

INDUSTRY
2018년 6월 14일

인터넷/SW (Positive)

소프트웨어 산업의 패러다임 변화 - 이제 구독이 대세다

“ 사람들은 이제 영화나 음악 콘텐츠를 매달 정액으로 구매해서 즐기는 것에 대해 익숙해졌습니다. 마찬가지로 게임 유저들은 CD 카피를 구매하던 과거 패턴에서 벗어나 유료 아이템을 결제하고 있습니다. 이런 구매 패턴 변화가 이제 소프트웨어 산업에도 확산되기 시작했습니다. 한번 사서 정해진 기능만 활용할 수 있는 라이선스 구매 모델에서 매번 새롭게 업데이트를 받을 수 있는 구독(Subscription) 기반 모델로 빠르게 변화하고 있습니다. 이런 전환으로 인해 마이크로소프트는 구글의 기업가치를 넘어섰습니다. 이 같은 구독 서비스는 소프트웨어뿐 아니라 향후 커머스, 콘텐츠까지 확산되며 핵심 비즈니스 모델로 정착할 것으로 판단합니다. 이 보고서에서는 소프트웨어 산업이 어떻게 변모해 가고 있는지 살펴보고, 그 영향에 대해 알아봤습니다. ”

| Contents |

I. Summary	03
II. License 시대의 종말과 Subscription 모델의 부상	04
1. 마이크로소프트, 제 2의 전성기 비결은?	04
2. 아마존과 넷플릭스의 성공 역시 Subscription	08
III. 서비스로서의 소프트웨어(SaaS) 시장의 본격 개화	12
1. 소프트웨어 이용 방식 변화, '소유'에서 '사용'으로	12
2. 마이크로소프트의 깃허브 인수가 주는 시사점	14
3. 쇼핑몰 사업에서도 SaaS 업체들의 부각	17
IV. 제2의 성장기에 진입하고 있는 SW 산업	20
1. 주요 SW 기업들은 전략 변화 중	20
2. 구독 기반 과금 모델로 인해 클라우드 기업들 수혜 전망	24
V. 투자전략	26
VI. 분석대상종목	31
1. 삼성SDS (018260)	32
2. 더존비즈온 (012510)	36
3. 카페24 (042000)	41
4. NAVER (035420)	44
5. 카카오 (035720)	47
VII. Appendix	51

I. Summary

글로벌 주요 IT 기업들은
제2의 전성기 진입

최근 주요 IT 기업들은 제2의 성장기에 진입하고 있다. ‘라이선스’라는 수익모델 기반 위에서 시작한 소프트웨어 서비스를 ‘구독’ 기반 비즈니스로 전환하면서 안정적인 실적 성장과 함께 기업가치 상승이 나타나고 있기 때문이다. 얼마 전 구글을 제치고 애플과 아마존에 이어 전세계에서 세 번째로 기업가치가 높은 기업이 된 마이크로소프트가 대표적이다.

소프트웨어 사용의 접근
방식이 변화 중

사용자들의 소프트웨어에 대한 접근방식이 과거에는 직접 개발 혹은 소유였지만, 이제는 ‘서비스로서의 사용’ 개념이 본격적으로 확대될 것으로 전망한다. 이런 현상은 클라우드 기반의 SaaS(Software as a Service) 시장 본격화와 개방형 오픈소스 소프트웨어의 확대에 의해 더욱 빠르게 확산될 것이다.

글로벌 시장에서 선도적인 지배력을 갖고 있는 국내 하드웨어 업체들과 달리 국내 소프트웨어 업체들은 경쟁력이 다소 부족하다. 하지만 이를 역으로 생각해보면 성장 여력이 매우 크다는 것을 의미하며, 소프트웨어는 지역과 산업별로 다변화되어 있어 각자의 강점을 지닌 다양한 기업이 존재할 수 있으므로 국내 기업들이 내수 시장에서 지배력을 확대할 수 있을 것으로 기대한다.

삼성SDS, 더존비즈온,
투자의견 BUY 신규 제시

우리는 국내 대표 소프트웨어 기업인 삼성SDS, 더존비즈온에 대해 긍정적인 의견을 제시한다. 삼성SDS는 캡티브 고객을 기반으로 쌓은 SI와 컨설팅 ‘서비스’ 영역의 노하우를 자체 솔루션 개발 사업 영역으로 확대시키고 있어, 급변하는 IT 환경의 대응에서도 유리하게 작용할 것으로 전망한다. 더존비즈온은 SaaS 기반 소프트웨어 시장이 본격 개화한다면 현재의 주도적인 지배력이 더욱 부각 될 것으로 예상하며 이는 중장기적으로 다양한 사업으로의 확장 기대감이 높다고 보기에 주목해야 한다고 판단한다.

관심 종목으로
NAVER와 카카오 제시

인터넷 기업인 NAVER와 카카오에 대해서도 재차 주목해야 한다고 판단하는데, 중장기적으로 볼 때 일부 사업을 SaaS 모델로 전환해 안정적인 구독 기반의 수익 창출이 가능하다고 보기 때문이다. 국내 인터넷/SW 업종의 연초 이후 추가 수익률은 정부 규제, 비용 증가 등의 이유로 가장 부진했지만 실적 하향 조정이 마무리되고 있고, 밸류에이션 역시 역사적 하단 구간에 도달했다는 점을 감안할 때 하반기를 대비한 적극적인 투자 전략을 추천한다.

II. License 시대의 종말과 Subscription 모델의 부상

1. 마이크로소프트, 제 2의 전성기 비결은?

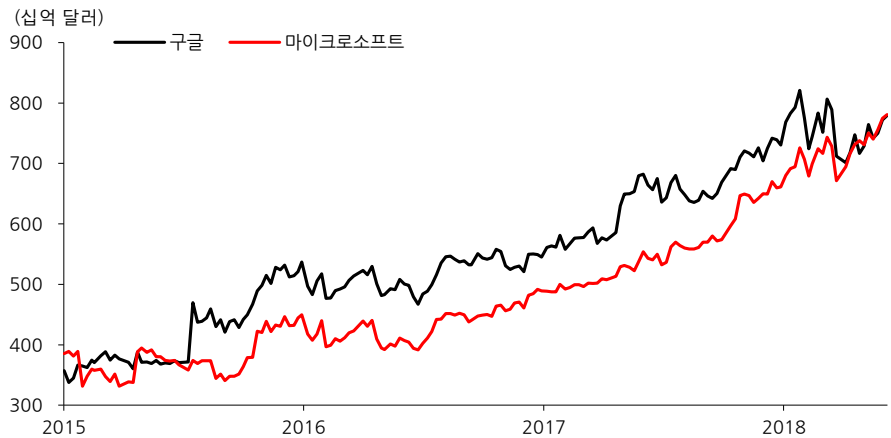
MS 시가총액, 3년 만에
구글을 앞질러

지난 5월 29일, 마이크로소프트의 시가총액은 7530억 달러를 돌파하며 7418억 달러인 구글을 앞질렀다. 이제 마이크로소프트는 애플과 아마존에 이어 전세계에서 세 번째로 가치가 높은 기업이 된 것이다. 2004년 상장한 구글은 기업가치가 급격히 상승하면서 마이크로소프트와의 격차를 좁혀왔고, 2012년 처음으로 마이크로소프트의 시가총액을 앞질렀으며, 최근까지는 구글이 늘 앞서있다가 상황이 역전됐다.

구독 기반 비즈니스 전환이
성공 전략 요인

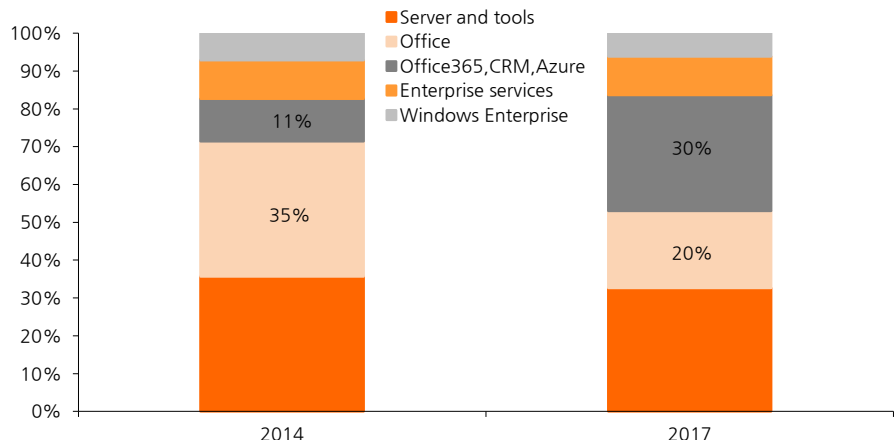
2015년 이후 꾸준한 기업가치 상승을 이끌었던 마이크로소프트의 가장 중요한 전략은 소프트웨어 서비스를 구독 기반 비즈니스로 전환한 것이라고 판단한다. 과거에는 사용자가 MS오피스 제품을 구매하려면 목돈을 들여 라이선스를 구매했지만, 오피스365 제품을 선보이면서 일반 소비자나 기업 고객은 월 구독료를 내야 하는 방식으로 바뀌었다. 2014년 전사 매출 내에서 라이선스를 통한 구매 매출 비중은 35%였지만 최근 20%까지 감소했다. 반면 정액제 구독 기반의 오피스365, 클라우드 사업의 비중은 11%에서 30%로 확대됐다.

[그림1] 마이크로소프트, 3년 만에 구글의 시가총액을 앞질러



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림2] 라이선스 매출 비중 감소와 정액제 매출 비중 확대



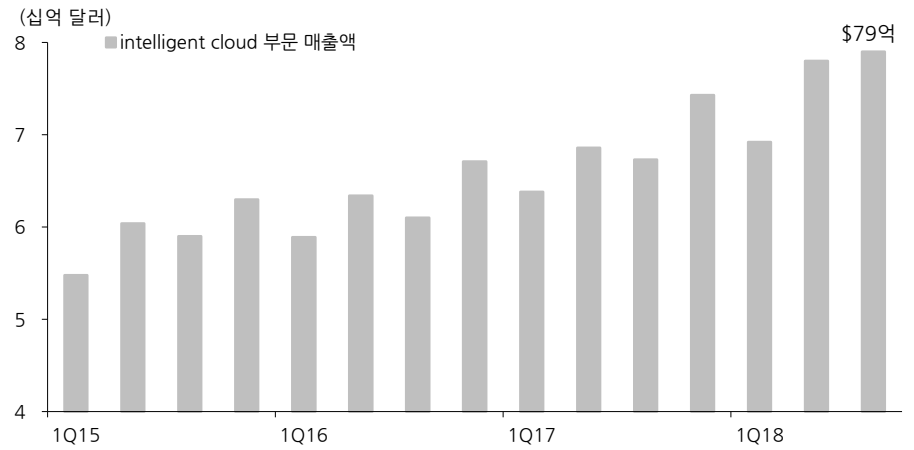
자료: 마이크로소프트, 한화투자증권

애저, 오피스365의
고성장으로 실적 견인

마이크로소프트의 현재 성장을 이끌고 있는 것은 인텔리전트 클라우드(Intelligent Cloud) 사업 부문인데, 여기에는 아마존과 같은 퍼블릭 클라우드 사업인 애저(Azure)와 기존 오피스 제품군을 구독 기반 서비스로 판매하는 오피스365가 속해있다. 지난 분기(2018년 1~3월) 실적발표에 따르면, 인텔리전트 클라우드 부문의 매출액은 79억달러로 전년동기 대비 17% 증가했고, 영업이익은 26억5천만달러로 전년동기 대비 24% 증가했다.

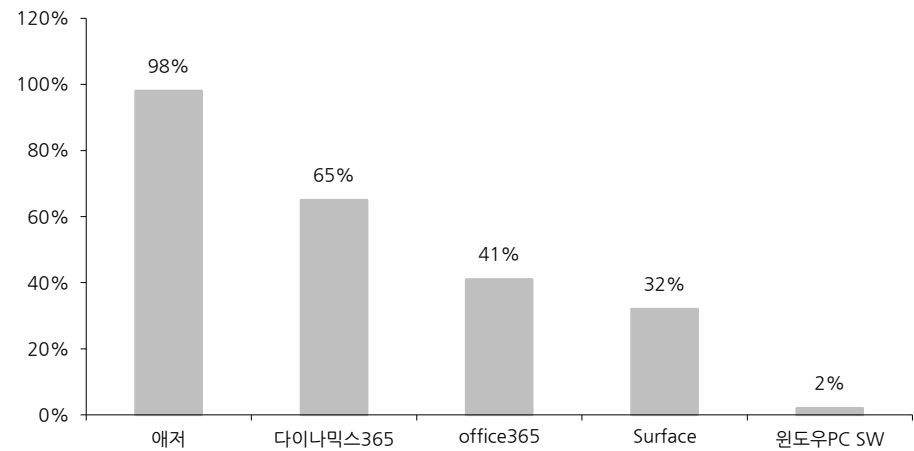
특히 핵심 사업인 애저(Azure)와 오피스365가 전년동기 대비 각각 98%, 41% 성장한 반면, 윈도우 PC 소프트웨어 사업은 2% 성장에 그치면서 대조적인 모습을 보였다. 동사가 구독 모델과 라이선스 모델의 매출을 구체적으로 나눠서 발표하진 않지만, 오피스 365의 매출이 전통적인 라이선스 기반의 오피스 매출을 넘어선 것으로 추정된다.

[그림3] 인텔리전트 클라우드 매출 고성장 중



자료: 마이크로소프트, 한화투자증권

[그림4] 애저 +98%, 오피스 365 +41% 성장



자료: 마이크로소프트, 한화투자증권

<p>저무는 MS의 윈도우 시대</p>	<p>매출 비중 변화 추이에서도 알 수 있듯이 전세계적으로 수십 년간 컴퓨터 보급화에 가장 큰 역할을 했던 마이크로소프트의 대표 운영체제인 윈도우의 시대는 곧 끝날 것으로 예상된다. 동사 역시 이제는 윈도우 보다 클라우드 컴퓨팅 시스템에 더 초점을 맞춰 개발할 것이라고 코멘트를 하기도 했다.</p>
<p>SW산업은 라이선스 수익 모델에서 시작</p>	<p>마이크로소프트의 위기와 회복의 움직임을 살펴보면, 소프트웨어 산업의 역사가 보인다. 초기의 소프트웨어 산업은 ‘라이선스’라는 수익모델 기반 위에서 시작했다. 라이선스란 제품 자체를 판매하는 것이 아닌 사용권을 판매하는 방식이다. 소프트웨어는 실체가 없는 가상의 상품인데다가 복제가 쉽기 때문에 일반적인 상품판매 방식을 적용할 수 없었으며, 이로 인해 제품이 아닌 사용권을 팔기 시작했다. 라이선스를 구매한 사람들은 그 제품을 소유하지 못하고 사용할 수 있는 권리만 갖는다. 그렇기 때문에 대여, 복사, 중고 판매 등은 허락되지 않는다.</p>
<p>PC 판매량 증가로 호황을 보이다 판매량 침체와 함께 위기 봉착</p>	<p>1990년부터 전세계의 가정과 직장에서 컴퓨터를 사용하게 되면서 이러한 마이크로소프트의 라이선스 기반 수익 모델은 혁명적이었다. PC 보급률이 높아짐에 따라 동사의 실적은 계속해서 성장할 수 있었기 때문이다. 고성장을 구가해오던 마이크로소프트는 2009년부터 PC 시장이 침체하고 모바일 시장에 효과적으로 대처하지 못하면서 위기에 봉착했다. 수십 년간 꾸준히 증가하던 PC 출하량이 하락세에 접어든 것이다. PC가 한 대 판매될 때마다 로열티를 받는 동사의 입장에서는 좋지 않은 상황이었다.</p> <p>그 사이 안드로이드와 애플 운영 체제에 대한 수요가 급격히 높아졌으며, 마이크로소프트의 기업가치는 수년 동안 부진한 흐름을 보였다. 동사는 검색 사업과 온라인 광고의 역량을 강화하려 노력했지만 검색 분야에서의 낮은 시장점유율 때문에 고전할 수 밖에 없었다.</p>

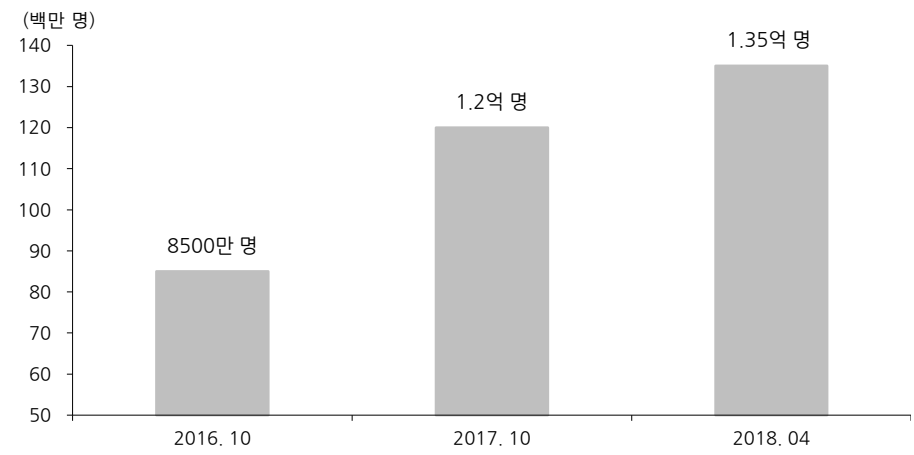
매달 정액제 기반의 안정적인 매출 발생이 가능한 오피스365에 집중

2014년 마이크로소프트의 3번째 CEO로 사티아 나델라가 임명된 이후 윈도우의 라이선스 매출 성장을 기대하기 힘들어지는 상황에서 동사는 오피스365를 해법으로 내세웠다. 라이선스 판매라는 단발성 수입에 익숙했던 동사는 매달 들어오는 고정 수익으로 인해 가입자수 증가와 함께 가파른 실적 성장세를 보여주고 있다. 구독 모델로 가입한 소프트웨어는 잡지나 신문과 달리 구독을 끊는 게 쉽지 않기 때문이다.

구독 모델 사용자는 전체 오피스 사용자 수 대비 11% 수준에 불과

사티아 나델라는 지난 실적 발표에서 오피스365의 MAU(월 활동 사용자)가 1억 3,500만 명이라고 밝혔다. 전세계 오피스 사용자 수가 약 12억 명이라는 점을 감안하면, 이는 전체 오피스 사용자의 약 11%에 해당한다. 오피스 사용자 중 단 11%가 매출의 절반 이상을 차지하고 있는 현재 상황을 감안하면 동사 입장에서 매출을 성장시킬 기회가 매우 많다는 것을 의미한다. 멀지 않은 미래에 구독 모델만을 제공할 것이라고 추측해 볼 수도 있다. 실제 동사는 2019년까지 오피스 사용자의 3분의 2가 클라우드 및 구독 서비스 기반일 것으로 예상했다.

[그림5] 오피스 365 월 활동 사용자 추이 - 최근 1.35억 명 기록



자료: 마이크로소프트, 한화투자증권

오피스365에 윈도우 OS와 알파(a)를 합친 마이크로소프트365 선보여

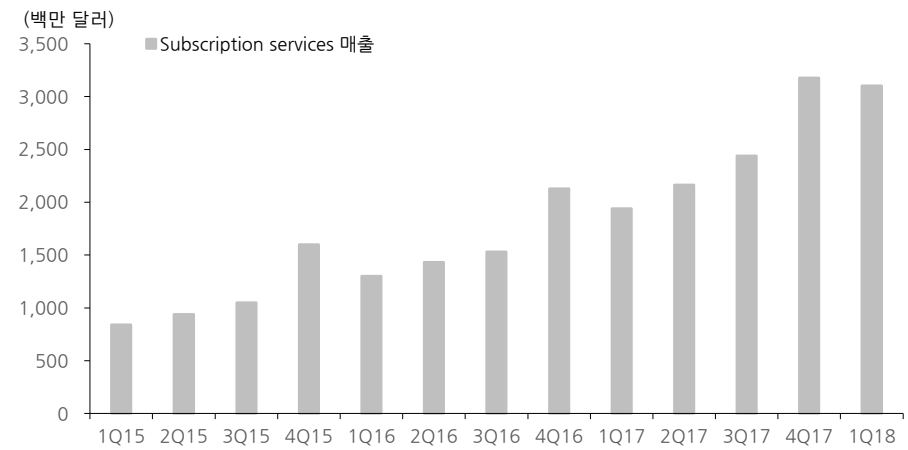
지난해부터 동사는 기업고객에게 윈도우10, 오피스365, 다이내믹스 등을 묶어 ‘마이크로소프트365’라는 정기 구독 서비스로 판매하고 있다. 마이크로소프트365는 오피스365에 윈도우 운영체제과 알파를 합친 종합 개념이기 때문에 윈도우 운영체제 역시 언젠가는 오피스처럼 구독 모델 기반으로 바뀔 수 있다는 회사의 전략이 엿보인다. 이에 따라 동사의 기업가치는 연일 상승세를 보이고 있으며, 소프트웨어 업계 내에 라이선스 시대의 종말과 함께 서브스크립션(Subscription) 모델이 급부상하기 시작했다.

2. 아마존과 넷플릭스의 성공 역시 Subscription

구독 모델의 대표적인 사례는 아마존과 넷플릭스

소프트웨어 산업에서 나타나고 있는 구독 모델로의 변화는 아마존과 넷플릭스의 성공 사례에서도 찾아볼 수 있다. 아마존 프라임은 연회비 99달러나 월회비 12.99달러를 내면 가입자에게 무료로 반품 서비스, 2일 내 배송, 전자책·음악·영화 구독 등 다양한 혜택을 제공하는 서비스다. 동사가 지난해 아마존 프라임 회원들의 회비로 거둔 매출액은 97억달러로 전년 대비 무려 52%나 증가했다. 아마존은 지난 4월 아마존 프라임의 비용을 20% 상향 조정할 것이라는 계획을 발표했는데, 기존 가입자들이 누리고 있던 혜택을 쉽게 끊지 못하는 특성이 있어 이는 가입자 이탈 없이 대부분 매출 증가에 기여할 것으로 판단된다.

[그림6] 아마존 프라임 서브스크립션 매출액 추이

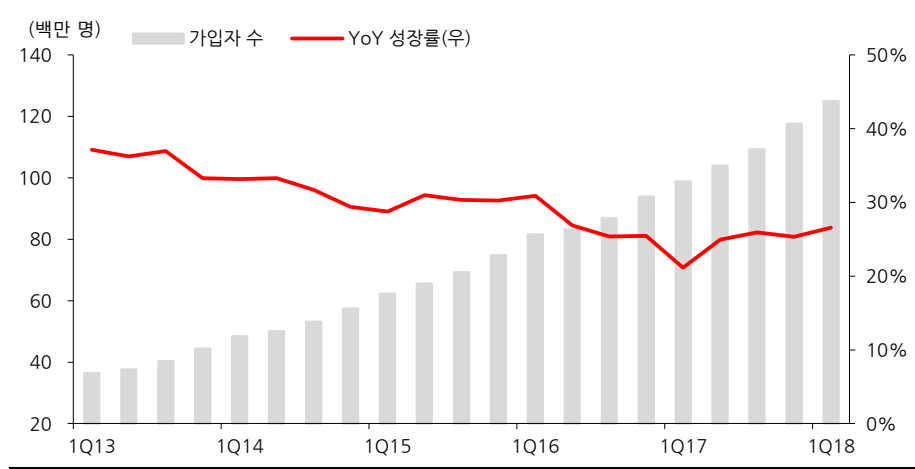


주: 아마존프라임 월정액 매출을 포함, 오디오북, E-Book 등 AWS를 제외한 모든 Subscription service 매출 기준
 자료: 아마존, 한화투자증권

넷플릭스 역시 구독 서비스의 개척자로 볼 수 있다. 다른 구독 서비스들은 디지털 콘텐츠가 등장한 이후 시작된 반면 넷플릭스는 콘텐츠의 매개체가 아직 아날로그에 머무르고 있을 때부터 구독 서비스를 개시했기 때문이다. 넷플릭스는 1999년 월 5달러만 지불하면 동사가 보유 중인 영상 콘텐츠를 무제한으로 감상할 수 있는 서비스를 개시했다. 사실 넷플릭스의 구독 서비스는 디지털 시대가 열리기 전에 시작된 것이라 제약이 많았다. 콘텐츠가 담긴 매개체는 비디오 테이프였는데, 동사가 보유한 비디오 테이프의 숫자에도 한계가 있어 한 번에 하나의 콘텐츠만 가져와서 감상하고, 반납한 다음에야 다른 것을 감상할 수 있었다. 이런 제약들 때문에 넷플릭스의 구독 서비스는 별다른 반향을 이끌어내지 못했다.

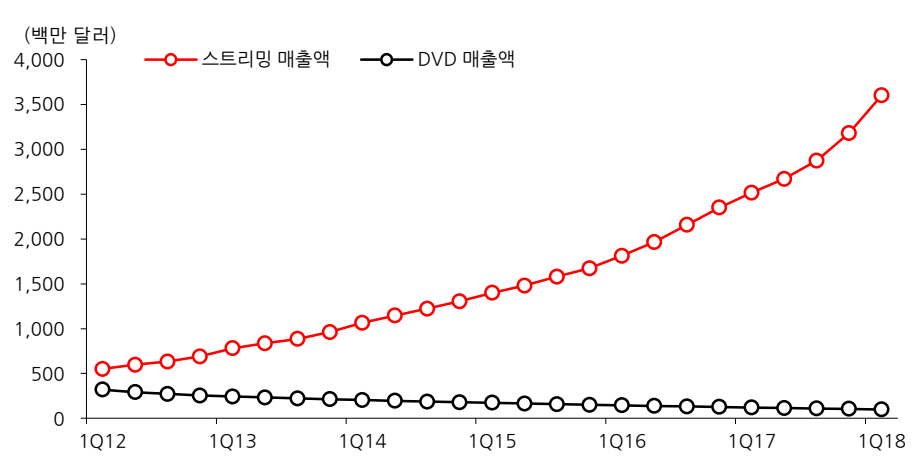
하지만 아날로그 시대에서 디지털 시대로 급격히 변화함에 따라 구독 서비스의 가치는 크게 상승했다. 구독 서비스의 단점으로 꼽히던 것들이 모두 사라졌기 때문이다. 콘텐츠 전달의 매개체가 비디오 테이프, DVD에서 인터넷으로 바뀐에 따라 넷플릭스는 한번에 수 많은 콘텐츠를 즉시 유통할 수 있게 되었다. 반납이란 절차가 통째로 사라짐에 따라 단점은 없어지고 장점만 남았다. 영상 콘텐츠를 구매하지 않고 넷플릭스의 구독 서비스를 통해 감상하는 사용자들이 급격히 늘어나기 시작했다. 인터넷을 통한 영상 콘텐츠 구독형태가 시작된 지 11년이 지난 현재 넷플릭스는 지난해 기준 1억 1700만 명 이상의 구독자와 매출액 116억 달러를 기록한 세계에서 손꼽히는 콘텐츠 사업자가 되었다.

[그림7] 넷플릭스 구독자수 추이



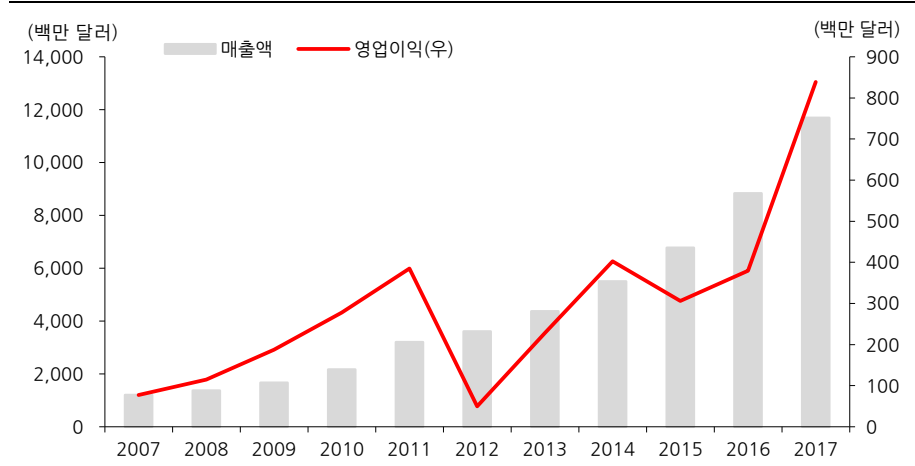
자료: 넷플릭스, 한화투자증권

[그림8] 넷플릭스의 서버는 아마존의 클라우드로 사용 중



자료: 넷플릭스, 아마존, 한화투자증권

[그림9] 넷플릭스의 실적 추이



자료: 넷플릭스, 아마존, 한화투자증권

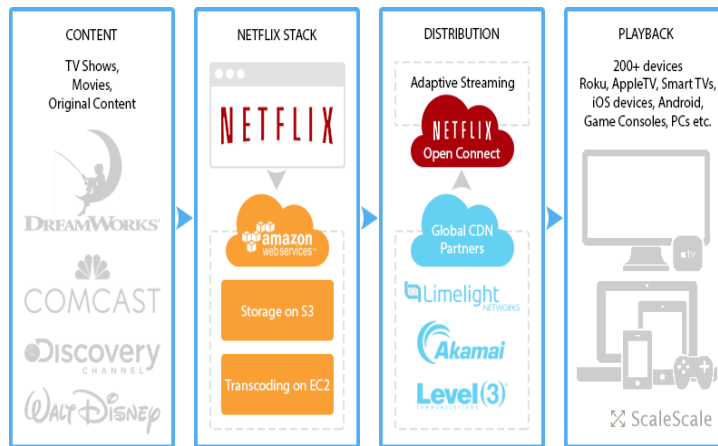
넷플릭스 서비스의 글로벌 확산은 아마존 클라우드를 배경으로 해

하지만 넷플릭스의 서비스가 지금처럼 발전하게 만들어 준 일등 공신은 아마존웹서비스(AWS)라고 판단한다. 아마존은 아마존닷컴을 운영하기 위해 만든 클라우드 컴퓨팅 기술을 2006년에 AWS라는 이름으로 출시하고 최초의 상품인 아마존S3(Simple Storage Service)를 공개했다. AWS는 아마존이 제공하는 스토리지를 이용해 스트리밍을 할 수 있는 방식이며 데이터 사용량에 따라 비용을 지불하는 비즈니스 모델이다.

넷플릭스는 2008년부터 AWS를 사용해왔고, 2016년을 기점으로 모든 자체 데이터 센터를 없애고 AWS에 의존하고 있다. 물론 자체 비디오 콘텐츠를 저장하고 전송하는 기술인 오픈 커넥트라 불리는 CDN(Content Delivery Network)을 별도로 보유하고 있다. 그러나 일반적인 CDN 운영 관리는 아마존이 한다. 예를 들어 비디오 콘텐츠에서 발생하는 재생 로그는 하루에 1억 5천 만 시간인데 이 모든 정보가 AWS를 통해 저장된다는 의미다.

아마존과 넷플릭스 뿐만 아니라 최근 구독 형태의 비즈니스 모델은 급격하게 성장하고 있는데, 향후 클라우드 컴퓨팅 환경의 본격 개화가 이런 비즈니스들의 잠재적 범위를 크게 확대시킬 것으로 예상된다.

[그림10] 넷플릭스의 서버는 아마존의 클라우드로 사용 중



자료: 넷플릭스, 아마존, 한화투자증권

[표1] 최근 부상하고 있는 서브스크립션 서비스

온라인 구독 기반 서비스		2017년 구독자 수	YoY 성장률
Netflix	비디오	118MM	25%
Amazon	커머스/미디어	100MM	-
Spotify	음악/오디오	71MM	48%
Sony PS	게임	34MM	30%
Dropbox	파일 저장	11MM	25%
The NY Times	뉴스/미디어	3MM	43%
Stitch Fix	패션/의류	3MM	31%
LegalZoom	법률 서비스	550K	16%
Peloton	피트니스	172K	173%

자료: 각사, 한화투자증권

B2B 비즈니스 기업들에게
유리할 것으로 예상

이러한 구독 비즈니스 모델은 B2B 비즈니스를 영위하는 기업들에게 유리하게 작용할 것으로 예상하는데, 구독 모델은 라이선스 판매와 달리 1) 안정적인 수익 창출이 가능하고, 2) 이용자들의 충성도 향상으로 개인화된 서비스를 제공할 수 있기 때문이다.

사실 이러한 구독 모델의 전환은 소프트웨어 기업이 가장 고민하던 부분이었다고 본다. 소프트웨어 라이선스 판매의 경우 고정적 수입이 없는데 비해 구독 모델은 매달 일정하게 수익이 발생하니 보다 안정적인 실적 창출이 가능하기 때문이다. 새로운 제품이 나올 때마다 대규모 매출이 일어난 후 다음으로 업데이트된 제품이 나올 때까지 줄어든 매출액으로 버텨야 하는 대신, 매월 꾸준히 매출이 발생하는 장점이 있다. 게다가 특정 모델이나 버전이 나올 때마다 성공 여부에 마음을 졸일 필요가 없다.

포토샵 패키지 서비스를 제공하는 어도비의 경우 구독 모델로 전환한 이후 업데이트된 온라인 도구를 구매하는 사람들 중 20%는 신규 고객이며, 구독 모델로 전환한 이후로는 고객들의 데이터를 추적하거나 수집할 수 있게 되었다. 소프트웨어를 제품으로 판매할 때는 고객의 어떤 정보도 받지 못하거나 아주 제한적인 경우에만 가능했다. 하지만, 구독 모델로 바뀌면서 고객의 사용 패턴과 같은 정보를 얻게 되면서 개별 고객의 필요에 따른 개인화된 서비스를 제공할 수 있는 장점이 생겼다.

고객 사용 정보를 활용해
개인화 서비스를 제공한다면
고객 로열티 향상도
기대할 수 있을 것

특히 고객의 사용정보를 수집해서 개별 고객의 필요에 따라 서비스를 새롭게 구성할 수 있다면 이제까지와는 차원이 다른 서비스를 제공할 수 있다는 점은 고객의 유입과 충성도 유지에 더욱 긍정적이다. 넷플릭스가 개별 사용자들에게 맞춤형으로 추천하는 영화들이 대표적인 예이다. ‘어느 두 사용자도 같은 추천 화면을 보지 않는다’는 넷플릭스의 추천 리스트는 개개인의 선호도와 시청 히스토리, 시청 중에 발생하는 다양한 활동 정보를 통해 만들어지는데, 인기 드라마인 ‘하우스오브카드’의 경우 무려 10개의 서로 다른 예고편을 만들어 각 사용자들 별로 가장 관심 있을만한 장면이나 배우가 강조된 예고편을 내보낸 것으로 유명하다.

초기 가입자 확보를 위한
마케팅 부담이라는
단점도 존재

개인화된 서비스를 통해 고객과의 관계를 꾸준히 유지하면 고객의 충성도를 높일 수 있고, 장기적인 사용자로 끌고 갈 수 있다고 판단한다. 특히 구독 모델을 이용하던 고객은 관성이 생겨서 서비스를 취소할 확률이 줄어들기 때문에 기업으로서는 큰 매력 요소가 될 것이다.

그러나 이러한 장점에도 불구하고 주의해야 할 점이 존재한다. 초기 가입자 확보를 위해서는 가격을 인위적으로 매우 낮게 책정하거나 마케팅에 집중해야 하고, 이와 관련된 초기 투자 비용을 높여야 하는 등의 부담이 불가피하다. 또한 계약 기간이 끝나면 다른 제공 업체로 옮겨가는 리스크도 존재하며 경쟁이 치열해지거나 가격을 인상하는 경우 이러한 경향이 더욱 심화 된다는 단점이 있다.

III. 서비스로서의 소프트웨어(SaaS) 시장의 본격 개화

1. 소프트웨어 이용 방식 변화, ‘소유’ 에서 ‘사용’ 으로

SaaS 시장 개화의 본격화

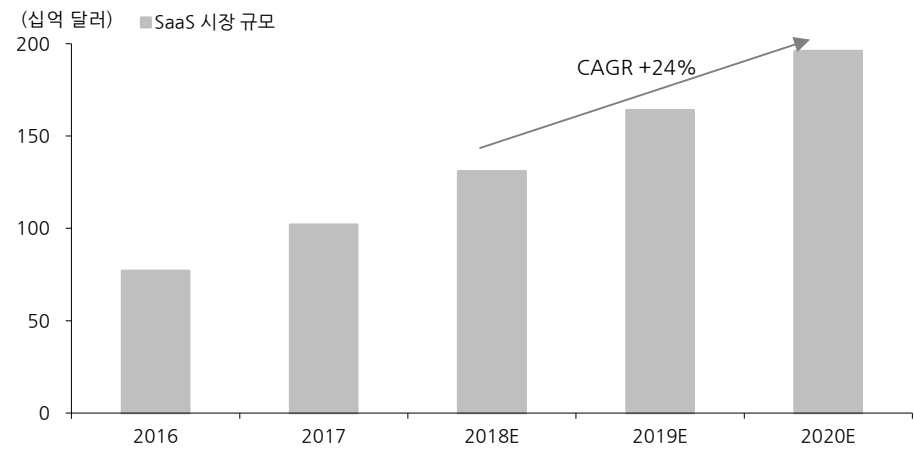
사용자들의 소프트웨어에 대한 접근방식이 과거에는 직접 개발 혹은 소유였지만, 이제는 ‘서비스로서의 사용’ 개념이 본격적으로 확대될 것으로 판단한다. 이런 현상은 클라우드 기반의 SaaS(Software as a Service) 시장 본격화와 개방형 오픈소스 소프트웨어의 확대에 의해 더욱 빠르게 확산될 것이다.

전세계 SaaS 시장 규모, 연평균 24% 성장 중

시장 조사 기관에 의하면, 전세계 SaaS 시장 규모는 2018년 1310억 달러에서 2020년 1660억 달러로 연평균 24% 성장할 것으로 전망된다. SaaS는 서비스로서의 소프트웨어를 의미하는데, 소프트웨어에 대한 사용료를 지불하고 일정 기간 구독하는 서비스로서 소프트웨어 과금 모델이자 배포방식이다. 과거 소프트웨어를 이용하려면 PC나 서버 같은 물리적인 하드웨어가 반드시 필요했지만 SaaS는 설치형 소프트웨어와 달리 서비스를 이용하기 위한 하드웨어가 필요 없다. 인터넷에만 접속할 수 있으면 인터넷을 통해 클라우드에 설치되어 있는 소프트웨어를 불러와 언제 어디서나 이용할 수 있다는 것이다.

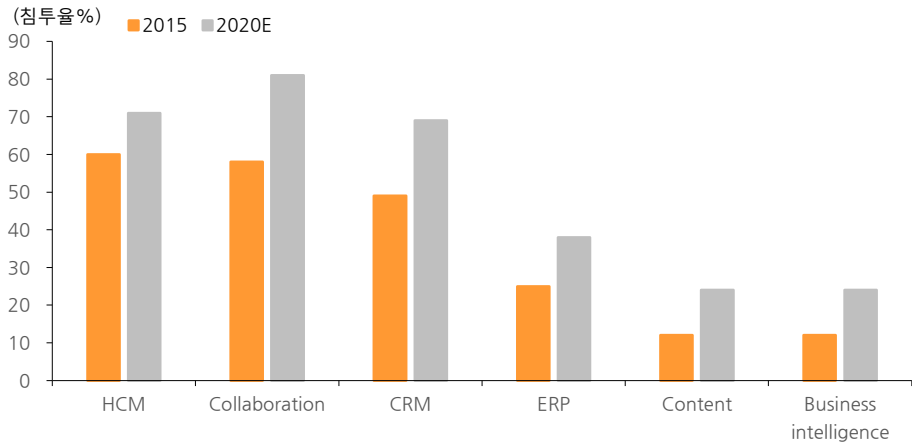
즉 SaaS는 인터넷 덕분에 하드웨어로부터 자유로워진 소프트웨어에 해당하며, 소프트웨어를 자체 컴퓨터에 저장하지 않고 원격의 호스트에 접속해 원할 때마다 ‘서비스’로 이용하는 것을 의미한다.

[그림11] 전 세계 SaaS 시장, 연평균 24% 성장 전망



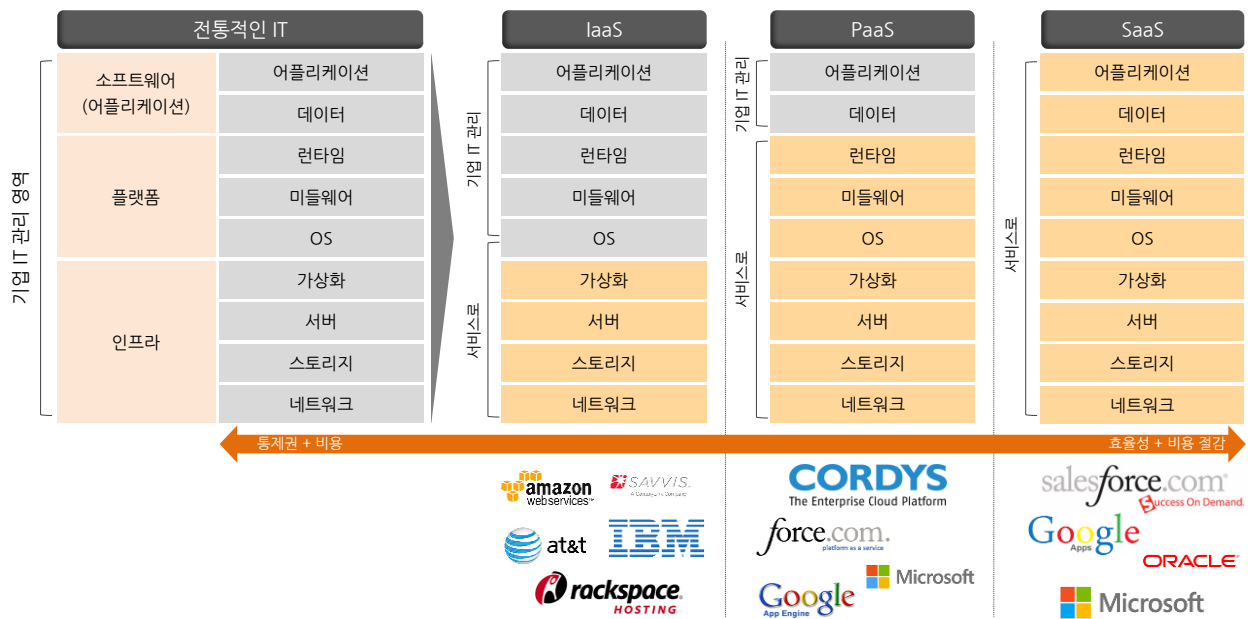
자료: Wikibon, Statista, 한화투자증권

[그림12] 전세계 SaaS 시장의 부문별 침투율 전망



자료: IHS, Statista, 한화투자증권

[그림13] 전통적인 IT와 IaaS, PaaS, SaaS의 비교



자료: The Economics of the Cloud, 한화투자증권 리서치센터

SW 기업들은 최근 오픈소스를 통해 협력하는 움직임이 강화되고 있어

또한 최근에는 오픈소스를 매개로 소프트웨어 기업이 협력함으로써 단일기업끼리의 경쟁이 아닌 기업 간 협력하는 유형으로 변화하는 양상을 보여주고 있다. 이는 스마트폰 시대에 모바일 OS를 통해 생태계가 구축되고, 미디어 콘텐츠, 게임, 광고에 이르기까지 다양한 산업을 포괄하는 범용 플랫폼의 역할을 했던 것과 비슷하다.

예를 들어, 테슬라의 엘론머스크 주도로 설립한 인공지능 비영리기관 Open AI를 Microsoft, Amazon, Infosys가 공동 후원하고 있고, 구글이 공개한 머신러닝 관련 SW 라이브러리인 Tensorflow는 구글, 에어비앤비, 이베이, 드롭박스, 답마인드, SAP 등이 후원하고 공동개발 중이다.

[표2] 선도적인 SW 기업, 오픈소스로 개방형 전략 나타내는 중

기업	특징
Citrix	가상화, 네트워크 제품 및 SaaS 를 제공하는 다국적 SW 업체
Cloudscaling	클라우드 인프라를 구축하는데 필요한 서비스, 오픈소스 제품 공급 SW 업체
HP	소비자, 중소기업, 대기업에 HW, SW, 서비스를 공급하는 다국적 IT 업체
IBM	다국적 컨설팅 및 IT 서비스 업체
Mirantis	오픈스택에 특화된 SW 업체
Nebular	클라우드에 특화된 HW, SW 업체
Rackspace	서버와 응용 SW 를 호스팅하는 다국적 서비스 업체
VMWare	클라우드 SW 제품과 서비스를 제공하는 SW 업체
Red Hat	기업을 대상으로 오픈소스 제품과 서비스를 제공하는 다국적 SW 업체
Canonical	우분투(리눅스)의 제조사, 이를 기업에서도 활용하도록 지원하는 서비스 업체

자료: NIPA, 한화투자증권

2. 마이크로소프트의 깃허브 인수가 주는 시사점

MS, 세계 최대 오픈소스 플랫폼 깃허브 인수

지난 6월 5일 마이크로소프트가 세계 최대 오픈소스 저장소인 깃허브(GitHub)를 75억 달러에 인수한 것은 최근 소프트웨어 업계에 오픈소스 생태계 구축이 얼마나 중요한지를 일깨워주는 사건이었다. 동사는 향후 자사의 핵심 비즈니스 중 하나였던 윈도우를 오픈소스 생태계를 활용해 더욱 진일보한 운영체제로 탈바꿈시킬 것으로 기대된다. 이번 인수 금액 규모는 2016년 링크드인(262억 달러)에 이어 두번째 규모로 마이크로소프트가 과거와 달리 개방형 플랫폼으로 진화하려는 의지가 뚜렷하다는 것을 반증한다고 볼 수 있다.

깃허브는 개발자들이 코드를 저장하고 문제를 논의하는 데 있어 필수적인 툴로서, 오픈소스 접근 방식을 통해 다른 개발자들의 코드를 연구, 변경 및 재배포까지 할 수 있다. 전세계 2800만명 이상의 개발자가 협업하고 있으며, 8500만개의 코드 저장소가 운영되고 있는 가장 영향력 있는 오픈소스 플랫폼이다. 다시 말해 마이크로소프트는 깃허브를 인수하면서 전세계 2800만명 이상의 개발자를 거느리는 플랫폼을 갖게 된 것이다.

개방형 플랫폼 전략 모델로 변화하는 중

이처럼 최근 개방형 플랫폼 전략 모델로 변화하고 있는 동사의 움직임은 예전과 다르다. 과거 동사는 윈도우OS와 오피스 소프트웨어 라이선스 판매를 통한 사업 모델이 독점적 시장 지위를 획득함에 따라 구글과 같은 개방형 플랫폼과는 정반대되는 진영으로 간주되어 왔다. 오픈소스 기반의 무료 OS인 리눅스를 ‘암 덩어리’라고 표현하며 윈도우 OS의 유일한 적으로 여겨왔던 것이다.

하지만 동사는 2015년 7월 윈도우10 출시와 함께 오픈소스 기술 투자를 적극 확대해 오고 있다. SW개발도구인 MS 비주얼 스튜디오 온라인을 깃허브와 연동되게 하는 기능을 제공하면서 그 동안 윈도우 기반 개발자만을 위한 자체 생태계에서 벗어나 보다 광범위한 오픈소스 생태계 개발자를 유인하기 시작했다. 그러다가 작년 말에는 자사가 직접 운영하던 코드플렉스(Codeplex)를 폐쇄하고 깃허브 마켓플레이스에 ‘앱센터 앱’을 출시하기도 했다. 코드플렉스는 깃허브의 경쟁역할을 하던 플랫폼이었다. 또한 오피스 365를 외부 웹 서비스와 연동이 가능하도록 하는 오픈API를 제공했다.

[표3] MS의 개방형 플랫폼 전략

구분	전략 내용
오픈소스	깃허브 연동, 오픈소스 하드웨어에 윈도우 10 무료 탑재
멀티 OS	리눅스 용 어플리케이션을 윈도우에서 실행하는 기술 탑재, 맥과 리눅스에서도 사용가능한 개발도구 제공
오피스서비스	MS 오피스 365 오픈 API

자료: 마이크로소프트, 한화투자증권

마이크로소프트는 이번 빌드 개발자 행사에서도 마이크로소프트365 플랫폼이란 개념을 강조하며 소개했다. '오피스 그래프'라고 불리는 비즈니스 앱 API 세트는 '마이크로소프트 그래프'로 외연을 넓혔는데, 오피스뿐만 아니라 윈도우10과 다이내믹스, 엔터프라이즈 모빌리티 등 마이크로소프트의 모든 데이터와 기능을 API로 제공한다. 개발자는 마이크로소프트 그래프를 통해 새로운 서비스나 비즈니스를 만들 수 있는 것이다. 또한 윈도우10 최신 업데이트에서 소개된 윈도우10 타임라인 기능은 사용자의 과거 사용내역을 한눈에 보여주는 기능인데, 안드로이드 기기의 사용내역까지 확인할 수 있다. 또한 윈도우10의 AI 비서인 코타나는 아마존 알렉사와 상호 소통할 수 있다고 밝혔다.

클라우드 사업의
점유율 확대를 위한
전략이었다라고도 판단

클라우드 사업에 주목하고 있는 동사에게 현재 가장 중요한 것은 개발자 생태계라는 점에서 깃허브 인수를 결정한 것으로 판단된다. 아마존의 AWS 대비 점유율이 낮은 자사의 클라우드 서비스인 애저에 가능한 많은 개발자들을 끌어들이기 위해서는 깃허브와 같은 오픈소스 플랫폼을 우군으로 만드는 것이 유리하다는 판단에서다. 두 회사의 사업적인 시너지 전략이 공개되지는 않았지만, 애저 클라우드를 포함해 동사의 다양한 플랫폼에서 응용프로그램을 만들어 줄 개발자 생태계가 확보될 것으로 예상된다. 또한 마이크로소프트는 중장기적으로 자사의 인공지능 기술을 향상시키기 위해 깃허브의 데이터를 사용할 수도 있다고도 본다.

3. 쇼핑물 사업에서도 SaaS 업체들의 부각

쇼핑물 호스팅 SaaS 기업에 대한 수요 증가 전망

이와 같은 SaaS 형태의 모델은 소프트웨어 기업뿐만 아니라 쇼핑물 호스팅 기업에 대한 수요 증가로도 이어지고 있다. 특히 최근 전자상거래 판매 채널이 다변화됨에 따라 이를 통합 패키지로 제공하는 SaaS 업체가 부각될 것으로 판단한다.

이커머스가 기존 호스팅 사업뿐만 아니라 검색/SNS, 광고, 결제 플랫폼 등으로 다변화되고 있어 소비자 확보를 위해서는 모든 플랫폼에 대응할 수 있어야 한다. 이는 곧 윈스톱 솔루션을 제공하는 SaaS 업체에 대한 의존도가 심화되는 결과로 이어질 것으로 예상된다.

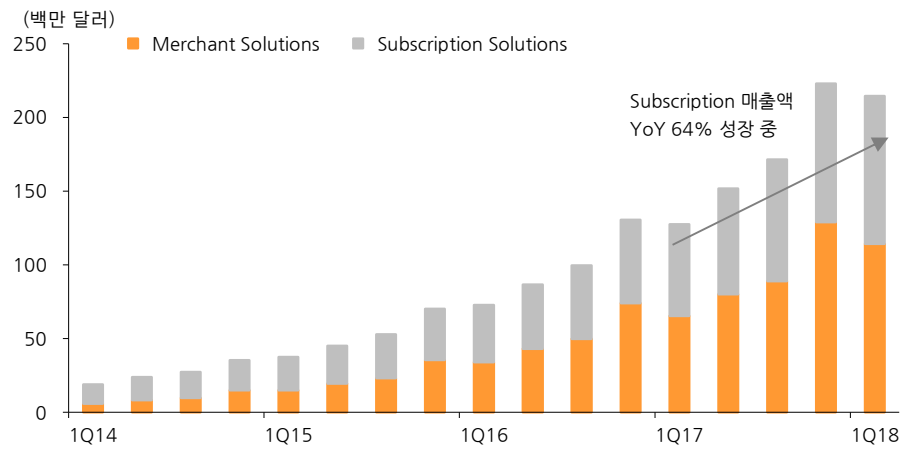
Shopify와 Baozun은 실적과 기업가치 상승세 지속 중

글로벌 주요 SaaS 기반의 쇼핑물 호스팅 기업으로는 Shopify(쇼피파이)와 중국의 Baozun(바오준) 등이 있다.

쇼피파이는 2006년 캐나다에서 시작한 전자상거래 서비스 플랫폼이다. 사이트 개설부터 결제 솔루션, 웹페이지 디자인 기능 등 온라인 쇼핑물 운영에 필요한 모든 기능을 제공한다. 매출 구성은 ‘서브스크립션 솔루션(Subscription Solutions)’과 ‘머천트 솔루션(Merchant Solutions)’으로 나뉜다. 서브스크립션 솔루션은 동사의 플랫폼을 이용하는 판매자(셀러)들이 매달 내는 이용료에서 발생하는 매출이고, 머천트 솔루션은 온라인 쇼핑물 관련 부가서비스에서 발생하는 매출이다. 자체 결제 시스템인 ‘쇼피파이 페이먼트’ 거래 수수료, 마케팅 서비스, 중소상인에게 자금을 제공하는 ‘쇼피파이 캐피탈’ 수익 및 자체 소프트웨어와 연동되는 포스(POS) 기기 발생 수익 등이 여기에 해당된다.

쇼피파이의 주가는 현재 PSR 14배 수준에서 거래 중이다. 페이스북이 한창 급성장을 구가하던 2015년의 PSR이 17배였던 것을 감안하면 향후 상승 여력은 존재한다고 판단한다.

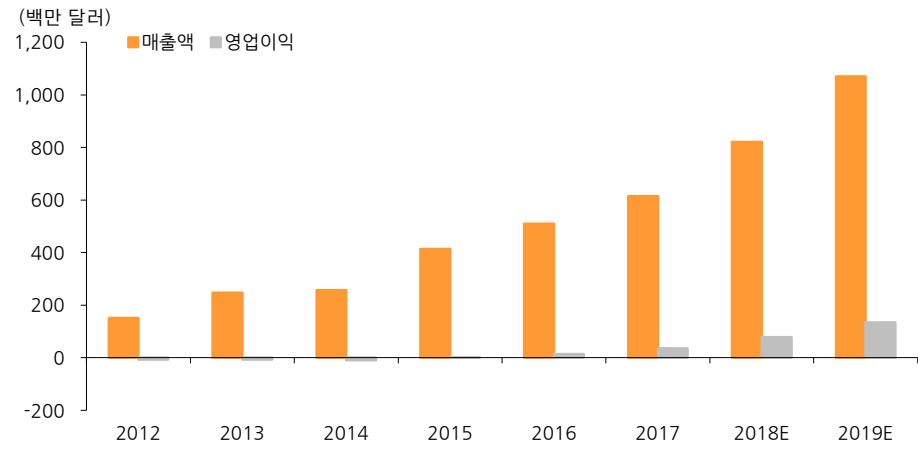
[그림 14] 쇼피파이는 서브스크립션 매출이 중심으로 실적 성장 중



자료: Bloomberg, 한화투자증권

중국의 바오준은 2010년 회사 설립과 함께 알리바바로부터 전략적 투자를 유치하면서 주목 받았다. 타오바오에서 개인 쇼핑물을 대상으로 전자상거래 서비스를 제공하면서 레퍼런스를 쌓고, 기업 고객을 확보해 나갔다. 동사는 향후 3년간 약 28%의 높은 매출액 성장이 전망되면서 시가총액은 최근 36억 달러 수준을 기록하고 있다.

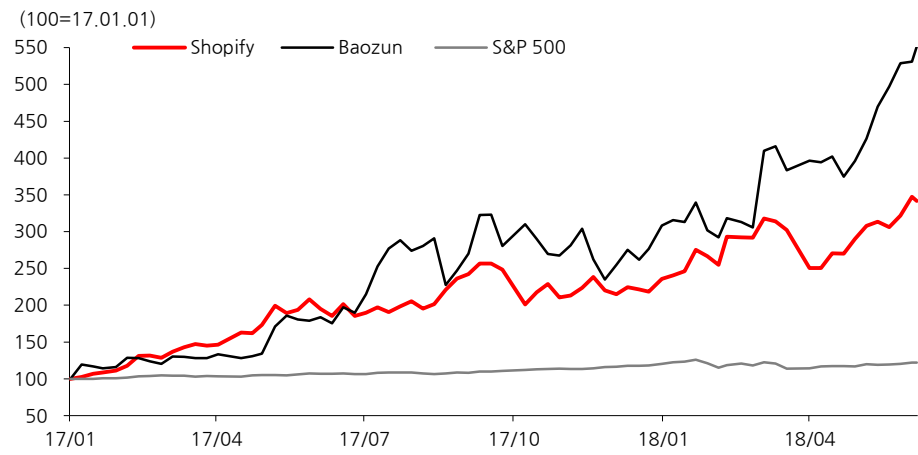
[그림15] 바오준의 실적 추이 - 연평균 매출액 28% 성장, 영업이익 개선 중



주: 2018, 2019년은 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림16] 쇼피파이와 바오준 시가총액, 2017년 이후 상승세 지속

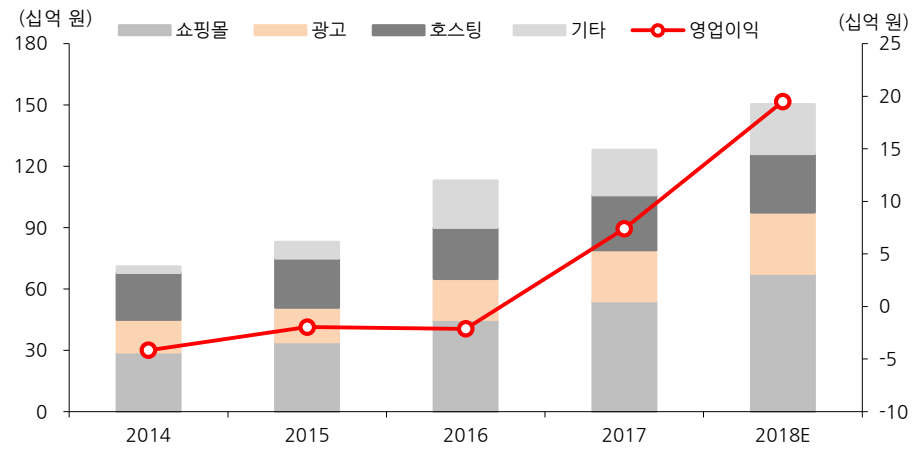


자료: Bloomberg, 한화투자증권

카페24, 국내 쇼핑몰 호스팅 SaaS 서비스로 시장점유율 1위

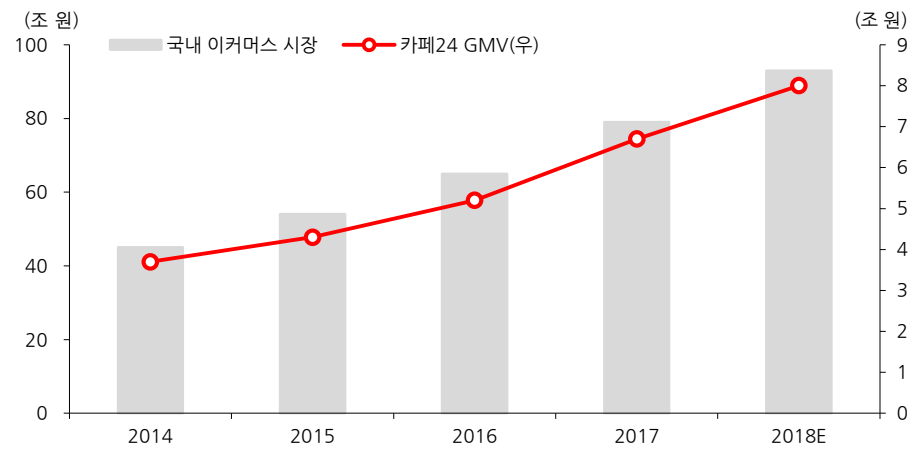
국내에서는 카페24가 이런 SaaS 기반의 쇼핑몰 호스팅 업체에 해당한다. 전사 매출 중 약 40% 비중을 차지하는 온라인 쇼핑몰 솔루션 사업이 핵심 사업이며, 인프라, 운영, 교육, 마케팅 등 전자상거래 관련 서비스를 윈스톱으로 제공하고 있다. 향후 동사는 주요 전자상거래 플랫폼과의 파트너십 구축과 추가적인 기능 탑재를 통해 고객 증가가 지속될 것으로 전망한다. 전자상거래 산업 생태계 확장에 따라 동사의 매출 증가가 기대된다.

[그림17] 카페 24 부문별 실적 추이 및 전망 -'17 영업이익 흑자 전환



자료: 카페24, 한화투자증권

[그림18] 국내 이커머스 시장 규모 성장과 카페 24 거래액 추이



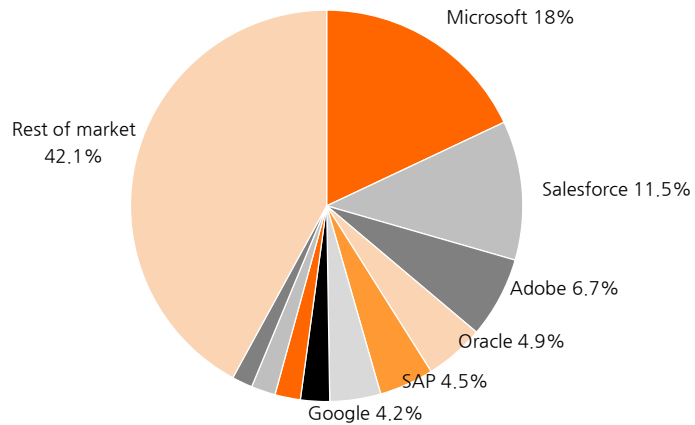
자료: 카페24, 한화투자증권

IV. 제 2 의 성장기에 진입하고 있는 SW 산업

1. 주요 SW 기업들은 전략 변화 중

최근 주요 글로벌 기업들이 SaaS 구독 방식을 통해 소프트웨어 시장에서 영향력을 확대하려고 하는 점에 주목할 필요가 있다. SaaS 비즈니스 모델을 영위하고 있는 대표적인 기업들은 앞서 언급한 Microsoft 외에도 Salesforce, Adobe, Oracle 등이 있다. 지난해 기준 이들의 시장 점유율을 살펴보면 Microsoft가 18%로 가장 높고, Salesforce, Adobe 순으로 자리잡고 있음을 알 수 있다. 이러한 주요 SW 사업자들은 수익 모델을 기존 영구 라이선스에서 기간제 구독 정책으로 전환하면서 실적 성장과 함께 기업가치 상승이 나타나고 있다.

[그림19] 주요 SaaS 기업들의 2017년 시장 점유율



자료: Statista, 한화투자증권

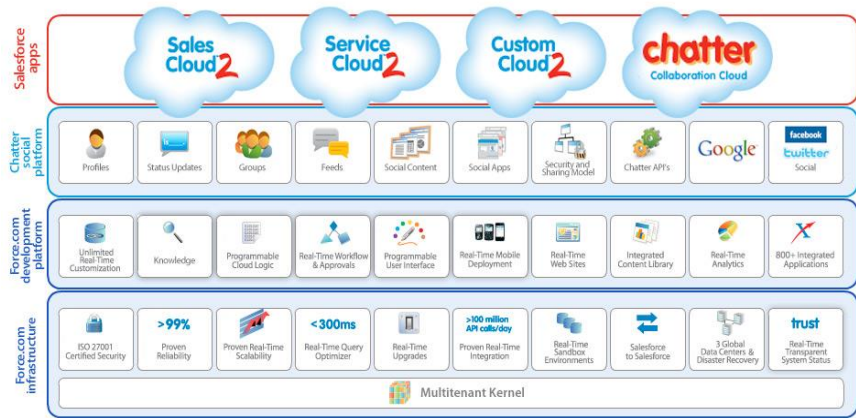
세일즈포스,
CRM SaaS로
시장 점유율 1위

세일즈포스는 CRM 소프트웨어 판매를 SaaS로 구현해 대중화시킨 대표적인 기업이다. SaaS가 도입되기 전 소프트웨어 기업들은 설치형 솔루션을 대기업들에게 판매했다. 이러한 설치형 상품은 상대적으로 비싸고 설치 기간이 오래 소요되며, 업그레이드와 컨설팅 관련 비용이 추가적으로 부과되었다. 이로 인해 중소기업이나 고속 성장하는 스타트업 기업은 설치형 CRM을 사용하기 어려웠다.

세일즈포스는 CRM 소프트웨어 시장에 진입할 때, 인터넷을 통해 빠르고 안정적으로 소프트웨어를 제공할 수 있는 SaaS 전략을 채용해 고객들에게 적절한 가격으로 유연하게 소프트웨어를 사용할 수 있는 대안을 제시했다. 고객들은 1년에 몇 주만 사용기간을 제공받는 솔루션 사용계약을 맺고, 사용하는 기능과 사용자 수에 따라 비용을 지불하는 것이다. 소프트웨어의 여러 기능 중 사용자가 필요한 서비스만 이용할 수 있도록 만든 것이다.

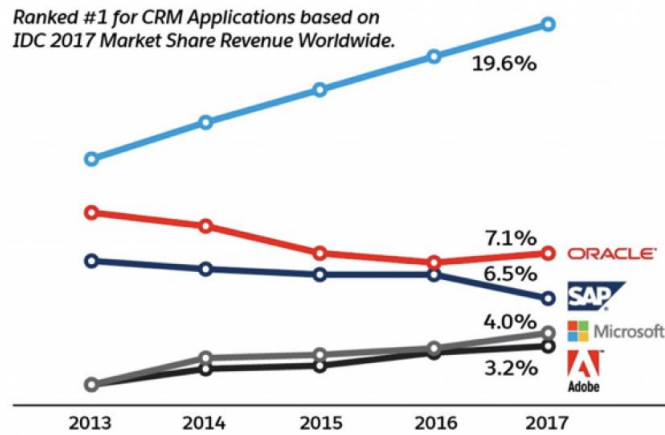
중소기업 중심의 고객 기반에서 확보한 경쟁력을 바탕으로 세일즈포스는 대기업 고객들까지 공략하기 시작했고, 동사의 급부상으로 기존 선판매 라이선싱 의존도가 높은 기업들의 실적은 급감하기 시작했다. 전세계 CRM 시장은 급속히 세일즈포스의 SaaS 중심으로 재편되었고, 동사는 2012년 CRM 소프트웨어 최강자였던 SAP를 제치고 시장 점유율 1위에 올라섰다.

[그림20] 세일즈포스의 SaaS 플랫폼 서비스



자료: 세일즈포스, 한화투자증권

[그림21] 세일즈포스 CRM SaaS 시장 점유율 19.6%로 독보적 1위

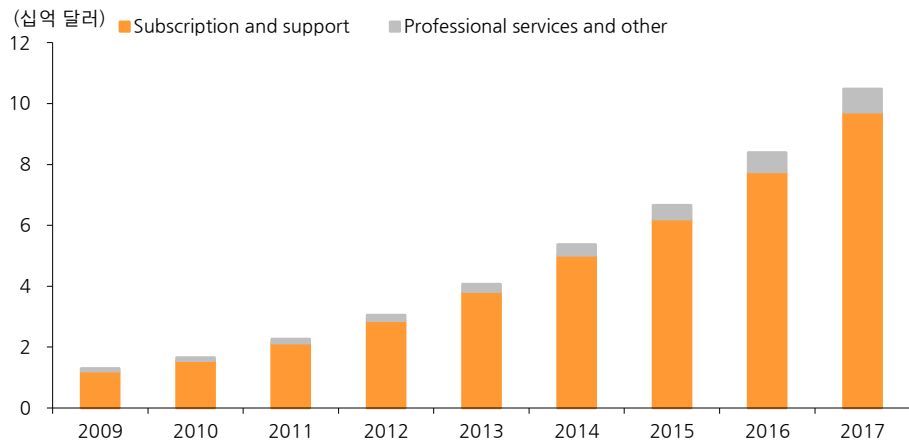


자료: IDC, 한화투자증권

세일즈포스는 서브스크립션 기반 매출 증가로 기업가치 상승 중

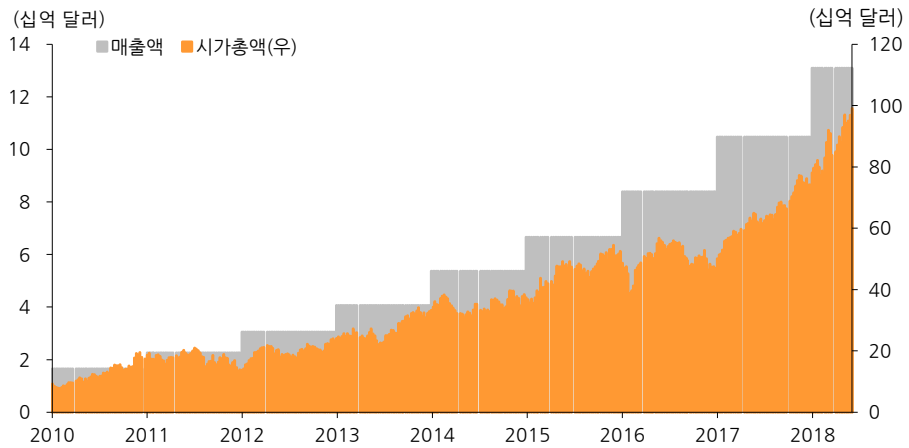
세일즈포스는 실적 성장과 함께 기업가치 상승을 이어가고 있다. 동사의 매출 대부분은 구독 기반 비즈니스에서 발생하는 것이며, 이는 규모의 경제 효과와 함께 최근 이익 레버리지 효과로 인해 흑자 전환으로 이어지고 있다. 세일즈포스의 매출액은 2017년 104.8억 달러로 2013년 대비 2배 이상 늘었으며, 적자를 기록하던 영업이익은 2014년 흑자로 전환했다.

[그림22] 세일즈포스, 서브스크립션 기반 매출 위주로 실적 성장



자료: 세일즈포스, 한화투자증권

[그림23] 세일즈포스, 매출 고성장과 시가총액 우상향 흐름 지속



자료: 세일즈포스, 한화투자증권

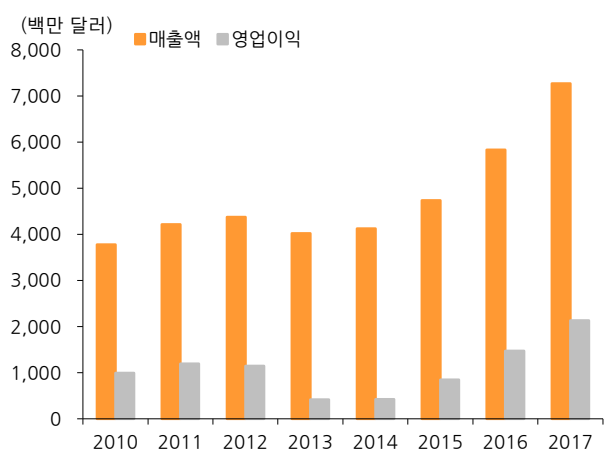
어도비, SaaS 형태의 'Creative Cloud' 서비스 출시

어도비(Adobe)는 기존의 SW 제품을 클라우드 기반의 정액제 사업으로 전환하면서 대 변화를 이끌어냈다. 2014년 포토샵, 프리미어, 일러스트 등 기존의 자사 패키지SW 라이선스 판매를 모두 중단하고 모든 솔루션을 SaaS 형태의 'Creative Cloud' 서비스로 공급하고 있다. Creative Cloud 서비스를 월정액 모델로 전환한 후 2016년 매출액이 전년 대비 22% 증가했다. 현재 전체 매출에서 서브스크립션 매출이 차지하는 비중은 84%에 달할 정도로 완벽한 구독 기반의 비즈니스 모델을 정착시켰다.

시트릭스, 씨스코도 과금형 모델사업으로 전환 중

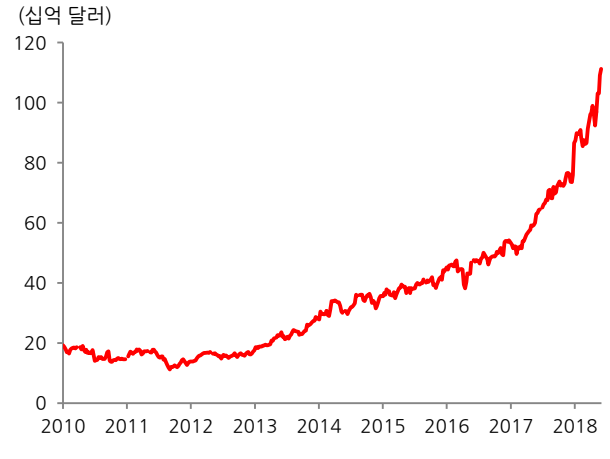
서버, 네트워크, 어플리케이션용 솔루션을 관리 개발하는 소프트웨어 기업 시트릭스(Citrix)도 SaaS 부문의 매출이 급성장 하고 있으며, 시스코(Cisco)와 같이 하드웨어 중심의 사업을 해온 IT 회사도 소프트웨어와 과금형 모델사업으로 전환하면서 기업가치 상승을 이끌어 내고 있는 것에 주목해야 한다고 본다. 특히 시스코는 하드웨어 사업투자를 유지하면서도 소프트웨어 방식의 사업모델로 전환했다. 가령 네트워크 장비 관리솔루션을 SaaS로 구독해 이용하게 하거나, 보안 솔루션을 서비스 형태로 판매하는 식이다.

[그림24] 어도비 실적 추이



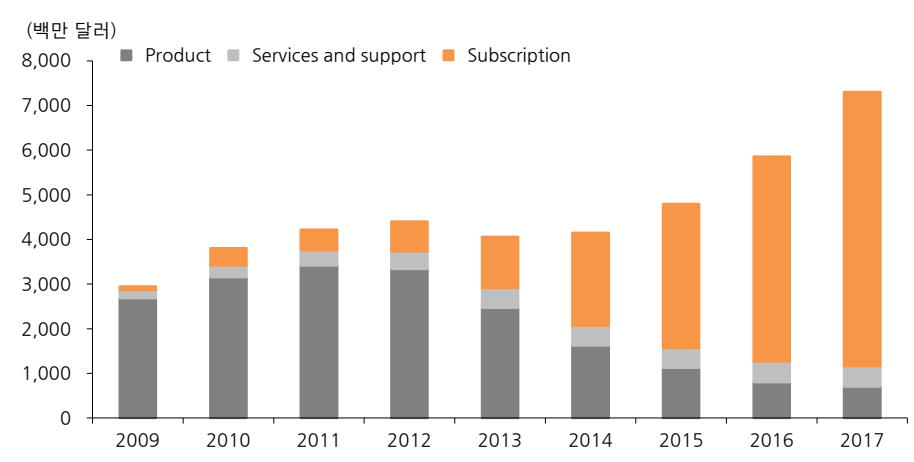
자료: 어도비 시스템즈, 한화투자증권

[그림25] 어도비 시가총액 추이



자료: 어도비 시스템즈, 한화투자증권

[그림26] 어도비의 서브스크립션 매출액, 전체 매출액 대비 84% 차지



자료: 어도비 시스템즈, 한화투자증권

2. 구독 기반 과금 모델로 인해 클라우드 기업들 수혜 전망

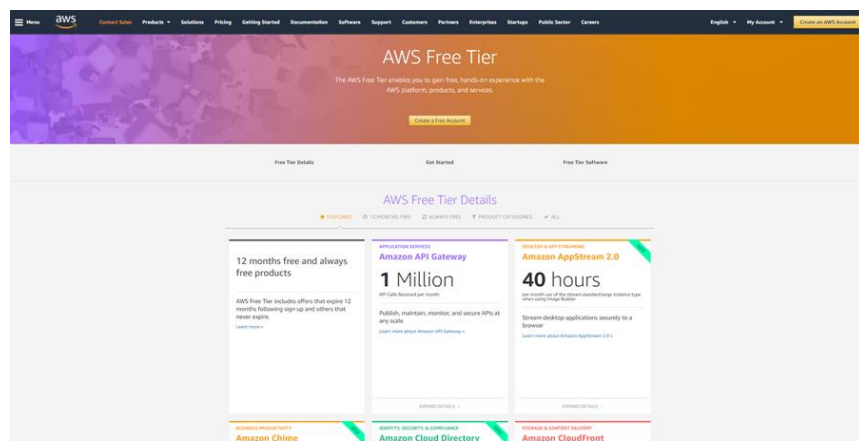
클라우드, 사용한 만큼만 과금하는 구독 모델의 대표 서비스로 자리잡음

구독 기반 과금 모델의 대표적인 사례는 클라우드 서비스인데, 소프트웨어 업체들의 사업 전략이 구독 기반으로 변화하면서 클라우드 기업들은 더욱 수혜를 입을 것으로 판단한다. 소프트웨어 업체들이 구독형으로 전환하기 위해서는 클라우드 서버가 필요한데, 이를 자체적으로 구축하던지 혹은 외부로부터 아웃소싱해야 하기 때문이다. SaaS 시장이 확대될수록 자체적으로 서버를 구축하는 것은 효율적이지 않으므로 퍼블릭 클라우드 기업들은 이런 트렌드에 맞춰 고객들이 늘어날 것으로 판단한다.

클라우드 컴퓨팅의 과금 방식은 과거에서부터 시작된다. 전통적으로 데이터 센터를 구축하고 운영하거나 대용량의 컴퓨터 서버와 네트워크 장치를 확보하는 것은 각 기업의 몫이었다. 하지만 중소기업들에게는 이것이 여러 현실적인 이유에서 구현하기 어려웠으며 그러던 중 기업들이 자사의 서버를 직접 관리하는 것이 아니라 다른 사업자의 데이터센터에 ‘입주’하는 새로운 모델이 나왔다. 이 방식은 ‘코로케이션(colocation)’이라고 부른다.

하지만 코로케이션 방식에도 단점이 있었다. 이런 인프라를 토대로 구동하는 소프트웨어 애플리케이션과 데이터베이스 기술을 사용하려면 거액의 로열티를 선불로 지불할 뿐 아니라 일반적으로 로열티의 15~20%에 해당하는 연간 유지관리 수수료를 별도로 부담해야 했다. 클라우드 컴퓨팅이 이 모델을 뒤집었다. 컴퓨터나 라이선스 사용권을 구매하기 위해 초기에 거액을 투자하는 대신에 이제 고객은 자신이 사용하는 것만 구입할 수 있다. 고객은 자신이 실제 사용한 양에 따라서 사용료를 탄력적으로 지불하는 것이다.

[그림27] 아마존 AWS의 정액제 과금 모델



자료: AWS, 한화투자증권

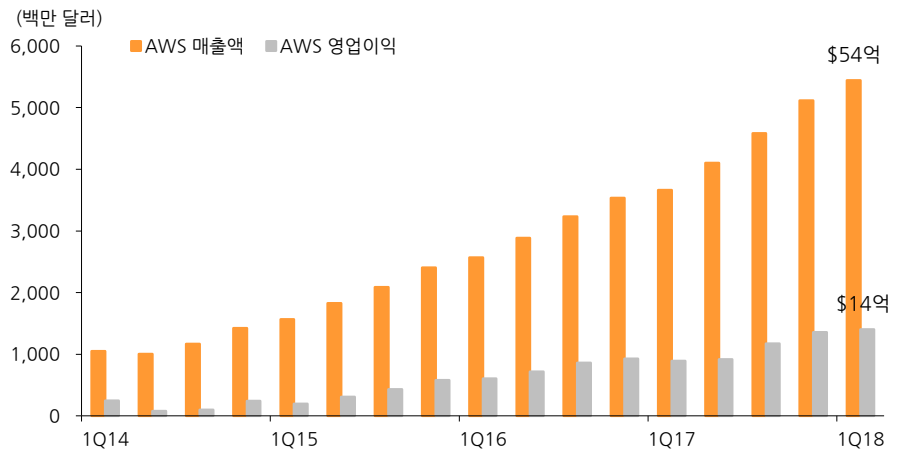
주요 기업들의 차세대 먹거리, 클라우드

최근 해외 ICT 기업들의 실적 발표에서 발견할 수 있는 공통 분모는 바로 클라우드 사업의 고성장세와 클라우드 사업에 대한 전략 집중이다. 아마존과 마이크로소프트를 비롯해 후발 주자인 구글과 알리바바 역시 실적 발표 때마다 클라우드 부문의 매출 성장을 강조하고 있으며 점유율을 높이기 위한 치열한 경쟁구도를 나타내고 있다.

아마존의 클라우드는 규모의 경제 효과와 함께 26%의 영업이익률 달성 중

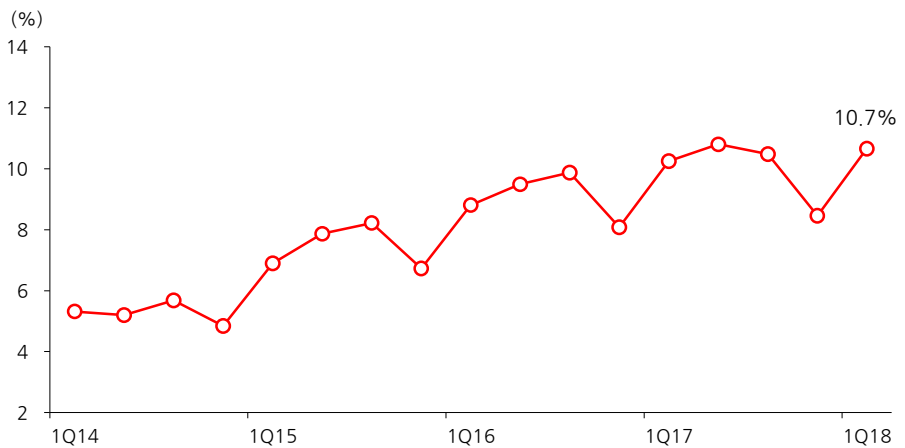
10여 년 전부터 클라우드 사업에 과감하게 투자해온 아마존은 규모의 경제 효과를 톡톡히 누리면서 26%의 높은 영업이익률을 올리는 중이다. 구글과 알리바바는 아직까지 영업이익자를 기록하고 있지만, 향후 클라우드 시장의 성장 잠재력이 크다는 것을 알기에 열심히 투자에 열을 올리고 있다.

[그림28] AWS 실적 추이 - 1Q18 54억 달러 매출 달성



자료: 아마존, 한화투자증권

[그림29] AWS가 전체 매출액 내 차지하는 비중 10.7%까지 확대



자료: 아마존, 한화투자증권

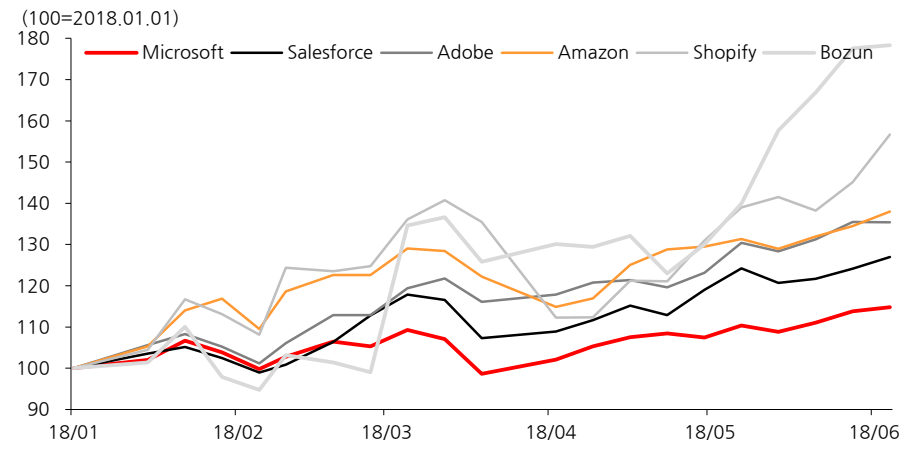
V. 투자전략

인터넷/소프트웨어 업종에 대해 비중확대 의견 제시

우리는 지금까지 살펴본 소프트웨어 시장의 패러다임 변화를 토대로 국내 인터넷/SW 업종에 대해 비중확대(Positive) 의견을 제시한다. 이는 국내 기업들이 1) 서비스크립션 기반 매출 구조 변화로 안정적인 수익 확보가 가능하며, 2) SaaS와 클라우드 등 신규 사업 영역으로의 진출을 통해 중장기적인 성장 동력을 갖추고 있기 때문이다.

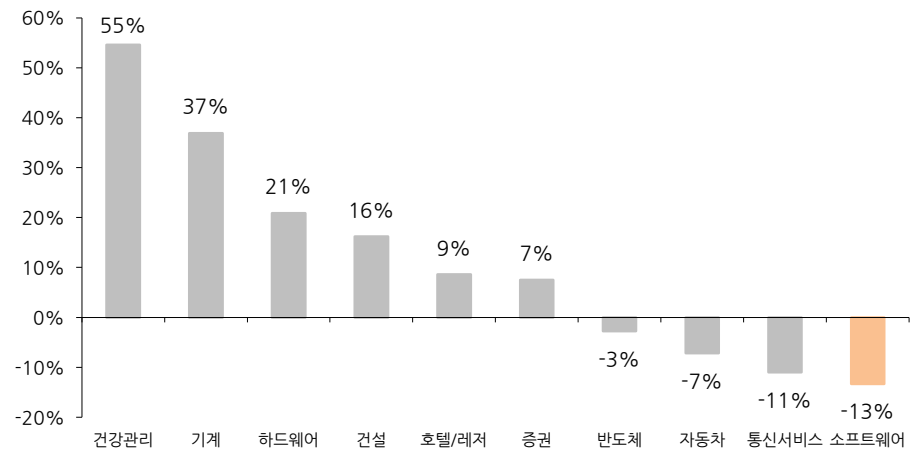
또한 글로벌 동종 기업들의 지속적인 주가 상승 흐름과는 달리 국내 인터넷/SW 업종의 연초 이후 주가 수익률은 정부 규제, 비용 증가 등의 이유로 가장 부진했다. 하지만 실적 하향 조정이 마무리되고 있고, 밸류에이션 역시 역사적 하단 구간에 도달했다는 점을 감안할 때 하반기를 대비한 적극적인 투자 전략을 추천한다.

[그림30] 글로벌 소프트웨어 기업들 주가 리레이팅은 지속되고 있는 반면



자료: Quantwise, 한화투자증권

[그림31] 국내 소프트웨어 업종의 주가 퍼포먼스는 연초 대비 가장 언더퍼폼 중



자료: Quantwise, 한화투자증권

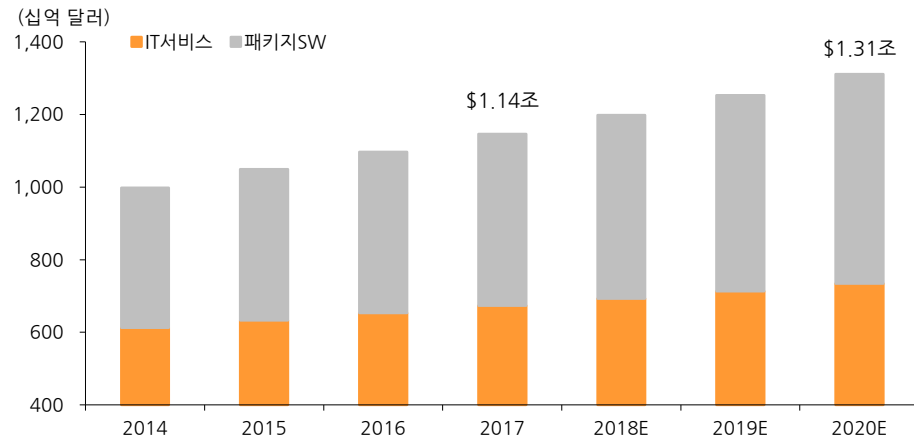
국내 SW 업체들은 제한적인 성장세를 보여왔지만 로컬 시장에서는 성장의 기회가 있다고 판단

국내 SW 시장은
1) 성장 여력이 크고,
2) 지역과 산업별로
다원화된 특성이
중요하기 때문

글로벌 시장에서 선도적인 지배력을 갖고 있는 국내 하드웨어 업체들과 달리 국내 소프트웨어 업체들은 경쟁력이 다소 부족하다. 국내 소프트웨어 업체들은 대기업의 캡티브 고객 중심으로 발달하거나 정부 규제 강화로 인한 제한적인 산업 성장만 이뤄진 상황이다. 하지만 우리는 국내 대표 소프트웨어 업체들이 글로벌 시장에서의 경쟁은 어려워도 국내 시장에서는 성장의 기회가 있다고 판단한다.

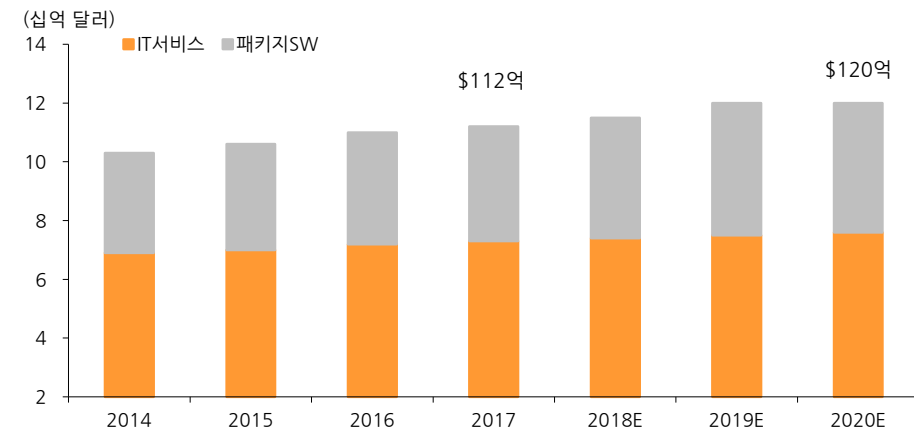
1) 2017년 국내 소프트웨어 시장 규모는 112억 달러로 전세계 시장 규모 대비 1% 비중에 불과한데, 이를 역으로 생각해보면 성장 여력이 매우 크다는 것을 의미한다. 또한
2) 소프트웨어는 지역과 산업별로 다변화되어 있어 각자의 강점을 지닌 다양한 기업이 존재할 수 있으므로 국내 기업들이 내수 시장에서 지배력을 확대할 수 있을 것으로 기대한다.

[그림32] 전세계 소프트웨어 시장 규모 및 추이



자료: IDC, SPRI, 한화투자증권

[그림33] 국내 소프트웨어 시장 규모 및 추이



자료: IDC, SPRI, 한화투자증권

서브스크립션 모델 도입은 로컬 시장에 제한되어 있는 사업영역도 새로운 실적 증가 기대감을 갖게해

물론 국내 업체들의 비즈니스 영역이 아직 내수 시장에 갇혀 있다는 한계점은 분명히 있다. 하지만 우리는 서브스크립션 기반의 사업 모델로의 전환이 이들에게 새로운 기회를 줄 수 있다고 판단한다. 이는 과거 로엔의 성공사례를 참고해 볼 수 있다. 이용자들의 음원 소비 방식이 음반 구입에서 스트리밍으로 빠르게 이동하는 과정에서 동사는 월 정액 구독 기반의 과금 모델을 통해 유료가입자 증가와 매출 성장을 이끌어냈다. 국내 시장이라는 제약에도 불구하고 소비 패턴 변화와 매출 구조 변화를 통해 성공사례를 만든 것이다.

삼성SDS, 더존비즈온, 카페24에 대해 긍정적 의견 제시

우리는 국내 대표 소프트웨어 기업인 삼성SDS, 더존비즈온, 카페24에 대해 긍정적인 의견을 제시한다. 삼성SDS는 글로벌 기업인 삼성전자를 포함한 삼성 계열사를 기반으로 쌓은 SI와 컨설팅 '서비스' 영역의 노하우를 자체 솔루션 개발 사업 영역으로 확대시키고 있다. 또한 동사는 프라이빗(private)과 퍼블릭(public)을 결합한 하이브리드(hybrid) 클라우드 서비스를 통합·운영할 수 있기 때문에 국내외 업체의 클라우드 도입 확대에 따른 수혜를 받을 수 있다고 판단한다.

글로벌 소프트웨어 산업 변화 흐름과 마찬가지로 국내에서도 SaaS 기반의 SW가 SW 산업의 표준으로 자리잡을 것으로 전망한다. 이에 따라 현재 시장에서 주도적인 입지를 가진 킬러 SW를 보유한 기업을 중심으로 성장할 것으로 예상된다. 우리는 국내 ERP SW 시장과 쇼핑몰 호스팅 시장에서 각각 점유율 1위를 차지하고 있는 더존비즈온과 카페24에 대해서도 긍정적인 의견을 제시한다.

[표4] 글로벌 소프트웨어 기업 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억 달러, 십억 원, 배)

기업	시가총액	매출액 성장률		영업이익 성장률		Valuation	
		2018E	2019E	2018E	2019E	P/E	P/S
Microsoft	781	22%	10%	40%	13%	25.2	6.5
Oracle	197	-	4%	-	5%	14.2	4.8
salesforce.com	99	25%	20%	811%	30%	54.2	7.0
Adobe Systems	124	22%	18%	70%	21%	36.1	12.7
SAP	123	4%	8%	41%	11%	22.0	4.9
Workday	27	26%	23%	-207%	43%	86.4	9.1
ServiceNow	31	34%	29%	-628%	46%	65.3	10.6
Atlassian	15	39%	29%	-359%	36%	96.5	13.6
삼성에스디에스	18,068	11%	9%	20%	13%	26.2	1.7
더존비즈온	1,623	13%	14%	12%	21%	32.5	6.5
Shopify	17	51%	37%	-114%	704%	441.2	14.3
Baozun	3.6	34%	30%	114%	72%	42.0	10.9
카페24	1,457	24%	23%	205%	73%	60.2	7.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권

NAVER와 카카오에 대해
차선호주 제시

우리는 NAVER와 카카오에 대해서도 재차 주목해야 한다고 판단한다. 중장기적으로 볼 때, 인터넷 서비스 기업들 역시 일부 사업을 SaaS 모델로 전환할 수 있다고 보기 때문이다. 검색 포털, 콘텐츠, 게임 등을 서비스하던 인터넷 기업은 사용자의 취향에 맞춰 서비스를 수시로 변경하면서 대량의 트래픽을 처리하는 역량을 보유하고 있다. 이를 통해 이들이 향후 SaaS 기반의 형태로 서비스를 구현하는데 있어 매우 유리하다고 판단한다.

현재 NAVER, 카카오의 구독 기반 모델은 웹툰이나 웹소설 등의 콘텐츠와 뮤직 관련 서비스뿐이므로 이미 확보된 대규모 이용자를 기반으로 안정적인 수익을 얻어낼 수 있는 서브스크립션 기반의 사업 모델을 확보해야 한다고 본다. NAVER의 경우 파파고, 클로버 등 클라우드 기반 인공지능 서비스 출시를 통해 SaaS 개발에 사활을 걸고 있는 움직임에 주목해야 한다.

인터넷 기업의 생태계가 이미 광고 비즈니스 모델로 굳어지다 보니 서브스크립션 기반의 비즈니스 모델로 전환하는 작업은 쉽지 않겠지만, 신뢰할 수 있는 서비스와 가치를 제공하는 사업 모델이 나온다면 매출 증가와 플랫폼 락인 효과를 충분히 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

[표5] 글로벌 인터넷 기업 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억 달러, 십억 원, 배)

기업	시가총액	매출액 성장률		영업이익 성장률		Valuation	
		2018E	2019E	2018E	2019E	P/E	P/S
Amazon	817	33%	22%	89%	62%	105.4	3.1
Alphabet	783	-2%	18%	13%	18%	24.8	6.6
Tencent	3,944	52%	34%	72%	27%	33.1	8.1
Facebook	548	39%	27%	27%	23%	22.6	8.5
Baidu	92	29%	20%	37%	26%	23.2	0.5
NAVER	23,107	18%	14%	-1%	20%	25.9	3.9
카카오	8,620	15%	16%	-14%	67%	53.3	3.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권

www.hanhawm.com

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Blank lined area for editing or content.

VI. 분석대상 종목

삼성SDS (018260)
더존비즈온 (012510)
카페24 (042000)
NAVER (035420)
카카오 (035720)

삼성에스디에스 (018260)

기술 진화에 따른 최대 수혜 기업



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (신규)

목표주가(신규): 300,000원

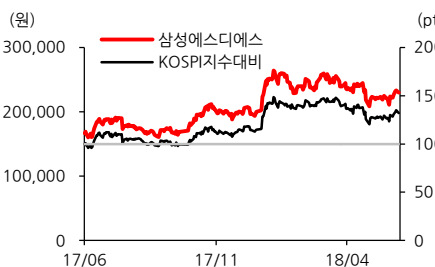
현재 주가(6/12)	229,500원
상승여력	▲ 30.7%
시가총액	177,582억원
발행주식수	77,378천주
52 주 최고가 / 최저가	264,000 / 160,000원
90 일 일평균 거래대금	280.45억원
외국인 지분율	11.8%
주주 구성	
삼성전자(주)(외 8인)	56.8%
국민연금공단	5.0%
삼성에스디에스 자사주	0.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	-9.3	16.8	37.8
상대수익률(KOSPI)	3.0	-8.7	16.5	33.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	8,180	9,299	10,238	11,229
영업이익	627	732	865	968
EBITDA	992	1,064	1,194	1,291
지배주주순이익	464	530	667	736
EPS	5,995	6,854	8,616	9,507
순차입금	-2,449	-2,924	-3,558	-4,053
PER	23.3	33.5	26.6	24.1
PBR	2.1	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	8.4	13.9	11.9	10.6
배당수익률	0.5	1.0	0.9	0.9
ROE	9.5	9.9	11.5	11.6

주가 추이



동사는 캡티브 마켓 위주의 SI/컨설팅 사업을 영위해왔습니다. 글로벌 일류 기업 삼성전자 지원을 통해 입증된 경쟁력은 급변하는 IT 환경의 대응에서도 유리하게 작용할 것으로 전망합니다. 향후 대외 시장 진출을 통한 중장기적인 성장 동력 마련이 가능하다는 판단에 따라 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시합니다.

클라우드 매니지드(Managed) 서비스에 주목

동사는 '시스템 통합(SI)'에서 '클라우드 서비스 통합(CSI)' 기업으로의 변화에 주력하고 있다. 국내 클라우드 시장은 이미 해외 퍼블릭 클라우드 사업자들에게 잠식되어 있는 상황이지만, 앞으로는 다수의 기업이 퍼블릭 클라우드와 기존 레거시 시스템 혹은 프라이빗 클라우드를 함께 활용할 것으로 점쳐진다. 이런 추세를 감안할 때 이를 통합 관리하는 매니지드 서비스 수요가 늘어날 것으로 보여 동사에 수혜로 작용할 것으로 판단한다. 동사는 국내 서비스 환경과 해외 퍼블릭 클라우드 서비스에 대한 이해도가 가장 높기 때문이다.

2018년 전망: 전략 사업 무문의 본격적인 매출 성장

우리는 동사의 2018년 실적으로 매출액 10.2조 원, 영업이익 8654억 원을 전망한다. 삼성전자의 설비 증설에 따라 IT서비스의 매출 증가가 지속되고, 전략사업의 고성장세를 감안하면 10%대의 매출액 성장은 충분히 달성 가능하다고 판단한다. 동사는 Analytics, 클라우드, 솔루션, 스마트팩토리를 4대 전략사업으로 내세우고 있는데, 현재 이와 관련한 매출 비중은 전사 매출액 대비 11%까지 확대됐다. 4가지의 전략 사업이 개별 비즈니스 형태가 아니라 통합 플랫폼화를 완성시켜 준다는 측면에서 향후 높은 성장을 지속해 나갈 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만 원 신규 제시

삼성에스디에스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30만 원을 제시한다. IT서비스와 물류BPO 부문의 영업가치를 각각 18.1조 원과 2.3조 원 산정했고, 순현금 2.85조 원을 반영했다. 현재 밸류에이션은 올해 예상 실적 기준 PER 27배 수준으로 다소 높은 편이다. 하지만, 1) 4차 산업 혁명에 부합하는 다양한 성장 동력을 확보하고 있고, 2) IT서비스 부문의 실적 고성장세를 감안하면 정당화될 수 있다고 본다. 향후 풍부한 현금을 바탕으로 M&A가 가시화된다면 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능하다고 판단한다.

투자 의견 BUY 와 목표주가 30 만 원 제시

삼성에스디에스에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 30만 원을 제시한다. 목표주가는 부분가치합산 방식(SOTP)을 통해 산출했다. 동사의 사업 부문은 IT서비스와 물류BPO로 구성되는데, 이 사업 부문의 가치를 각각 18.1조 원과 2.3조 원으로 산정했고, 여기에 순현금을 합산한 기업가치를 기반으로 산출했다.

두 사업 부문 모두 국내 상장사 중에서 유사한 기업이 존재하지 않아 글로벌 기업들을 피어로 선정했다. IT서비스 부문은 사업구조와 성장성이 비슷한 Microsoft, Oracle, IBM, Accenture를 선정했으며, 물류BPO 부문은 United Parcel Service, Amazon, Kuehne+Nagel Intl, Expeditors Intl을 선정했다.

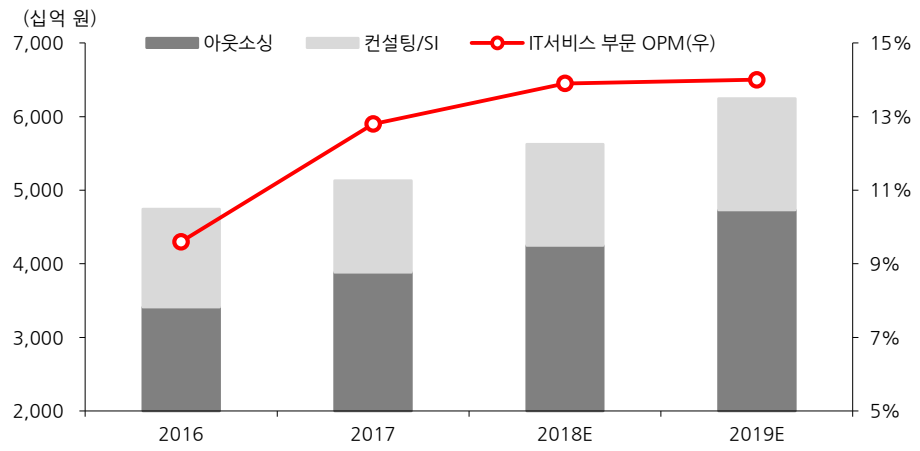
[표6] 삼성에스디에스의 목표주가 산정

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
영업가치	20,399	
IT 서비스	18,051	2019E EBITDA 기준 EV/EBITDA 15 배 적용
물류 IT	2,348	2019E EBITDA 기준 EV/EBITDA 16 배 적용
투자자산가치	36	
총자산가치	20,435	
순현금	2,850	
적정 기업가치	23,285	
발행 주식수(천주)	77,378	
적정 주가(원)	300.930	
목표 주가(원)	300,000	
현재 주가(원)	229,500	
상승여력	30.7%	

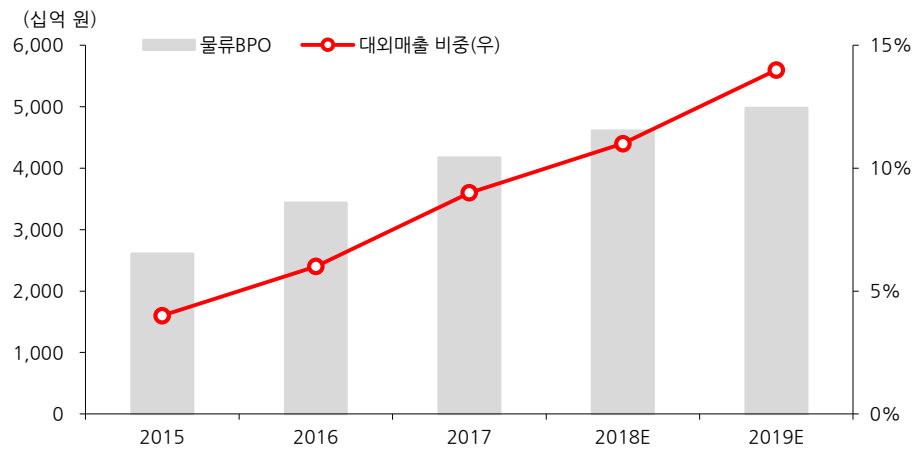
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권

[그림34] IT 서비스 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



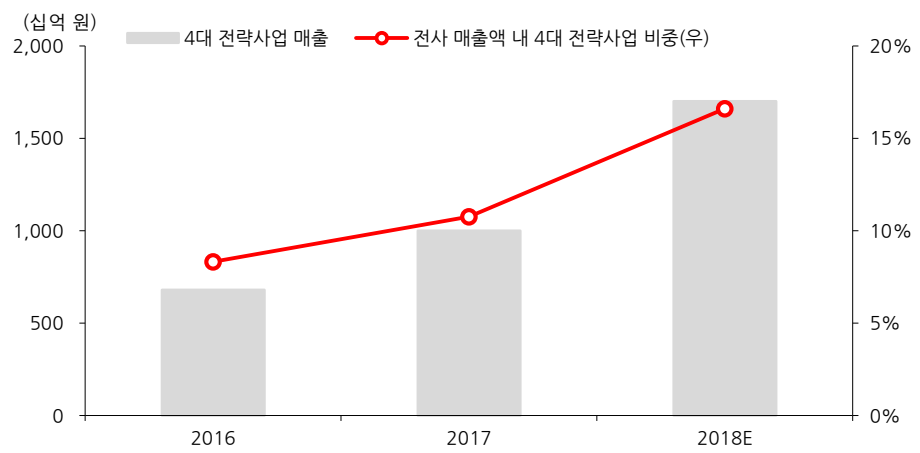
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권

[그림35] 대외 물류 매출 비중 10% 이상으로 확대될 것으로 전망



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권

[그림36] 4대 전략사업 매출 비중 전망



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권

[표7] 삼성에스디에스의 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	2,150	2,374	2,309	2,467	2,357	2,618	2,512	2,751	8,180	9,299	10,238
IT 서비스	1,222	1,309	1,276	1,323	1,346	1,437	1,378	1,466	4,742	5,130	5,626
컨설팅/SI	294	335	287	327	318	376	310	373	1,332	1,244	1,376
아웃소싱	927	974	988	997	1,028	1,061	1,067	1,093	3,409	3,886	4,250
물류 BPO	928	1,065	1,033	1,143	1,011	1,181	1,135	1,285	3,438	4,170	4,612
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	57	55	55	54	57	55	55	53	58	55	55
컨설팅/SI	14	14	12	13	13	14	12	14	16	13	13
아웃소싱	43	41	43	40	44	41	42	40	42	42	42
물류 BPO	43	45	45	46	43	45	45	47	42	45	45
영업이익	147	186	192	207	182	220	217	247	627	732	865
영업이익률(%)	6.8	7.8	8.3	8.4	7.7	8.4	8.6	9.0	7.7	7.9	8.5
IT 서비스	120	160	181	198	183	193	190	218	454	659	784
영업이익률(%)	9.8	12.2	14.2	15.0	13.6	13.4	13.8	14.9	9.6	12.8	13.9
물류 BPO	27	26	11	9	-1	27	27	28	173	73	82
영업이익률(%)	2.9	2.4	1.1	0.8	-0.1	2.3	2.4	2.2	5.0	1.7	1.8
당기순이익	91	144	149	159	132	168	169	195	514	542	664
당기순이익률(%)	4.2	6.0	6.5	6.4	5.6	6.4	6.7	7.1	6.3	5.8	6.5
YoY(%)											
매출액	23.2	15.7	15.4	3.6	9.6	10.3	8.8	11.5	4.2	13.7	10.1
IT 서비스	8.6	7.9	12.8	4.0	10.2	9.8	8.0	10.8	-9.6	8.2	9.7
컨설팅/SI	-4.0	-5.0	-5.0	-11.7	7.8	12.0	8.0	14.0	-22.3	-6.6	10.6
아웃소싱	13.3	13.2	19.3	10.4	10.9	9.0	8.0	9.7	-3.5	14.0	9.4
물류 BPO	49.7	27.0	18.7	3.1	9.0	10.9	9.8	12.4	31.9	21.3	10.6
영업이익	18.0	10.3	12.7	26.2	23.7	18.3	12.9	19.5	6.6	16.7	18.3
IT 서비스	17.2	26.3	54.6	84.4	52.6	20.3	4.8	10.3	-16.8	45.3	18.9
물류 BPO	21.9	-38.2	-79.4	-84.7	-103.7	5.7	147.5	229.3	306.3	-58.2	12.7
당기순이익	-33.4	5.4	35.4	20.1	45.2	17.2	13.6	22.7	9.5	5.3	22.5

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,853	8,180	9,299	10,238	11,229
매출총이익	1,293	1,418	1,495	1,652	1,805
영업이익	588	627	732	865	968
EBITDA	977	992	1,064	1,194	1,291
순이자수익	28	30	41	53	55
외화관련손익	6	21	-27	-7	0
지분법손익	2	4	2	1	1
세전계속사업손익	649	752	752	931	1,021
당기순이익	470	514	542	664	736
지배주주순이익	439	464	530	667	736
증가율(%)					
매출액	-0.6	4.2	13.7	10.1	9.7
영업이익	-0.9	6.6	16.7	18.3	11.8
EBITDA	-1.3	1.6	7.3	12.2	8.1
순이익률	8.2	9.5	5.3	22.5	10.9
이익률(%)					
매출총이익률	16.5	17.3	16.1	16.1	16.1
영업이익률	7.5	7.7	7.9	8.5	8.6
EBITDA 마진	12.4	12.1	11.4	11.7	11.5
세전이익률	8.3	9.2	8.1	9.1	9.1
순이익률	6.0	6.3	5.8	6.5	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	865	623	835	860	911
당기순이익	470	514	542	664	736
자산상각비	389	365	333	329	324
운전자본증감	-149	-122	-195	-241	-154
매출채권감소(증가)	-161	-96	-122	-253	-252
재고자산감소(증가)	0	0	0	-6	-3
매입채무증가(감소)	39	-12	33	15	65
투자현금흐름	-782	-254	-970	-524	-354
유형자산처분(취득)	-355	-2	-191	-209	-232
무형자산 감소(증가)	-215	-75	-31	-22	-22
투자자산 감소(증가)	-259	-172	-761	-288	-93
재무현금흐름	-48	-44	-68	3	-155
차입금증가	-9	-4	-6	2	0
자본증가	-39	-40	-60	-155	-155
배당금지급	39	40	60	155	155
총현금흐름	1,141	1,132	1,164	1,103	1,069
(-) 운전자본증가(감소)	42	237	118	8	157
(-) 설비투자	362	190	192	209	232
(+) 자산매각	-208	113	-29	-22	-22
Free Cash Flow	529	818	825	865	657
(-) 기타투자	61	-110	66	238	7
잉여현금	468	927	760	627	650
NOPLAT	426	429	527	617	697
(+) Dep	389	365	333	329	324
(-) 운전자본투자	42	237	118	8	157
(-) Capex	362	190	192	209	232
OpFCF	410	367	550	729	631

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,845	4,548	5,117	6,094	6,856
현금성자산	1,951	2,456	2,925	3,561	4,056
매출채권	1,704	1,874	1,962	2,214	2,466
재고자산	17	16	25	26	29
비유동자산	2,486	2,294	2,160	2,039	1,977
투자자산	157	200	197	185	192
유형자산	1,229	1,052	1,029	1,011	1,023
무형자산	1,101	1,041	935	843	761
자산총계	6,332	6,842	7,278	8,132	8,833
유동부채	1,390	1,347	1,325	1,660	1,769
매입채무	461	491	511	575	640
유동성이자부채	8	5	1	3	3
비유동부채	165	203	233	246	256
비유동이자부채	2	2	0	0	0
부채총계	1,555	1,551	1,558	1,906	2,025
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	3,450	3,875	4,347	4,859	5,440
자본조정	-197	-70	-125	-125	-125
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	4,777	5,291	5,719	6,226	6,807

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	5,674	5,995	6,854	8,616	9,507
BPS	59,303	66,436	71,833	78,447	85,955
DPS	500	750	2,000	2,000	2,000
CFPS	14,746	14,631	15,045	14,261	13,810
ROA(%)	7.4	7.0	7.5	8.7	8.7
ROE(%)	10.1	9.5	9.9	11.5	11.6
ROIC(%)	16.0	15.3	19.0	23.0	26.3
Multiples(x, %)					
PER	44.8	23.3	33.5	26.6	24.1
PBR	4.3	2.1	3.2	2.9	2.7
PSR	2.5	1.3	1.9	1.7	1.6
PCR	17.2	9.5	15.3	16.1	16.6
EV/EBITDA	18.1	8.4	13.9	11.9	10.6
배당수익률	0.2	0.5	0.9	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	32.5	29.3	27.2	30.6	29.8
Net debt/Equity	-40.6	-46.3	-51.1	-57.1	-59.5
Net debt/EBITDA	-198.6	-246.9	-274.8	-298.0	-313.9
유동비율	276.7	337.6	386.3	367.2	387.6
이자보상배율	308.1	463.7	384.8	208.6	212.7
자산구조(%)					
투하자본	57.0	51.3	46.8	41.1	38.8
현금+투자자산	43.0	48.7	53.2	58.9	61.2
자본구조(%)					
차입금	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
자본금	99.8	99.9	100.0	100.0	100.0

더존비즈온 (012510)

국가 대표적인 SaaS 기업



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (신규)

목표주가(신규): 70,000원

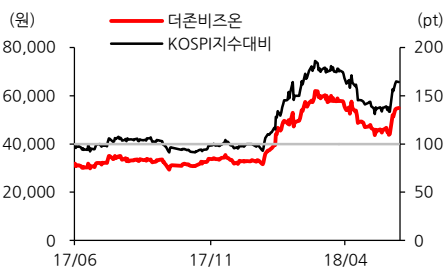
현재 주가(6/12)	53,900원
상승여력	▲ 29.9%
시가총액	15,994억원
발행주식수	29,673천주
52 주 최고가 / 최저가	61,900 / 29,300원
90 일 일평균 거래대금	59.88억원
외국인 지분율	39.3%
주주 구성	
김용우(외 15인)	37.4%
The Capital Group Companies	6.0%
Wasatch Advisors, Inc.	5.1%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.7	-12.8	70.0	69.0
상대수익률(KOSPI)	16.0	-12.2	69.7	64.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	177	206	233	263
영업이익	38	52	59	69
EBITDA	54	67	78	91
지배주주순이익	28	40	46	55
EPS	949	1,350	1,566	1,840
순차입금	-41	-49	-57	-74
PER	22.6	39.9	34.4	29.3
PBR	4.2	8.7	8.3	6.8
EV/EBITDA	11.1	23.0	19.8	16.7
배당수익률	1.4	1.2	0.7	0.7
ROE	19.8	23.8	24.6	25.4

주가 추이



더존비즈온은 패키지 소프트웨어를 만들어온 사업 모델에서 SaaS 형태의 통합 서비스를 제공하는 새로운 모델로 진화하고 있습니다. 클라우드 뿐만 아니라 D-ERP, 위하고 등 신규 성장 동력이 중장기적으로 동사의 실적을 견인할 것으로 전망합니다.

ERP 라인업 전방위로 확대 중

동사의 핵심 사업인 ERP 부분의 고객군이 기존 중소기업 중심에서 대기업까지 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 최근 현대백화점 D-ERP 사업의 수주를 발표했는데, 대기업 고객향 수주는 처음이다. 수주 금액 약 100억 원이 이번 2분기부터 1년간 매출에 반영될 것이며, 이보다 더 중요한 것은 그 동안 없었던 대기업 향 서비스 레퍼런스를 확보했다는 점이다. 향후 동사의 비즈니스 영역이 확대될 수 있다는 점에서 매우 긍정적이라고 판단한다.

클라우드 고성장 지속과 이익 레버리지 효과 기대

우리는 동사의 2018년 실적으로 매출액 2332억 원, 영업이익 594억 원을 전망한다. Extended ERP 중심으로 ERP 부분의 안정적인 성장세는 지속되고 클라우드, 그룹웨어 사업부가 높은 성장세를 견인할 것으로 예상된다. 대부분이 고정비 성격의 비용 구조라 올해도 매출 성장에 따라 이익 레버리지 효과가 나타날 것으로 기대한다. 동사는 올해 1분기 기준으로 클라우드 비중을 전체 사업의 19%까지 확대했다. 글로벌 사례와 같이 국내 클라우드 기반 ERP 시장도 주도적인 입지를 다진 킬러 SW를 보유한 기업 중심으로 성장할 것으로 보인다. 이런 면에서 동사의 지배력은 중장기적으로 유지될 가능성이 높다고 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 7만 원 신규 제시

더존비즈온에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 7만 원을 제시한다. 목표주가는 2019년 EPS에 목표배수 38배를 적용했다. 목표배수는 동사의 최근 3년 평균 PER에 20%를 할증 적용했는데, 1) 연평균 매출 성장률이 향후 3년간 약 15%로 고성장세가 유지되고, 2) 아직 초기 국면에 불과한 클라우드와 SaaS 시장의 확장성을 감안하면 적절하다고 판단한다. 내년 초 출시될 WEHAGO(위하고)는 축적된 빅데이터를 기반으로 커머스, 금융, 광고 등 다양한 사업으로 확장할 수 있다는 점에서 잠재력이 높은 플랫폼 비즈니스라고 보기에 주목할 필요가 있겠다.

투자이견 BUY와 목표주가 7만 원 제시

더존비즈온에 대해 투자이견 BUY와 목표주가 7만 원을 제시한다. 목표주가는 2019년 지배주주순이익 546억 원에 PER 목표배수 38배를 적용했다. 목표배수는 동사의 최근 3년 평균 PER에 20%를 할증 적용했는데, 1) 연평균 매출 성장률이 향후 3년간 약 15%로 고성장세가 유지되고, 2) 아직 초기 국면에 불과한 클라우드와 SaaS 시장의 확장성을 감안하면 적절하다고 판단한다. 내년 초 출시될 'WEHAGO(위하고)' 플랫폼을 통해 고객 지면 확대와 중장기 성장동력을 확보하게 된다면 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능 할 것으로 전망한다.

[표8] 더존비즈온의 목표주가 산정

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
2019E 지배주주순이익	54.6	
Target PER	38.4	'15~'17 동사의 PER 평균에 20% 할증 적용
적정 기업가치	2,097	1) 향후 3년간 연평균 매출액 성장률 15% 전망
발행주식수(천주)	29,673	2) 중장기 클라우드, SaaS 사업 확장성
적정주가(원)	70,658	
목표주가(원)	70,000	
현재주가(원)	53,900	
상승여력	29.9%	

자료: 더존비즈온, 한화투자증권

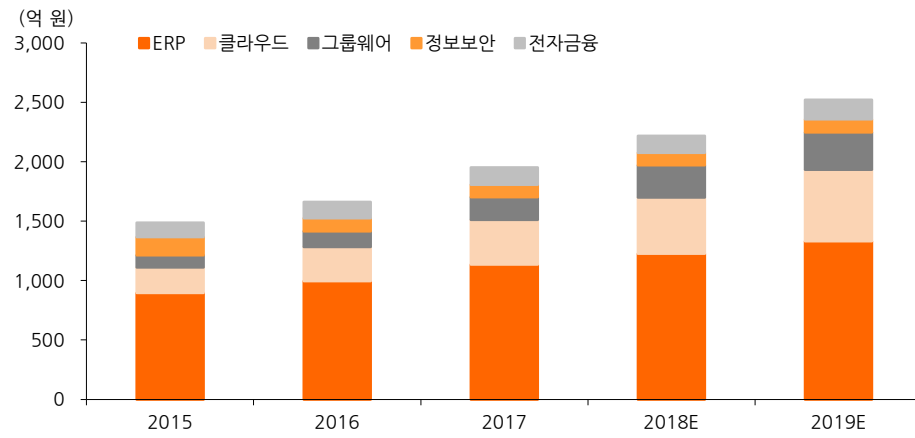
[표9] 국내외 Peer 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억 달러, 십억 원, 배)

기업	시가총액	매출액 성장률		영업이익 성장률		Valuation	
		2018E	2019E	2018E	2019E	P/E	P/S
Microsoft	781	22%	10%	40%	13%	25.2	6.5
Oracle	197	-	4%	-	5%	14.2	4.8
salesforce.com	99	25%	20%	811%	30%	54.2	7.0
Adobe Systems	124	22%	18%	70%	21%	36.1	12.7
SAP	123	4%	8%	41%	11%	22.0	4.9
Workday	27	26%	23%	-207%	43%	86.4	9.1
ServiceNow	31	34%	29%	-628%	46%	65.3	10.6
Atlassian	15	39%	29%	-359%	36%	96.5	13.6
삼성에스디에스	18,068	11%	9%	20%	13%	26.2	1.7
Shopify	17	51%	37%	-114%	704%	441.2	14.3
Baozun	4	34%	30%	114%	72%	42.0	10.9
카페 24	1,457	24%	23%	205%	73%	60.2	7.3

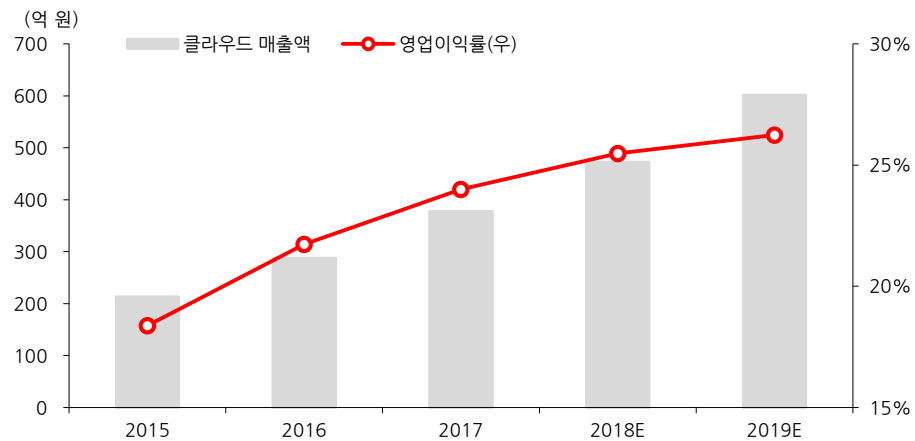
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림37] 더존비즈온의 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 한화투자증권

[그림38] 클라우드 부문 실적 성장과 수익성 개선



자료: 더존비즈온, 한화투자증권

[그림39] 2019년 WEHAGO 출시 - 플랫폼 저변 확대와 다양한 사업 확장 잠재력 존재



자료: 더존비즈온, 한화투자증권

[표10] 더존비즈온의 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	467	485	464	628	523	540	549	720	1,768	2,056	2,332
YoY(%)	10.8	14.8	14.9	23.1	11.8	11.2	18.4	14.5	12.1	16.3	13.4
본사	458	475	454	630	513	530	540	710	1,730	2,017	2,294
ERP	265	280	255	334	292	292	277	364	996	1,134	1,226
그룹웨어	38	35	37	81	51	55	61	105	130	191	271
정보보안	24	25	21	34	24	26	26	29	112	104	104
클라우드	85	89	93	111	102	110	127	134	288	378	472
전자금융	35	36	38	36	30	37	38	39	136	145	145
기타	11	8	9	36	14	10	10	40	69	64	75
YoY(%)											
ERP	9.8	18.2	16.7	11.7	10.4	4.4	8.6	9.0	11.0	13.9	8.1
그룹웨어	50.1	16.5	29.7	78.6	34.9	55.0	61.7	30.1	25.5	47.6	41.8
정보보안	-29.7	-6.0	0.0	16.6	-1.7	1.4	21.5	-13.4	-26.4	-6.3	0.0
클라우드	35.9	30.7	26.9	31.7	19.3	23.2	36.6	21.0	34.9	31.2	25.0
전자금융	6.9	4.9	12.0	2.6	-13.9	2.1	1.4	8.8	12.4	6.6	-0.3
기타	-27.9	-57.7	-50.4	130.9	32.5	25.0	11.0	10.0	43.0	-6.7	15.8
영업이익	102	114	94	196	110	132	121	231	384	517	594
YoY(%)	27.7	16.7	24.9	57.4	8.7	16.0	28.5	17.5	32.5	34.6	14.9
영업이익률(%)	21.7	23.4	20.3	32.4	21.1	24.4	22.0	32.0	21.7	25.1	25.5
당기순이익	78	91	91	146	88	98	106	173	282	406	465
YoY(%)	30.4	31.2	74.8	44.1	12.9	7.6	16.4	18.6	30.2	43.7	14.6
당기순이익률(%)	16.7	18.8	19.6	23.2	16.8	18.2	19.3	24.0	16.0	19.7	19.9

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	158	177	206	233	263
매출총이익	89	105	122	137	155
영업이익	29	38	52	59	69
EBITDA	45	54	67	78	91
순이자수익	-1	-1	0	0	0
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	24	36	49	58	66
당기순이익	22	28	41	46	55
지배주주순이익	21	28	40	46	55
증가율(%)					
매출액	15.7	12.1	16.3	13.4	12.8
영업이익	41.2	32.5	34.6	14.9	16.2
EBITDA	26.3	19.8	25.4	15.6	16.9
순이익률	98.2	30.2	43.7	14.6	17.4
이익률(%)					
매출총이익률	56.4	59.4	59.1	58.6	59.1
영업이익률	18.4	21.7	25.1	25.5	26.2
EBITDA 마진	28.4	30.4	32.8	33.4	34.6
세전이익률	15.4	20.1	24.0	24.7	25.2
순이익률	13.7	16.0	19.7	19.9	20.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	47	49	52	65	76
당기순이익	22	28	41	46	55
자산상각비	16	15	16	18	22
운전자본증감	1	-4	-12	-4	-1
매출채권감소(증가)	1	6	-5	-11	-4
재고자산감소(증가)	1	-1	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	1	0	4	2
투자현금흐름	-18	-24	-25	-53	-49
유형자산처분(취득)	-10	-5	-32	-31	-42
무형자산 감소(증가)	-2	0	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-2
재무현금흐름	-22	-10	-12	-22	-12
차입금증가	-16	-3	-3	0	0
자본증가	-6	-7	-9	-12	-12
배당금지급	6	7	9	12	12
총현금흐름	49	59	72	69	77
(-) 운전자본증가(감소)	-6	-11	-1	-16	1
(-) 설비투자	10	5	33	32	42
(+) 자산매각	-2	0	-2	-4	-4
Free Cash Flow	44	64	37	49	30
(-) 기타투자	10	34	0	37	1
잉여현금	33	30	36	12	29
NOPLAT	26	30	43	48	57
(+) Dep	16	15	16	18	22
(-) 운전자본투자	-6	-11	-1	-16	1
(-) Capex	10	5	33	32	42
OpFCF	38	52	26	51	36

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	79	111	123	144	167
현금성자산	38	73	78	86	103
매출채권	38	30	34	45	49
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	134	125	150	169	194
투자자산	19	19	18	19	20
유형자산	79	76	104	122	147
무형자산	36	31	29	28	27
자산총계	214	236	273	313	361
유동부채	74	53	83	112	116
매입채무	10	13	15	20	22
유동성이자부채	35	6	28	28	28
비유동부채	7	30	5	7	7
비유동이자부채	0	26	1	1	1
부채총계	81	83	88	118	123
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	47	47	47	47	47
이익잉여금	70	90	122	154	196
자본조정	0	0	0	-23	-23
자기주식	0	0	0	-22	-22
자본총계	133	153	186	195	238

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	720	949	1,350	1,566	1,840
BPS	4,445	5,135	6,203	6,517	7,957
DPS	220	290	400	400	400
CFPS	1,667	1,972	2,410	2,315	2,590
ROA(%)	10.1	12.5	15.7	15.8	16.2
ROE(%)	17.2	19.8	23.8	24.6	25.4
ROIC(%)	19.7	25.8	34.8	35.5	38.2
Multiples(x, %)					
PER	28.5	22.6	39.9	34.4	29.3
PBR	4.6	4.2	8.7	8.3	6.8
PSR	3.9	3.6	7.8	6.9	6.1
PCR	12.3	10.9	22.4	23.3	20.8
EV/EBITDA	13.5	11.1	23.0	19.8	16.7
배당수익률	1.1	1.4	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	60.8	54.3	47.4	60.8	51.9
Net debt/Equity	-1.8	-26.7	-26.4	-29.2	-31.3
Net debt/EBITDA	-5.4	-76.2	-72.8	-73.1	-81.7
유동비율	107.3	209.2	148.5	129.0	143.4
이자보상배율	16.6	35.6	62.1	71.2	82.7
자산구조(%)					
투하자본	69.1	54.6	58.4	56.5	56.7
현금+투자자산	30.9	45.4	41.6	43.5	43.3
자본구조(%)					
차입금	21.0	17.1	13.5	12.9	10.8
자본금	79.0	82.9	86.5	87.1	89.2

카페24 (042000)

이커머스 성장의 유일한 수혜주



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Not Rated

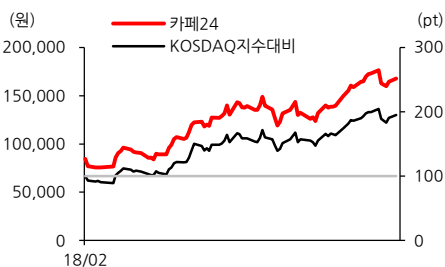
현재 주가(6/12)	177,900원
상승여력	N/A
시가총액	15,759억원
발행주식수	8,858천주
52 주 최고가 / 최저가	177,900 / 75,500원
90 일 일평균 거래대금	278.12억원
외국인 지분율	24.8%
주주 구성	
우창균(외 10인)	35.7%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.7	99.7		
상대수익률(KOSDAQ)	33.6	100.7		

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2014	2015	2016	2017
매출액	70	83	102	143
영업이익	-4	-2	-2	7
EBITDA	1	3	3	13
지배주주순이익	-4	-2	-1	5
EPS	-443	n/a	n/a	n/a
순차입금	-4	-2	3	-8
PER	-16.2	n/a	n/a	n/a
PBR	5.3	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	100.8	-0.9	583.3	124.6
배당수익률	n/a	n/a	0.0	0.0
ROE	-27.9	-16.9	-14.0	44.9

주가 추이



카페 24 는 전자상거래에 필요한 모든 서비스를 플랫폼 형태로 제공하는 쇼핑몰 SaaS 업체입니다. 차별화된 사업 모델을 기반으로 국내 전자상거래 플랫폼 지배력 1 위를 유지하고 있습니다. 전자상거래 판매 채널이 다변화됨에 따라 모든 서비스를 통합 패키지로 제공하는 동사의 경쟁력이 부각될 것으로 전망하며 긍정적인 의견을 제시합니다.

시장 성장과 점유율 확대 동시에 기대

동사의 매출 고성장 추세는 지속될 것으로 판단한다. 매출액 규모가 쇼핑몰 계정수와 거래액에 연동되는데, 지난 5년간 계정수는 연평균 10%, 거래액은 17% 성장해오고 있기 때문이다. 동사의 비즈니스 영역 중 도메인, 호스팅 사업은 서브스크립션 기반의 정액제이기 때문에 안정적인 매출 창출도 가능한 구조이다. 올해 국내 전자상거래 시장은 전년 대비 약 19% 성장한 93조 원이 예상되는데, 동사의 시장 점유율이 기존 8% 수준으로 유지된다고만 가정해도 동사의 거래액은 8조 원 이상을 기록할 것으로 전망된다.

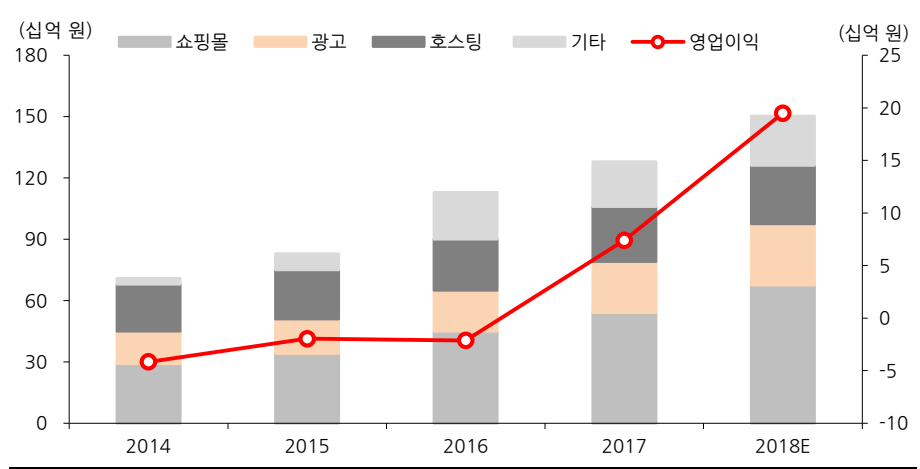
본격적인 이익 회수기 진입

동사는 지난해까지 전자상거래 플랫폼 구축을 위한 투자에 집중했지만, 올해부터는 규모의 경제를 갖추고 본격적인 수익화 전략을 추구할 것으로 판단된다. 이는 지난 1분기 영업이익률이 8.5%를 기록하면서 2017년 영업이익률 5%에 비해 크게 개선된 것만 봐도 알 수 있다. 동사는 고정비 비중이 높아 연중 내내 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 극대화될 것이다. 하반기에는 일본 시장 진출을 앞두고 있으며, 판테크, 마켓플레이스, 물류 플랫폼 등의 신규 서비스 확대는 동사의 지배력을 더욱 공고히 할 수 있는 성장 동력이 될 것으로 판단한다.

부담스러운 밸류에이션은 정당화 가능

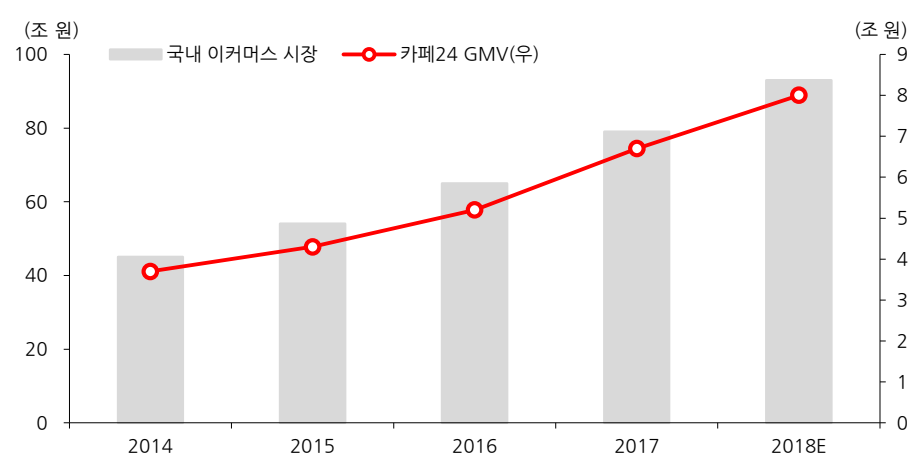
동사의 주가는 상장 이후 지속적인 상승 흐름을 보여왔고 국내 상장사 중 비교할 만한 기업이 부재하다는 점에서 밸류에이션 부담이 존재할 수도 있다. 하지만 동사는 1) 이커머스 시장 성장에 대한 수혜와 동시에 점유율 확대로 매출액 20% 이상의 고성장이 기대되고, 2) 경기와 매크로 상황에 민감하지 않은 사업 모델을 보유했으며, 3) 하반기 일본 현지 쇼핑몰 솔루션 사업 본격화로 성장 기반 확대가 기대되기 때문에 중장기적으로 성장 잠재력이 풍부하다고 판단한다.

[그림40] 카페 24 부문별 실적 추이 및 전망 - '17 영업이익 흑자 전환



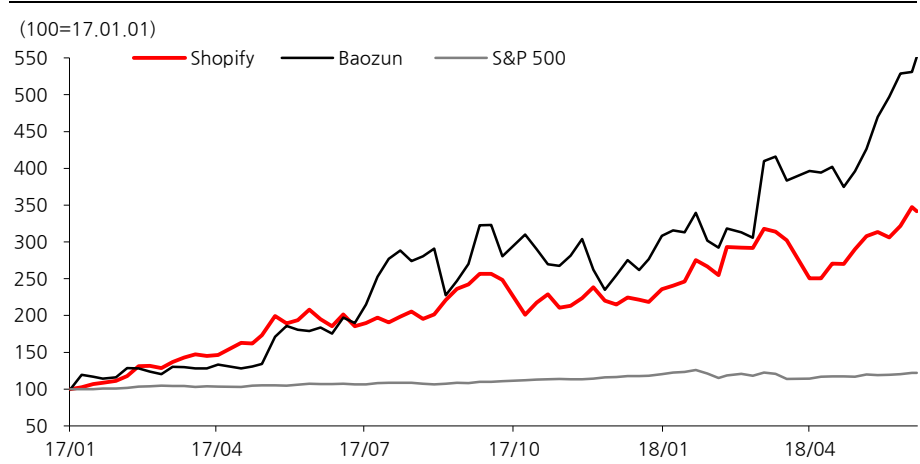
자료: 카페24, 한화투자증권

[그림41] 국내 이커머스 시장 규모 성장과 카페 24 거래액 추이



자료: 카페24, 한화투자증권

[그림42] 글로벌 쇼핑몰 SaaS 업체인 쇼피파이와 바오준, 2017년 이후 시가총액 상승세 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	61	70	83	102	143
매출총이익	60	70	80	95	124
영업이익	-3	-4	-2	-2	7
EBITDA	1	1	3	3	13
순이자수익	0	0	0	-1	0
외화관련손익	0	0	0	0	-1
지분법손익	-1	-1	0	2	0
세전계속사업손익	-4	-5	-2	-1	6
당기순이익	-3	-4	-2	-1	5
지배주주순이익	-3	-4	-2	-1	5
증가율(%)					
매출액	9.2	15.5	17.9	22.9	40.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	1,886.3	-43.5	361.7	-1.5	364.8
순이익률	적지	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	98.9	99.1	96.1	93.2	86.7
영업이익률	-4.6	-5.9	-2.4	-2.1	5.2
EBITDA 마진	1.7	0.8	3.3	2.7	8.8
세전이익률	-5.9	-7.0	-2.8	-1.1	4.4
순이익률	-4.8	-5.6	-2.3	-1.3	3.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금흐름	2	2	3	2	12
당기순이익	-3	-4	-2	-1	5
자산상각비	4	5	5	5	5
운전자본증감	0	0	0	-1	-1
매출채권감소(증가)	0	-2	-1	-4	-4
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	1	1	2	5
투자현금흐름	-7	-4	-5	-7	-3
유형자산처분(취득)	-4	-3	-3	-6	-5
무형자산 감소(증가)	-3	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	0	-1	0	0
재무현금흐름	2	0	2	8	17
차입금증가	2	0	2	8	17
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	2	2	3	2	13
(-) 운전자본증가(감소)	-1	-1	-1	1	-2
(-) 설비투자	4	3	3	6	5
(+) 자산매각	-3	0	0	0	0
Free Cash Flow	-4	0	0	-5	10
(-) 기타투자	2	2	1	1	1
잉여현금	-6	-2	-1	-5	9
NOPLAT	-2	-3	-1	-2	6
(+) Dep	4	5	5	5	5
(-) 운전자본투자	-1	-1	-1	1	-2
(-) Capex	4	3	3	6	5
OpFCF	-1	0	1	-3	8

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	13	13	15	22	53
현금성자산	9	6	7	10	38
매출채권	4	6	7	11	14
재고자산	0	0	0	0	1
비유동자산	19	19	19	22	18
투자자산	6	7	8	10	5
유형자산	10	9	9	11	12
무형자산	4	3	2	2	1
자산총계	33	31	34	45	72
유동부채	13	16	21	23	30
매입채무	4	5	6	8	12
유동성이자부채	0	0	3	1	3
비유동부채	3	3	3	13	29
비유동이자부채	3	2	2	12	27
부채총계	17	19	24	36	58
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	0	-4	-6	-7	-2
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	16	12	10	9	14

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표					
EPS	n/a	-443	n/a	n/a	n/a
BPS	2,013	1,366	1,287	1,129	1,728
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	171	n/a	n/a	n/a
ROA(%)	-9.1	-12.2	-5.7	-3.4	8.7
ROE(%)	-16.7	-27.9	-16.9	-14.0	44.9
ROIC(%)	-27.7	-38.8	-21.6	-21.9	89.6
Multiples(x, %)					
PER	n/a	-16.2	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	5.3	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	0.9	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	41.9	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	-5.4	100.8	572.9	583.3	124.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	103.9	160.2	235.7	396.5	424.0
Net debt/Equity	-35.4	-29.3	-23.1	33.8	-60.7
Net debt/EBITDA	-537.2	-594.3	-86.1	111.8	-66.2
유동비율	101.8	78.9	72.0	97.3	181.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	15.6
자산구조(%)					
투하자본	37.8	35.2	29.1	28.5	11.1
현금+투자자산	62.2	64.8	70.9	71.5	88.9
자본구조(%)					
차입금	16.1	18.0	32.3	58.7	68.3
자본금	83.9	82.0	67.7	41.3	31.7

NAVER (035420)

낮아진 눈높이, 부담 없는 밸류에이션 수준



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 1,000,000원

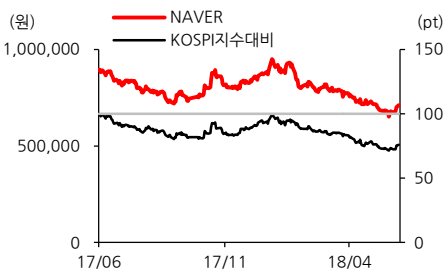
현재 주가(6/12)	717,000원
상승여력	▲ 39.5%
시가총액	236,342억원
발행주식수	32,963천주
52 주 최고가 / 최저가	960,000 / 652,000원
90 일 일평균 거래대금	704.억원
외국인 지분율	59.2%
주주 구성	
NAVER 자사주	11.3%
국민연금공단	10.8%
OppenheimerFunds	5.1%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-11.0	-13.4	-19.9
상대수익률(KOSPI)	0.4	-10.4	-13.7	-24.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,023	4,678	5,469	6,209
영업이익	1,102	1,179	1,163	1,351
EBITDA	1,265	1,385	1,378	1,689
지배주주순이익	749	773	783	937
EPS	22,732	23,447	23,760	28,428
순차입금	-3,017	-3,182	-3,138	-3,630
PER	34.1	30.6	30.2	25.2
PBR	7.1	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	17.8	16.5	14.9	11.8
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	26.2	18.5	15.4	16.1

주가 추이



동사의 주가는 정부 규제 리스크와 비용 증가 등의 이유로 연초 대비 19% 하락했습니다. 비용 확대로 당분간 마진 약화는 불가피하겠지만 매출액은 올해에도 고성장을 유지할 것으로 예상합니다. 역사적 하단 수준에 근접해 있는 밸류에이션도 부담 없는 수준이라고 판단합니다.

2분기 실적 영업이익 역성장 불가피

우리는 동사의 2분기 매출액으로 전년 동기 대비 16.6% 성장한 1.32조 원을 전망한다. 높은 매출액 성장에도 불구하고, 영업이익은 2750억 원에 그치면서 역성장할 것으로 예상된다. 전분기 큰 폭으로 상승한 플랫폼개발/운영비용과 네이버페이 거래액 증가에 따른 마케팅 비용 부담이 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 다만 검색 품질 고도화와 광고 상품 개선이 이어지면서 시장 경쟁력은 유지할 것으로 전망한다.

신규 매출원 확보가 시급

높은 이익 성장을 기대하기 어려워졌지만, 전 사업 부문에 걸친 고른 성장은 가능하다고 본다. 특히 쇼핑 검색 광고의 고도화 작업으로 인해 비즈니스플랫폼의 고성장은 지속될 것으로 예상된다. 하지만 시장 크기에 한계가 있는 국내 시장에서 광고 BM을 벗어나 신규 매출원 확보가 시급하다고 판단한다. 네이버의 핀테크 사업은 국내보다는 일본 또는 대만 등의 아시아 시장에서 가시화가 먼저 될 것으로 예상하는데 최근 라인의 자회사가 대만 최대 결제 업체인 아이패스를 인수한 것도 의미 있는 행보이다. 핀테크 비즈니스는 단기 실적에 기여할 수는 없지만 투자 센터먼트 개선은 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 100만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 정부 규제, 투자 확대에 대한 비용 증가, 수급 이탈 등으로 하락한 주가는 최근 1년 내 최저 수준이다. 하지만 실적 하향 조정이 마무리 되고 있고 밸류에이션은 12개월 선형 PER 25배로 역사적 최저점 구간에 도달했다는 점을 감안하면 추가적인 하락 리스크는 제한적일 것으로 판단한다. 다만 규제 리스크에 대한 노이즈가 완화되고 마진 하락을 상쇄할 만한 신규 매출 발생이 확인되어야 의미 있는 주가 상승이 나타날 것으로 예상된다.

[표11] NAVER의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,082	1,130	1,201	1,266	1,309	1,317	1,384	1,459	4,023	4,678	5,469
YoY(%)	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	16.6	15.2	15.3	23.7	16.3	16.9
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	145.8	149.3	162.4	400	529	591
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	579.2	620.7	661.9	1,866	2,158	2,455
IT 플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	75.0	78.5	80.8	121	218	307
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	30.6	31.6	32.6	103	105	124
LINE 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	486.7	503.6	521.3	1,534	1,669	1,993
매출비중 (%)											
광고	10.4	11.8	11.1	11.9	10.2	11.1	10.8	11.1	9.9	11.3	10.8
비즈니스플랫폼	47.2	46.2	45.8	45.5	45.3	44.0	44.9	45.4	46.4	46.1	44.9
IT 플랫폼	4.0	4.4	4.9	5.2	5.5	5.7	5.7	5.5	3.0	4.7	5.6
콘텐츠서비스	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.6	2.2	2.3
LINE 및 기타플랫폼	36.2	35.4	36.0	35.2	36.8	36.9	36.4	35.7	38.1	35.7	36.4
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	1,052.1	1,042.3	1,082.5	1,129.5	2,921	3,499	4,306
YoY(%)	16.3	18.2	21.6	22.7	32.9	23.4	21.8	15.9	17.3	19.8	23.1
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	159.6	146.6	183.2	179.5	183.1	192.3	537	590	738
대행/파트너	186.3	201.1	215.7	248.5	240.4	245.7	270.8	294.4	661	852	1,051
인프라	49.3	54.4	58.0	61.7	60.3	60.9	63.9	67.1	188	223	252
마케팅	40.3	50.5	70.0	67.0	71.0	73.8	77.5	83.7	148	228	306
LINE 및 기타플랫폼	374.9	394.8	385.2	450.9	497.2	482.3	487.1	492.0	1,387	1,606	1,959
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	275.0	301.2	329.5	1,102	1,179	1,163
YoY(%)	13.2	4.6	10.6	0.3	(11.6)	(3.6)	(3.5)	13.2	45.0	7.0	(1.4)
영업이익률(%)	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	20.9	21.8	22.6	27.4	25.2	21.3
당기순이익	210.9	171.4	215.8	171.9	153.7	186.0	204.6	227.4	759	770	772
YoY(%)	27.8	(19.6)	9.0	(6.0)	(27.1)	8.5	(5.2)	32.3	45.0	1.4	0.2
당기순이익률(%)	41.3	32.9	39.3	29.9	25.9	32.1	33.0	34.4	40.7	35.7	31.4

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	3,254	4,023	4,678	5,469	6,209
매출총이익	3,254	4,023	4,678	5,469	6,209
영업이익	830	1,102	1,179	1,163	1,351
EBITDA	986	1,265	1,385	1,378	1,689
순이자수익	34	37	47	46	55
외화관련손익	-9	1	-16	0	0
지분법손익	1	10	-13	-12	-12
세전계속사업손익	823	1,132	1,196	1,212	1,450
당기순이익	517	759	770	772	937
지배주주순이익	519	749	773	783	937
증가율(%)					
매출액	18.0	23.6	16.3	16.9	13.5
영업이익	9.5	32.7	7.0	-1.4	16.2
EBITDA	9.3	28.3	9.5	-0.6	22.6
순이익률	14.4	46.8	1.5	0.2	21.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.5	27.4	25.2	21.3	21.8
EBITDA 마진	30.3	31.4	29.6	25.2	27.2
세전이익률	25.3	28.1	25.6	22.2	23.4
순이익률	15.9	18.9	16.5	14.1	15.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	851	1,164	940	1,002	1,287
당기순이익	517	759	770	772	937
자산상각비	156	163	206	215	338
운전자본증감	63	88	-139	-102	-14
매출채권감소(증가)	-67	-56	-176	-108	-156
재고자산감소(증가)	0	0	0	-6	-5
매입채무증가(감소)	40	11	97	-24	98
투자현금흐름	-786	-942	-1,310	-793	-809
유형자산처분(취득)	-118	-97	-466	-534	-627
무형자산 감소(증가)	-15	-21	-28	-22	-22
투자자산 감소(증가)	-536	-361	264	211	-61
재무현금흐름	6	698	636	-15	-48
차입금증가	187	-341	48	103	0
자본증가	-23	-32	466	-42	-48
배당금지급	23	32	33	42	48
총현금흐름	1,024	1,383	1,433	1,123	1,302
(-) 운전자본증가(감소)	-201	-185	16	4	14
(-) 설비투자	121	154	472	535	627
(+) 자산매각	-13	36	-22	-21	-22
Free Cash Flow	1,092	1,450	923	563	638
(-) 기타투자	253	559	1,202	546	99
잉여현금	838	891	-279	17	539
NOPLAT	599	751	762	740	873
(+) Dep	156	163	206	215	338
(-) 운전자본투자	-201	-185	16	4	14
(-) Capex	121	154	472	535	627
OpFCF	836	944	480	416	570

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	2,639	4,200	4,784	5,019	5,680
현금성자산	2,060	3,394	3,597	3,669	4,160
매출채권	519	694	1,014	1,140	1,296
재고자산	16	10	36	39	44
비유동자산	1,747	2,171	3,235	3,952	4,351
투자자산	779	1,195	1,745	2,150	2,237
유형자산	864	863	1,150	1,455	1,769
무형자산	103	112	340	347	345
자산총계	4,386	6,371	8,019	8,972	10,031
유동부채	1,684	1,804	2,303	2,529	2,683
매입채무	373	425	544	714	812
유동성이자부채	518	227	361	427	427
비유동부채	433	437	411	489	504
비유동이자부채	150	150	55	103	103
부채총계	2,116	2,241	2,714	3,018	3,187
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	133	1,217	1,508	1,513	1,513
이익잉여금	3,069	3,810	4,556	5,352	6,241
자본조정	-1,094	-1,449	-1,318	-1,497	-1,497
자기주식	-1,057	-1,356	-1,172	-1,297	-1,297
자본총계	2,270	4,130	5,305	5,954	6,843

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	15,737	22,732	23,447	23,760	28,428
BPS	64,452	109,055	144,477	163,336	190,318
DPS	1,100	1,131	1,446	1,450	1,450
CFPS	31,081	41,966	43,488	34,077	39,489
ROA(%)	13.3	13.9	10.7	9.2	9.9
ROE(%)	26.5	26.2	18.5	15.4	16.1
ROIC(%)	115.3	144.5	105.9	62.2	52.8
Multiples(x, %)					
PER	41.8	34.1	30.6	30.2	25.2
PBR	10.2	7.1	5.0	4.4	3.8
PSR	6.7	6.4	5.1	4.3	3.8
PCR	21.2	18.5	16.5	21.0	18.2
EV/EBITDA	20.6	17.8	14.8	14.9	11.8
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	93.2	54.3	51.2	50.7	46.6
Net debt/Equity	-61.3	-73.1	-60.0	-52.7	-53.0
Net debt/EBITDA	-141.2	-238.5	-229.7	-227.8	-214.9
유동비율	156.8	232.8	207.8	198.5	211.7
이자보상배율	144.6	181.5	2,073.9	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	14.9	10.6	14.4	20.3	22.2
현금+투자자산	85.1	89.4	85.6	79.7	77.8
자본구조(%)					
차입금	22.7	8.4	7.3	8.2	7.2
자본금	77.3	91.6	92.7	91.8	92.8

카카오 (035720)

바닥 확인과 함께 하반기 반등 기대



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (상향)

목표주가(유지): 150,000원

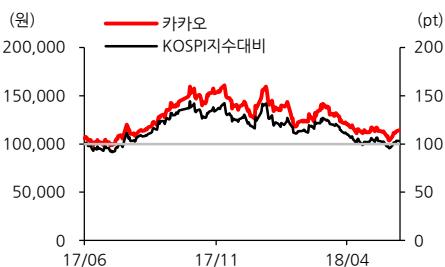
현재 주가(6/12)	114,000원
상승여력	▲ 31.6%
시가총액	86,966억원
발행주식수	76,286천주
52 주 최고가 / 최저가	161,000 / 98,386원
90 일 일평균 거래대금	622.64억원
외국인 지분율	24.4%
주주 구성	
김범수(외 31 인)	35.6%
MAXIMO PTE. LTD.	7.3%
국민연금공단	6.4%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	-15.6	-19.1	8.1
상대수익률(KOSPI)	-2.2	-14.9	-19.5	3.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,464	1,972	2,318	2,643
영업이익	116	165	109	180
EBITDA	230	295	242	315
지배주주순이익	58	109	111	150
EPS	857	1,600	1,630	2,209
순차입금	125	-767	-983	-1,184
PER	90.2	85.6	69.9	51.6
PBR	1.5	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA	23.2	28.9	31.8	23.9
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1
ROE	1.9	2.9	2.7	3.6

주가 추이



동사의 2분기 실적은 전 사업부문에 걸쳐 반등세가 나타날 것으로 기대합니다. 상반기 부진한 실적으로 인해 바닥 시그널을 확인했으므로 더 이상 나빠질 것이 없다는 판단 하에 투자의견을 상향합니다.

2분기 실적은 전분기 대비 반등 전망

우리는 동사의 2분기 실적으로 매출액 5855억 원, 영업이익 315억 원을 전망한다. 광고 매출액은 1704억 원으로 전년 동기 대비 13% 증가를 예상하는데, 채널탭 내 인벤토리 증가로 인한 개선 효과가 반영될 것으로 예상된다. 신규 광고플랫폼 효과는 하반기부터 나타날 것으로 전망하는데, 최근 위치 기반 타겟팅 등의 테스트 결과는 긍정적인 트래픽 증가로 이어지고 있는 것으로 파악된다. 콘텐츠 부문은 카카오페이의 거래액 증가 추세가 지속되며 전년 동기 대비 23% 성장할 것으로 예상된다. 마케팅비는 송금 이벤트로 인해 크게 증가했던 전분기 보다는 감소하겠지만, 신사업 관련 인력 채용으로 인해 인건비 부담은 지속될 것으로 판단한다.

모빌리티 추가 모델 도입과 신규 광고플랫폼 성과가 관건

하반기 관전 포인트는 모빌리티의 추가 과금 정책 도입과 신규 광고 플랫폼 성과라고 판단한다. 아직 B2B, B2C 카카오택시 수익화에 대한 성과는 미흡한 것으로 파악되지만, 하반기 새로운 과금 모델 도입에 따른 매출 증가를 기대해 볼 수 있겠다. 또한 3분기부터 신규 광고 플랫폼 적용을 DA까지 확대시킬 것으로 예상되는데, 매출 반등 효과가 나온다면 광고 부문의 실적 개선이 동사의 주가 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단한다.

목표주가 15만 원 유지하고 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가 15만 원을 유지하고, 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향한다. 연초 이후 주가 하락이 지속되면서 현 주가와 목표주가 간의 괴리율을 반영했고, 상반기 부진한 실적으로 인해 바닥 시그널을 확인했다고 보기 때문이다. 과거 동사의 주가는 실적 개선이 확인되는 구간에 가장 탄력적으로 상승했다. 핵심 서비스들의 매출 성장세가 이어지고 있다는 점과 신규 서비스 지표들의 상승 추세도 긍정적이다. 8월 카카오키즈 IPO도 동사의 기업가치에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

[표12] 카카오의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	444	468	515	545	555	585	572	606	1,464	1,972	2,318
YoY (%)	83.0	24.4	31.7	20.0	25.2	25.0	10.9	11.2	57.1	34.7	17.5
광고 플랫폼	133	151	151	160	155	170	165	176	534	596	665
콘텐츠 플랫폼	224	234	261	266	286	290	277	286	702	985	1139
게임 콘텐츠	80	79	94	89	106	110	95	102	320	342	412
뮤직 콘텐츠	110	117	122	129	126	125	125	125	296	479	501
기타 콘텐츠	33	39	45	48	54	55	57	59	85	165	225
기타	87	83	102	119	115	125	130	144	228	391	514
영업비용	405	424	468	510	545	554	539	572	1,348	1,807	2,210
YoY (%)	83.1	21.1	29.6	22.7	34.4	30.7	15.1	12.2	59.8	34.1	22.3
인건비	85	88	85	103	110	112	114	120	299	361	457
복리후생비	13	13	13	13	15	19	24	26	54	53	84
감가상각비	15	15	15	16	16	16	16	16	56	61	64
지급임차료	9	9	9	9	10	13	12	13	29	36	48
지급수수료	160	179	190	201	210	221	207	221	517	730	861
광고선전비	25	22	33	36	48	47	50	52	84	116	197
무형자산상각비	17	16	16	20	15	17	17	18	58	69	67
콘텐츠수수료	25	28	34	34	40	48	39	42	80	121	168
광고대행수수료	19	24	22	24	22	25	24	26	84	89	98
영업이익	38	45	47	35	10	31	33	34	116	165	109
YoY (%)	81.8	67.7	56.6	-9.2	-72.9	-29.5	-30.1	-2.9	31.1	42.1	-34.2
영업이익률(%)	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	5.4	5.8	5.6	7.9	8.4	4.7
당기순이익	54	13	40	21	24	31	27	31	65	125	114
YoY (%)	398	-6	193	-25	-56	147	-32	51	-17	91	-8.9
순이익률(%)	12.3	2.7	7.7	3.8	4.3	5.3	4.8	5.2	4.5	6.3	4.9

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	932	1,464	1,972	2,318	2,643
매출총이익	932	1,464	1,972	2,318	2,643
영업이익	89	116	165	109	180
EBITDA	164	230	295	242	315
순이자수익	10	-4	6	-11	-7
외화관련손익	1	8	-13	0	0
지분법손익	10	-1	13	36	32
세전계속사업손익	110	100	153	166	222
당기순이익	79	65	125	114	153
지배주주순이익	76	58	109	111	150
증가율(%)					
매출액	86.9	57.1	34.7	17.5	14.0
영업이익	-49.8	31.1	42.4	-34.3	66.1
EBITDA	-17.8	40.2	28.4	-17.9	29.7
순이익률	-47.4	-16.9	91.1	-9.3	34.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	9.5	7.9	8.4	4.7	6.8
EBITDA 마진	17.6	15.7	15.0	10.5	11.9
세전이익률	11.8	6.8	7.8	7.2	8.4
순이익률	8.4	4.5	6.3	4.9	5.8

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	200	333	544	280	269
당기순이익	110	100	125	114	153
자산상각비	75	114	130	134	134
운전자본증감	38	131	0	61	6
매출채권감소(증가)	24	-28	-2	33	-40
재고자산감소(증가)	-2	-8	1	1	-3
매입채무증가(감소)	-17	105	3	22	44
투자현금흐름	-449	-1,019	-368	-71	-75
유형자산처분(취득)	-75	-80	-72	-69	-69
무형자산 감소(증가)	-7	-24	-28	-16	-16
투자자산 감소(증가)	-223	235	-201	-18	-19
재무현금흐름	195	927	299	-12	-12
차입금증가	209	796	-188	0	0
자본증가	-12	-11	487	-12	-12
배당금지급	12	11	11	12	12
총현금흐름	187	255	544	219	263
(-) 운전자본증가(감소)	-25	-169	-176	-61	-6
(-) 설비투자	76	81	75	69	69
(+) 자산매각	-6	-23	-25	-16	-16
Free Cash Flow	130	320	620	195	184
(-) 기타투자	132	1,188	242	-32	-29
잉여현금	-2	-868	378	227	212
NOPLAT	64	76	135	74	125
(+) Dep	75	114	130	134	134
(-) 운전자본투자	-25	-169	-176	-61	-6
(-) Capex	76	81	75	69	69
OpFCF	88	277	365	200	196

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	970	1,217	1,993	2,176	2,421
현금성자산	776	882	1,565	1,780	1,981
매출채권	145	251	307	274	314
재고자산	5	13	22	20	23
비유동자산	2,218	4,369	4,356	4,311	4,265
투자자산	144	382	396	399	402
유형자산	219	254	271	276	279
무형자산	1,856	3,733	3,690	3,636	3,584
자산총계	3,188	5,586	6,349	6,486	6,686
유동부채	316	806	1,041	1,069	1,119
매입채무	90	263	280	303	347
유동성이자부채	31	211	177	177	177
비유동부채	287	975	801	808	816
비유동이자부채	200	796	621	621	621
부채총계	603	1,781	1,842	1,877	1,935
자본금	30	34	34	34	34
자본잉여금	2,274	3,105	3,604	3,604	3,604
이익잉여금	256	304	403	505	646
자본조정	-8	-10	-11	-12	-12
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,585	3,703	4,508	4,609	4,751

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	1,276	857	1,600	1,630	2,209
BPS	42,639	50,965	59,332	60,825	62,909
DPS	167	170	170	170	170
CFPS	3,160	3,793	8,018	3,218	3,868
ROA(%)	2.6	1.5	2.1	1.8	2.3
ROE(%)	3.0	1.9	2.9	2.7	3.6
ROIC(%)	3.4	2.7	3.8	2.2	3.8
Multiples(x, %)					
PER	91.1	90.2	71.2	69.9	51.6
PBR	2.7	1.5	1.9	1.9	1.8
PSR	7.4	3.6	3.9	3.3	2.9
PCR	36.8	20.4	14.2	35.4	29.5
EV/EBITDA	39.1	23.2	26.9	31.8	23.9
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	23.3	48.1	40.9	40.7	40.7
Net debt/Equity	-21.1	3.4	-17.0	-21.3	-24.9
Net debt/EBITDA	-332.7	54.3	-259.9	-405.4	-376.4
유동비율	306.9	151.0	191.5	203.5	216.2
이자보상배율	105.9	8.1	14.7	2.7	4.5
자산구조(%)					
투하자본	67.8	74.1	63.6	60.3	57.7
현금+투자자산	32.2	25.9	36.4	39.7	42.3
자본구조(%)					
차입금	8.2	21.4	15.0	14.7	14.4
자본금	91.8	78.6	85.0	85.3	85.6

www.hanwhawm.com

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Blank lined area for editing or content.

VII. Appendix

국내외 동종 업체 비교

붙임. 국내 동종 업체 비교

[인터넷 기업]

구분		구글	아마존	마이크로소프트	알리바바	IBM	NAVER	평균	
현재주가(Local)		1,141	1,689	101	1,317	147	717,000		
시가총액(M\$)		788,348	819,606	776,387	526,829	134,556	21,973		
주가상승률(%)	1M	3.4	5.4	3.4	5.8	1.7	0.0	3.3	
	3M	-2.1	5.7	4.4	6.7	-8.5	-11.0	-0.8	
	6M	8.8	45.0	18.1	17.8	-6.5	-13.4	11.6	
	12M	18.6	75.1	44.8	47.9	-5.5	-19.9	26.8	
P/E(배)	2016A	30.1	152.7	19.2	47.1	12.1	29.6	48.5	
	2017A	31.2	256.6	21.0	45.1	11.6	32.6	66.4	
	2018E	22.3	81.4	26.4	31.4	10.6	28.3	33.4	
	2019E	20.3	59.1	25.1	24.3	10.4	23.3	27.1	
P/B(배)	2016A	3.9	18.5	4.8	6.7	8.6	6.2	8.1	
	2017A	4.8	20.4	6.1	8.1	8.0	5.4	8.8	
	2018E	4.3	21.1	9.5	7.3	6.4	4.1	8.8	
	2019E	3.6	15.1	8.1	5.8	5.3	3.5	6.9	
EV/EBITDA(배)	2016A	15.1	28.6	10.4	29.4	11.5	15.4	18.4	
	2017A	19.2	37.2	12.8	34.2	11.4	15.8	21.8	
	2018E	13.7	28.9	16.2	23.3	8.6	14.4	17.5	
	2019E	11.6	21.9	14.4	17.9	8.2	12.0	14.3	
매출액성장률(%)	2016A	20.4	27.1	-2.6	56.5	-2.2	23.7	20.5	
	2017A	22.8	30.8	5.9	58.1	-1.0	16.3	22.2	
	2018E	21.7	33.4	13.3	62.2	2.0	23.8	26.1	
	2019E	18.5	22.4	10.0	37.3	0.0	14.1	17.1	
영업이익성장률(%)	2016A	22.5	87.5	43.6	65.1	-23.5	44.6	40.0	
	2017A	10.2	-1.9	11.3	44.2	-9.9	7.0	10.2	
	2018E	58.3	100.8	17.7	42.6	40.1	6.0	44.2	
	2019E	16.2	62.8	13.1	37.0	6.1	21.6	26.1	
영업이익률(%)	2016A	26.3	3.1	28.6	30.4	14.4	27.4	21.7	
	2017A	23.6	2.3	30.1	27.7	13.1	25.2	20.3	
	2018E	38.2	3.5	31.2	24.4	17.9	21.6	22.8	
	2019E	37.4	4.6	32.1	24.3	19.0	23.0	23.4	
순이익률(%)	2016A	21.6	1.7	22.5	27.6	14.9	18.6	17.8	
	2017A	11.4	1.7	26.4	25.6	7.3	16.5	14.8	
	2018E	34.6	4.3	26.5	26.7	15.7	14.8	20.4	
	2019E	32.9	5.1	25.7	26.1	15.7	15.9	20.2	
ROE(%)	2016A	15.2	14.5	26.3	16.4	81.0	25.8	29.9	
	2017A	16.8	9.6	30.1	20.8	69.2	17.8	27.4	
	2018E	18.1	16.3	36.1	19.6	62.3	16.1	28.1	
	2019E	17.1	19.4	37.3	20.9	54.9	16.9	27.8	
순부채비율(%)	2016A	-63.5	-28.9	-71.9	-27.9	140.3	-81.6	-22.3	
	2017A	-64.2	47.5	-53.3	-28.0	156.7	-78.6	-3.3	
	2018E	-55.7	26.2	-69.1	-38.9	145.2	-68.1	-10.1	
	2019E	-61.7	-9.5	-64.3	-41.8	117.4	-70.7	-21.7	
<컨센서스 변화>									
순이익(2018C)	현재(M\$)		37,044	10,210	29,019	16,375	12,681	760	17,682
	변화(%)	-1M	0.5	-2.6	-1.7	-1.1	0.0	0.1	-0.8
		-3M	1.3	29.9	2.1	-7.3	0.1	-16.5	1.6
		-6M	3.5	24.9	10.1	-4.0	-0.4	-18.9	2.5
순이익(2019C)	현재(M\$)		41,516	14,711	30,975	21,945	12,679	929	20,459
	변화(%)	-1M	0.3	-1.1	0.4	-1.1	0.0	-0.4	-0.3
		-3M	-2.8	24.3	2.7	-4.0	-0.2	-14.2	1.0
		-6M	2.0	18.1	6.3	1.6	-1.8	-15.3	1.8

주: 2018년 6월 12일 한국 시간 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[소프트웨어 기업]

구분		세일즈포스닷컴	오라클	레드햇	VM웨어	SAP	Adobe	평균	
현재주가(Local)		134.0	48.2	170.2	149.3	102.2	251.0		
시가총액(M\$)		99,529.6	196,726.7	30,245.3	60,744.5	148,077.4	123,610.1		
주가상승률(%)	1M	2.6	2.9	-1.3	3.7	5.2	3.8	2.8	
	3M	5.7	-8.9	9.8	17.4	16.0	13.6	8.9	
	6M	29.2	-4.4	35.4	24.4	6.6	45.5	22.8	
	12M	55.5	7.4	91.9	70.9	10.6	82.9	53.2	
P/E(배)	2016A	322.6	18.6	60.8	26.3	27.2	43.0	83.1	
	2017A	667.8	19.8	70.2	31.6	27.8	53.3	145.1	
	2018E	58.4	14.3	49.7	24.3	23.3	38.9	34.8	
	2019E	49.6	13.2	42.1	22.0	21.0	34.3	30.4	
P/B(배)	2016A	7.5	3.5	11.7	4.0	3.8	6.6	6.2	
	2017A	8.9	3.5	17.8	6.4	4.4	10.4	8.5	
	2018E	9.0	3.8	15.6	5.4	4.5	12.4	8.5	
	2019E	7.8	3.5	12.4	4.5	4.1	10.0	7.1	
EV/EBITDA(배)	2016A	80.1	10.2	31.8	14.4	16.0	25.4	29.6	
	2017A	81.3	11.9	42.8	20.8	18.5	33.8	34.9	
	2018E	31.3	9.5	30.6	15.8	15.8	29.9	22.1	
	2019E	25.8	9.0	26.3	14.6	14.3	24.8	19.1	
매출액성장률(%)	2016A	25.9	-3.1	17.5	7.9	6.1	22.1	12.7	
	2017A	24.9	1.8	21.1	N/A	6.3	24.7	15.8	
	2018E	25.0	3.2	17.8	10.8	8.3	21.1	14.4	
	2019E	20.2	4.1	15.3	8.2	7.7	18.0	12.3	
영업이익성장률(%)	2016A	-44.1	-9.1	15.3	20.2	20.8	65.4	11.4	
	2017A	267.1	0.8	42.2	N/A	-5.0	45.2	70.1	
	2018E	808.4	4.1	74.8	74.8	47.4	68.1	179.6	
	2019E	30.0	6.3	18.3	9.3	10.4	21.6	16.0	
영업이익률(%)	2016A	0.8	34.0	13.8	20.3	23.3	25.5	19.6	
	2017A	2.2	33.7	16.2	21.3	20.8	29.7	20.7	
	2018E	16.4	44.2	24.0	33.6	28.3	41.2	31.3	
	2019E	17.7	45.2	24.6	34.0	29.0	42.5	32.2	
순이익률(%)	2016A	2.1	24.0	10.5	16.7	16.5	20.0	15.0	
	2017A	1.2	24.7	8.9	7.2	17.1	23.2	13.7	
	2018E	13.5	33.9	18.4	28.7	20.4	36.5	25.2	
	2019E	13.6	34.5	18.8	28.9	21.1	34.8	25.3	
ROE(%)	2016A	2.7	19.4	19.2	15.9	16.7	16.2	15.0	
	2017A	1.5	19.2	28.6	N/A	17.6	21.2	17.6	
	2018E	18.8	26.5	34.8	26.7	17.9	31.1	26.0	
	2019E	16.9	27.3	33.7	22.0	17.8	31.2	24.8	
순부채비율(%)	2016A	-2.7	-25.7	-111.2	-80.1	12.3	-38.6	-41.0	
	2017A	-29.8	-15.1	-116.0	-95.4	9.6	-46.6	-48.9	
	2018E	-49.5	-26.1	-103.0	-84.5	2.2	-51.4	-52.1	
	2019E	-67.5	-41.2	N/A	N/A	-7.4	-65.8	-45.5	
<컨센서스 변화>									
순이익(2018C)	현재(M\$)	1,762	13,058	633	2,518	5,844	3,225	4,507	
	변화(%)	-1M	7.8	-0.1	0.0	2.4	-1.2	0.0	1.5
		-3M	12.6	4.1	4.8	2.8	-5.3	2.7	3.6
		-6M	34.5	3.7	7.6	11.1	-6.4	17.7	11.4
순이익(2019C)	현재(M\$)	2,144	13,933	746	2,749	6,511	3,628	4,952	
	변화(%)	-1M	0.4	0.0	0.0	2.0	-1.2	0.0	0.2
		-3M	3.9	4.4	5.1	2.6	-4.8	2.7	2.3
		-6M	24.8	3.6	7.1	12.6	-6.9	9.4	8.4

주: 2018년 6월 12일 한국 시간 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2018년 6월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성에스디에스 주가 및 목표주가 추이]



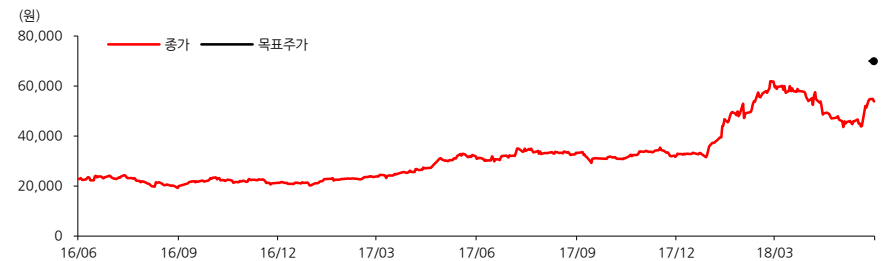
[투자의견 변동 내역]

일 자	2018.06.12	2018.06.12			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표주가	김소혜	300,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.06.12	Buy	300,000		

[더존비즈온 주가 및 목표주가 추이]



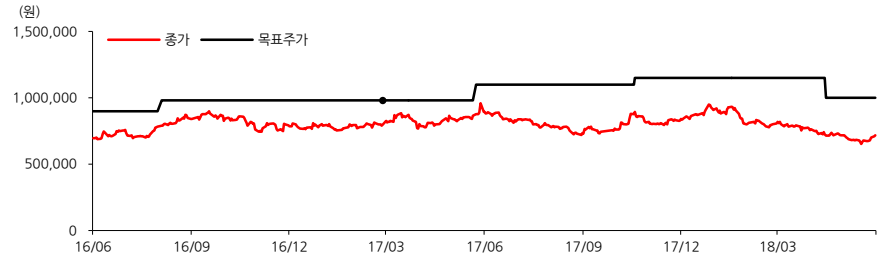
[투자의견 변동 내역]

일 자	2018.06.12	2018.06.12			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표주가	김소혜	70,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.06.12	Buy	70,000		

[NAVER 주가 및 목표주가 추이]



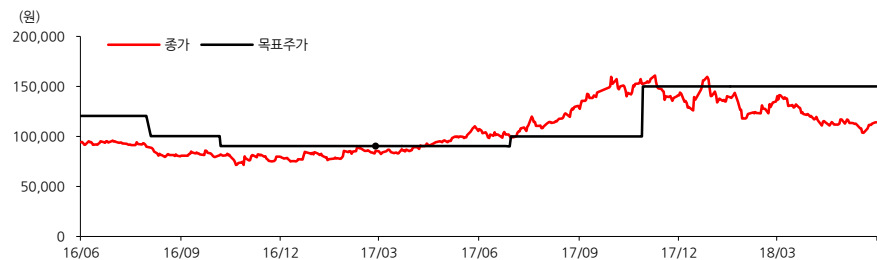
[투자의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2016.08.12	2016.08.15	2016.10.04	2016.10.19	2016.10.28
투자의견	담당자변경	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	김소혜		980,000	980,000	980,000	980,000
일 자	2016.10.31	2016.11.28	2016.12.30	2017.01.18	2017.01.31	2017.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000
일 자	2017.03.13	2017.03.20	2017.03.31	2017.04.28	2017.05.25	2017.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	980,000	980,000	980,000	980,000	980,000	1,100,000
일 자	2017.06.30	2017.07.12	2017.07.28	2017.10.31	2018.01.22	2018.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000
일 자	2018.02.05	2018.04.27	2018.06.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	1,150,000	1,000,000	1,000,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.08.15	Buy	980,000	-16.95	-8.16
2017.06.05	Buy	1,100,000	-26.64	-12.73
2017.10.31	Buy	1,150,000	-27.97	-17.39
2018.04.27	Buy	1,000,000		

[카카오 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2016.08.12	2016.08.15	2016.10.19	2016.11.11	2016.11.28
투자 의견	담당자 변경	투자 등급 변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 주가	김소혜		100,000	90,000	90,000	90,000
일 자	2017.02.10	2017.03.13	2017.05.25	2017.07.12	2017.08.02	2017.08.11
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 주가	90,000	90,000	90,000	100,000	100,000	100,000
일 자	2017.11.10	2017.12.18	2018.01.22	2018.02.05	2018.02.09	2018.04.09
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표 주가	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 자	2018.05.11	2018.05.18	2018.06.12			
투자 의견	Hold	Hold	Buy			
목표 주가	150,000	150,000	150,000			

[목표 주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표 주가(원)	괴리율(%)	
			평균 주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2016.08.15	Hold	100,394	-17.84	-11.40
2016.10.19	Hold	90,354	-3.90	22.00
2017.07.12	Hold	100,000	28.35	-1.50
2017.11.10	Hold	150,000		
2018.06.12	Buy	150,000		

[종목 투자 등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대 수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표 주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사 분석 자료의 투자 등급 부여 비중]

(기준일: 2018년 3월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융 투자 상품의 비중	85.4%	14.6%	0.0%	100.0%