재 공공기관은 주로 SAP의 솔루션을 사용하거나 자체 개발한 시스템을 사용하고 있는 것으로 파악된다. 이러한 공공 시스템의 원백 사업을 수주할 수 있다면 이는 점유율 상승으로 이어질 수 있다. SAP는 현 주력 제품 (S/4 HANA)의 이전 버전인 ECC 제품의 기술 지원을 2027년에 종료할 예정이다. 따라서 많은 공공기관과 기업들이 차세대 ERP 구축을 시작해야 하는 상황이며, 이는 동사에게 기회가 될 수 있다. IDC에 따르면, 2023년 국내 시장에서 동사의 ERP 점유율은 16.6%로 2위, SAP는 20.5%로 1위를 기록하고 있다.

일본 법인 설립 AWS를 통해 제공할 계획

한편 동사는 해외 진출도 준비하고 있다. 일본 홋카이도에 법인 제노랩을 설립하였으며, AWS를 통해 SaaS 형식으로 Amaranth 10, OmniEsol과 같은 주력 제품들을 서비스할 예정이다. 동사는 2005년 일본 시장에 진출했지만 유의미한 성과를 거두지 못했던 과거가 존재한다. 하지만 클라우드 협력사인 AWS의 현지 선호도가 높다는 점, SAP와 오라클 대비 가격 경쟁력을 보유했다는 점에서 성공 가능성이 존재한다고 판단한다. 또한 일본 ERP 시장에는 아직 독보적인 점유율을 가진 기업이 없다는 점도 긍정적이다. 작년까지는 제품 개발에 집중했다면, 올해부터는 본격적인 매출화를 목표로 삼고 있다.

도표 38. SAP 구버전 ERP 지원 종료(End of Service) 스케줄



자료 : 메타넷글로벌

## IV. 실적 전망

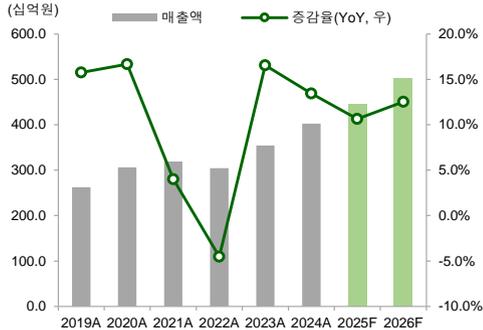
매출액은 YoY+10.6% 전망  
ONE AI 추가매출 효과 반영

동사의 2025년 매출액은 전년 대비 11.7% 증가한 4,493억원, 영업이익은 전년 대비 17.5% 증가한 1,035억원을 기록할 것으로 전망. WEHAGO, Amaranth 10 도입이 이어짐에 따라 전체 ERP 매출에서 클라우드가 차지하는 비중이 약 56%에 달할 것으로 예상된다. ONE AI 고객사는 2025년 연말 기준 약 10,000개사를 추가 확보할 것으로 가정하였으며 가장 저렴한 ONE AI 요금을 기준으로 매출을 추정하였다. ONE AI 고객사 확보 속도 및 고가 요금제 계약 여부에 따라 추가적인 상승여력이 존재한다고 판단한다. 한편 OmniEsol 수주, 일본법인에서의 성과 등 모멘텀은 현재 실적 추정에 반영하지 않았다.

영업이익 YoY+13.7% 전망  
비용 확대 요인 제한적

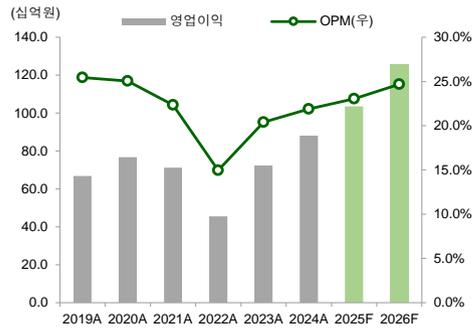
한편 2025년은 비용 측면에서도 눈에 띄는 리스크가 없다고 판단한다. 인건비와 외주용역비 측면에서는 AI 개발툴 사용이 확대되고 있으며, Lite ERP, Standard ERP, Extended ERP 모두 통합솔루션 개발이 완료되어 추가적인 개발 인력 채용 확대 가능성이 제한적이다. 현재 AI 모델 경쟁이 치열해짐에 따라 ONE AI 서비스에 필요한 AI 활용 비용이 감소하고 있다는 점도 긍정적이다. 2025년 동사의 영업이익률은 전년 대비 1.1%p 증가한 23.0%를 기록할 것으로 전망한다.

도표 39. 더존비즈온 매출액 추이 및 전망



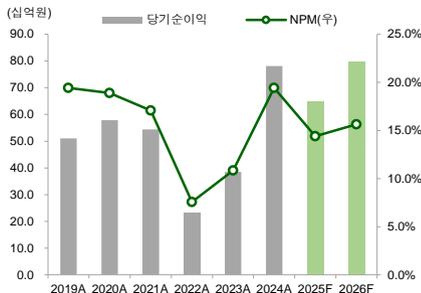
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 40. 더존비즈온 영업이익 추이 및 전망



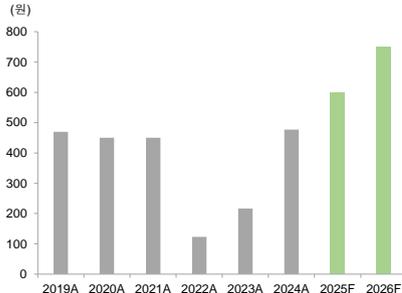
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 41. 더존비즈온 당기순이익 추이 및 전망



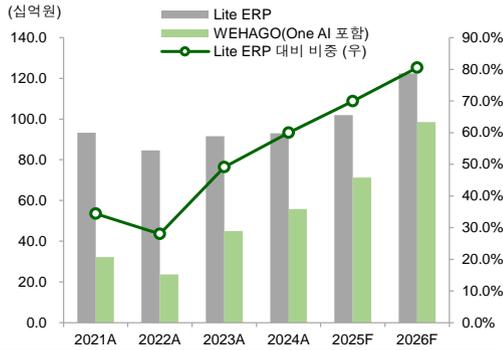
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 42. 더존비즈온 주당배당금 추이 및 전망



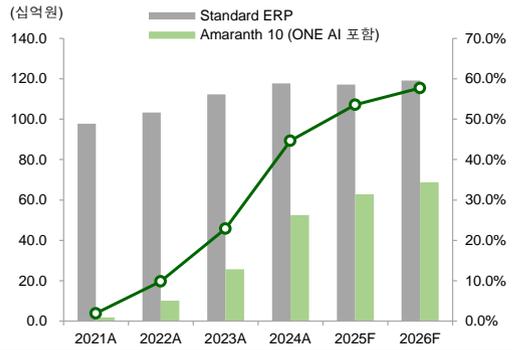
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 43. 더존비즈온 매출액 추이 및 전망



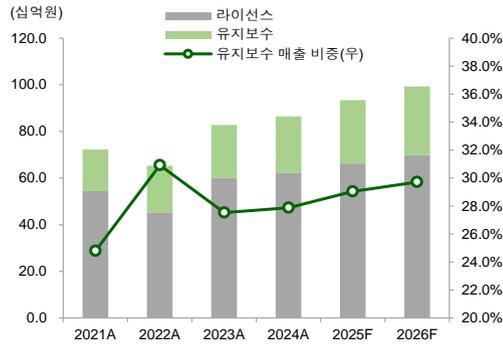
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 44. 더존비즈온 영업이익 추이 및 전망



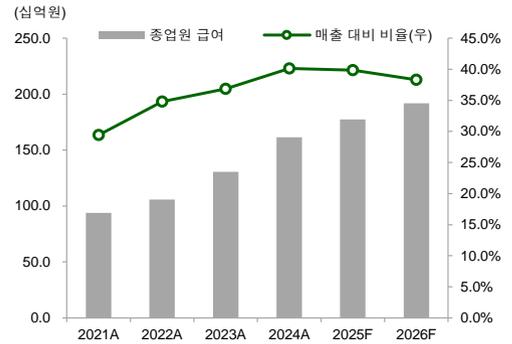
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 45. 더존비즈온 매출액 추이 및 전망



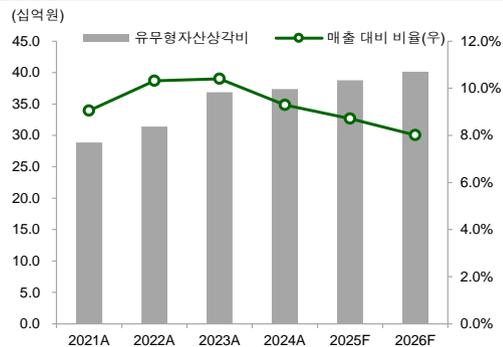
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 46. 더존비즈온 종업원급여 추이 및 전망



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 47. 더존비즈온 상각비 추이 및 전망



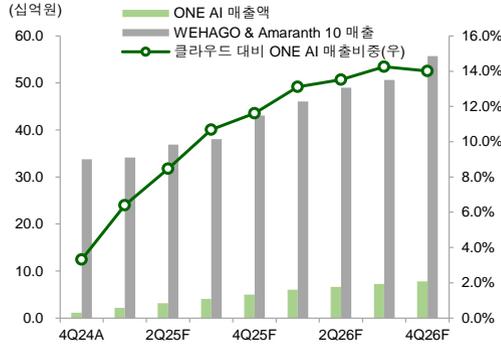
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 48. 더존비즈온 외주용역비 추이 및 전망



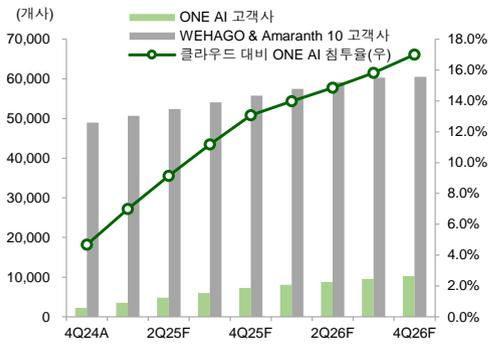
자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 49. ONE AI 매출액 추이 및 전망



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 50. ONE AI 고객사 추이 및 전망



자료 : 더존비즈온, 신영증권 리서치센터

도표 51. ONE AI 고객사 확보 시나리오별 실적 추정 (Base/Bull/Bear)

(단위: 십억원)

구분	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
<b>▶ Base case (연말 기준 ONE AI 고객사 2025년 10,000개사. 26년 15,000개사 확보 가정)</b>										
WEHAGO	15.7	17.9	18.8	21.5	23.5	25.3	26.1	27.8	73.9	102.7
증감율(YoY)	24%	29%	40%	36%	50%	41%	39%	29%	32%	39%
Amaranth 10	18.8	19.9	20.8	23.2	24.8	26.2	27.4	29.2	82.6	107.6
증감율(YoY,)	122%	46%	65%	29%	32%	31%	32%	26%	57%	30%
매출액	104.5	109.9	110.6	124.3	119.8	124.8	125.9	138.7	449.3	509.1
증감율(YoY)	11%	11%	14%	11%	15%	14%	14%	12%	12%	13%
영업이익	22.6	23.7	25.7	31.5	28.9	28.8	31.8	36.1	103.5	125.6
증감율(YoY)	25%	16%	28%	7%	28%	22%	23%	15%	18%	21%
OPM	22%	22%	23%	25%	24%	23%	25%	26%	23%	25%
<b>▶ Bull case (연말 기준 ONE AI 고객사 2025년 14,000개사. 26년 23,000개사 확보 가정)</b>										
WEHAGO	16.0	18.7	20.1	23.4	26.1	28.4	29.8	32.1	78.3	116.4
증감율(YoY)	26%	35%	50%	48%	63%	52%	48%	37%	40%	49%
Amaranth 10	18.9	20.4	21.5	24.2	26.2	27.8	29.3	31.4	84.9	114.8
증감율(YoY,)	124%	49%	70%	35%	39%	37%	36%	30%	62%	35%
매출액	104.9	111.1	112.7	127.2	123.7	129.6	131.5	145.2	455.9	530.0
증감율(YoY)	11%	12%	16%	14%	18%	17%	17%	14%	13%	16%
영업이익	22.9	24.6	27.3	33.6	31.9	32.3	36.0	40.9	108.5	141.1
증감율(YoY)	27%	20%	36%	14%	39%	31%	32%	22%	23%	30%
OPM	22%	22%	24%	26%	26%	25%	27%	28%	24%	27%
<b>▶ Bear case (연말 기준 ONE AI 고객사 2025년 6,000개사. 26년 7,000개사 확보 가정)</b>										
WEHAGO	15.4	17.1	17.4	19.6	21.0	22.2	22.4	23.5	69.6	89.0
증감율(YoY)	22%	23%	30%	24%	36%	30%	28%	20%	25%	28%
Amaranth 10	18.6	19.5	20.1	22.1	23.5	24.5	25.4	26.9	80.3	100.3
증감율(YoY,)	120%	43%	59%	24%	26%	26%	27%	21%	53%	25%
매출액	104.1	108.6	108.5	121.4	115.9	120.0	120.2	132.2	442.6	488.2
증감율(YoY)	10%	9%	12%	9%	11%	10%	11%	9%	10%	10%
영업이익	22.3	22.8	24.2	29.3	26.0	25.4	27.5	31.3	98.6	110.1
증감율(YoY)	23%	11%	20%	0%	16%	12%	14%	7%	12%	12%
OPM	21%	21%	22%	24%	22%	21%	23%	24%	22%	23%

자료 : 신영증권 리서치센터

## V. 주가 진단 및 밸류에이션

### 1. 현 주가, 매력적인가?

제4인뱅 사업 철회로 주가는 하락 추세 지속

2024년부터 동사의 주가 상승을 견인한 가장 큰 요인은 제4인터넷전문은행(이하 제4인뱅) 사업 진출에 대한 기대감이었다. 2024년 4월 4일 동사는 제4인뱅 사업 도전을 선언하며 신한은행과 컨소시엄을 형성해 더존뱅크 설립 계획을 발표하였다. 이에 따라 당일 동사 주가는 21% 상승하였고, 이후 사업자 예비 인가 시점이 다가옴에 따라 주가는 8만원대를 돌파하였으나, 2025년 3월 17일 사업 포기를 선언함에 따라 주가가 12% 급락하였다. 현재는 주가가 회복되지 못한 상태로 5만원대에서 머무르고 있다.

현재 밸류에이션은 기대감 상실 반영에도 매력적인 상황

현재 동사의 주가는 제4인뱅 사업 취소에 따른 실망감을 이미 반영했다고 판단한다. 현재 동사의 12개월 선행 PER는 약 24배로, 8년간 Band의 최하단이다. 처음 제4인뱅 사업 참여를 밝혔던 2024년 4월 4일 이전보다 낮아졌으며, 과거 D\_ERP와 WEHAGO 기대감이 반영되기 전인 2017년, 그리고 바우처 사업으로 인한 역기저효과와 개발자 퇴사로 인한 외주용역비 증가로 영업이익 감소가 예상되던 2022년과 유사한 수준이다. 과거 클라우드 전환과 WEHAGO, D\_ERP에 대한 기대감이 있었던 2018년부터 2021년까지 동사는 12개월 선행 PER 기준 30배 이상으로 평가되었다. 향후 ONE AI를 통한 ARPC 상승 효과와 WEHAGO 도입 확대, 가격 정상화 등 모멘텀이 존재하는 상황인 만큼 현 주가는 밸류에이션 부담이 없는 수준이라고 판단한다.

도표 52. 더존비즈온 주가 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

### 5.1. 제4인터넷전문은행 포기는 아쉽지만

은행업 진출, 리스크도 존재했다고 판단

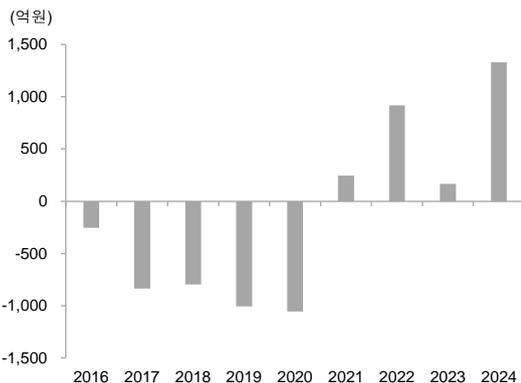
제4인터넷전문은행에 대한 기대감이 컸던 것은 사실이지만, 은행업 진출에 따른 리스크도 적지 않았던 상황이라고 판단한다. 수 천억원의 자본금 투입이 필요하며, BEP 달성까지 소요되는 시간도 적지 않을 것으로 예상되었기 때문이다. 탄탄한 본업에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려가 사업 철회의 결정적인 원인으로 파악된다.

기존 ERP 제품을 통한 금융 플랫폼 사업 지속할 것

그럼에도 신한은행과의 컨소시엄을 통한 금융사업 진출은 여전히 추진되고 있다. 인터넷 전문은행을 설립하는 대신 기존 WEHAGO, Amaranth 10과 같은 솔루션에 다양한 금융 서비스를 이용할 수 있는 금융 플랫폼을 결합하는 방식이다. 이를 통해 고객사들이 자금관리, 대출, 보험 등 서비스를 이용할 수 있도록 할 예정이다. 금융업의 리스크는 최소화하면서, 동사의 기존 솔루션과 시너지를 낼 수 있는 방식이라는 점에서 긍정적이다. 동사는 이를 위해 최근 금융위원회에 마이데이터 예비인가 신청을 진행하기도 하였다.

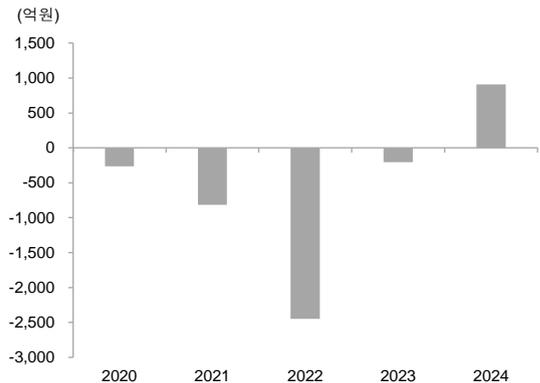
한편 동사는 신한은행, 서울보증보험과 함께 설립한 테크핀레이팅스를 통한 매출채권팩토링 사업과 기업등급 제공업(CB사업) 또한 진행하고 있다. 테크핀레이팅스 실적은 동사의 지분법 이익으로 반영되며, 동사가 테크핀레이팅스에 데이터를 제공한 대가로 수취한 수수료는 매출액으로 반영된다.

도표 53. 케이뱅크 영업이익 추이



자료 : 한국무역협회, 신영증권 리서치센터

도표 54. 토스뱅크 영업이익 추이



자료 : 한국무역협회, 신영증권 리서치센터

## 2 목표주가 산정

투자의견 매수  
목표가 85,000원 제시

더존비즈온에 대해 투자의견 매수, 목표주가 85,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가의 경우 12개월 예상 EPS 2,211원에 Target 멀티플 38배를 적용하였다. P/E 멀티플 38배는 글로벌 기업용 소프트웨어 기업 SAP와 Intuit, Hubspot의 2024년 평균 멀티플을 20% 할인하여 산출하였다. 과거 동사의 멀티플과 비교해본다면, WEHAGO 출시로 실적 개선에 대한 기대감이 존재하던 2018~2021년 평균 P/E 멀티플에 해당하는 수치이다.

SAP, Intuit, Hubspot을  
글로벌 피어로 선정

SAP를 비교기업으로 선정한 이유는 클라우드 ERP 소프트웨어 공급업체이며 한국과 일본 시장에서 경쟁관계에 있기 때문이다. Intuit와 Hubspot의 경우 각각 재무회계 솔루션과 고객관리/마케팅 솔루션을 제공하는 미국 기업인데, 두 기업 모두 중소기업이 주요 고객사라는 점에서 동사와 공통점이 있다.

글로벌 피어 대비 밸류에이션  
매력은 높다

해당 비교기업들과 동사의 과거 P/E 멀티플 추이를 2017년부터 살펴보면 (과거 적자를 기록하던 Hubspot은 제외), 동사는 평균적으로 SAP와 Intuit 대비 13.8%의 밸류에이션 프리미엄을 받아왔다. 그러나 2022년 이후 공공 사업에서의 기저 효과 등으로 실적 성장세가 둔화되며 디스카운트가 시작되었다. 2025년에도 제4인행 사업 철회에 따른 실망감으로 주가가 하락하며 현재 약 20% 할인된 멀티플로 거래되고 있다. 향후 ONE AI로 인한 고객 당 매출(ARPC) 상승, WEHAGO 가격 정상화 등 모멘텀을 통해 실적 개선에 대한 기대감을 회복되는 것이 밸류에이션 디스카운트를 축소할 수 있는 요인이라고 판단한다.

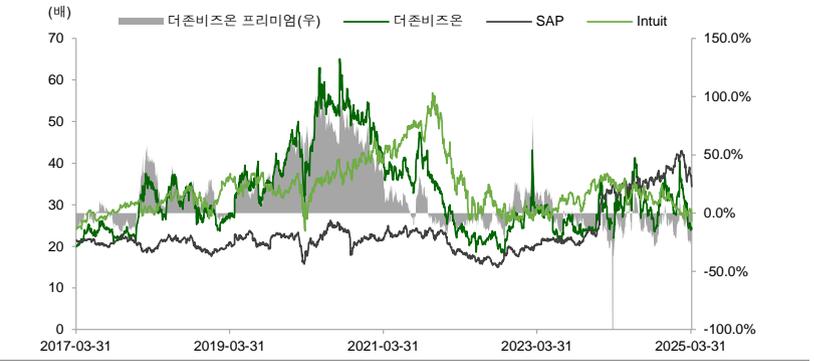
도표 55. 더존비즈온 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	가치	비고
Fwd 12M 지배순이익	67.2	1Q25F~4Q25F 지배순이익
유통주식수(백만주)	30	
Fwd 12M EPS	2,211	
Target PER	38	2024년 SAP, INTU, HUBS 평균 멀티플을 20% 할인
적정주가(원)	84,892	
<b>목표주가(원)</b>	<b>85,000</b>	
현재주가(원)	57,300	
상승여력	48.3%	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 56. 더존비즈온과 SAP, Intuit 밸류에이션 비교 (12개월 선행 P/E 기준)



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 57. 더존비즈온 12개월 선행 P/E 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 58. 더존비즈온 12개월 선행 P/B 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 59. 더존비즈온 분기별 실적 추이 및 전망

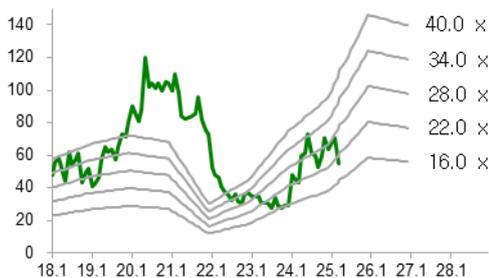
(단위: 십억원)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
영업수익	94.4	99.4	97.0	111.5	104.5	109.9	110.6	124.3	402.3	449.3	509.1
YoY	16.0%	17.0%	14.5%	7.6%	10.7%	10.5%	14.0%	11.5%	13.5%	11.7%	13.3%
<b>&lt;부문별 매출액&gt;</b>											
Lite ERP	22.5	23.3	22.6	24.6	24.3	26.0	25.9	28.3	93.0	104.5	126.4
스마트A	7.5	7.1	6.9	6.3	6.2	5.7	4.9	4.4	27.9	21.2	14.2
WEHAGO	12.6	13.9	13.4	15.9	15.7	17.9	18.8	21.5	55.8	73.9	102.7
Standard ERP	27.5	30.0	28.2	32.1	32.6	33.6	34.3	36.5	117.8	117.2	119.6
Icube	9.6	8.1	7.6	6.9	6.6	6.4	6.2	6.0	32.2	25.3	22.7
그룹웨어	7.7	6.6	6.7	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	27.1	25.4	25.1
Amaranth 10	8.5	13.6	12.6	17.9	18.8	19.9	20.8	23.2	52.6	62.9	69.2
Extended ERP	21.0	20.1	22.5	22.8	22.8	21.7	24.3	24.4	86.5	93.4	98.9
라이선스	15.3	14.2	16.5	16.4	16.3	15.1	17.5	17.5	62.4	66.3	69.8
유지보수	5.7	5.9	6.1	6.4	6.6	6.7	6.9	7.0	24.1	27.1	29.1
기타	23.4	26.0	23.7	31.9	24.8	28.5	26.1	35.0	105.1	106.5	108.9
<b>&lt;부문별 매출액 YoY&gt;</b>											
Lite ERP	5.5%	5.1%	-6.3%	3.0%	8.1%	11.7%	14.6%	14.8%	1.6%	12.4%	20.9%
스마트A	-31.5%	-26.4%	-17.4%	-27.1%	-17.8%	-19.8%	-29.0%	-30.9%	-26.1%	-24.0%	-32.9%
WEHAGO	56.3%	34.4%	-1.5%	23.2%	24.3%	29.2%	39.9%	35.6%	24.2%	32.5%	38.9%
Standard ERP	3.3%	10.7%	19.3%	11.0%	18.5%	12.1%	21.6%	13.8%	4.9%	-0.4%	2.0%
Icube	-22.3%	-27.0%	-18.8%	-35.6%	-31.1%	-21.3%	-18.1%	-12.4%	-26.0%	-21.6%	-10.1%
그룹웨어	-19.9%	-31.1%	-14.1%	-28.8%	-19.9%	-5.5%	-4.0%	8.1%	-23.8%	-6.2%	-1.2%
Amaranth 10	252.7%	202.1%	160.3%	126.6%	122.0%	46.3%	64.8%	29.5%	104.6%	19.6%	10.0%
Extended ERP	6.2%	-3.0%	4.4%	10.4%	8.7%	8.1%	8.1%	7.0%	4.5%	8.0%	5.9%
라이선스	6.1%	-4.4%	4.0%	10.2%	6.5%	6.3%	6.1%	6.4%	4.0%	6.3%	5.3%
유지보수	6.4%	0.5%	5.3%	11.1%	14.7%	12.3%	13.4%	8.6%	5.8%	12.2%	7.6%
기타	71.1%	74.0%	54.1%	6.2%	5.9%	9.5%	9.9%	9.8%	25.4%	1.3%	2.3%
영업이익	18.1	20.4	20.1	29.4	22.6	23.7	25.7	31.5	88.1	103.5	125.6
YoY	21.3%	19.1%	29.4%	18.9%	24.9%	15.9%	28.1%	6.9%	21.7%	17.5%	21.4%
OPM	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	21.6%	21.5%	23.3%	25.3%	21.9%	23.0%	24.7%
지배순이익	15.9	11.1	11.4	20.3	14.0	13.1	15.9	24.2	58.8	67.2	82.5
YoY	103.7%	22.6%	45.8%	94.4%	-12.1%	18.1%	38.8%	19.1%	67.2%	14.3%	22.9%
NPM	16.9%	11.2%	11.8%	18.2%	13.4%	11.9%	14.3%	19.5%	14.6%	15.0%	16.2%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 60. 더존비즈온 12mon fwd PER 추이

(천원)



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 61. 더존비즈온 12mon fwd PBR 추이

(천원)



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

## Appendix. 글로벌 소프트웨어 밸류에이션 비교

(단위: 십억 원, 십억 달러)

종목명		더존비즈온	SAP	Oracle	Salesforce	ServiceNow	Intuit	HubSpot
시가총액(십억원)	기준	1,714	466,328	542,986	355,715	235,311	234,230	39,262
매출액	2023	353.6	33.8	50.0	31.4	9.0	14.4	2.2
	2024	402.3	37.0	53.0	34.9	11.0	16.3	2.6
	2025F	445.8	42.8	57.1	38.0	13.0	18.4	3.0
	2026F	491.1	48.1	65.2	40.8	15.6	20.6	3.5
영업이익	2023	69.1	6.3	13.1	1.0	0.8	3.1	-0.2
	2024	88.1	5.0	15.4	5.0	1.4	3.6	-0.1
	2025F	100.5	11.9	24.9	12.5	4.0	7.3	0.5
	2026F	112.9	14.0	26.8	13.9	4.9	8.3	0.7
당기순이익	2023	35.2	6.6	8.5	0.2	1.7	2.4	-0.2
	2024	58.8	3.4	10.5	4.1	1.4	3.0	0.0
	2025F	66.9	8.2	17.2	9.8	3.4	5.5	0.5
	2026F	77.1	9.7	19.4	10.9	4.2	6.3	0.6
PER	2023	26.8	43.1	32.6	154.2	82.6	60.4	—
	2024	29.4	88.2	30.2	53.5	150.9	58.9	13,460.3
	2025F	26.1	36.5	22.3	25.4	48.0	29.9	56.4
	2026F	22.8	30.1	20.0	22.9	39.6	26.0	46.1
PBR	2023	1.9	3.8	267.9	2.9	19.0	8.3	21.9
	2024	3.3	6.1	37.1	4.6	22.8	9.8	18.9
	2025F	3.1	5.6	19.3	4.1	12.6	8.0	11.4
	2026F	2.8	5.0	11.1	3.7	9.2	6.5	9.0
EV/EBITDA	2023	10.6	23.6	18.5	29.4	97.9	36.1	—
	2024	16.9	48.8	17.9	27.1	104.4	40.6	568.3
	2025F	12.8	23.8	15.4	16.0	34.3	21.5	38.7
	2026F	11.4	20.2	13.6	14.0	26.7	18.8	30.3
ROE (%)	2023	7.0	14.7	—	0.4	27.3	14.1	-14.1
	2024	11.3	7.1	214.1	7.0	16.5	16.6	0.3
	2025F	12.5	14.6	93.0	15.2	22.6	25.7	22.2
	2026F	13.0	16.8	53.9	15.3	21.2	26.5	22.1
EPS (원, 달러)	2023	1,082	5.7	3.2	0.2	8.5	8.5	-3.3
	2024	2,170	2.9	3.8	4.3	6.9	10.6	0.1
	2025F	2,158	7.1	6.0	10.0	16.3	19.3	9.2
	2026F	2,471	8.6	6.7	11.2	19.8	22.2	11.2
EPS 성장률 (%)	2023	60.1	3.9	26.5	-86.1	426.7	15.0	-40.4
	2024	100.6	-17.2	21.3	1,923.8	-18.4	24.6	—
	2025F	11.6	39.8	7.7	24.1	17.2	14.2	13.2
	2026F	14.5	21.1	11.3	9.3	21.2	14.9	22.4

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

더존비즈온(012510.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,536	4,023	4,493	5,091	5,664
증가율(%)	16.2	13.8	11.7	13.3	11.3
매출원가	2,008	2,183	2,407	2,670	2,941
원가율(%)	56.8	54.3	53.6	52.4	51.9
매출총이익	1,528	1,840	2,086	2,421	2,723
매출총이익률(%)	43.2	45.7	46.4	47.6	48.1
판매비와 관리비 등	837	959	1,051	1,165	1,283
판매비율(%)	23.7	23.8	23.4	22.9	22.7
영업이익	691	881	1,035	1,256	1,440
증가율(%)	51.9	27.5	17.5	21.4	14.6
영업이익률(%)	19.5	21.9	23.0	24.7	25.4
EBITDA	1,058	1,254	1,392	1,537	1,661
EBITDA마진(%)	29.9	31.2	31.0	30.2	29.3
순금융손익	-146	-23	-76	-89	-100
이자손익	-137	-140	-142	-140	-138
외화관련손익	2	0	0	0	0
기타영업외손익	-83	109	-105	-119	-136
종속및관계기업 관련손익	-7	-14	-12	-10	-9
법인세차감전계속사업이익	454	954	842	1,038	1,194
계속사업손익법인세비용	111	173	194	241	278
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	343	780	648	797	917
증가율(%)	48.5	127.4	-16.9	23.0	15.1
순이익률(%)	9.7	19.4	14.4	15.7	16.2
지배주주지분 당기순이익	352	588	672	825	949
증가율(%)	47.9	67.0	14.3	22.8	15.0
기타포괄이익	-100	-24	-24	-24	-24
총포괄이익	243	756	623	772	892

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,256	2,159	2,832	3,615	4,562
현금및현금성자산	541	1,214	1,663	1,996	2,122
매출채권 및 기타채권	487	539	600	712	851
재고자산	12	13	14	16	18
비유동자산	7,577	8,217	8,054	7,917	7,800
유형자산	3,728	3,611	3,600	3,590	3,579
무형자산	1,044	1,256	1,142	1,053	984
투자자산	410	871	833	796	758
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,833	10,376	10,887	11,532	12,361
유동부채	4,155	2,043	2,070	2,106	2,145
단기차입금	180	380	380	380	380
매입채무및기타채무	374	412	439	475	513
유동성장기부채	2,539	51	51	51	51
비유동부채	225	2,785	2,785	2,785	2,785
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2,500	2,500	2,500	2,500
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,380	4,828	4,855	4,891	4,929
지배주주지분	4,271	5,389	5,896	6,534	7,357
자본금	157	157	157	157	157
자본잉여금	2,265	4,745	4,745	4,745	4,745
기타포괄이익누계액	-2	5	-19	-43	16
이익잉여금	2,859	1,321	1,852	2,515	3,279
비지배주주지분	182	160	136	107	75
자본총계	4,453	5,548	6,031	6,641	7,432
총차입금	2,789	3,014	3,014	3,014	3,014
순차입금	750	214	900	221	-594

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,012	1,036	1,042	1,000	1,035
당기순이익	343	780	648	797	917
현금유출이없는비용및수익	783	597	707	676	650
유형자산감가상각비	258	260	243	192	152
무형자산상각비	110	114	114	89	69
영업활동관련자산부채변동	36	-110	24	-91	-116
매출채권의감소(증가)	22	-51	-60	-113	-139
재고자산의감소(증가)	6	1	-1	-2	-2
매입채무의증가(감소)	0	5	27	36	38
투자활동으로인한현금흐름	-685	-345	-129	-302	-645
투자자산의 감소(증가)	-115	-474	24	24	24
유형자산의 감소	6	4	0	0	0
CAPEX	-254	-153	-153	-154	-155
단기금융자산의감소(증가)	241	27	-174	-346	-689
재무활동으로인한현금흐름	-327	-64	-227	-180	-202
장기차입금의증가(감소)	0	2,500	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	2	-238	-186	-62
현금의 증가	0	628	449	333	126
기초현금	541	585	1,214	1,663	1,996
기말현금	541	1,214	1,663	1,996	2,122

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	1,117	1,867	2,134	2,621	3,016
BPS	16,765	19,787	21,398	23,425	26,041
DPS	217	477	500	580	660
Multiples (배)					
PER	25.9	34.1	26.9	21.9	19.0
PBR	1.7	3.2	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.2	15.7	12.0	10.4	9.1
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	47.6%	67.2%	14.3%	22.9%	15.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	37.6%	18.5%	11.0%	10.4%	8.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.8%	15.6%	11.2%	12.6%	13.0%
ROE(지배순이익 기준)	8.2%	12.2%	11.9%	13.3%	13.7%
ROIC	13.8%	17.2%	19.8%	24.4%	28.0%
WACC	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
안전성(%)					
부채비율	98.3%	87.0%	80.5%	73.7%	66.3%
순차입금비율	16.8%	3.9%	14.9%	3.3%	-8.0%
이자보상배율	4.8	6.0	7.0	8.5	9.8

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목**   **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
           **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우  
           **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업**   **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천  
           **중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천  
           **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 등 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일(20250331)	매수 : 87.76%	중립 : 11.56%	매도 : 0.68%	

[당사와의 이해 관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션			
더존비즈온	-	-	-	-	-	-	-

더존비즈온 : 과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-04-14	매수	85000		

