



| AI 소프트웨어 |

더존비즈온 (012510.KS)

더 좋은 뷰조! 더존비즈온

2024 review: 동사는 클라우드 전환에 발맞춘 신제품 전환으로 트렌드에 따른 매출구조 전환을 이끌어내고 있다. 클라우드 제품의 특성으로 비용 절감을 이뤄내고 반복매출로 업셀링의 기회를 잡았으며, AI 어시스턴트 도입으로 그 기회를 놓지 않으려는 선순환을 만들어냈다. 3월부터 본격적으로 판매를 시작한 아마란스 10 또한 무적 고객사 4천개를 예상하며 순항 중에 있다.

Investment Point 1. 클라우드 전환의 수혜자, 더존

동사는 '25년 온프레미스 제품 위주의 매출구조를 60%이상 클라우드 제품 매출로 바뀔 것'을 예상하고 있다. AI의 발전 속에서 기업들이 클라우드의 전환을 필수적으로 요하는 이러한 상황은 매출구조의 순조로운 변화를 의미한다. 이러한 상황 더존비즈온에게 있어서 1)비용 절감, 2)반복현금 창출로 업셀링 기회 창출 전망을 시사하는 바이다.

Investment Point 2. AI로 이익은 곱하고 비용은 나누고

앞선 클라우드 전환으로 얻은 업셀링 기회를 동사는 One AI라는 제품으로 최소 200억의 추가 매출을 실현시킬 것이다. One AI는 기존 타사 대비 차별화된 기술은 가진 AI 어시스턴트로 업무효율을 약 67% 정도 절감시킬 수 있으며 이에 대한 미래 수요도 충분히 남아있는 상황이기 때문에 잠재고객의 10%만 One AI를 사용한다면 위와 같은 수치가 나타날 것이다.

Investment Point 3. 신규시장 is an open door

OneAI 업셀링에 이어 아마란스 10을 이용한 신규고객 누적 4,000개를 달성할 동사는 중소/중견기업 ERP 시장에서 압도적인 점유율을 보이며 시장의 새로운 패러다임을 그려나갈 예정이다. 아마란스 10은 높은 ASP에도 불구하고 고객의 기준에서 추가적인 비용 부담이 없어 동사와 고객사 모두에게 합리적인 거래를 이끌어 내 동사의 주력 상품 중 하나로 자리잡을 예정이다.

Valuation

'18~'20년 클라우드 사이클을 및 WEHAGO 출시를 통한 클라우드 전환 반영, Historical PER방식을 사용해 Valuation을 진행하였다. **목표주가 96,500원, 상승여력 42%로 투자 의견 BUY를 제시한다.**

Investment Fundamentals

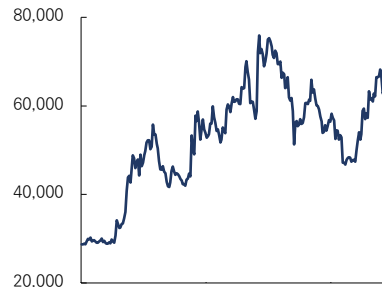
FYE Dec	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,187	3,043	3,546	3,925	4,686
영업이익	712	455	691	798	1,281
순이익	544	231	343	557	651
EPS	1,791	760	1,230	1,834	2,144
PER	51.2	22.4	10.6	37.5	45
PBR	5.55	1.2	0.8	4.3	3.8
OPM	22.3	15.0	19.5	20.3	27.3
ROE	10.8	5.3	7.7	11.4	12.0

투자 의견	BUY
목표주가	96,500원
현재주가(11.26)	67,800원
상승여력	42%

Stock Data

KOSPI(10/2)	2,520.36
KOSDAQ(10/2)	693.15
시가총액	2조 600억원
발행주식수(주)	30,382,784
52주 최고/최저가(원)	78,300/28,650
외국인지분율(%)	10.49
주요주주(%)	김용우 외 10인 22.77
	신한밸류업제일차 10.24
주가상승률(%)	1개월 25.56
	6개월 11.88
	12개월 135.83

Stock Price



Research Team 5

팀장	38기 고은진	ashko7725@gmail.com
	38기 김지우	jiug712@gmail.com
	38기 최용호	manlyyh@gmail.com
	39기 유재현	jayyoo2000@gmail.com
	39기 이종택	jtl430@naver.com
	39기 형주훈	wndnsl2004@naver.com

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Analysis.....	4
III . Investment Point	6
1. 클라우드 전환의 수혜자, 더존.....	6
1-(1). 준비됐어 신(제품)? 당연히지 시(장)	
1-(2). 원가 비용 다이어트로 opm은 근육질	
1-(3). SaaS 기업의 킥, 반복 매출 현금흐름	
2. 업셀링 기회, 놓치지 않을거예요~	9
2-(1). 나야, One AI.	
2-(2). 옮겨올엔 회장님덕에 One AI 놔드려야겠어요.	
3. 신규시장 is an open door.....	12
3-(1). Amarnath 10, ‘시들지 않는 꽃’	
3-(2). OmniEsol로 대기업, 공공기관까지 사업영역 Extended	
IV . Check Point	14
V . Risk	16
VI . Estimate Logic	17
VII . Valuation	20

본 리서치팀은 무르익는 AI 사이클 속 소프트웨어가 주도권을 잡을 것으로 판단, 클라우드 마이그레이션을 뒷받침할 B2B SW 중에서도 범용성을 가진 ERP 산업에 집중한다. 생성형 AI 도입으로 구독형 클라우드 ERP 솔루션의 전환이 가속화되고 있는 상황에서, 과점적 점유율을 차지하고 있는 동사는 구독형으로의 사업구조 변화와 AI 업셀링을 바탕으로 '25년 폭발적인 성장 모멘텀을 마주할 것으로 전망한다.

I. Industry Analysis

하드웨어보다 소프트웨어 보면? 이제 보인트

현재 기술주 중심의 주식시장은 과거 굽적한 기술혁신이 출현했던 테크 사이클의 궤적을 그대로 따라가고 있다. 특히 주가지수의 패턴 뿐만 아니라 주도 업종의 순서 또한 유사하다는 점은 과거 기술혁신 사이클을 참고해야 한다는 강력한 근거이다. '96년 PC 혁명, '16년 클라우드 사이클 모두 초반 2~3년 구간은 인프라에 해당하는 하드웨어 기반 기업이 강세장을 주도하였다. 그러나 결국은 구글이나 아마존같은 소프트웨어 플랫폼 기업의 시장주도로 그 흐름이 이어져 나갔다. 이번 AI 사이클 또한 '24년 3분기를 기점으로 하드웨어(반도체 기업)에서 AI 소프트웨어 기업으로의 주도권 이전 조짐이 보이며, AI 기술 발전에 따라 소프트웨어는 필수재化되어 보다 큰 성장을 보여줄 것으로 전망한다.

테크 사이클의 추세는 일반적으로 ①H/W 혁신 ②단가하락 ③수요 확산 및 인프라 구축 ④S/W의 전방수요 충족으로 S/W 강세의 형식을 띈다.

과거 테크 사이클을 반복하고자 하는 SW 혁신

'96년 PC혁명의 경우 ①INTEL, MS와 같은 하드웨어 기반 기업들의 기술 혁신 ②PC 단가 하락 ③PC 수요가 확산되며 인프라 구축 필요성 대두, 이후 ④S/W를 주요 사업으로 영위하던 Cisco, Oracle, Java와 같은 기업들이 수혜를 입었다.

'16년 클라우드 사이클에서는 ①메모리 제조 기업들의 기술 혁신 ②메모리 반도체 단가 하락 ③클라우드 컴퓨팅과 데이터센터 등 IT 서비스 수요가 증가하며 인프라 확충, 이후 ④클라우드를 적극적으로 반영한 Microsoft, Amazon, Google, Netflix, Meta 등의 소프트웨어 플랫폼 기업이 바통을 이어받았다.

과거 테크 사이클과 유사한 주가 경로를 밟고 있는 AI 사이클

(강세장 시작=100, Log Scale)



출처: Investing.com, RFS Team 5

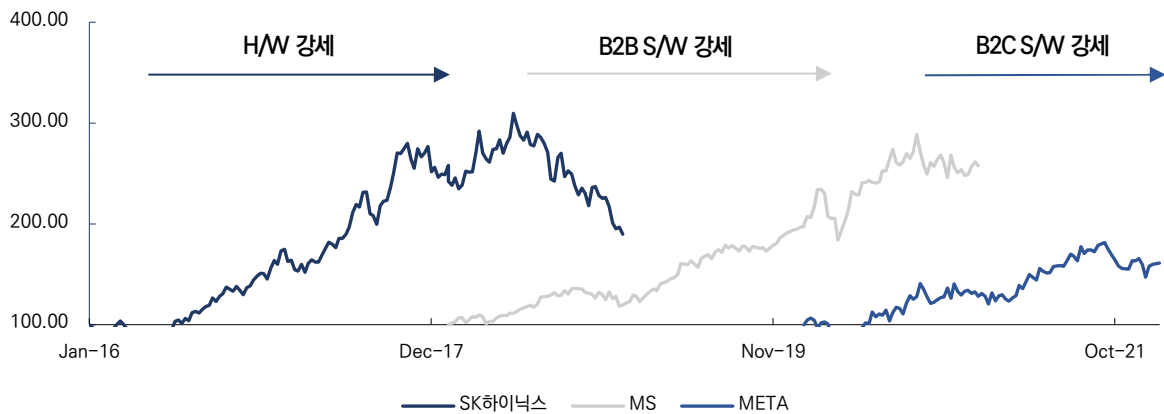
클라우드로 작동되는 AI SW
전방수요로 수혜를 받을
SaaS 기업들

AI 강세로 클라우드는 방긋

현재 진행중인 AI 혁신도 이와 다르지 않다. ①AI가 촉발한 메모리 반도체 혁신으로 엔비디아나 TSMC 등 반도체를 공급하는 기업들의 강세가 지속되었으며, ②고성능 GPU의 단가가 안정화되었고, ③AI수요에 부응한 데이터 센터 구축이 늘어나며 ④AI를 적극적으로 도입한 소프트웨어의 수익성이 확인되고 있다. 이전 사이클과 같은 단가 하락은 발생하지 않았지만, 클라우드 서버운영방식으로 작동되는 AI S/W의 전방수요는 충분하다고 판단된다. 이미 많은 기업들이 AI 기반의 SaaS(Software-as-a-Service) 제품을 사용하고 있으며, 특히 AI 사용을 위한 클라우드 기반 작업환경으로의 마이그레이션을 뒷받침하는 SaaS 제공 기업들의 수혜가 본격화될 것이다.

클라우드 주도주 상대주가

(SK하이닉스: Jan-16=100, MS: Jan-18=100, META: Jan-20=100)



출처: Investing.com, RFS Team 5

SaaS는 AI 산업 성장세 속 걸음을 함께하는 '필수' 산업이다. SaaS는 AI를 개발하는 데 필요한 도구를 제공하며, AI는 다시 SaaS에 투입되어 AI 데이터를 처리하는 것에 특화된 SaaS 개발에 기여한다. 특히 최근 AI 모델의 추론기능 발전으로, 소프트웨어를 서비스의 일종으로 제공해왔던 Software-as-a-Service 흐름은 AI를 도입한 소프트웨어로 효율적인 서비스를 제공하는 Service-as-a-Software로의 패러다임 전환이다. Service-as-a-Software는 AI 기술을 활용해 고객 맞춤형 서비스를 제공하는 것으로, 단순히 소프트웨어 접근권을 제공하는 것을 넘어 고객의 구체적 니즈를 해결하는 데 초점을 맞춘다. '서비스형 소프트웨어'가 기존의 소프트웨어 시장을 구독형으로 전환하는 기회였다면, '소프트웨어형 서비스'는 기존의 영업, 마케팅, 개발, 리쿠르팅, HR, 회계, 보안 등 서비스 산업 전반을 다루며 방대한 기회를 창출한다

기업들은 현재 AI agent 많이 중

SW는 이제 생산을 위한 도구 새로운 물결을 일으킬 AI Agent

SaaS의 패러다임 전환에 따라 **소프트웨어**는 이제 '생산성을 높이는 도구'가 아닌 '**생산**을 위한 도구'로 변모할 것이다. Chatbot의 다음 단계인 **AI Agent**는 소프트웨어를 통한 업무 자동화의 포문을 열었다. AI Agent는 업무가 주어지면 스스로 어떤 데이터를 수집해야 할 지 결정·수집하고, 해당 데이터로 목표를 달성하기 위해 어떤 업무를 수행해야 하는지를 스스로 결정하고 행동한다. AI Agent를 특히 활발히 도입하고 있는 분야는 **기업을 대상으로 하는 엔터프라이즈(B2B) S/W**이다. ERP, SCM, CX, HCM 등의 엔터프라이즈 S/W의 전반적인 워크플로우에 AI Agent의 작업 수행 능력을 결합하여 기업의 생산성 및 효율성을 획기적으로 높일 수 있기 때문이다.

현재 AI Agent의 역할은 고객 센터의 업무를 대체하는 쪽으로 등장했으나, Salesforce, Microsoft, Amazon, ServiceNow 등 대규모 S/W 기업들이 AI Agent에 지속적인 투자를 발표한 만큼, 미래 생성형 AI의 두번째 물결은 사용자를 대신해 생각하고 행동할 수 있는 AI Agent가 일으킬 것으로 기대된다.

주요 엔터프라이즈 S/W 기업의 AI Agent 관련 Comment

기업명	Comment
Microsoft	-코파일럿 스튜디오를 통해 기업들이 자체 자율 AI 에이전트를 개발할 수 있는 기능을 11월에 출시 예정 -클라우드 기반 CRM 애플리케이션인 다이내믹스 365에 10개의 자율 에이전트를 도입
SalesForce	-AI 에이전트 개발 플랫폼인 '에이전트포스' 출시 -에이전트포스를 통해 기업들이 비즈니스 리드 검증, 잠재 고객 연락, 미팅 예약 등의 작업을 자동화할 수 있도록 지원 -슬랙을 통해 다양한 회사의 AI 에이전트들과 연동하여 사용자-에이전트 간 커뮤니케이션 플랫폼으로 발전 계획
ServiceNow	-IT, 고객 서비스, 조달, HR, 소프트웨어 개발 등의 업무를 자동화하고 관리할 수 있는 AI 에이전트를 플랫폼에 통합 예정 -IT 및 고객 서비스 관리 티켓 요청을 처리하는 AI 에이전트를 우선적으로 출시 계획
Palantir	-고객들이 법무, 인사, 사무실 운영 등과 관련한 자체 AI 에이전트를 개발하여 내부에서 사용할 수 있도록 지원

출처: 각 사, RFS Team 5

엔터프라이즈 소프트웨어 특성 정리

엔터프라이즈 특성 분류	특성
전사적 자원 관리 (ERP)	인사, 재무, 생산 등 독립적으로 운영되던 관리 시스템을 하나의 통합 시스템으로 재구축 할 수 있는 기능
공급망 및 제조(SCM)	제품, 서비스를 제공하기 위해 공급망이 가지고 있는 제한된 자원으로 최대의 성과를 올리게 하는 기능
고객 경험(CX)	마케팅, 판매, CS 등의 다양한 지점에서 고객과 소통하는 방법을 지원하는 기능
인적자원관리(HCM)	표준 인적 자원 관리를 수행하며 직원 및 기업의 생산성을 높이는 기능
AI 에이전트	비즈니스 전반의 워크플로우, 데이터를 관리해 업무의 효율을 높여주는 기능

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

ERP 없이는 못 살아

ERP는 AI 경영 분석 플랫폼으로 진화하고 있고, AI 기술력이 곧 ERP 기업의 경쟁력이 되는 시대가 오고 있다

ERP(Enterprise Resource Planning, 전사적 자원 관리)는 AI 발달과 함께 단순한 데이터 관리 도구에서 벗어나 **AI 기반 경영 분석 플랫폼으로 진화**하고 있다. ERP는 재무, 구매, 생산, 판매 등 상이한 경영 활동 간의 연결고리가 되어 기업이 잘 운영될 수 있도록 하기 때문에 중소기업부터 대기업까지 모든 기업 형태에서 사용하는 범용적 소프트웨어이다. 또한, 기업이 성장할수록 다뤄야 하는 데이터의 양과 질 모두 성장하기 때문에 ERP 솔루션의 중요도는 기업의 성장할수록 높아진다. AI를 이용해 효율성 증대를 원하는 고객사의 수요로 인해 ERP 시장에서 AI 도입은 거부할 수 없는 흐름이며, **AI 기술력은 ERP 기업의 경쟁력**이 되어가고 있다.

따라서 1) AI 도입 솔루션 출시, 2) 고객사의 파이와 상방의 충분한 확보가 완료된 **더존비즈온**을 국내 최선호주로 제시한다.

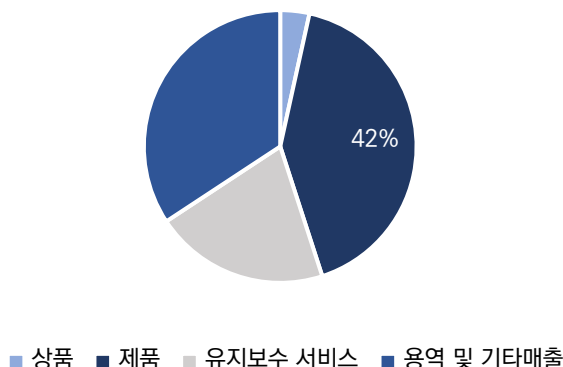
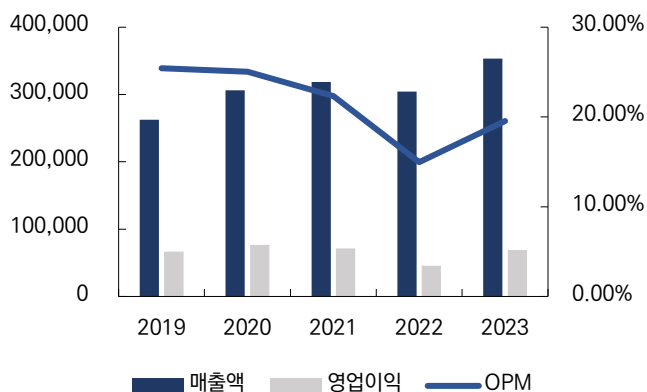
II. Company Analysis

더존비즈온: 기업의 기틀을 잡아주는 기업

더존비즈온은 ERP로 대표되는 기업 정보화 소프트웨어의 다양한 솔루션과 서비스를 제공한다. 3Q24 기준, 소프트웨어 제품의 판매, 유지 보수, 용역이 차지하는 비중이 전체 매출의 93%이고 그 중 43%가 소프트웨어의 판매이므로 **기업 소프트웨어의 기술력이 동사 성장에 핵심이 된다**. 동사 소프트웨어 핵심 제품인 ERP는 '전사적 자원 관리'를 위한 소프트웨어이다. 따라서, 본 리서치 팀은 다시 도래한 클라우드 사이클과 맞물려 SaaS ERP 기술력을 확보한 더존비즈온의 매출 확대 시점이 현재라고 판단한다.

매출, 영업이익, 영업이익률 추이

(단위: 백만원, %) 매출액 비중



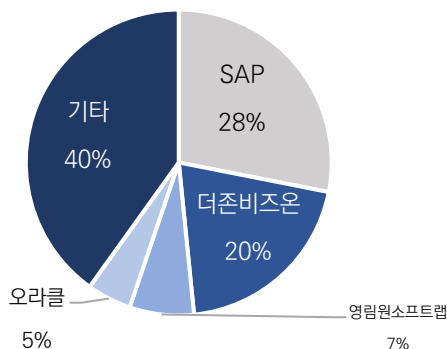
출처: 더존비즈온, RFS Team 5

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

ERP는 동사의 핵심 제품이자 전사적 자원 관리 소프트웨어이다. 국내 ERP 시장 점유율에서 기타 항목이 40%를 차지할 만큼 많은 기업이 시장에 뛰어들어 시장임에도 불구하고, 동사는 SAP(28%)에 이어 **국내 ERP 시장 점유율 20%를 달성했다**. 동사의 ERP는 적용되는 기업의 매출액 규모, 직원 규모에 따라 차등적으로 ERP 소프트웨어를 제공하고 있으며, 다양한 기업의 전사적 자원 관리를 커버할 수 있다.

국내 ERP 시장 점유율

소프트웨어 매출 유형별 세부 정보



소프트웨어 매출 유형	세부 품목	소프트웨어 매출 내 비중
상품	S/W, H/W, GreenFAX, 보안, 모바일 등	3%
제품	Smart A, iCUBE, ERP iU, ERP10, WEHAGO, Amamath10 등	42%
유지보수 서비스	스마트A, iCUBE, Amamath10, ERP간접, 모바일, BIZBOX 등	21%
용역 및 기타 매출	서버보안서비스, 보안솔루션서비스, 기타매출 등	34%

출처: 한국IDC, RFS Team 5

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

동사의 ERP 제품은 크게 ①Lite ERP, ②Standard ERP, ③Extended ERP로 구분되며 다시 세부적으로 온프레미스형(On-premise)과 클라우드형으로 나뉜다.

- ① Lite ERP: Lite ERP에는 온프레미스형의 더존SmartA, 클라우드형의 WEHAGO로 나뉜다.
- ② Standard ERP: Standard ERP에는 온프레미스형의 더존iCUBE, 클라우드형의 Amaranth10으로 나뉜다.
- ③ Extended ERP: Extended ERP에는 온프레미스형의 더존ERP10/ERP10, 클라우드형의 OmniEsol로 나뉜다.

Lite, Standard, Extended는 직원 규모에 따라, 온프레미스형과 클라우드형은 매출액의 정도, 기업에서 다루야 하는 데이터의 양이나 질에 따라 달라진다. 특히, 클라우드형인 WEHAGO, Amaranth10, OmniEsol은 클라우드를 통해 배포될 수 있는 동사의 제품인 'One AI'와 결합되어 다양한 산업에서 대규모의 경영 데이터를 효과적으로 다룰 수 있다. 엔터프라이즈 소프트웨어 산업은 온프레미스 보다는 클라우드로의 확대에 집중되고 있으며 시가 소프트웨어 성장의 구심점으로 떠오르며 클라우드 소프트웨어 확대에 기여했다.

더존비즈온 ERP 제품 도식화



출처: 더존비즈온, RFSTeam 5

III. Investment point

Investment Point 1. 클라우드 전환의 수혜자, 더존

동사의 클라우드 ERP 신제품 WEHAGO, Amaranth10의 성공적인 매출 상승은 '25년 매출액 4,680억원(YoY+19.4%)을 달성하며 온프레미스 대비 클라우드의 장점인 1) 초기 구축비용 감소, 2) 유지보수 비용 감소로 인한 주력 제품의 순조로운 변화 속 1) 원가 절감, 2) 반복 매출을 통한 현금흐름 개선의 수혜를 입을 수 있을 것으로 전망한다.

1-(1). 준비됐어 신(제품)? 당연히지 시(장)

동사는 '25년 40%이상의 신제품 전환율을 이끌어내며 매출구조의 순탄한 전환과 이에 따른 효과를 얻을 예정이다. 최근의 산업 추세를 보면 1) 기업 내 데이터의 양이 급격히 증가하고, 2) 데이터 중 비정형 데이터의 비중이 높아져 데이터 처리, 저장의 난이도가 증가하고 있다. 이에 온프레미스 서버의 단독 데이터 처리는 어려워지며 클라우드 방식으로의 서버운영방식 이전은 필연적이게 된다. 뿐만 아니라 유지·보수에도 클라우드는 온프레미스 대비 절대우위에 있으며, 시장의 급격한 변화를 예고하는 바이다.

온프레미스 ERP와 클라우드 ERP

	온프레미스 ERP	클라우드 ERP
구현 속도	1년 이상	월 단위로 측정
사무실 외부에서 액세스	불가능 또는 어려움	인터넷, 암호 등을 통해 액세스
유지 보수	사용자 책임	클라우드 제공 업체의 책임
보안 패치	사용자 책임	클라우드 제공 업체의 책임
기능 업데이트	IT 부서가 직접 업데이트	정기적 자동 업데이트
인프라 요구 사항	내부적 지원 필요	클라우드 제공 업체가 관리
데이터의 관련성/적시성	일괄 처리 타이밍에 따라 달라짐	실시간 데이터 업데이트

출처: Oracle, RFS Team 5

이러한 변화에 대응해 동사는 온프레미스형/클라우드형 두 가지의 ERP 제품 포트폴리오를 보유하고 있으며, 기존에 온프레미스형 ERP를 사용하던 기업의 클라우드형으로의 변환 수요를 충분히 받아줄 수 있을 만큼의 클라우드 기술력을 확보한 상황이다.

41%의 클라우드 전환율을 이끌어 내고 있는 Lite ERP의 클라우드형 서비스 WEHAGO는 1) 기존 온프레미스 제품 SmartA의 '25년 유지보수 서비스 종료에 힘입어 2Q24 기준 Lite ERP의 유지보수 고객 중 25%가 Smart A를 사용하고 있는 것으로 확인되며, 특히 80% 이상의 점유율을 가진 세무회계사무소에 WEHAGO T 집중 영업으로 빠른 클라우드 전환이 기대되는 상황이다.

더하여 전환율 48%를 자랑하는 Standard ERP의 클라우드형 서비스 Amaranth 10 또한 기존 iCUBE (G20) 및 일부 그룹웨어가 단종된 상황에서 Standard ERP의 기존 유지보수 고객은 약 11,000여 개 사로, 이 중 20%만 클라우드를 사용 중이기에 최대 8천여 이상의 고객사가 Amaranth 10 전환이 가능하다.

3Q24에서 Lite와 Standard ERP 각 사업부에서 온프레미스 제품 매출액은 각각 26%, 23% 감소한 반면, 클라우드 플랫폼은 각각 25%, 195% 성장하였다.

비정형 데이터:
미리 정의된 구조가 없는 텍스트,
그래픽, 동영상 등의 데이터

비정형 데이터를 활용하기 위해선
많은 변환과 분석 필요

= 데이터가 차지하는 공간의 비대

1-(2). 구석기? 이제는 구독기 시대

구독형 수익구조의 이점

= 반복매출 증가

= 재무구조를 개선

SaaS 기업에 반복 매출

= 업셀링의 기회

성공적인 클라우드 전환은 구독형 수익구조의 이점으로 반복매출(ARR)이 107% 증대된 안정된 매출 구조를 만들 수 있다. 이는 WEHAGO 66% 가격상승을 필두로 전반적인 P 상승을 이점으로 갖는 업셀링의 기회를 가져오며 매출 구조의 선순환으로 이어질 것이다. 이는 구축형 ERP와 구독형 ERP의 본질적인 수익구조 차이에 기인한다. 구독형은 구축형과 같이 초기 서비스 제공당시에만 매출이 집중되고 이후로는 고객당 유지보수 매출 등 자잘한 금액만 들어오는 것이 아닌, 구독료로 인한 꾸준하고 점진적인 반복매출이 발생하기 때문에 안정적인 매출 구조를 낳는다.

특히 WEHAGO의 경우 가격 정책 재정비를 바탕으로 전환 고객에게 기존보다 높은 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 예상된다. '19년 처음 판매를 시작한 WEHAGO 서비스는 '20년 K-바우처 등 정부 지원 사업에 참여하며 출시 가격의 50% 수준에 서비스를 제공하며 출혈 정책을 펼쳤고 이는 스마트 A의 66% 수준이었다. 또한 Smart A에서 전환하는 고객들에게 올해까지 34%의 프로모션을 제공했던 동사는 Smart A 단종과 성공적인 클라우드 전환으로 '26년까지 Smart A 수준으로 꾸준한 가격상승을 이어갈 것으로 전망한다.

추가로 SaaS 기업에게 높은 반복 매출(ARR)은 매우 중요한 요소이다. 소프트웨어 사업은 장기적인 비즈니스를 지향하는 특성을 지니기 때문에, 기존 제품에 대한 신뢰를 바탕으로 추가적인 제품을 수용할 가능성이 높아진다. 이로 인한 업셀링 및 크로스 셀링 기회 창출이 기대되며, 동사는 위의 기회로 수익 확장 수혜를 받을 것이라 전망한다.

클라우드 중심 사업구조 변화로
비용효율화 가능

→ 매출원가율, OPM 개선

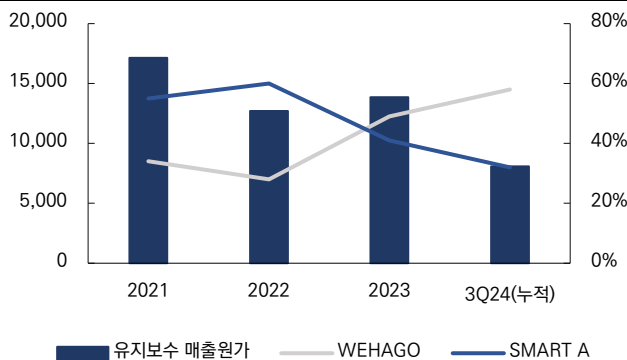
1-(3). 원가 비용 다이어트로 opm은 근육질

클라우드 중심의 사업구조 변화를 통해 **동사는 4Q25기준 매출원가율 43.8%, OPM 56%**를 달성할 것이다. 온프레미스 플랫폼 제공기업은 사용기업 내부에 서버 운영실을 구축해줘야 하고 정기적인 운영보수비를 받기 때문에 서버운영실의 자잘한 오류나 단순 고장에 대해서 플랫폼 제공 기업이 유지, 보수를 해줘야 한다는 번거로움이 있다. 이로 인해 서버실 설치와 유지보수 비용 모두 매출원가로 반영이 되기에 상대적으로 높은 원가율을 갖는다. 그러나 온프레미스 대비 클라우드 플랫폼은 서버 운영실이 필요하지 않기 때문에 초기 구축비용이 없으며, 유지 보수에 대한 비용도 많은 부분 절감되기 때문에 동사의 유지보수 매출원가도 이러한 기조를 보이며, 실제 **3Q24에는 전년도 대비 49% 감소한 약 80억가량의 비용 절감**을 이뤄냈다.

추가적으로, 대기업을 대상으로 하는 기존 Extended ERP 사업부의 경우 **온프레미스 매출 비중이 100%로, 비용효율화의 여지가 충분히** 남아있다. 동사는 '24년 대기업을 대상으로 하는 AI 클라우드 플랫폼 OmniEsol을 출시했으며, Extended ERP 사업부에서 또한 클라우드 방식으로의 전환을 준비하고 있다. 이는 Extended ERP 사업부에서의 전환 수요 측면에서 아직 동사의 비용효율화의 기회가 충분함을 의미한다.

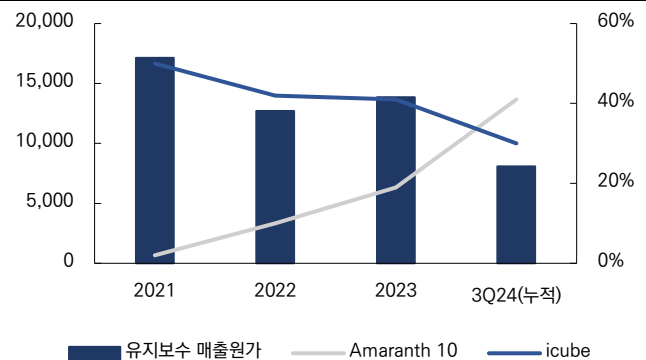
Lite ERP 매출액 점유율, 유지보수 매출원가

(단위: 백만원)



Standard ERP 매출 점유율, 유지보수 매출원가

(단위: 백만원)



출처: 더존비즈온, RFS Team 5

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

Investment Point 2. 업셀링 기회, 놓치지 않을거예요~

동사의 ONE AI는 클라우드 기반 ERP 솔루션 이용자들에게 1) AI Agent 사용, 2) 업무 시간 효율화를 달성할 수 있는 매력적인 추가 옵션을 제공하며, **WEHAGO, Amaranth 10을 사용하는 약 7만개사에 업셀링 및 크로스 셀링이 가능할 것으로 전망한다.** 탄탄한 기존 고객을 기반으로 한 인프라와 생성형 AI 솔루션으로 P를 증가시키고 클라우드 전환 업셀링을 통한 Q 증가로 매출액 성장 모멘텀을 보여줄 것이다.

2-(1). 나야, One AI.

돌아온 클라우드 사이클로 인한 업셀링 기회 속에서, 'ONE AI'의 시의적절한 출시로 기존 고객에게 새로운 AI ERP 서비스를 제공할 수 있게 되었다. ERP는 이전부터 존재하며 기업의 경영 전반을 관리하는 소프트웨어였다. 그러나 기업이 다루는 데이터, 정보가 정형 데이터에서 비정형 데이터로 확장되면서 ERP 효율화에 대한 수요가 증가했다. AI 기반 시설이 없는 기업이 경영에 비정형 데이터를 활용하는 것은 비효율적이다. 이를 극복하기 위해 선택한 대안이 클라우드 SaaS이며, 구체적으로는 AI ERP라고 할 수 있다. 비용의 과도한 증가 없이 ERP 성능을 증가시킬 수 있는 방식은 클라우드 ERP이다. 결국, **동사의 ONE AI는 클라우드 ERP로의 전환을 이끌며 시너지를 낼 것이다.**

동사의 ONE AI 기업 활동에 필요한 다양한 기능을 제공하면서도 간편한 AI 에이전트의 역할을 충실히 수행한다. ONE AI는 기존 ERP, 그룹웨어에서 정보를 추출해 기업의 내부 데이터를 학습해 사용자와의 상호작용과 정보 제공에 이점을 준다. 또한, ONE AI는 실제 업무에 투입되었을 때 인간의 업무 처리 속도를 줄여준다. 특히, 기획 부서 적용시 **요구사항 분석 및 정의서 작성 시간을 최대 67%까지 절감**하고 있으며 인간 업무 담당자는 고부가 가치 업무에 투입될 수 있다.

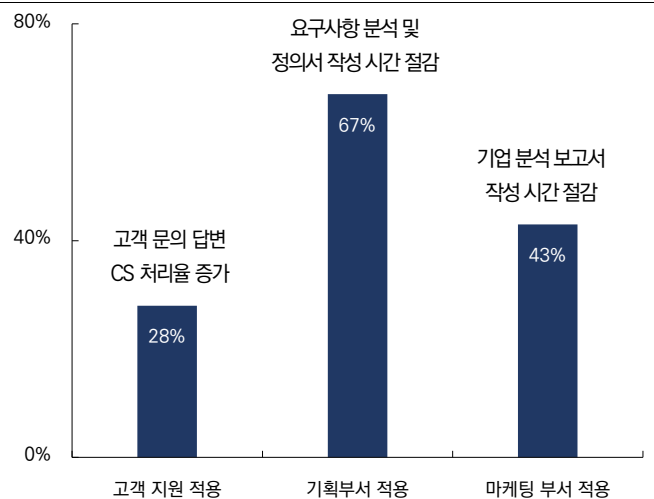
데이터 = 비정형 데이터

ERP 효율화 수요 증가

ONE AI 주요 기능

ONE AI 주요 기능 중 일부	
ONEFFICE & ONECHAMBER	-다중문서분석: 확장자 제약 없는 다량의 문서 분석 -교차검증: 언어 모델 간 상호 검증으로 신뢰성 향상
전자결재	-결재에 참조된 유관 결재문서, 첨부파일, 원피스의 링크 분석 -전자결재 문서에 기재된 본문 요약
메신저	-프로젝트 대화방 이슈 내용을 기반으로 빠른 프로젝트 보고서 제작
메일	-수신된 메일 내용 자동 요약하여 표시 -메일 첨부파일을 분석으로 요청 주제에 맞는 답장 제작
ERP	-ERP(회계, 인사, 물류, 생산관리 등) 데이터 분석

ERP 업무 활용 예시



출처: 더존비즈온, RFS Team 5

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

실제로, ONE AI를 통한 업무 시현회에서 HS 코드 분류를 ONE AI에 상품 사진을 제공하고 HS 코드를 요청하면 답변하는 역할을 부여했을 때 단일 제품 분류 정확도는 100%에 달했다. ONE AI가 기업의 내부 데이터를 학습하는 소프트웨어라는 점을 감안한다면, 각 기업의 커스터마이징 이후 ONE AI의 업무 정밀도는 더욱 높아질 것이다. **AI 소프트웨어의 가장 큰 논점이었던 실제 업무와의 활용도에서 동사의 ONE AI는 기존 ERP 솔루션과의 연계와 실제 적용 사례를 성과로 제시하며 기존 고객과 신규 고객의 유입을 이끌 매력도를 확인했다.**

ONE AI HS 코드 분류 업무 시현



이 사진 속 물건 hs코드를 조회해줘



이 사진 속 물건은 컴퓨터 마우스로 보입니다. 컴퓨터 마우스의 HS코드는 일반적으로 다음과 같습니다:

HS코드: 8471.60

이 HS코드는 "데이터 처리 장치 부속품"에 해당하며, 컴퓨터 마우스와 같은 입력 장치가 포함됩니다. 이를 통해 수출입 관련 업무를 진행할 수 있습니다.

정확한 HS코드는 해당 국가의 세관 또는 관세청에 문의하거나 HS코드 검색 시스템을 통해 확인하는 것이 좋습니다.

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

2-(2). 울거울엔 회장님택에 One AI 놔드려야겠어요.

출시 이후 5개월만에 1000개의 기업을 유치한 ONE AI는 1) 클라우드 플랫폼을 사용기업의 잠재수요, 2) AI를 통한 기존 플랫폼의 가격 상승에 기인하여 25년 최소 200억원 이상의 매출에 기여할 것으로 전망한다.

ONE AI는 클라우드 플랫폼에서만 사용가능하기에, ONE AI출시는 클라우드 플랫폼으로 전환해야만 하는 또 한가지의 이유가 되며, 온프레미스에서 클라우드 플랫폼으로 넘어온 기존 고객들은 자연스럽게 ONE AI의 잠재 고객이 된다. 여기에 신규가입기업들의 수요가 더해지며 동사의 매출액은 연평균 11% 성장하고 있다.

ONE AI를 사용하는 1000개의 기업 중 60%가 WEHAGO 고객이다. WEHAGO의 경우 기존 플랫폼의 가격 대비 AI를 추가한 신규 플랫폼의 경우 가격이 50%나 비싸지만, 지속적인 추가도입이 이루어지고 있다. 이는 P상승과 관계없는 Q증가로 TOP-LINE 상방이 충분하다는 것을 의미한다. 더하여, 동사의 실적엔 ONE AI와 OmniEsol의 출시효과가 반영되지 않았다. ONE AI의 가격은 월 35만원부터 420만원까지 금액이 상이하다. 최소 월 35만원의 수입을 예상했을 때, 2분기부터 10월까지 1000개의 누적 고객수를 유치했다는 것을 고려하면 다음 분기 최소 20억원 +의 매출 증가를 기대할 수 있다.

약 70,000여개의 기존기업이 구매가능성이 높은 ONE AI의 잠재 고객이 된다. 동사의 WEHAGO 포함 Lite ERP 유지보수 기업 6만여개, Amaranth 10 포함 Standard ERP 유지보수 고객의 경우는 1만 1천여개에 달한다. 출시가 5개월밖에 되지 않음에도 1000개의 기업을 유치한 ONE AI가 잠재 고객의 10%만 사용 고객으로 포섭해도 최소 연간 200억이상의 매출 증대가 가능하다. 특히 ONE AI는 독립적으로 사용되는 것이 아닌 동사의 클라우드 플랫폼, ERP플랫폼과 함께 사용되어야 하기 때문에 ONE AI가 가져올 수 있는 매출액 증대 효과는 더욱 높을 것이라 판단한다.

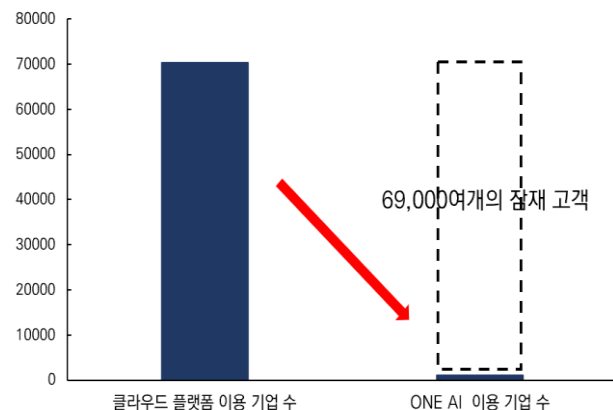
WEHAGO + ONE AI = P, 50%증가

→ BUT, 추가도입

ONE AI 월 이용료 및 제공량

월 이용료 및 제공량	35만원 55만 Credit	70만원 110만 Credit	105만원 165만 Credit	140만원 220만 Credit
	280만원 440만 Credit	420만원 660만 Credit		

클라우드 플랫폼 이용자 수 대비 ONE AI 이용자 수



출처: 더존비즈온, RFS Team 5

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

Investment Point 3. 신규시장 is an open door

통상 ERP 시장은 높은 전환 비용으로 Lock-in 효과가 큰 시장이나, 글로벌 기업들의 지속적인 가격 인상 및 동사 솔루션의 기술력 향상, ERP 교체 주기 도래 등으로 동사의 점유율을 높일 수 있는 기회의 문이 열렸다. 동사는 1) 경쟁사 대비 낮은 가격, 2) 생성형 AI 솔루션 도입으로 인한 기술력 향상을 바탕으로 Standard ERP, Extended ERP 시장에서 점유율을 높일 것으로 전망한다.

3-(1). Amaranth 10, ‘시들지 않는 꽃’

강력한 신제품인 아마란스10은 1) 높은 중소/중견기업 ERP 점유율, 2) 기존 제품 대비 가격 부담 완화, 3) ONE AI 결합 가능성을 바탕으로 구축형 대비 ASP가 30% 높은 가격 상승에도 불구하고 ‘25년 말까지 신규 고객사 누적 4,000개를 유치하며 Standard ERP 부문 매출 상승을 이끌 것으로 전망한다.

아마란스 10은 기존 ERP 솔루션인 iCUBE와 그룹웨어 Biz Box가 통합 연동된 고도화 제품이다. ‘23년 말 개발 안정화가 완료되며 ‘24년부터 본격적인 영업을 시작한 아마란스 10은 3Q24 기준 1,300개 고객사를 유치했다. 기존 구축형 제품보다 ASP가 높음에도, ERP솔루션과 그룹웨어를 따로 구축해야 했던 이전과 달리 아마란스 10 하나로 통합된 기능을 사용할 수 있음을 감안하면 소비자가 실질적으로 부담하는 P가 낮아지며 가격 부담이 완화되었다.

기존 중소/중견기업 ERP 시장에서 89%의 독보적인 점유율을 보여주고 있는 동사의 제품은 기능 통합과 가격 부담 완화로 신규로 유입되는 중소/중견 기업의 수요를 독차지할 것이다. 동사는 중소/중견기업 ERP 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있으나, 실질적인 중소기업의 ERP 도입률 16.8%, 중견 기업의 ERP 도입률 52.1%로 대기업 95.5%가 ERP 솔루션을 도입한 데 비해 낮은 도입률을 보이고 있다. 최근에는 생성형 ai를 통한 효율성 증대가 기업 매출 성장의 key가 되며 ERP 도입률이 높아지고 있는 추세다.

이러한 신규 수요는 기존 제품의 단종 발표에도 불구하고, 아마란스 10의 성장세가 이를 상쇄하고도 남는다는 사실에서 확인할 수 있다. ‘24년 1월 iCUBE, 7월 그룹웨어의 단종 발표로 고객사는 아마란스 10으로의 전환 수요가 발생했다. 이로 인해 4Q23부터 iCUBE 및 그룹웨어 매출은 지속적인 감소(황보)세를 보이나, 동시에 아마란스 10의 본격적인 영업이 시작되며 매출이 급증하였다.

아마란스 10은 ONE AI 결합을 위해 필수적인 요소라는 점도 강한 신규 수요를 만드는 요인 중 하나이다. SAP의 조사에 따르면 국내 중견 기업 87%가 생성형 AI를 업무에 반영해야 한다고 응답했다. AI를 도입하기 위해서는 클라우드 기반 솔루션이 필수적이며, 이러한 상황에서 동사의 아마란스 10은 뛰어난 기능과 상대적으로 낮은 가격에 AI까지 추가할 수 있는 최적의 선택지이다.

중소기업 ERP 도입률: 16.8%

중견기업 ERP 도입률: 52.1%

→ 성장여력 多

3-(2). OmniEsol 로 대기업, 공공기관까지 사업 영역 Extended

대기업향 신제품인 OmniEsol로 당사는 **대기업향 Extended ERP 수주를 70%가량 증가**시킬 수 있을 것이다. 동사의 OmniEsol은 출시 직후 **KG그룹, 유진그룹 등과 MOU를 맺으며** 성공적으로 출발선에 안착했다. 과거 100억원가량의 현대백화점 BO(Back Office) 통합 프로젝트 수주 및 포스코와의 MOU를 통한 ERP 10 고도화 프로젝트는 계약 체결 1분기 이후 수주잔고 및 매출에 반영되는 양상을 보였다. '24년 7월 OmniEsol 출시 직후인 '8월 MOU를 발표한 KG그룹과 유진그룹의 수주는 4Q24부터 수주잔고에 반영될 것으로 예상하며, 이를 바탕으로 OmniEsol 관련 매출 반영이 시작될 것으로 보인다.

동사의 Extended ERP 솔루션은 공공 분야에서 1) SAP의 가격인상, 2) DB 전환을 위한 ERP 고도화 필요성, 3) 인공지능을 통한 공공 업무 혁신 수요를 바탕으로 **공공기관향 계약을 이끌어내 사업 영역을 한층 다각화**할 것이다.

SAP 유지보수요율 약 22%
Vs. 동사 유지보수요율 약 14%
+ 클라우드 전환 시 가격 상승으로
공공기관 비용 부담 ↑

현재 공공기관 대부분이 사용하는 SAP의 ERP ECC 6.0 EHP 6~8 버전에 대한 유지 보수는 '27년에, EHP5 이하 버전은 '25년에 종료될 예정이다. 이는 SAP가 상대적으로 가격이 높은 클라우드 ERP로 전환을 유도하기 위한 조치이다. 문제는 동사 대비 값비싼 비용으로 부담을 느낀 기관이 하나 둘 새로운 솔루션 구축을 계획하고 있는 실정이다.

공공부문의 디지털 수요 증가에 따라 탄력적, 안정적인 서비스 제공을 위한 **공공부문 정보시스템의 클라우드 환경 전환**이 시급한 상황이다. 공공부문 정보시스템 약 60%가 50년 이상의 노후화된 소규모 전산실에서 운영되고 있으며, 서버 용량 대비 활용성이 저조해 비용 효율화가 되지 못하고 있다. 이를 해결하기 위해 한국전력공사, 한국가스기술공사 등 대규모 공기업은 필두로 공공기관의 클라우드 ERP 도입이 가속화되고 있다.

동사는 '22년 한국가스기술공사에 ERP 10을 구축하여, **외산 ERP가 잠식한 공공 ERP 시장의 다코호스**로 떠오르고 있다. 동사의 ERP 10은 **SAP에 비해 연간 70억원의 유지관리비용을 절감**하였으며, 동사와 한국가스기술공사는 K-ERP 테스트베드를 운영하여 동사의 ERP를 활용한 공공부문 업무 혁신을 추진하고 있다. 특히 지난 2월 세미나에 큰 관심을 보인 **한국조폐공사와 인천항만공사** 등은 전산 시스템 노후화로 ERP 교체 계획을 발표한 만큼, 차후 동사와의 MOU가 가시화 될 수 있을 것으로 전망한다.

Extended ERP 사업부 주요 계약 추정

계약 상대	계약 일자	임직원수	계약규모 (억)
현대백화점	19년 11월	3,101	100
한국가스기술공사	20년 10월	2,279	80
포스코 (ERP 10)	22년 6월	16,119	520
동아오츠카 (ERP 10)	24년 2월	867	28
하이브	24년 2분기	800	26
KG그룹 (옵니이솔)	24년 8월	8446	272
유진그룹 (옵니이솔)	24년 8월	4167	134
한국조폐공사	연내 mou	1517	53
인천항만공사	연내 mou	289	9

* 빨간색 글씨는 추정치

출처: 언론종합, RFS Team 5

IV. Check Point

매출채권 팩토링, 제4인터넷전문은행으로 금융업 진출

테크핀레이팅스 통한 매출채권 팩토링 중개 사업 매출 가시화

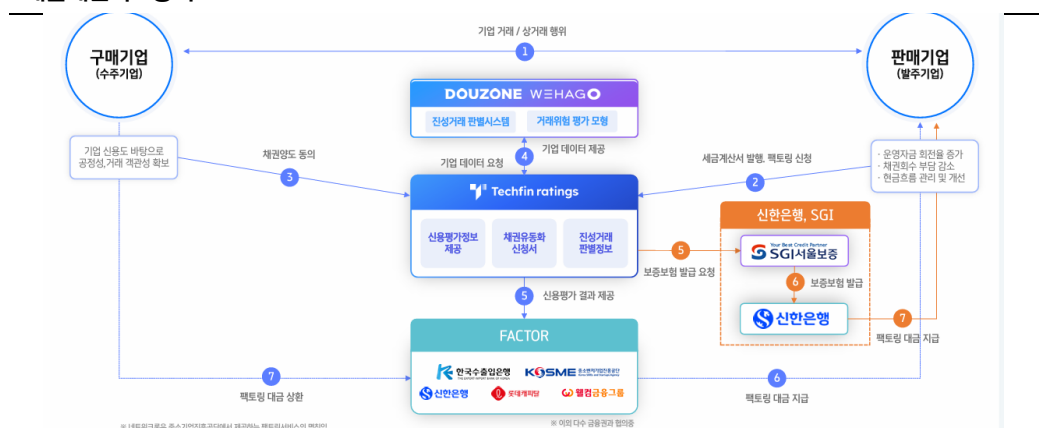
동사는 20여년간의 ERP 데이터를 활용 기술을 바탕으로 금융 서비스로 사업을 확장하고 있다.

매출 채권 관련 합작법인 테크핀레이팅스는 '24년 5월 기업정보조회업 라이선스 이관 허가 및 기업신용등급제공업 라이선스를 획득했으며, 하반기부터 기업 CB(신용평가) 관련 서비스와 금융 중개 사업(매출채권팩토링)을 적극적으로 진행하고 있다. 이 서비스의 강점은 단순한 재무제표에 의존하는 것이 아니라, **ERP와 같은 실시간 데이터를 활용해 기업의 재무 상태와 회계 정보를 제공한다**는 점이다. 특히 중소기업에 최적화된 서비스를 제공하고 있으며, ERP에서 생성된 모든 데이터는 부가세, 원천세, 법인세 등 법정 신고 서식에 사용될 수 있는 신뢰성 높은 데이터이다. 현 시점 기준 기업 CB 서비스에서는 회계데이터와 솔루션 컨설팅을 제공할 수 있으며, 기업 신용평가, 온라인 기업정보조회, ESG 평가, 인증서 발급 서비스 등의 서비스 확장 계획을 밝힌 바 있다.

이를 통한 매출채권팩토링은 기업 금융 중개 서비스로, **테크핀레이팅스에서 발생하는 일정 부분의 수수료를 수취하게 된다**. 구체적인 과정을 살펴보면, 상거래 행위가 일어났을 때 1) 판매기업이 테크핀레이팅스에 팩토링을 신청하면, 2) 동사는 거래 위험에 대한 평가를 위한 데이터를 테크핀레이팅스에게 제공하고, 3) 계약된 팩토링사(신한은행, 서울보증보험)에 신용평가 결과를 제공하면, 4) 서울보증보험이 보증보험을 발급한 회사에 대해 신한은행이 직접 대금을 지원하는 방식으로 이루어진다. 만약 구매 기업이 대금 상환을 하지 못할 경우에도 판매 기업에게는 상환 의무가 없다. 중소기업 입장에서는 1년 내내 자금 조달이 가능해지고, 공장 가동률 등을 높일 수 있어 매출과 영업이익의 상승 효과를 누릴 수 있게 된다는 것이 강점이다.

테크핀레이팅스의 서비스는 WEHAGO, Amaranth 10, OmniEsol로의 전환에 있어 마케팅적 역할이 가능하며, 장기적으로 1~2년 이내 의미 있는 성장을 보일 것으로 전망되는 동시에 인터넷 뱅킹 사업인 '더존뱅크'의 핵심 역할을 할 것으로 기대된다.

매출채권팩토링 구조도



‘더존뱅크’, 제4인터넷은행 인가 도전장

더존비즈온은 고객사로부터 얻은 중소기업 데이터와 대형 은행과의 컨소시엄을 통해 제4인터넷은행 인가에 도전한다.

동사는 ‘더존뱅크’라는 이름으로 제4 인터넷전문은행 인가에 도전하고 있다. 더존뱅크가 제시하는 인터넷은행 설립의 주목적이 기존 시중 은행에서는 신용대출을 받기 어려운 중소기업 및 소상공인들의 대출 확대인 만큼, 중소기업과 소상공인에 대한 차별화된 신용평가모델이 가장 핵심적인 요소이다. 동사는 동사의 서비스를 이용하는 고객사들로부터 수집한 세무, 재무, 자금관리 데이터 등을 바탕으로 자체적인 중소기업 신용평가모델을 구축할 수 있는 역량을 보유하고 있다. 또한 신한은행이 동사와 함께 컨소시엄으로 참여하며 신사업인 여·수신업을 영위하는데 있어 대형 금융그룹 계열사인 신한은행의 노하우와 자본력을 통해 금융 사업 집행에 안정성을 갖추었다.

더존뱅크의 인터넷전문은행 인가는 두 가지 측면에서 더존비즈온의 강력한 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

1) 데이터 크로싱(Data crossing)을 통한 사업 시너지

소프트웨어와 신용평가&팩토링 사업과의 시너지가 기대된다. 동사는 기존의 소프트웨어 사업을 통해 수집했던 데이터들과 더불어, 인터넷은행 사업에 진출함으로써 더욱 구체적인 자금 관련 데이터들을 얻을 것이다. 이를 활용하여 소프트웨어를 이용자들에게 더욱 적합하게 보완 및 업그레이드 할 수 있을 것이다. 신용평가&팩토링 사업 또한 인터넷은행과의 데이터 크로싱을 통해 사업을 고도화 할 것으로 예상된다.

2) 자금 조달

금융업을 영위함으로써 더존비즈온은 동사, 혹은 동사의 자회사/관계회사들이 자금 니즈가 발생했을 때 비교적 낮은 비용으로 쉽게 자금을 공급할 수 있다. 이는 추후 동사가 더욱 수월하게 사업을 확장하고 강화할 수 있도록 할 것이다. 이와 같은 자금 조달 능력을 갖춘 금융업의 높은 체급으로 인해 동사의 기업가치 또한 크게 성장할 것이다.

제4인터넷은행 인가 참여 컨소시엄 및 기업

컨소시엄	참여 기업
더존뱅크	더존비즈온, 신한은행 등
한국소호은행	한국신용데이터, 우리은행, 우리카드 등
유뱅크	현대해상, 랜딧, 루닛, 현대백화점, 트래블월렛 등
소소뱅크	35개 소상공인 및 소기업 단체, 워크스톤파트너스 등
AMZ뱅크	한국생명농업경영체연합회, 한국금융투자협동조합 등

출처: 언론종합, RFS Team 5

V. Risk

최대주주 지분 이슈

더존비즈온의 대표이사이자 최대주주인 김용우의 지분(6,771,184주)이 담보로 제공되어 있다.

동사 최대주주의 지분 대부분이 담보로 제공되어 있지만, 이는 1) 베인캐피탈 풋옵션 행사 대금을 신속하게 마련하기 위한 방안이었다는 점, 2) 신한투자증권은 경영권, 혹은 지분 차익 실현을 위한 적대적 투자가 아닌 사업적 시너지를 위한 전략적 투자라는 점, 3) 채무자인 신한투자증권이 대형 금융지주 자회사로서 시장 내 평판 및 안정성, 그리고 상환능력이 충분하다는 점이 해당 리스크의 합리성을 부여하며, 동사의 경영 측면의 리스크를 완화시킨다.

‘21년 글로벌 사모펀드 운용사인 베인캐피탈은 대표이사 김용우의 개인 지분 9.99%를 약 2,300억 원에 인수하였다. 해당 투자금과 글로벌 네트워크를 바탕으로 더존비즈온은 빅데이터 사업에 진출하려 했으나 본업 경쟁력 제고 및 코로나로 인한 플랫폼 기업들의 부진으로 수익성이 악화되었다. 이후 베인캐피탈은 ‘24년 4월, 3년만에 풋옵션을 행사하며 지분을 매각했다. 이 때, 신한투자증권의 SPC인 ‘신한밸류업제일차’가 해당 물량을 전량 인수하였다. 신한투자증권은 이를 위해 약 3,130억 원의 금융을 일으켰는데, 이 과정에서 김용우가 보유하고 있는 22.29%의 지분 중 20.48%에 질권을 설정, 담보로 제공하였다. 이는 베인캐피탈의 풋옵션 대금을 지급해야 했던 더존비즈온 및 김용우의 입장에서 질권 제공을 통해 투자자들(SPC)의 상환 능력을 보장해줄 수 있다는 점을 셀링 포인트로 빠른 시일 내에 후속 투자를 유치하기 위한 방법이었다고 판단한다.

동사와의 사업적 시너지를 이끌어내고자 하는 대형 금융그룹 자회사인 신한투자증권이 GP 및 김용우의 지분을 담보로 계약을 맺은 채무자로서 투자에 참여했다는 점 또한 경영권 관련 불안감을 해소할 수 있는 포인트이다.

신한투자증권과 신한은행은 ‘19년부터 더존비즈온에 대한 관심을 보였다. ‘19년 동사가 4,500억 원 규모의 부영 을지로 빌딩 매입하는 과정에서 신한투자증권은 RCPS로 1,500억 원을 투자, 나머지 3,000억 원 중 2,500억 원은 신한은행으로부터 차입하였다. 인터넷은행 사업을 위한 컨소시엄에도 신한은행이 참여하고 있는 점으로 미루어 보았을 때, 신한금융그룹은 동사와의 사업적/전략적 커넥션을 계속 이어나가고자 하는 의지를 가지고 있다고 판단한다.

더존비즈온 대표이사 김용우 지분 관련 공식

연번	성명	주식등의 수	계약 상대방	계약 종류	계약 기간	비율(%)
1	김용우	12,000	한국증권금융	주식담보대출	2025.07.21 까지	0.04
2	김용우	338,000	한국증권금융	주식담보대출	2025.03.29 까지	1.11
3	김용우	200,000	한국증권금융	주식담보대출	2025.06.28까지	0.66
3-1	김용우	0	한국증권금융	주식담보대출	2025.08.21까지	-
3-2	김용우	0	한국증권금융	주식담보대출	2025.06.28까지	-
3-3	김용우	0	한국증권금융	주식담보대출	2025.06.28까지	-
4	김용우	6,221,184	신한투자증권 외	질권 설정	계약종료시까지	20.48
합계(주식등의 수)		6,771,184	합계(비율)			22.29
* 상기 4번 항목의 대출 건에 대해 신한밸류업제일차가 보유한 주식 3,110,552주가 담보로 우선 제공 되어있음.						

출처: 더존비즈온, RFS Team 5

VI. Estimate Logic

1. 매출추정

Lite ERP – WEHAGO

3Q24기준 WEHAGO와 Smart-A 플랫폼의 이용 기업 수를 바탕으로 ASP를 계산했으며, 추정된 ASP를 바탕으로 과거 분기별 고객수를 추정했다. 전환률은 Smart-a 이탈고객 대비 WEHAGO 전환고객을 의미하며, 24년도 누적 3분기 기준으로 41%의 전환률로 Smart-a 이탈고객이 WEHAGO로 유입됨을 추정했다. IR 자료를 바탕으로 분기별 1,000개의 신규고객사 유입을 가정했으며, 프로모션 종료에 따라 '25년 가격 1.3배 상승, '26년까지 Smart-A ASP까지 단계적 상승을 가정했다.

Lite ERP 매출추정

단위: 백만 원	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Lite ERP (기타 제외)	21,518	20,183	21,009	20,309	19,747	24,145	24,997	25,944	26,984	
유지보수 고객 수	59,530			58,039	57,690	57,341	56,992	56,643	56,294	
WEHAGO	12,876	12,639	13,870	13,418	14,004	19,550	21,552	23,647	25,835	
QoQ % / YoY %	-5.5%	-1.8%	9.7%	-3.3%	4.4%	39.6%	10.2%	9.7%	9.3%	
유지보수 고객 수	43,292			44,327	46,263	48,200	50,136	52,073	54,009	
전환 유입 고객수	1,035				936	936	936	936	936	
신규 유지 고객 수					1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
신규 유지 고객 이탈수 (배업 등)										
ASP				302,696	302,696	405,613	429,860	454,108	478,355	502,602
Smart A	8,642	7,544	7,139	6,892	5,743	4,594	3,446	2,297	1,149	0
QoQ % / YoY %	3.6%	-12.7%	-5.4%	-3.5%	-16.7%	-20.0%	-25.0%	-33.3%	-50.0%	
유지보수 고객 수	16,238	15,009	14,203	13,712	11,427	9,141	6,856	4,571	2,285	0
이탈 고객 수	2,526				2,285	2,285	2,285	2,285	2,285	2,285
전환율				41%						
ASP				502,602						

출처: RFS Team 5

Standard ERP – Amaranth 10

2Q24기준 플랫폼별 매출액과 고객수를 나누어 ASP를 추정했으며, 추정된 ASP를 바탕으로 분기별 고객수를 추정했다. 1Q24 대비 2Q24 온프라이미스 플랫폼 이탈고객과 Amaranth 10 신규유입고객, Amaranth 10 증가고객을 이용하여 48%의 전환률을 도출했으며, 이탈고객에 전환률을 곱하여 전환고객을 추정했다. 신규와 전환고객을 더하여 Q를 구하고 ASP를 곱하여 분기별 매출을 추정했다.

Standard ERP 매출추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
총 유지보수 고객 수	13,506	13,104	10,996	12,743	11,695	11,000	10,545	10,321	11,197	11,373	11,549	11,725			
기존 제품 유지보수 고객 수	13,119	12,376	10,213	11,469	10,330	8,800	8,508	7,884	7,259	6,635	6,011	5,387			
Amaranth 10 유지보수 고객 수	387	728	783	1,274	1,365	2,200	2,038	2,438	3,938	4,738	5,538	6,338			
iCube 매출액	12,366	11,115	9,349	10,715	9,610	8,118	7,587	7,057	6,527	5,996	5,466	4,935	4,405	3,875	3,344
iCube 유지보수 고객수	7,378	6,632	5,578	6,393	5,734	4,843	4,527	4,210	3,894	3,577	3,261	2,945	2,628	2,312	1,995
당분기 이탈 고객수	747	1,054	-815	659	891	316	316	316	316	316	316	316	316	316	316
그룹웨어 매출액	9,622	9,628	7,768	8,508	7,703	6,632	6,672	6,156	5,641	5,125	4,610	4,094	3,578	3,063	2,547
그룹웨어 고객수	5,741	5,744	4,635	5,076	4,596	3,957	3,981	3,673	3,366	3,058	2,750	2,443	2,135	1,827	1,520
이탈 고객수	-4	1,109	-442	480	639	-24	308	308	308	308	308	308	308	308	308
총 이탈 고객 수	743	2,163	-1,256	1,139	1,530	292	624	624	624	624	624	624	624	624	0
Amaranth 10 매출액	2,397	4,510	4,850	7,893	8,452	13,626	12,621	15,099	24,390	29,345	34,300	39,255			
Amaranth 10 유지보수 고객 수	387	728	783	1,274	1,365	2,200	2,038	2,438	3,938	4,738	5,538	6,338			
당분기 신규 유입 수	341	55	491	90	835	-162	400	1,500	800	800	800				
총 신규 고객 수															

출처: RFS Team 5

Extended ERP – ERP 10 & OmniEsol

언론에 보도된 정보를 바탕으로 하이브(ERP 10), KG그룹 (OmniEsol), 유진그룹(OmniEsol) 과의 계약 규모를 추정하여 진행률로 인식하였다. 이전에 공개된 현대백화점의 계약규모 100억원과 임직원수를 비교하여 신규 계약의 규모를 추정하였다. Extended ERP의 구축이 통상 1년~1년 6개월가량 걸리는 점을 감안하여 계약은 5개분기동안 진행률로 인식하며, 계약이 체결된 직후 수주총액이 증가하는 특성을 반영하였다.

Extended ERP 매출추정

[illegible]

출처: RFS Team 5

ONE AI

WEHAGO의 경우 상대적으로 규모가 작은 기업이 사용하는 플랫폼이므로 월 35만원의 요금제로 추정, 분기당 105만원으로 ASP를 책정했다. Amaranth 10의 경우, 한단계 위의 요금제인 월 75만원으로 추정, 분기당 210만원의 ASP를 책정했다. 매출추정에서 구한 누적고객 수에 플랫폼별 ONE AI 사용률을 곱하여 Q를 추정했으며, ONE AI 사용률의 경우 기존 클라우드 플랫폼 사용고객 대비 ONE AI 이용고객 수를 통해 구했다. WEHAGO의 사용률은 3Q24기준 1.28%에서 4Q25까지 5%의 사용률까지 오를 것이라 가정하고 선형추정으로 분기별로 안분하였다. Amaranth 10의 경우 3Q24기준 ONE AI 사용률이 21.59%이며, 보수적 추정을 위해 4Q25까지 각분기에 flat 적용했다. 누적 고객수에 사용률을 곱하여 Q를 추정하고 분기별 ASP를 곱하여 ONE AI 매출액을 추정하였다.

Extended ERP 매출추정

[illegible]

출처: RFS Team 5

2. 비용추정

매출원가

동사 클라우드 플랫폼의 매출비중이 커질수록 매출원가율이 하락하는 점을 근거로 매출원가율과 클라우드 플랫폼 매출비중의 상관분석을 진행했다. -0.7의 유의한 상관관계를 바탕으로 클라우드 매출액 비중 대비 매출원가율의 회귀분석을 진행하여 매출원가를 추정했다.

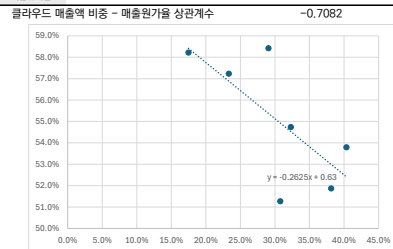
Extended ERP 매출추정

1) 전체 매출액 중 클라우드 매출액 비중

단위: 백만 원	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
클라우드 플랫폼	11,061	15,392	19,034	21,315	21,627	28,035	26,572	33,049	50,832	61,044	71,372	81,814
온프레미스 플랫폼	52,206	50,625	46,478	47,992	45,332	41,470	43,134	43,025	34,798	30,177	27,089	30,250
합계	63,268	66,017	65,513	69,308	66,959	69,505	69,706	76,074	85,630	91,221	98,461	112,065
클라우드 매출액비중	17.5%	23.3%	29.1%	30.8%	32.3%	40.3%	38.1%	43.4%	59.4%	66.9%	72.5%	73.0%

2) 클라우드 플랫폼 매출비중과 매출원가율 회귀분석

단위: %	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
클라우드 매출액비중	17.5%	23.3%	29.1%	30.8%	32.3%	40.3%	38.1%
매출원가율	58.2%	57.2%	58.4%	51.3%	54.7%	53.8%	51.9%



단위: %	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
클라우드 매출액비중	17.5%	23.3%	29.1%	30.8%	32.3%	40.3%	38.1%	43.4%	59.4%	66.9%	72.5%	73.0%
매출원가율	58.2%	57.2%	58.4%	51.3%	54.7%	53.8%	51.9%	51.6%	47.4%	45.4%	44.0%	43.8%

상관계수 유의하므로 회귀분석을 진행하여 [매출원가율 = -0.2625*클라우드 매출액비중 + 0.63] 추세선 추정

1)에서 추정한 클라우드 플랫폼 매출액 비중을 대입하여 매출원가율을 추정

출처: RFS Team 5

판매관리비

4Q24 판매관리비는 최근 4분기 매출액 대비 비중이 다소 일정하게 유지되거나 일정한 경향을 보인다는 점을 근거로 매출액 대비 비중을 가정해 추정하였다. 인건비(12%), 유무형자산상각비(2%), 광고선전비(1.3%), 관리비(5%)와 같다. 다만, 판매비는 경향성이 부족해 2Q24 수치를 동일하게 적용했다.

- **인건비:** 인건비는 동사에서 공시한대로 '24년 대비 연봉 7~10% 상승을 반영해 추정했다.
- **유무형자산상각비, 광고선전비, 관리비:** 4Q24 매출액 대비 비중을 동일하게 적용하거나 하락세를 반영해 비율로 추정했다.
- **판매비:** 판매비는 경향성이 보이지 않아 flat 처리해 추정했다.
- **금융수익, 금융비용, 기타수익, 기타비용:** 금융비용 중 이자비용은 매출액과 높은 상관관계를 띄며 꾸준히 발생하고 있기 때문에 매출액 비중으로 추정했다. 나머지 계정 항목들은 추이에 맞춰 flat이나 이동평균법을 사용해 추정했다.
- **법인세 비용:** 과세 구간에 따라 다른 세율을 적용하여 계산하였다.

V. Valuation

도래한 AI 사이클은 클라우드 사이클과 같은 흐름을 탈 것으로, Historical PER Valuation을 적용하였다. 클라우드 사이클에서 B2B S/W로 사이클에 올라탐과 동시에, WEHAGO 서비스 출시로 신규 Q의 증가와 클라우드 전환이 시작되었던 '18년 ~ '20년 평균 P/E 45배를 적용하였다.

2025F EPS 2,144원, Target P/E 45배를 적용하여 목표주가 96,500원, 상승여력 42%로 투자의견 BUY를 제시한다.

더존비즈온 Valuation Table

P/E Valuation			
구분		단위	비고
25F 당기순이익	65,129	백만원	(A) 연결 기준
발행주식수	30,382,784	주	(B)
25F EPS	2,144	원	(C) = (A) ÷ (B)
Target P/E	45.0	(배)	(D)
적정주가	96,504	원	(E) = (C) × (D)
목표주가	96,500	원	25년 목표주가
현재주가	67,800	원	24.10.02 기준 종가
상승여력	42	%	

출처: RFSTeam 5

예상 포괄손익계산서 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	304.3	353.6	392.5	468.7
매출원가	184.4	200.8	216.1	222.8
매출총이익	119.9	152.8	176.5	245.9
판매비와관리비	74.4	83.7	96.7	117.8
조정영업이익	45.5	69.1	79.8	128.1
영업이익	45.5	69.1	79.8	128.1
비영업손익	(7.7)	(8.3)	22.8	(3.1)
금융손익	(5.5)	(14.6)	(15.3)	(22.0)
관계기업등 투자손익	(1.1)	(0.7)	(1.5)	(1.5)
세전계속사업손익	31.3	45.4	85.8	101.5
법인세 비용	8.2	11.1	30.1	36.4
계속사업이익	23.1	34.3	55.7	65.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.1	34.3	55.7	65.1
지배주주	23.8	35.2	57.1	66.7
비지배주주	(0.7)	(0.8)	(1.4)	(1.6)
총포괄이익	30.4	24.3	57.0	70.8
지배주주	30.9	25.4	59.6	74.0
비지배주주	(0.5)	(1.1)	(2.6)	(3.2)
EBITDA	69.6	94.8	108.6	158.2
FCF	30.0	24.1	33.1	58.5
EBITDA 마진율 (%)	22.9	26.8	27.7	33.8
영업이익률 (%)	15.0	19.5	20.3	27.3

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	77.3	101.2	105.0	118.4
당기순이익(손실)	23.1	34.3	55.7	65.1
당기순이익조정을 위한 가감	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	(15.3)	8.7	3.4	9.6
이자수취	0.0	0.0	0.0	0.0
이자지급(영업)	9.5	14.5	14.5	21.8
법인세환급(납부)	(8.2)	(11.1)	(30.1)	(36.4)
배당금수취(영업)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	68.2	54.8	61.5	58.1
투자활동으로 인한 현금흐름	30.4	(68.5)	(56.7)	(69.5)
유무형자산처분(취득)	(24.1)	(3.4)	(13.8)	(8.6)
장단기금융자산의 감소(증가)	61.5	13.8	0.0	0.0
기타투자활동	(6.9)	(78.8)	(42.9)	(60.9)
재무활동으로 인한 현금흐름	(95.0)	(32.7)	(35.7)	(39.9)
장단기금융부채의 증가(감소)	(1.0)	5.4	2.2	3.8
자본의 증가(감소)	(63.2)	6.8	0.0	0.0
배당금의 지급	(16.5)	(7.2)	(11.8)	(11.8)
기타재무활동	(14.4)	(37.8)	(26.1)	(32.0)
현금의 증가	12.7	(0.0)	12.7	9.0
기초현금	41.3	54.1	54.1	66.8
기말현금	54.1	54.1	66.8	75.7

예상 재무상태표 (요약)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	143.9	125.6	277.7	245.6
현금 및 현금성자산	54.1	54.1	66.8	75.7
매출채권 및 기타채권	40.3	48.7	54.1	64.6
재고자산	2.0	1.2	1.2	1.3
기타유동자산	47.5	21.6	155.5	103.9
비유동자산	689.0	757.7	771	797.7
투자자산	216.1	219.2	217.6	218.4
유무형자산	426.7	477.2	499.9	521.8
기타비유동자산	46.2	61.3	53.8	57.5
자산총계	832.9	883.3	1049.0	1043.3
유동부채	137.7	415.5	417.5	418.4
매입채무 및 기타채무	27.9	26.8	28.9	29.7
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	109.9	388.6	388.6	388.6
비유동부채	256.7	22.5	142.3	82.4
장기금융부채	1.6	7.0	7.0	7.0
기타비유동부채	255.1	15.5	135.3	75.4
부채총계	394.4	438.0	559.8	500.8
지배주주지분	431.2	427.1	471.0	524.3
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	226.5	226.5	226.5	226.5
이익잉여금	75.3	98.7	142.6	195.9
비지배주주지분	7.3	18.2	18.2	18.2

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	22.4	10.6	37.5	32.0
P/B (x)	1.2	0.8	4.3	3.8
EV/EBITDA (x)	9.9	8.3	19.2	0.0
EPS (원)	759.5	1,129.9	1,833.6	2,143.6
BPS (원)	14,432.5	14,657.6	16,102.0	17,856.6
DPS (원)	541.5	236.7	389.1	389.1
배당성향 (%)	71.3	21.0	21.2	18.2
매출액증가율 (%)	-4.5	16.2	11.0	19.4
EBITDA증가율 (%)	-26.6	36.3	14.5	45.7
조정영업이익증가율 (%)	-36.0	51.7	15.5	60.5
EPS증가율 (%)	-55.6	28.0	46.2	-2.1
매출채권 회전일수	48.3	50.3	50.3	50.3
재고자산 회전일수	3.9	2.1	2.1	2.1
매입채무 회전일수	55.2	48.7	48.7	48.7
ROA (%)	2.8	3.9	5.3	6.2
ROE (%)	5.3	7.7	11.4	12.0
ROIC (%)	4.5	6.4	6.3	9.8
부채비율 (%)	47.4	49.6	53.4	48.0
유동비율 (%)	1.0	30.2	66.5	58.7
당좌비율 (%)	103.1	30.0	66.2	58.4
자기자본비율 (%)	52.6	50.4	46.6	52.0

편집상 여백입니다