

INDUSTRY

2020년 9월 25일

인터넷/SW (Positive)

클라우드 공룡들 속 성장하는 기업들의 비밀

“비대면, 언택트, 빅데이터, 구독 경제. 최근 화두가 되고 있는 이 키워드들의 공통점은 '클라우드' 도입이 필수라는 것입니다. IT 인프라 시장이 클라우드 중심으로 재편되면서 전세계를 선도하고 있는 기업들도 클라우드 사업에 사활을 걸고 있습니다. 올해부터는 국내 시장도 각종 정부 정책으로 인해 성장 속도가 한 단계 가팔라질 것으로 전망합니다. 우리는 이미 선점 구도가 고착화된 대형 클라우드 사업자들 속에서 성장 잠재력을 갖고 있는 기업들이 투자대안이 될 수 있다고 판단합니다.”

| Contents |

I. 투자 아이디어.....	03
II. 대형 업체들 사이에서 성장하고 있는 기업들에 주목	04
1. 글로벌 대형 업체들의 선도 지위 지속	04
2. 투자 대안은 클라우드 기반 SW·기술 기업들.....	05
III. 국내 클라우드 시장의 새로운 변화.....	07
1. 올해 국내 클라우드 시장 규모 2.89조 원 전망	07
2. 데이터센터 운영 목적은 기업마다 차이.....	08
3. 카카오의 첫 자체 데이터센터 건립은 B2B 사업이 목적.....	10
IV. 정부 정책 구체화로 인해 가팔라진 성장.....	11
1. 디지털 뉴딜에서 SW 기업들의 역할.....	11
2. 데이터를 사고 팔 수 있는 데이터거래소 탄생	13
3. 판 커진 공공기관 클라우드	15
4. 금융권 클라우드 도입 점차 확산될 전망.....	16
V. 예상되는 변화와 수혜 기업 찾기.....	18
VI. Appendix: 국내외 동종 업체 비교.....	20
VII. 분석 대상 종목.....	23
1. 삼성에스디에스 (018260)	24
2. NAVER (035420)	27
3. 카카오 (035720)	30
4. 더존비즈온 (012510)	33
5. 현대오토에버 (307950).....	36
6. 롯데정보통신 (286940).....	40
7. 케이아이엔엑스 (093320)	43
8. Salesforce.com (CRM.US).....	46

I. 투자 아이디어

대형 사업자들의
강세 지속 전망

클라우드 중심으로 IT 인프라 시장 재편이 가속화되면서 전세계 클라우드 시장을 선도하고 있는 상위 기업들의 지위는 향후에도 더욱 확대될 것으로 전망한다. 아마존, 마이크로소프트, 구글의 합산 점유율은 2018년 51%에서 지난해 55%로 4%p 확대됐다. 1) 각 시장의 선점 효과, 2) 기존 IT 생태계에서의 지배력, 3) 보유 기술의 경쟁 우위는 네트워크 효과가 크게 작용하면서 시간이 흐를수록 더욱 강세를 나타낼 것으로 예상된다.

성장 잠재력을 나타내고
있는 투자 대안에 주목

우리는 이런 대형 클라우드 사업자들 속에서 성장 잠재력을 나타내고 있는 기업들에 주목해야 한다고 판단한다. 대형 업체들이 만들어주고 있는 시장 성장 환경은 개별 서비스의 수요 증대로 이어지고, 이를 통해 장기 매출 성장 가능성이 큰 기업들이 투자 대안이 될 수 있기 때문이다.

- 1)MSP 사업자,
- 2) SaaS 기업,
- 3) IDC 운영 기업이
대안이 될 수 있을 것

첫째, 최근 클라우드 도입 트렌드가 싱글에서 하이브리드로, 프라이빗과 퍼블릭에서 하이브리드로 발전하고 있다는 것을 고려할 때, MSP(Managed Service Provider, 클라우드 서비스 관리자)의 역할은 부각될 전망이다. 둘째, 구독 기반 SaaS 시장에서 점유율을 높이고 있는 기업들은 장기 성장 기대감으로 멀티플 상승이 두드러질 수 있다고 판단한다. SaaS 기업들은 어느 정도의 고객이 확보된 후에는 안정적인 매출 성장과 현금 흐름을 창출시킬 수 있는 예측 가능한 사업 모델을 보유했다는 점에서 높은 밸류에이션이 정당화된다고 판단한다. 마지막으로, 데이터 사용량 증가와 CSP(Cloud Service Provider, 클라우드 서비스 제공자)들과의 연결성 증가로 인해 데이터센터 운영사업자의 매출 증대는 지속될 것으로 예상된다. IDC 기업들은 서버와 네트워크 장비를 둘 수 있는 공간 임대 및 관리서비스와 더불어 데이터 사용량에 연동되는 수익을 얻을 수 있어 중장기 성장성이 부각될 전망이다.

이에 수혜가 예상되는 기업으로는 삼성에스디에스와 더존비즈온, 케이아이엔엑스를 제시한다. 또한 안정적인 매출 성장을 기반으로 주요 관계사의 IT 투자 수혜가 예상되는 현대오트오에버에 대해 BUY 의견으로 커버리지를 개시한다.

[표1] 분석대상 종목 요약

종목	투자의견	목표주가(원)	시가총액(십억원)	투자포인트
삼성에스디에스(018260)	Buy	230,000	12,806	클라우드, 빅데이터, AI 관련 정책 수혜, 하반기 실적 개선 기대감과 저평가 매력 돋보임
NAVER(035420)	Buy	370,000	48,704	IT 플랫폼 매출액에 포함되고 있는 B2B(클라우드, 라인웍스, AI) 사업 성장세 부각 전망
카카오(035720)	Buy	430,000	32,177	메가 플랫폼을 기반으로 B2B 사업과 클라우드 사업 하반기 본격화 예정
더존비즈온(012510)	Buy	130,000	3,175	비대면 서비스 정책 관련 수혜 예상, 중소기업 향 클라우드 전환 속도도 가팔라질 전망
현대오트오에버(307950)	Buy	72,000	1,243	안정적인 실적 성장 지속되고 있으며, 주요 관계사 투자와 정부 정책에 대한 수혜 임박
롯데정보통신(286940)	N/R		537	주요 관계사의 대형 프로젝트 착공으로 이익 성장성 강화 예상, 데이터댐 관련 수혜 예상
케이아이엔엑스(093320)	N/R		408	인터넷 트래픽 증가세에 비례하는 실적 성장, 국내 유일 IDC 운영 관련 투자 대안 기업

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 대형 업체들 사이에서 성장하고 있는 기업들에 주목

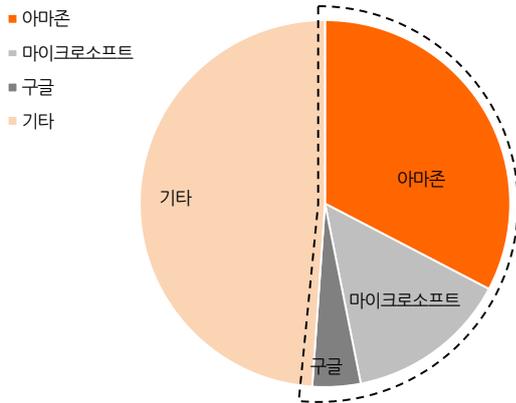
1. 글로벌 대형 업체들의 선도 지위 지속

전세계 클라우드 시장은 상위 업체들의 점유율 강세가 지속될 전망

IT 인프라 시장이 클라우드 중심으로 재편되면서 전세계 클라우드 시장을 선도하고 있는 상위 기업들의 지위는 향후에도 더욱 확대될 것으로 전망한다. 1) 각 시장의 선점 효과, 2) 기존 IT 생태계에서의 지배력, 3) 보유 기술의 경쟁 우위는 네트워크 효과가 크게 작용하기 때문에 시간이 흐를수록 더욱 강세를 나타낼 것으로 예상하기 때문이다.

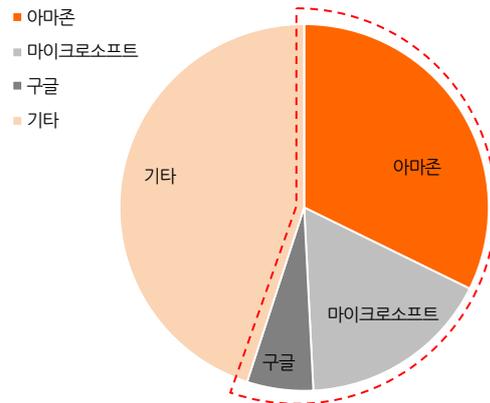
대표적인 클라우드 사업자 아마존, 마이크로소프트, 구글의 합산 점유율은 2018년 51%에서 2019년 55%로 4%p 확대됐다. 또한, 점유율 1위인 아마존 클라우드 매출액은 2017년 175억 달러에서 2019년 350억 달러로 최근 3년간 42% 연평균 성장했고, MS는 61%, 구글은 48% 성장했다. 압도적인 선두 자리를 고수하고 있는 아마존은 가격 경쟁력과 규모의 경제 효과가 동시에 발휘되며 30% 대의 점유율 수준이 지속될 것으로 전망되며, 그 뒤를 잇는 MS와 구글의 점유율 확대 경쟁이 향후 대형 업체들의 관전 포인트가 될 것으로 판단한다.

[그림1] 2018년 클라우드 점유율



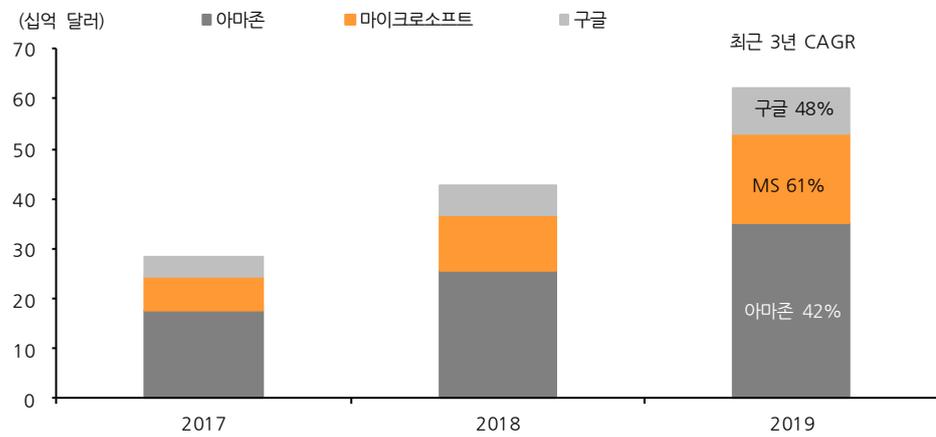
자료: 각사, Canals, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2019년 클라우드 점유율: 상위 업체 점유율 확대



자료: 각사, Canals, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 상위 업체들의 최근 3년간 클라우드 매출 성장률은 42~61%



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

2. 투자 대안은 클라우드 기반 SW·기술 기업들

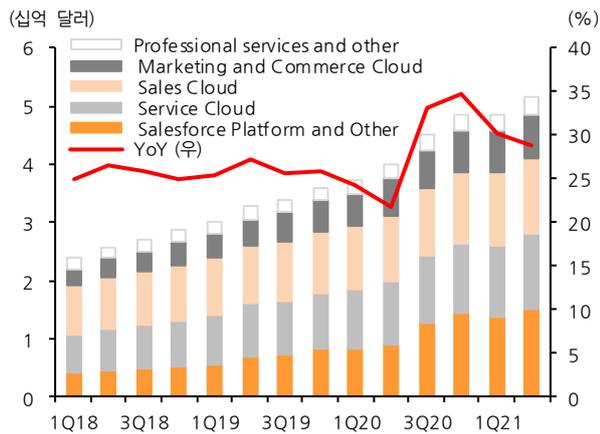
대형 기업들이 만들어주는 시장 내에서 투자 대안 찾기

우리는 이런 대형 클라우드 사업자들 속에서 성장 잠재력을 나타내고 있는 기업들에 주목해야 한다고 판단한다. 대형 업체들이 만들어주고 있는 시장 성장 환경은 개별 서비스의 수요 증대로 이어지고, 이를 통해 장기 매출 성장 가능성이 큰 기업들이 투자 대안이 될 수 있기 때문이다.

세일즈포스와 어도비

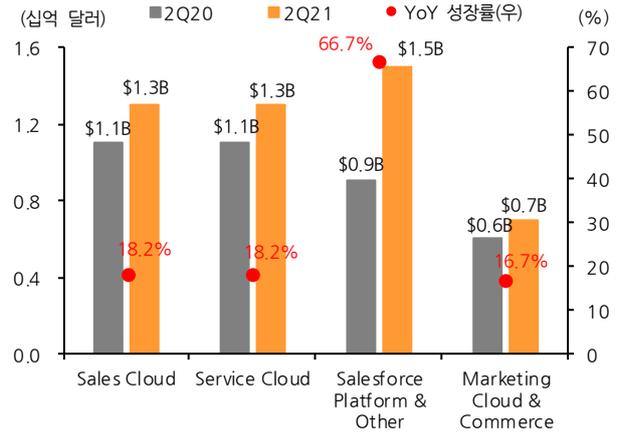
대표적인 기업으로 SaaS(Software as a Service) 사업을 영위하고 있는 세일즈포스와 어도비를 꼽을 수 있다. SaaS는 기업들이 소프트웨어를 내부에 구축하는 라이선스 기반이 아니라 월정액을 내는 서브스크립션(Subscription) 방식을 통해 비즈니스 어플리케이션을 쓰도록 해주는 개념이다. 어느 정도의 고객이 확보된 후에는 안정적인 매출 성장과 현금 흐름을 창출할 수 있는 예측 가능한 사업 모델이라는 점에서 높은 밸류에이션이 정당화된다고 판단한다.

[그림4] 세일즈포스 매출액 추이와 성장률



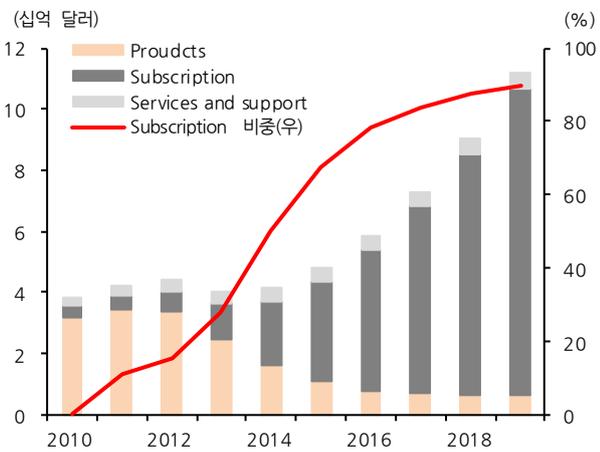
자료: Salesforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 세일즈포스 부문별 매출 성장



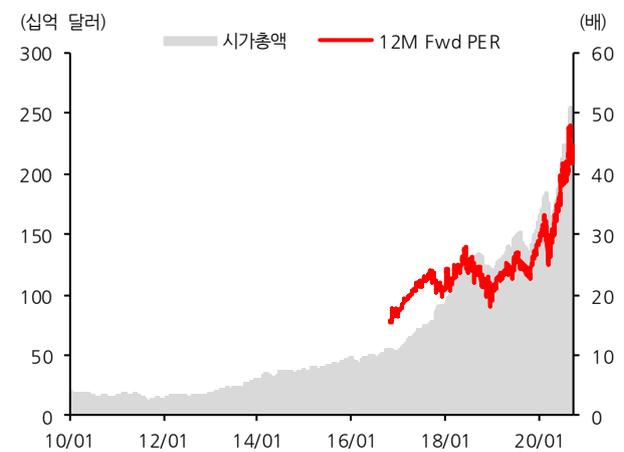
자료: Salesforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] Adobe 부문별 연간 매출액 추이: 구독 비중 92%



자료: Adobe, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Adobe 시가총액과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

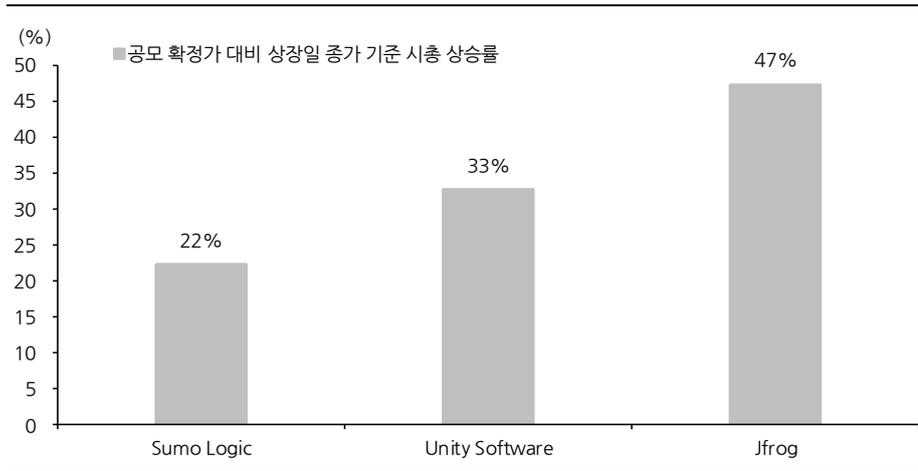
클라우드 기반의 기술
기업도 투자 대안

클라우드 기반의 기술 기업도 투자 대안이 될 수 있다. 최근 상장한 스노우플레이크(Snowflake)의 기업 가치는 지난 2월 124억 달러 수준이었지만, 상장 전 작성한 투자보고서에서는 237억 달러 수준으로 평가됐고, 9월 16일 상장 첫날에는 700억 달러의 가치로 마감했다. 동사는 데이터 분석에 쓰이는 데이터 웨어하우스(Data Warehouse, DW) 서비스를 제공하는 플랫폼으로 동사의 DW는 아마존, MS, 구글 등 주요 퍼블릭 클라우드 서비스 모두에서 제공되고 있다. 아마존은 Redshift(레드시프트), 마이크로소프트는 Azure Synapse(애저 시냅스), 구글은 BigQuery(빅쿼리) 라는 자체 클라우드 DW 플랫폼을 제공하고 있는데도 불구하고, 동사는 멀티 클라우드에서 사용할 수 있다는 이점을 통해 고객 기반을 빠르게 확대해 나가고 있다.

높은 주가 변동성 유의해야
하지만, 투자자들은
구조적인 성장 가능성에
배팅하고 있다고 판단

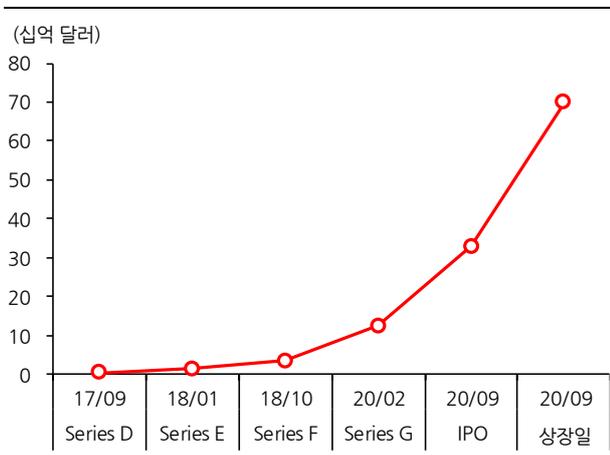
물론 신규 물량, 높은 밸류에이션 부담 등으로 인해 신규 상장 기업들의 주가 변동성은 매우 크게 나타난다는 점을 고려해야 한다. 하지만, 우리는 중장기적으로 클라우드 산업의 구조적인 성장에 투자자들이 배팅하고 있다고 본다. 밸류에이션은 PSR 30배가 넘을 정도로 비싼 축에 속하지만, 투자자들은 현재 싼 주식보다는 성장성이 높은 기업을 더욱 선호하고 있다는 것을 단적으로 보여주는 것이라고 판단한다.

[그림8] 최근 클라우드 기반 SW 기업들의 IPO 성과



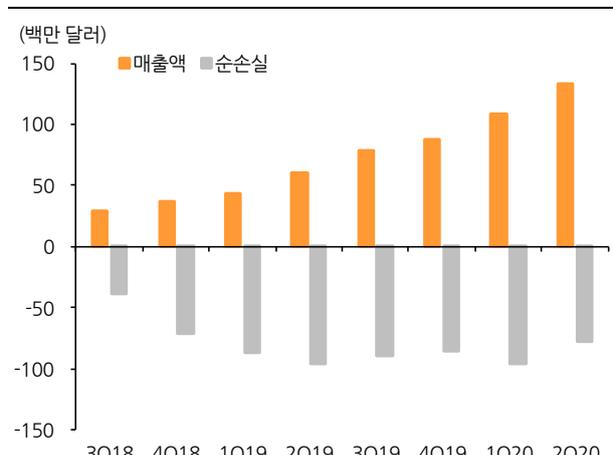
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] Snowflake 기업 가치 추이



자료: Snowflake, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] Snowflake 매출액과 순손실 추이



자료: Snowflake, 한화투자증권 리서치센터

III. 국내 클라우드 시장의 새로운 변화

1. 올해 국내 클라우드 시장 규모 2.89 조 원 전망

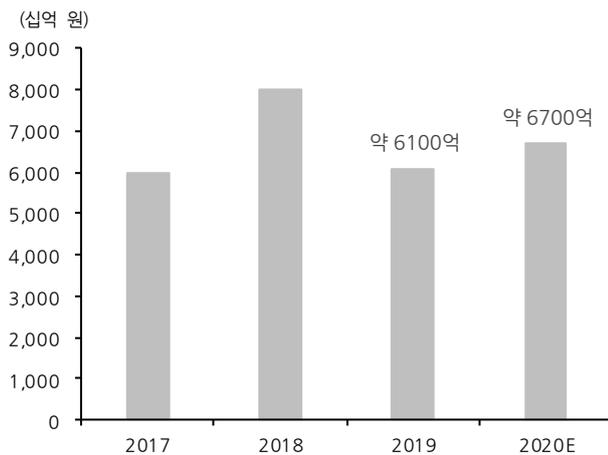
국내 사업자들은 글로벌 기업과 연계해 공동으로 서비스 제공 중

국내 클라우드 서비스 기업들의 경쟁우위는 글로벌 기업들과 비교하면 크게 뚜렷하지 않은 상황이다. 국내 클라우드 사업자들은 글로벌 기업과 연계해 클라우드 서비스를 공동으로 제공하거나, 독자적으로 국내 환경에 적합한 클라우드 구축 서비스를 제공하는 형태를 보인다. 삼성에스디에스의 2019년 클라우드 매출액은 약 6100억 원에 이르는 데, 이는 자체 프라이빗 클라우드 매출도 포함되지만 해외 서비스들과 연계한 퍼블릭 클라우드 매출이 많은 비중을 차지하고 있다.

비대면 문화 확산, 기술 고도화, 정부 정책 시행 등으로 시장 성장 가팔라질 전망

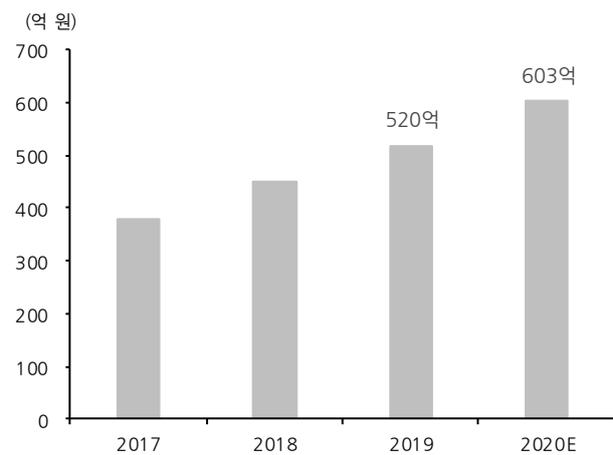
그럼에도 불구하고 시장조사기관에 따르면, 지난해 국내 클라우드 서비스 시장 규모는 2.78조 원으로 전년 대비 22% 늘어났다. 우리는 코로나19로 인한 비대면 문화 확산, 기술 고도화, 클라우드 관련법 개정, 뉴딜 정책 시행 등으로 향후 클라우드 수요는 급격히 확대될 것으로 전망한다.

[그림11] 삼성에스디에스 클라우드 매출 추이



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림12] 더존비즈온 클라우드 매출 추이



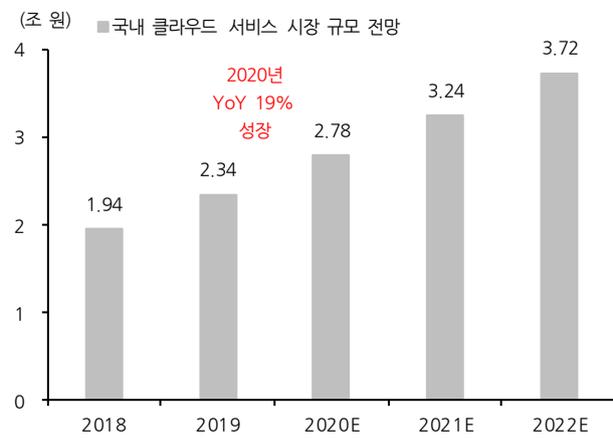
자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 외국 업체가 점령한 국내 클라우드 시장

순위	IaaS	PaaS	SaaS
1	AWS 51%	MS 18%	SAP 9%
2	KT 20%	AWS 13%	MS 9%
3	LG U+ 3%	Oracle 10%	더존비즈온 5%

자료: IDC, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 국내 클라우드 서비스 시장 규모 전망



자료: Gartner, 한화투자증권 리서치센터

2. 데이터센터 운영 목적은 기업마다 차이

외국계 기업들의
한국 진출 지속

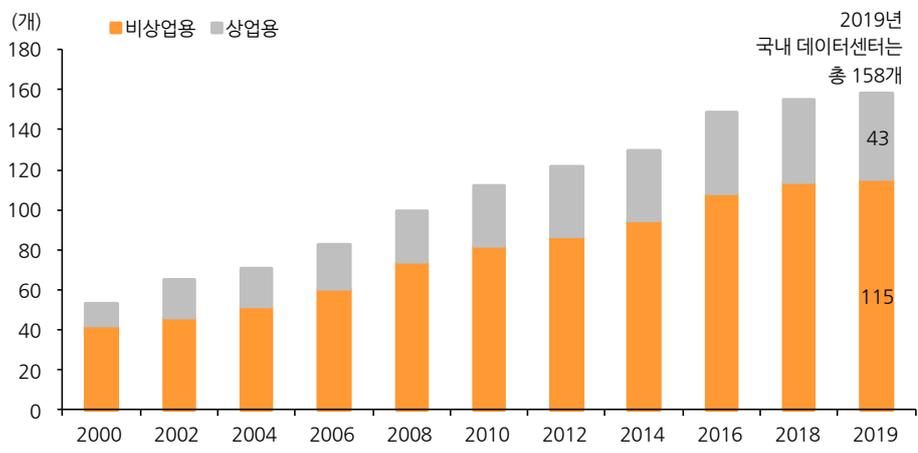
아마존 AWS가 2016년 1월에 서울에 리전(region, 클라우드 서비스 제공을 위한 다수의 데이터센터)을 설립한 이후 외국계 클라우드 기업들의 한국 진출이 지속되고 있다. 아마존에 이어 마이크로소프트도 2017년에 서울과 부산에 리전을 설립했고, 구글도 올해 초 서울 리전을 개설했다. 에퀴닉스와 오라클도 서울에 데이터센터를 가동 중에 있는 가운데, 기존 기업들은 리전 추가 구축도 계획하고 있는 것으로 파악된다.

하이퍼스테일 데이터센터
증가 전망

한국데이터센터 연합회에 따르면, 현재 국내에는 158개의 데이터센터가 운영 중이며, 이 중 민간기업이 운영하는 데이터센터는 90개다. 2023년까지 47개가 더 들어서 205개로 증가할 것으로 예상된다. 현재 국내 데이터센터 대부분이 중형급 규모 이하지만, 수요가 폭증하면서 하이퍼스케일급(10만 대 이상의 서버를 운영할 수 있는 초대형) 데이터센터는 더욱 많아질 것으로 전망한다.

이처럼 글로벌 기업들은 이미 전세계적으로 다양한 지역에 데이터센터를 구축하며 가동하고 있고, 클라우드 시장이 성장하고 있는 국내 시장을 공략하기 위해 한국에도 리전 설립을 추진하고 있는 모습이다. 국내 기업 중에서는 NAVER가 2013년부터 춘천에서 데이터센터를 운영하고 있으며, 세종시에도 2022년 완공을 목표로 제2 데이터센터 설립을 추진 중이다.

[그림14] 국내 데이터센터 증가 추이: 2019년 총 158개



자료: 한국데이터센터 연합회, 한화투자증권 리서치센터

- 통신사와 SI 기업들도
데이터센터에
대거 진출한 상황

글로벌 클라우드 사업자와 데이터센터 사업자 외에도 5G 및 클라우드 수요 확산에 따라 통신사와 SI 기업들도 국내 데이터센터 시장에 대거 뛰어든 상태다. 현재 통신사들은 국내 데이터센터 시장의 60% 이상을 차지하고 있는 것으로 추정될 정도로 많은 데이터센터를 보유하고 있으며, 자사 5G-클라우드 서비스 제공뿐만 아니라 대외 고객들을 유치하는 코로케이션 서비스도 제공하고 있다.

KT는 AWS, 오라클 등 글로벌 클라우드 사업자들을 고객으로 확보했으며, 하반기에는 용산에 13번째 데이터센터를 오픈할 예정이다. LG유플러스도 구글 클라우드 서울 리전을 운영하는 등 데이터센터 사업을 적극적으로 벌이고 있다.
- SI 기업들의 데이터센터는
계열사의 서비스 지원과
코로케이션 모델 병행

삼성에스티에스, LG CNS 등 SI 기업들도 계열사의 IT서비스를 지원하는 한편, 대외 서비스 확장을 위해 데이터센터 사업에 집중하고 있다. 이들의 데이터센터 사업 주요 목적은 ICT 역량을 토대로 클라우드 매니지드 서비스를 제공하면서 계열사의 디지털 트랜스포메이션을 돕고 있으며, 대외 기업고객 대상 소프트웨어 정의 데이터센터(SDDC) 구축 사업을 벌이는 등 기존 엔터프라이즈 데이터센터에서 코로케이션 데이터센터 모델도 병행하는 추세다.
- IDC 사업자들도 클라우드
서비스 사업자로
데이터센터를 활용 중

IDC 사업자들의 행보도 눈여겨볼 만하다. 이들은 2000년대 초반 인터넷 호스팅 서비스를 시작으로 데이터센터 시설을 보유하고 있으며, 최근 클라우드 시장 확대에 맞춰 클라우드 서비스 사업자로 방향을 빠르게 전환하고 있기 때문이다.

이 중 케이아이엔엑스는 인터넷 회선 연동부터 코로케이션 등 다양한 서비스를 제공하고 있으며, KT, NBP 등 국내 클라우드 사업자뿐만 아니라 AWS, 애저, 구글, 오라클, 텐센트 등 글로벌 주요 클라우드 사업자와의 연결 서비스도 제공하면서 클라우드와 데이터센터 시장에서의 영향력을 확대해 나가고 있다. 또한, 케이아이엔엑스는 2023년 완공을 목표로 과천에 전력량 2만 KW, 2500랙 규모의 데이터센터 착공을 추진 중이며, 이를 토대로 서버 호스팅과 코로케이션 사업 등이 보다 확대될 것으로 보인다.

[표3] 국내 데이터센터를 보유하고 있는 주요 기업 현황

기업	현황
NAVER	춘천 등 1개(용인 설립 중)
NHN	판교 등 1개(김해 설립 중)
더존비즈온	강촌 등 1개
KT	서울, 부산 등 11개
LG유플러스	서울, 평촌 등 6개
SK브로드밴드	서울, 분당 등 3개
삼성에스티에스	서울, 춘천 등 4개
LG CNS	서울, 인천 등 4개
SK C&C	분당, 대전 등 2개
케이아이엔엑스	수도권 7개(과천 설립 중)

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

3. 카카오의 첫 자체 데이터센터 건립은 B2B 사업이 목적

카카오의 데이터센터 구축은 B2B 사업을 위한

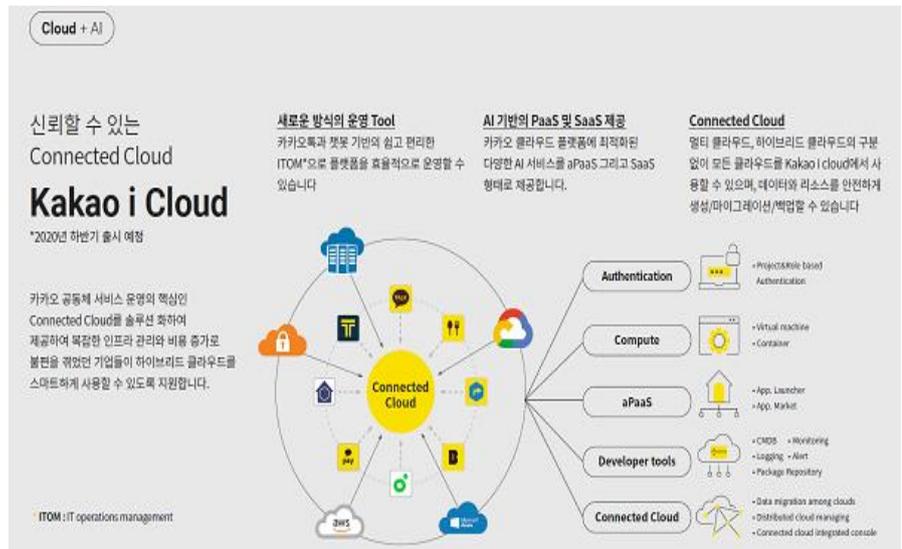
네이버와 NHN 등 다른 인터넷 기업들은 벌써 두 번째 데이터센터 구축에 들어간 상황이지만, 카카오는 드디어 첫 번째 데이터센터 구축을 결정했다. 이같은 카카오의 데이터센터 건립 결정은 하반기부터 본격화될 기업용 솔루션 공략과 카카오톡 등 기존 서비스의 품질 강화를 위한 것이라고 판단된다.

카카오는 자회사인 카카오 엔터프라이즈를 통해 기업용 메신저(협업솔루션)인 ‘카카오워크’와 기업용 클라우드 서비스 ‘카카오 i 클라우드’ 등을 출시할 예정이다.

이를 위해서 데이터센터를 자체적으로 보유하고 있는 것이 유리하다. 현재 카카오는 KT와 LG CNS, 케이아이엔엑스 등의 데이터센터를 상면임대(코로케이션) 방식으로 이용 중이지만, 만약 여러가지 문제가 발생했을 경우 이를 해결하는데 시간이 걸릴 수 밖에 없는 구조이기 때문에 즉각적인 대응이 중요한 B2B 시장에서는 중요한 문제로 여겨질 수 있다.

동사는 여러가지 클라우드 서비스 중에서도 ‘컨테이너팩’ 서비스를 전면에 내세우고 있는데, 이는 초기에 PaaS 시장을 선제적으로 공략하겠다는 의지가 보여진다. 네이버와 NHN, KT 등과 같은 기존 클라우드 사업자들이 PaaS 솔루션을 갖추고는 있지만 IaaS를 위주로 비즈니스를 확대시키고 있다는 점을 감안해 상대적으로 경쟁이 덜한 PaaS 시장을 공략하겠다는 것으로 해석된다.

[그림15] 카카오 클라우드 공개: Kakao i Cloud



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

IV. 정부 정책 구체화로 인해 가팔라진 성장

1. 디지털 뉴딜에서 SW 기업들의 역할

한국판 뉴딜: 데이터, 인공지능, 클라우드가 핵심

지난 7월 정부는 한국판 뉴딜 계획을 발표하고, 데이터·인공지능·클라우드 분야의 추경 예산을 편성했다. 특히, 클라우드와 관련해 정부는 제조·물류·헬스케어·교육·비대면 복지 등 5개 분야의 클라우드 인프라와 서비스 기업을 선정해 컨소시엄을 구성함으로써 해당 분야의 클라우드 서비스 고도화와 확산을 지원하겠다고 밝혔다.

클라우드 관련 정책은 3가지로 추진 예정

이 디지털 뉴딜 사업에서 클라우드 관련 정책은 3가지 형태로 추진된다. 공공 클라우드 플래그십 프로젝트, 중소기업들의 클라우드 전환 지원, 그리고 행정, 공공기관 정보시스템의 클라우드 전면 전환 사업이다. 공공 서비스에서 디지털 혁신을 가져올 만한 민간 클라우드 서비스를 발굴해 지원하고, 중소기업들도 클라우드 서비스로 전환 할 수 있도록 클라우드 도입 컨설팅, 전환 비용, 이용료 등을 최대 1,800만원까지 400개 기업에게 지원한다는 계획이다. 또한, 행정, 공공기관 정보시스템 클라우드 전면 전환은 18만여 대 정도로 추정되는 정부와 지자체 시스템들을 민간 기업 클라우드나 정부 산하 공공 클라우드 센터로 전환할 예정이다. 여기에 소요되는 예산은 25억 원 규모, 이후 6년간 총 1.6조 원 규모의 예산이 투입돼 본격적인 전환 사업이 진행된다.

[표4] 주요 사업분야 지원 계획

분야	사업명(추경예산)	지원대상	지원규모	관련 기업
데이터	빅데이터 플랫폼 센터 (400억 원)	(플랫폼)중앙부처로부터 지정 받은 기관	플랫폼 5개 (개당 30억 원)	삼성에스디에스 더존비즈온 NAVER
		(센터)국가 지자체, 공공기관, 기업, 대학, 연구소 등	센터 50개 (개당 4.7억 원)	
	AI 학습용 데이터 (2925억 원)	AI 학습용 데이터 구축·개발하고자 하는 기업, 출연연, 공공기관, 대학, 협회, 지자체 등	총 150종 지원 (과제당 19.5억 원)	
	AI 데이터 가공 바우처 지원 (489억 원)	중소기업·소상공인·예비 창업자 등	총 587건 (과제당 0.7억 원)	
인공지능 (AI)	AI 바우처 (560억 원)	AI 솔루션 도입하고자 하는 국내 중소·벤처기업	수요기업에 최대 3억 원 바우처 지원	더존비즈온 NAVER 삼성에스디에스
	AI 융합 프로젝트 (211억 원)	AI 개발·검증·실증랩 구축·운영 중소기업	기업(컨소시엄)당 7.5억~19.3억 원	
클라우드	클라우드 플래그십 프로젝트 (250억 원)	클라우드 인프라 고도화·서비스 개발 기업	기업당 4~5억 원	NAVER KT 현대오트모터 롯데정보통신
	클라우드 이용 바우처 (80억 원)	클라우드 도입·전환·이용 중소기업	기업당 최대 1800만 원 (총 400개 기업)	
	행정, 공공기관 클라우드 전환	행정, 공공기관의 정보시스템		

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

데이터와 AI 관련 정책도 SW기업들에 우호적인 환경

클라우드 뿐만 아니라 국내 SW 기업들은 데이터와 인공지능 관련 정책과도 밀접한 관련을 맺고있다. 특히, 14만 개 공공 데이터 개방과 AI학습용 데이터 700종 구축 계획은 SW 산업을 넘어서 전 산업에서 활용할 수 있는 기반으로 확장이 가능하다. 데이터에 대한 분석·설계·가공·처리하는 SW 기업이 전문성을 가진 분야이며, AI로 기술이 바뀌어도 이러한 전 산업과 융합하는 업의 본질이 바뀌지는 않기 때문에 무궁무진한 기회가 있다고 본다. 또한, 비대면 인프라 투자는 초중고, 대학, 직업훈련 원격교육 인프라 확대, 중소기업 대상 원격근무 인프라 지원 계획이므로 이 역시도 SW 기업들의 새로운 매출원인은 분명하다.

결론적으로, 이번 디지털 뉴딜 정책의 핵심은 데이터, 클라우드, 비대면 솔루션이라고 판단한다. 이와 관련된 새로운 산업의 등장을 감안하면 SW 기업들의 장기 성장 잠재력은 매력적일 것으로 전망한다.

특히 우리는 삼성에스디에스(데이터 구축·활용, 클라우드, 인텔리전트팩토리), 현대오토에버(스마트팩토리, 지능형교통시스템), 더존비즈온(데이터, 클라우드, 비대면)에 주목한다.

[표5] 디지털 뉴딜 정책과 관련 기업

디지털 뉴딜 58조 2,000억 원 (국비 44.8조 원)			관련기업
◎DNA 생태계 강화 ① 데이터 구축·개방·활용 ② 5G국가망-클라우드 ③ 5G-AI 융합 ④ 인재양성	38.5조(31.9조 원)	데이터 개방, 5G-AI 활용 가속화 및 빅데이터 플랫폼 확대, 공공데이터 개방 클라우드 플랫폼 구축 AI솔루션 구축	NAVER 삼성에스디에스
◎디지털 포용 및 안전망 구축 ⑤ 디지털포용 ⑥ K-사이버 방역체계	1.3조(0.8조 원)	초고속 인터넷망 및 공공장소 WiFi 구축 중소기업 보안컨설팅 지원	
◎비대면 서비스·산업 육성 ⑦ 초중고 디지털기반교육 ⑧ 대학 등 온라인교육 강화 ⑨ 감염병·돌봄 디지털화 ⑩ 원격근무 인프라	2.5조(2.1조 원)	초중고교 원격교육 인프라, 중소기업 원격근무시스템 등 비대면 산업 육성	더존비즈온 롯데정보통신 삼성에스디에스 NAVER 카카오
◎SOC 디지털화 ⑪ 4대 디지털 안전관리체계 ⑫ 도시·산단·물류 스마트화	15.8조(10조 원)	4대 핵심 기반시설 및 도시·산단·물류 디지털화로 스마트한 국민생활 지원	현대오토에버 삼성에스디에스

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

2. 데이터를 사고 팔 수 있는 데이터거래소 탄생

데이터거래소를 통해 새로운 비즈니스 기회 창출과 활용 범위 확대될 전망

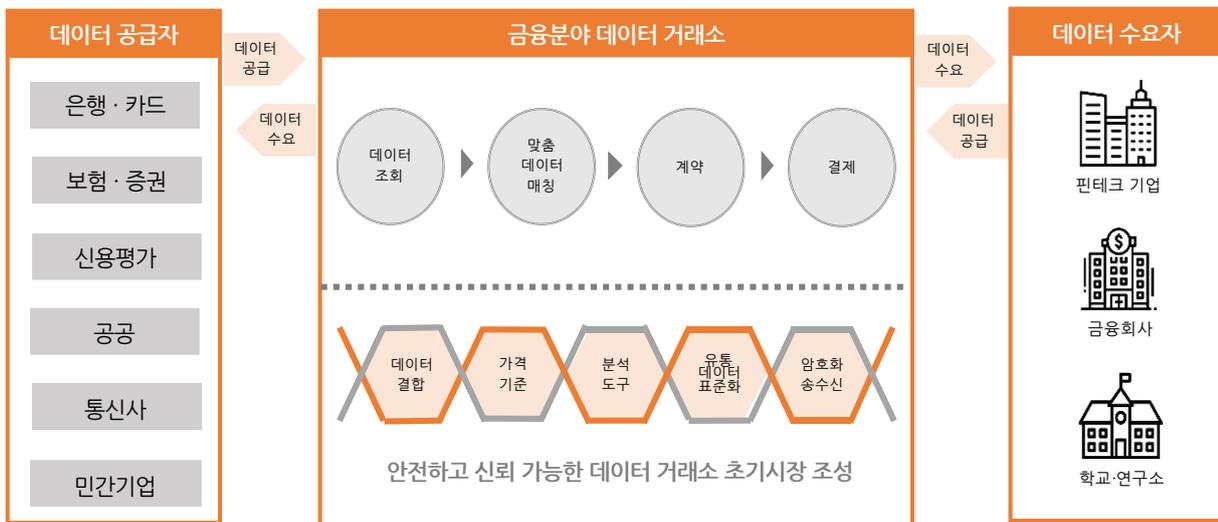
데이터거래소를 통해 다양한 산업의 데이터를 사고 팔 수 있게 됨에 따라 새로운 비즈니스 기회가 창출되고 기존 사업도 더 활용 범위가 확대될 것으로 기대된다. 데이터거래소는 데이터의 수요자와 공급자를 연결해서 금융정보 뿐만이 아닌, 기업의 각종 데이터(비식별정보 포함)를 거래할 수 있도록 하는 일종의 중계 시스템이다.

은행, 증권, 카드사 등이 자신이 보유한 데이터의 내용과 포맷, 샘플을 거래 플랫폼에 올리면, 다른 금융사나 핀테크 기업 또는 비금융사들이 데이터 비용을 지불하고 활용하는 것이다. 예를 들어, 은행이 입출금 거래 패턴과 대출 연체와의 상관관계를 모형화할 수 있는 익명 데이터를 거래소에 올리면, 신용평가 모형 개발 초기에 있는 핀테크 회사가 이를 활용하여 신용평가 모형을 업그레이드하는 식이다.

질 좋은 데이터를 보유한 기업은 또 다른 사업 기회가 창출될 것으로 예상

데이터거래소가 활성화 된다면 다양한 산업 생태계가 열릴 가능성이 크다. 데이터 접근이 어려웠던 기업은 데이터 구매를 통해 기존 사업을 보다 정교화시키거나 데이터 관련 사업에 진출할 수 있게 되고, 데이터를 보유한 기업에게는 또 다른 사업 기회가 창출될 것으로 예상된다.

[그림16] 데이터 거래소 구조



자료: 금융보안원, 한화투자증권 리서치센터

>> 네이버, 쇼핑 데이터 판매에 나섰다

네이버의 쇼핑 관련 데이터,
데이터거래소에 등록

최근 네이버는 자사가 보유한 쇼핑 및 지역 비즈니스 관련 데이터를 금융 데이터거래소에 등록했다. 검색과 포털, 쇼핑 분야에서 엄청난 분량의 데이터를 축적한 동사의 이러한 행보로 인해 국내 데이터 거래 시장 성장은 보다 빨라질 것으로 전망한다.

동사가 등록한 데이터는 분야별 온라인 쇼핑 트렌드를 파악할 수 있는 데이터와 각 지역에 특화된 데이터로 구성되며, 이는 은행, 카드사 등 금융권 데이터와의 시너지로 새로운 상품 및 서비스 개발 등에 다양하게 활용될 것으로 예상된다.

예를 들어, 특정 지역 내 네이버 사용자들이 많이 검색한 비즈니스 키워드와 성별 및 연령대 데이터를 기반으로 새로운 비즈니스를 발굴할 수 있고, 이를 통해 기존 사업을 더욱 고도화 시킬 수 있게 된다. 가치 분류와 분석, 가공이 필요한 비정형 데이터 형식이기 때문에 활용하는 기업들의 2차적인 역할이 더 중요할 수 있다.

네이버는 데이터 구매자가 원하는 가치에 따라 맞춤형 데이터를 제공해 주는 판매자가 되기 때문에, 그 범위와 가치에 따라 가격을 협의해서 판매하게 된다. 수년간 동사의 쇼핑 통계 기술 등을 활용해 매출 증대와 사업 확장의 성과를 이뤄낸 기업들이 많아진 만큼, 데이터의 가치는 매우 크다고 판단한다.

[그림17] 네이버 금융데이터 거래소



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 네이버 금융데이터 거래소



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

3. 판 커진 공공기관 클라우드

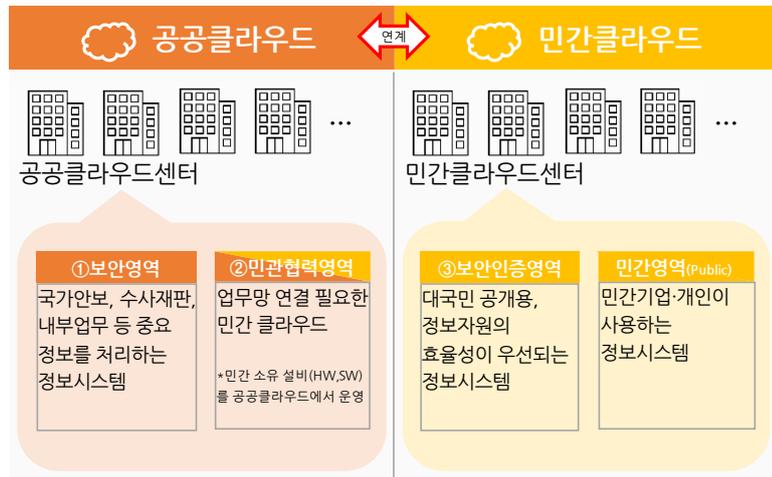
공공기관의 클라우드 전환 속도는 하반기부터 빨라질 것으로 전망

이처럼 정부당국이 추진하는 디지털 뉴딜 주요 사업에 클라우드가 포함되면서 행정·공공기관의 클라우드 전환 속도가 빨라질 것으로 예상하며, 이에 따라 관련 기업들에 새로운 사업 기회도 확대될 것으로 전망한다.

먼저, 보안성이 취약한 공공 정보시스템을 2025년까지 민간·공공 클라우드로 이전하는 사업을 추진한다. 전체 공공정보시스템을 구성하는 서버, 스토리지 등의 전산장비는 약 22만대이고, 국가정보자원관리원 등 정부 전용 데이터센터가 통합관리 중인 장비는 약 4만대 규모다. 우선 행정·공공기관이 소규모 전산실에서 자체 운영 중인 정보시스템 약 18.5만 대를 단계적 이전하는 계획이다. 특히 클라우드의 보안성을 확보하기 위해 정보시스템을 중요도에 따라 1) 보안영역, 2) 민관협력영역, 3) 보안인증영역으로 구분해 이전한다.

국가안보, 수사재판 및 내부행정업무 처리 등 주요한 국가정보시스템은 보안기능이 강화된 공공 데이터센터의 클라우드로 이전하고, 공개용 홈페이지 등 정보자원의 효율적 활용이 우선시 되는 시스템은 민간 클라우드로 전환한다. 민간 업체는 ‘클라우드 서비스 보안인증(CSAP)’을 받은 KT, NBP, NHN, 삼성SDS, LG CNS 등이 해당되며, 아마존, 마이크로소프트, 구글 등 보안 인증을 받지 않은 다국적 클라우드 기업들의 경우 협의체에 참여할 수 없다.

[그림19] 공공 클라우드 확보 방안



자료: 행정안전부, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 공공 클라우드 이전 목표

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	합계
이전·통합 정보자원수(대)	(현재 3.9만)	1.0만	5.3만	3.8만	3.7만	3.7만	18.5만
클라우드센터 이용률 (% , 누적)	17%	22%	50%	67%	84%	100%	--

자료: 행정안전부, 한화투자증권 리서치센터

4. 금융권 클라우드 도입 점차 확산될 전망

금융권의 클라우드 도입, 규제완화, 기술 발전, 사례 증가로 확대될 것으로 전망

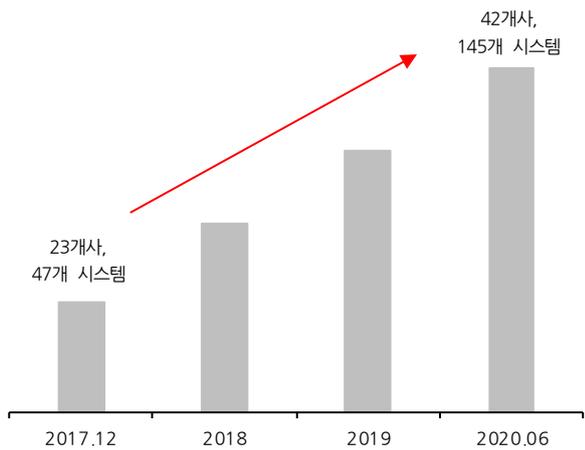
국내 금융권의 클라우드 활용은 규제 완화, 기술 발전, 성공적인 도입 사례 증가 등으로 인해 점진적으로 확대될 것으로 전망한다. 불과 1~2년 전까지만 해도 금융권 클라우드 도입은 여러 이유로 인해 시기상조라는 의견이 지배적이었다. 그러나 최근에는 타 산업 대비 상대적으로 보수적인 금융기관에도 클라우드 도입이 활발해지고 있는 추세다.

특히, 핀테크 기업의 경우 일차적으로 인프라 구축에 드는 기간이나 비용을 최소화함으로써 초기 자본투자 비용을 절감하는 효과를 누릴 수 있으며, 인프라를 유연하게 활용할 수 있어 적기에 서비스 제공을 할 수 있다는 이점이 있다. 게다가 사용한 만큼만 지불하는 클라우드의 과금 특성에 따라 사업이 실패하거나 성공했을 때 리스크를 완화시킬 수 있다는 면도 중요성으로 부각되고 있다.

금융감독원에 따르면, 국내에서는 올 6월 기준으로 42개 금융사가 145개 시스템에서 클라우드를 활용하고 있다. 3년 전에는 23개사가 47개 시스템을 이용한 것에 비해 3배 이상 증가한 수치다. 이들은 대부분 프라이빗 클라우드와 퍼블릭을 도입 중이며, 특히 데이터 보안에 대한 우려 등으로 현재까지는 프라이빗 비중이 44.8%로 가장 높다.

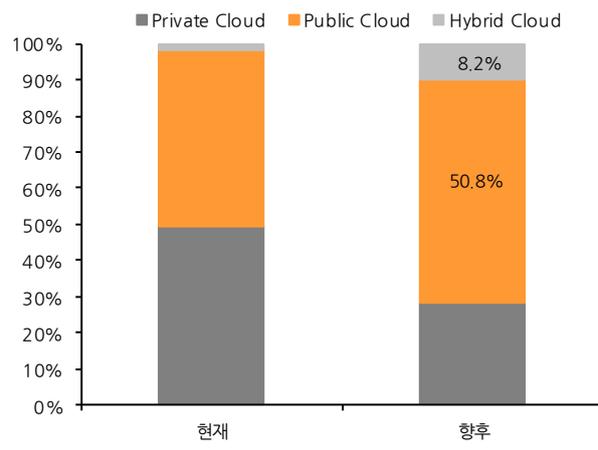
하지만, 향후에는 서비스 확장성에서 장점이 있는 퍼블릭과 하이브리드 형태가 점차 확대될 것으로 예상된다. 또한, 아직까지 국내 금융권의 클라우드 서비스 제공자는 아마존, 마이크로소프트 등 외국 기업들이 상당부분 차지하고 있는 상황이지만 가격, 보안, 서비스 등의 측면에서 이점이 있는 국내 기업들의 서비스가 확대될 가능성이 크다고 판단한다.

[그림20] 금융권 클라우드 이용 현황: 현재 42 개 사 도입



자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 하이브리드/퍼블릭 클라우드 증가 예상



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

>> 한화생명, 네이버와 삼성에스디에스 클라우드 구축

한화생명, 네이버의 하이브리드클라우드 도입

한화생명은 오는 2022년 3월을 목표로 네이버비즈니스플랫폼(NBP)과 협업해 클라우드 구축 프로젝트를 진행 중이다. 동사는 보험금을 계산하고 지급하는 핵심업무를 지난 17년간 온프레미스(On-Premise)로 운영해 왔지만, 네이버의 하이브리드 클라우드를 도입해 개발 기간과 비용을 아끼고, 구축 이후에도 운영 업무를 위탁하는 것이 이번 사업 목표로 볼 수 있다. 보통 수십억 원에서 많게는 수백억 원이 소요되는 차세대 전산시스템 개발 비용을 줄일 수 있다는 점이 가장 큰 기대효과로 꼽힌다.

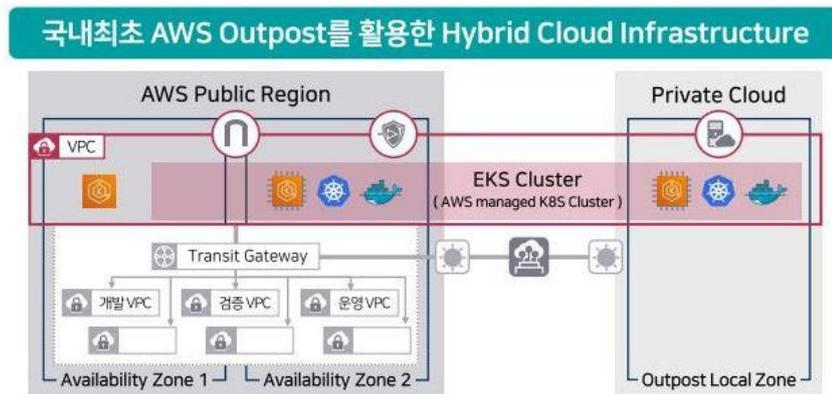
또한, 동사는 최근 ‘하이브리드 클라우드 플랫폼 구축사업’에는 삼성에스디에스를 선택했다. 삼성에스디에스의 클라우드는 보험코어 시스템이 아닌 별도 플랫폼에 구축되는데, 아마존 AWS의 아웃포스트를 활용한 클라우드 인프라스트럭처를 도입한다. 이는 자사 데이터센터 내 AWS의 퍼블릭 클라우드와 동일한 시스템을 구축하는 방식이다.

즉, 변동성이 많지 않은 대내업무에는 프라이빗 클라우드를 도입하고, 특정시간이나 프로모션으로 인프라 규모의 변동성이 큰 대고객 서비스나 신기술 적용 업무는 퍼블릭 클라우드를 도입하는 방향으로 하이브리드 클라우드를 선택한 것이다.

클라우드 기업들은 매출 증대 효과와 레퍼런스 구축 선점 효과가 기대됨

이처럼, 국내 주요 금융권 기업들은 올해부터 클라우드 전환 도입 추세가 더욱 가팔라질 것으로 예상된다. 이러한 프로젝트 사업 규모는 수천 억 원 수준에 이르며, 구축 후에는 수년 간 유지보수와 관리 관련 업무도 진행하게 된다. 즉, 수주 받는 클라우드 기업들 입장에서는 직접적인 매출 증대 효과뿐만 아니라 레퍼런스 구축에도 선점 효과를 누릴 것으로 판단한다.

[그림22] 한화생명의 클라우드: 네이버, 삼성에스디에스와 협력



자료: 삼성에스디에스, 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

V. 예상되는 변화와 수혜 기업 찾기

우리는 국내외 클라우드 시장의 급격한 시장 확대로 인해, 1) 클라우드 서비스 관리 영역이 부각되고, 2) SaaS 관련 기업들의 중장기 성장성이 가팔라지며, 3) 데이터센터 운영 사업자의 역할이 강화될 것으로 전망한다.

>> 클라우드 서비스 관리(MSP) 기업에 투자

MSP 기업에 투자

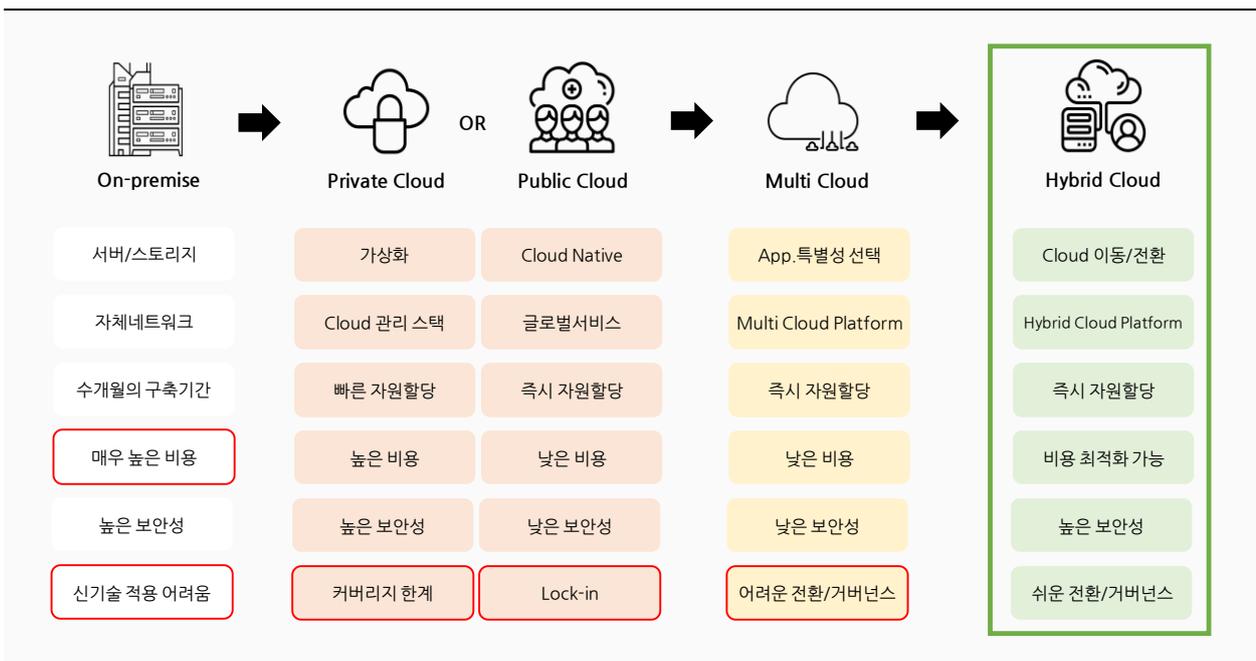
클라우드 서비스 제공자(Cloud Service Provider, CSP)라고 불리는 아마존, 마이크로소프트, 구글 등은 기업이 있는 반면, 클라우드 서비스 관리자(Managed Service Provider, MSP)의 역할을 하는 기업도 존재한다. 이들은 클라우드 서비스가 워낙 다양한 종류와 형태가 존재하고, 여러가지 기능을 제공하는 만큼 고객들이 좀 더 적합한 서비스를 선택하고 관리할 수 있게 하는 역할을 한다.

즉, 고객들이 클라우드 서비스의 필요성을 느꼈지만, 어떻게 적용해야 하는지를 모르는 상황에서 일종의 ‘컨설팅’을 해주는 기업들이다. 클라우드 서비스가 가파르게 성장하고 있지만, 사용자들은 그 성장을 따라가기 힘들어하기 때문이다.

액센츄어, 삼성에스디에스

특히, 최근 클라우드 도입 트렌드는 싱글에서 하이브리드로, 프라이빗과 퍼블릭에서 하이브리드로 발전하고 있다는 것을 고려할 때, MSP 역할의 성장성이 부각될 전망이다. 이에 해당하는 기업으로는 액센츄어, 국내는 삼성에스디에스, 메가존, 베스핀글로벌 등이 있다.

[그림23] 최근 클라우드 트렌드는 하이브리드로 진화



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> SaaS 기업에 투자

SaaS 기업에 투자 또한, 구독 기반 SaaS 시장에서 점유율을 높이고 있는 기업들은 장기 성장 기대감으로 멀티플 상승이 두드러질 수 있다고 판단한다. SaaS는 기업들이 소프트웨어를 내부에 구축하는 라이선스 기반 아니라 월정액을 내는 서브스크립션(Subscription) 방식을 통해 비즈니스 어플리케이션을 쓰도록 해주는 개념이다. 어느 정도의 고객이 확보된 후에는 안정적인 매출 성장과 현금 흐름을 창출할 수 있는 예측 가능한 사업 모델이라는 점에서 높은 밸류에이션이 정당화된다고 판단한다.

세일즈포스, 어도비, 더존비즈온 이들은 B2B 영역에서의 클라우드 서비스 수요 증가로 매출 고성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 또한 IaaS 시장과 달리 SaaS 시장의 경우 정부의 규제 정책, 언어적인 차별 점, CS 대응 면에서 국내 업체에게도 기회가 열려있다고 판단한다. 관련 기업으로는 세일즈포스와 어도비, 국내는 더존비즈온이 해당한다.

>> 중립형 데이터센터 운영 기업에 투자

IDC 운영사업자에 투자 데이터 사용량 증가와 CSP들과의 연결성 증가로 인해 데이터센터 운영사업자의 매출 증대는 지속될 것으로 예상된다. IDC 기업들은 서버와 네트워크 장비를 둘 수 있는 공간 임대 및 관리서비스와 더불어 데이터 사용량에 연동되는 수익을 얻을 수 있어 중장기 성장성이 부각될 전망이다.

케이아이엔엑스 대표적으로 중국의 GDS홀딩스(GDS)와 국내에는 케이아이엔엑스가 존재한다. 케이아이엔엑스는 국내 유일의 중립형 데이터센터 운영사업자로 IX(인터넷 익스체인지), CDN(콘텐츠 전송 네트워크), 코로케이션 사업을 영위한다. 서버 공간에 대한 국내 과금체계가 글로벌 시장 대비 효율화 되었다는 점을 감안하면 데이터센터 활용 니즈 증가에 따라 동사의 수혜는 지속될 것으로 전망한다.

[표7] 분석대상 종목 요약

종목	투자의견	목표주가(원)	시가총액(십억원)	투자포인트
삼성에스디에스(018260)	Buy	230,000	12,806	클라우드, 빅데이터, AI 관련 정책 수혜, 하반기 실적 개선 기대감과 저평가 매력 돋보임
NAVER(035420)	Buy	370,000	48,704	IT 플랫폼 매출액에 포함되고 있는 B2B(클라우드, 라인웍스, AI) 사업 성장세 부각 전망
카카오(035720)	Buy	430,000	32,177	메가 플랫폼을 기반으로 B2B 사업과 클라우드 사업 하반기 본격화 예정
더존비즈온(012510)	Buy	130,000	3,175	비대면 서비스 정책 관련 수혜 예상, 중소기업 향 클라우드 전환 속도도 가팔라질 전망
현대오토에버(307950)	Buy	72,000	1,243	안정적인 실적 성장 지속되고 있으며, 주요 관계사 투자와 정부 정책에 대한 수혜 임박
롯데정보통신(286940)	N/R		537	주요 관계사의 대형 프로젝트 착공으로 이익 성장성 강화 예상, 데이터담 관련 수혜 예상
케이아이엔엑스(093320)	N/R		408	인터넷 트래픽 증가세에 비례하는 실적 성장, 국내 유일 IDC 운영 관련 투자 대안 기업

자료: 한화투자증권 리서치센터

VI. Appendix. 국내외 동종 업체 비교

국내 인터넷/SW

구분		삼성에스디에스	NAVER	카카오	더존비즈온	현대오토에버	롯데정보통신	케이아이엔엑스	업계평균	
현재주가(Local)		165,500	296,500	365,500	107,000	59,200	34,900	83,500		
시가총액(M\$)		10,855	40,469	26,697	2,653	1,027	443	345		
주가상승률(%)	1M	4.7	-5.1	-1.2	7.6	50.3	7.2	31.3	13.5	
	3M	-6.8	7.4	29.8	-5.7	49.1	-7.3	35.6	14.6	
	6M	20.8	107.3	154.7	57.4	161.9	95.0	113.0	101.4	
	12M	-17.5	88.9	171.7	66.7	6.9	-18.2	156.5	65.0	
P/E(배)	2018A	25.1	27.7	165.3	36.0	N/A	16.1	9.0	46.5	
	2019A	20.4	46.3	N/A	48.1	18.9	11.1	11.1	26.0	
	2020E	25.5	60.9	75.2	59.4	18.8	12.5	24.3	39.5	
	2021E	16.9	39.8	56.0	46.6	16.7	10.1	19.9	29.4	
P/B(배)	2018A	2.6	3.4	1.6	8.4	N/A	1.4	1.6	3.2	
	2019A	2.3	4.7	2.4	6.6	2.1	1.6	2.0	3.1	
	2020E	1.8	6.6	5.3	8.2	2.2	1.2	3.6	4.1	
	2021E	1.7	5.7	4.9	7.2	2.0	1.1	3.1	3.7	
EV/EBITDA(배)	2018A	10.4	13.0	34.2	20.0	N/A	5.2	5.1	14.6	
	2019A	8.3	21.4	26.6	29.0	7.2	5.3	4.9	14.7	
	2020E	7.2	32.2	45.2	31.2	7.3	4.6	11.8	19.9	
	2021E	6.3	24.0	30.1	26.3	6.7	4.1	10.2	15.4	
매출액성장률(%)	2018A	7.9	19.4	22.5	11.0	-3.3	N/A	19.1	12.8	
	2019A	6.8	18.0	27.0	15.7	10.3	4.2	14.8	13.8	
	2020E	-0.8	15.4	28.1	16.1	3.2	7.4	13.8	11.9	
	2021E	9.1	12.8	23.4	17.1	12.7	13.1	16.6	15.0	
영업이익성장률(%)	2018A	20.0	-20.1	-55.8	3.8	-3.8	N/A	43.8	-2.0	
	2019A	12.8	-24.7	182.8	22.4	14.3	5.5	25.1	34.0	
	2020E	-15.3	47.6	111.4	16.7	13.2	12.8	16.0	28.9	
	2021E	19.4	44.1	55.6	23.3	11.3	23.8	21.3	28.4	
영업이익률(%)	2018A	8.7	16.9	3.0	24.2	4.9	4.8	23.4	12.3	
	2019A	9.2	10.8	6.7	25.6	5.1	4.9	25.5	12.5	
	2020E	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	
	2021E	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	
순이익률(%)	2018A	6.3	11.6	2.0	18.5	3.8	3.2	21.7	9.6	
	2019A	6.9	8.8	-9.8	19.3	3.6	6.5	23.3	8.4	
	2020E	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.1	
	2021E	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.1	
ROE(%)	2018A	11.1	8.2	0.8	22.5	12.6	N/A	19.7	12.5	
	2019A	12.0	6.3	1.4	18.1	11.7	14.9	19.6	12.0	
	2020E	7.5	12.0	7.4	14.4	12.0	10.2	18.2	11.7	
	2021E	10.5	16.4	9.1	16.4	12.4	11.6	17.8	13.5	
순부채비율(%)	2018A	-59.7	-48.7	-27.4	-49.0	-54.1	-42.9	-46.4	-46.9	
	2019A	-50.3	-31.1	-31.3	61.8	-27.4	-53.8	-35.9	-24.0	
	2020E	-54.0	-36.9	-44.0	43.4	-56.6	-59.0	-29.8	-33.9	
	2021E	-56.9	-40.5	-51.4	24.8	-59.6	-67.7	-19.3	-38.7	
<컨센서스 변화>										
순이익(2020C)	현재(M\$)		429	651	348	47	55	35	15	226
	변화(%)	-1M	6.4	3.3	4.1	0.2	3.5	1.1	2.7	3.0
		-3M	-0.5	0.1	26.6	-2.6	16.7	3.1	15.4	8.4
		-6M	-26.6	15.1	34.6	-9.5	-0.2	-4.2	N/A	N/A
순이익(2021C)	현재(M\$)		645	1,009	466	60	62	44	18	329
	변화(%)	-1M	4.3	4.8	2.9	1.3	2.9	-0.5	2.2	2.6
		-3M	4.9	4.6	20.6	-3.7	6.8	2.0	9.0	6.3
		-6M	0.8	23.8	32.4	-11.5	-4.7	11.5	N/A	N/A

주: 2020년 09월 23일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

해외 인터넷/SW

구분		Microsoft	Accenture	Salesforce	Oracle	IBM	VMware	SAP	Adobe	업계평균	
현재주가(Local)		201	198	236	59	119	139	132	470		
시가총액(M\$)		1,517,996	146,966	214,751	177,522	105,827	58,406	189,325	225,655		
주가상승률(%)	1M	-5.8	-1.6	13.7	6.8	-3.5	0.1	-2.8	-0.6	0.8	
	3M	-0.7	10.3	24.8	6.8	-0.5	-6.8	5.2	6.8	5.7	
	6M	47.5	49.4	67.9	33.4	25.4	31.5	43.3	53.1	43.9	
	12M	44.2	13.9	52.6	9.1	-16.4	-8.6	22.1	69.5	23.3	
P/E(배)	2018A	28.6	N/A	172.4	16.6	8.0	40.5	25.4	48.3	48.6	
	2019A	35.0	N/A	N/A	17.1	8.8	43.9	43.3	52.3	33.4	
	2020E	35.4	30.0	81.4	15.5	10.7	21.1	26.4	47.4	33.5	
	2021E	31.1	28.1	63.3	14.1	9.7	21.0	23.1	42.1	29.1	
P/B(배)	2018A	10.0	N/A	7.5	7.8	6.0	33.1	3.6	13.1	11.6	
	2019A	13.0	N/A	4.8	13.7	5.7	8.8	4.7	14.2	9.3	
	2020E	12.9	9.2	7.4	11.0	4.2	8.4	4.9	17.2	9.4	
	2021E	10.7	8.2	5.6	18.5	3.9	6.4	4.5	13.7	8.9	
EV/EBITDA(배)	2018A	17.3	15.2	61.7	11.5	7.7	25.1	15.1	38.7	24.0	
	2019A	21.9	16.7	48.2	11.3	10.1	26.4	24.3	37.3	24.5	
	2020E	22.4	17.5	42.4	11.1	9.2	15.1	18.4	36.3	21.5	
	2021E	19.9	16.9	34.0	10.5	8.6	13.5	16.4	31.2	18.9	
매출액성장률(%)	2018A	14.0	11.5	26.0	0.3	0.6	22.3	5.3	23.7	13.0	
	2019A	13.6	5.4	28.7	-1.1	-3.1	12.5	11.5	23.7	11.4	
	2020E	13.6	2.7	28.7	-1.2	-4.0	20.5	7.8	14.5	10.3	
	2021E	9.5	5.1	21.5	2.1	1.6	7.3	8.2	15.4	8.8	
영업이익성장률(%)	2018A	22.5	27.3	17.8	2.0	4.4	5.9	16.9	31.0	16.0	
	2019A	23.3	6.9	-44.5	2.7	-18.8	-20.1	-21.6	15.1	-7.1	
	2020E	23.3	3.7	-44.5	2.7	11.5	-20.1	81.2	56.0	14.2	
	2021E	11.7	6.7	1119.4	31.3	16.6	140.7	13.5	18.7	169.8	
영업이익률(%)	2018A	34.1	14.4	4.0	34.3	15.3	18.8	23.1	31.5	21.9	
	2019A	37.0	14.6	1.7	35.6	12.8	13.3	16.2	29.3	20.1	
	2020E	0.4	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	
	2021E	0.4	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	
순이익률(%)	2018A	31.2	9.9	8.4	28.1	11.0	17.2	16.5	28.7	18.9	
	2019A	31.0	11.1	0.7	25.9	12.2	59.3	12.1	26.4	22.3	
	2020E	0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	
	2021E	0.3	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	
ROE(%)	2018A	39.3	44.8	5.3	33.3	75.9	29.8	16.6	29.0	34.2	
	2019A	40.6	38.6	-0.3	61.2	72.4	32.3	15.3	29.3	36.2	
	2020E	40.2	33.1	10.4	71.9	41.1	77.6	17.6	39.6	41.4	
	2021E	42.8	31.2	10.3	182.4	37.4	42.9	19.1	37.0	50.4	
순부채비율(%)	2018A	-46.3	-47.0	-6.3	82.0	162.8	23.9	9.2	9.6	23.5	
	2019A	-46.0	-41.2	-5.0	244.7	282.5	53.5	34.7	-0.4	65.3	
	2020E	-58.5	-39.3	-12.2	169.7	217.2	-109.0	29.1	-15.2	22.7	
	2021E	-45.4	-41.3	-21.5	341.9	189.9	N/A	16.7	-48.4	56.0	
<컨센서스 변화>											
순이익(2020C)	현재(M\$)	49,108	4,941	3,482	12,791	9,863	2,798	6,632	4,817	11,804	
	변화(%)	-1M	0.1	0.0	26.8	3.4	0.0	9.1	-1.5	1.7	4.9
	-3M	3.8	0.6	26.7	3.7	-1.6	8.9	4.1	1.7	6.0	
	-6M	3.1	0.2	18.3	-2.1	-16.1	3.4	-5.0	1.7	0.4	
순이익(2021C)	현재(M\$)	55,391	5,197	3,584	13,196	10,797	3,081	7,674	5,375	13,037	
	변화(%)	-1M	0.0	0.4	5.0	3.1	-0.2	2.9	-1.1	0.8	1.4
	-3M	2.5	1.2	4.8	3.4	-3.3	2.8	4.6	0.8	2.1	
	-6M	2.2	0.8	-4.7	-1.6	-14.0	-2.5	-0.5	0.7	-2.4	

주: 2020년 09월 23일 증가 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅶ. 분석대상 종목

1. 삼성에스디에스 (018260)
2. NAVER (035420)
3. 카카오 (035720)
4. 더존비즈온(012510)
5. 현대오토에버 (307950)
6. 롯데정보통신 (286940)
7. 케이아이엔엑스 (093320)
8. Salesforce.com (CRM.US)

삼성에스디에스 (018260)

기술 진화에 따른 수혜 본격화



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 230,000원

현재 주가(9/23)	165,500원
상승여력	▲39.0%
시가총액	128,060억원
발행주식수	77,378천주
52주 최고가 / 최저가	206,000 / 137,000원
90일 일평균 거래대금	302.4억원
외국인 지분율	12.1%

주주 구성	
삼성전자 (외 10인)	56.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%
삼성에스디에스우리아주 (외 1인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-6.8	20.8	-17.5
상대수익률(KOSPI)	3.5	-16.2	-36.6	-29.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	10,034	10,720	10,755	11,395
영업이익	877	990	839	984
EBITDA	1,186	1,432	1,231	1,312
지배주주순이익	629	736	479	757
EPS	8,134	9,518	6,193	9,787
순차입금	-3,671	-3,384	-3,774	-4,243
PER	25.1	20.4	26.7	16.9
PBR	2.6	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.2	8.1	7.3	6.5
배당수익률	1.0	1.2	1.5	1.5
ROE	10.9	11.8	7.2	10.6

주가 추이



동사의 3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망합니다. 약 4조 원의 순현금을 제외하면 현재 동사의 영업가치는 내년 예상실적 기준 PER 13배에 불과합니다. 매수 대응이 유효한 국면이라고 판단합니다.

3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 2.77조 원, 영업이익 2040억 원을 기록하며, 영업이익 기준 시장 기대치를 8% 하회할 것으로 전망한다. 기존 전망치 대비 매출액과 영업이익을 각각 8%, 11% 상향 조정했다. IT서비스 매출액은 지난해 4분기부터 이어진 역성장에서 벗어나 전년동기 대비 2.3% 증가할 것으로 전망한다. 관계사들의 IT투자 수주가 완전히 정상화되지는 않았지만, 일부 프로젝트는 진행되고 있는 것으로 파악된다. 물류BPO 매출액도 전년동기 대비 6.6% 증가할 것으로 예상된다. 일부 성수기 효과로 인한 관계사의 물동량 증가와 항공 매출 확대로 예상보다 호조세를 나타낼 것으로 전망한다.

클라우드, 빅데이터, AI, 보안 관련 정책 수혜

상반기 지연된 주요 프로젝트는 3분기와 4분기에 걸쳐 정상화될 가능성이 높다고 판단한다. 또한 정부가 추진 중인 디지털 뉴딜 정책은 동사의 다양한 사업에서 중장기적으로 긍정적인 효과를 낼 것으로 전망한다. 협업 자동화 솔루션 '브리티웍스'는 비대면 업무 수요 증가에 대한 수혜를 볼 수 있고, 동사가 보유한 빅데이터/AI/보안 등의 솔루션은 스마트팩토리, 스마트 물류체계 구축 등의 분야에서 정부 사업 참여가 기대된다. 즉, 기업의 IT서비스 투자는 필수적인 환경으로 자리잡았으며, 다양한 사업 확장에 대한 동사의 사업 기회 요인은 이전보다 높아진 상황이다.

투자의견 BUY와 목표주가 23만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 현재 동사의 시가총액에서 약 4조 원의 순현금을 제외하면 2021년 PER은 약 13배 수준에 불과해 저평가 매력에 돋보인다. 뉴딜 관련 정부 정책으로 인해 단기 주가가 급등했음에도 불구하고 하반기 실적 모멘텀이 부각되며 기업가치 우상향 추세가 지속될 것으로 예상된다. 매수 대응이 유효한 국면이라고 판단한다.

[표8] 삼성에스디에스의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	2,503	2,776	2,658	2,783	2,436	2,567	2,774	2,978	9,299	10,034	10,720	10,755
IT 서비스	1,425	1,569	1,374	1,505	1,286	1,320	1,406	1,605	5,130	5,657	5,873	5,616
컨설팅/SI	343	411	345	419	319	340	361	452	1,244	1,482	1,519	1,472
아웃소싱	1,082	1,158	1,029	1,085	966	980	1,044	1,153	3,886	4,175	4,354	4,143
물류 BPO	1,078	1,207	1,284	1,278	1,150	1,247	1,369	1,373	4,170	4,378	4,847	5,139
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	57	57	52	54	53	51	51	54	55	56	55	52
컨설팅/SI	14	15	13	15	13	13	13	15	13	15	14	14
아웃소싱	43	42	39	39	40	38	38	39	42	42	41	39
물류 BPO	43	43	48	46	47	49	49	46	45	44	45	48
영업이익	199	259	207	326	171	197	204	267	732	877	990	839
영업이익률(%)	7.9	9.3	7.8	11.7	7.0	7.7	7.4	9.0	7.9	8.7	9.2	7.8
IT 서비스	194	246	180	298	156	184	174	237	659	853	918	751
영업이익률(%)	13.6	15.7	13.1	19.8	12.2	14.0	12.4	14.7	12.8	15.1	15.6	13.4
물류 BPO	4	13	26	28	15	13	30	30	73	24	72	87
영업이익률(%)	0.4	1.1	2.1	2.2	1.3	1.0	2.2	2.2	1.7	0.5	1.5	1.7
당기순이익	141	194	157	259	-30	146	164	208	542	639	751	487
당기순이익률(%)	5.6	7.0	5.9	9.3	-1.2	5.7	5.9	7.0	5.8	6.4	7.0	4.5
YoY(%)												
매출액	6.2	12.3	9.7	0.0	-2.7	-7.5	4.4	7.0	13.7	7.9	6.8	0.3
IT 서비스	5.9	10.8	2.9	-3.5	-9.8	-15.9	2.3	6.6	8.2	10.3	3.8	-4.4
컨설팅/SI	8.1	7.2	4.0	-6.6	-6.9	-17.3	4.7	7.7	-6.6	19.1	2.5	-3.0
아웃소싱	5.2	12.1	2.5	-2.2	-10.7	-15.4	1.5	6.2	14.0	7.4	4.3	-4.8
물류 BPO	6.6	14.3	18.1	4.5	6.8	3.3	6.6	7.5	21.3	5.0	10.7	6.0
영업이익	9.2	8.8	3.5	26.3	-13.8	-24.0	-1.3	-18.3	16.7	19.9	12.8	-15.3
IT 서비스	6.2	8.2	-9.1	21.6	-19.4	-25.0	-3.5	-20.7	45.3	29.5	7.6	-18.2
물류 BPO	흑전	22.4	1,930.8	115.4	236.4	-4.6	14.1	7.5	-58.2	-66.9	199.6	21.6
당기순이익	7.1	3.5	9.5	45.9	적전	-24.8	4.4	-19.5	5.3	17.9	17.6	-35.1

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,299	10,034	10,720	10,755	11,395
매출총이익	1,495	1,664	1,794	1,745	1,890
영업이익	732	877	990	839	984
EBITDA	1,064	1,186	1,432	1,231	1,312
순이자손익	41	65	66	67	85
외화관련손익	-27	10	-2	17	0
지분법손익	2	3	3	5	6
세전계속사업손익	752	957	1,036	937	1,088
당기순이익	542	639	750	487	773
지배주주순이익	530	629	736	479	757
증가율(%)					
매출액	13.7	7.9	6.8	0.3	6.0
영업이익	16.7	19.9	12.8	-15.3	17.3
EBITDA	7.3	11.4	20.8	-14.0	6.6
순이익	5.3	17.9	17.5	-35.1	58.6
이익률(%)					
매출총이익률	16.1	16.6	16.7	16.2	16.6
영업이익률	7.9	8.7	9.2	7.8	8.6
EBITDA 이익률	11.4	11.8	13.4	11.5	11.5
세전이익률	8.1	9.5	9.7	8.7	9.6
순이익률	5.8	6.4	7.0	4.5	6.8

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	835	1,197	894	922	996
당기순이익	542	639	750	488	773
자산상각비	333	308	442	393	329
운전자본증감	-195	-4	-445	-218	-97
매출채권 감소(증가)	-149	-177	-145	-71	-174
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-2
매입채무 증가(감소)	67	129	-14	-42	47
투자현금흐름	-970	-819	-606	-573	-462
유형자산처분(취득)	-191	-250	-340	-252	-286
무형자산 감소(증가)	-31	-26	-35	-31	-31
투자자산 감소(증가)	-764	-519	-178	-285	-120
재무현금흐름	-68	-156	-309	-267	-186
차입금의 증가(감소)	-6	0	-152	-81	0
자본의 증가(감소)	-60	-157	-155	-186	-186
배당금의 지급	60	157	155	186	186
총현금흐름	1,164	1,335	1,574	1,139	1,093
(-)운전자본증가(감소)	118	-232	370	-64	97
(-)설비투자	192	251	342	252	286
(+)자산매각	-29	-25	-33	-31	-31
Free Cash Flow	825	1,291	829	921	679
(-)기타투자	63	260	129	288	25
잉여현금	762	1,031	701	633	654
NOPLAT	527	586	717	436	698
(+) Dep	333	308	442	393	329
(-)운전자본투자	118	-232	370	-64	97
(-)Capex	192	251	342	252	286
OpFCF	550	875	448	641	645

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	5,117	5,882	6,384	6,848	7,504
현금성자산	2,925	3,672	3,831	4,198	4,666
매출채권	1,962	1,997	2,233	2,331	2,504
재고자산	25	19	17	23	25
비유동자산	2,160	2,132	2,637	2,634	2,653
투자자산	197	218	740	753	784
유형자산	1,029	1,069	1,108	1,140	1,183
무형자산	935	845	790	741	685
자산총계	7,278	8,014	9,021	9,481	10,156
유동부채	1,325	1,575	1,698	1,859	1,950
매입채무	511	640	618	625	671
유동성이자부채	1	1	151	150	150
비유동부채	233	291	598	589	601
비유동이자부채	0	0	296	274	274
부채총계	1,558	1,865	2,296	2,447	2,551
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	4,347	4,822	5,404	5,697	6,269
자본조정	-125	-175	-194	-177	-177
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	5,719	6,149	6,725	7,034	7,606

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	6,854	8,134	9,518	6,193	9,787
BPS	71,833	77,315	84,595	88,614	96,001
DPS	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400
CFPS	15,045	17,251	20,342	14,725	14,125
ROA(%)	7.5	8.2	8.6	5.2	7.7
ROE(%)	9.9	10.9	11.8	7.2	10.6
ROIC(%)	19.0	22.7	25.5	13.7	22.0
Multiples(x, %)					
PER	29.2	25.1	20.4	26.7	16.9
PBR	2.8	2.6	2.3	1.9	1.7
PSR	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
PCR	13.3	11.8	9.6	11.2	11.7
EV/EBITDA	11.8	10.2	8.1	7.3	6.5
배당수익률	1.0	1.0	1.2	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	27.2	30.3	34.1	34.8	33.5
Net debt/Equity	-51.1	-59.7	-50.3	-53.7	-55.8
Net debt/EBITDA	-274.8	-309.6	-236.3	-306.5	-323.3
유동비율	386.3	373.5	375.9	368.4	384.9
이자보상배율(배)	384.8	526.3	65.7	47.7	59.2
자산구조(%)					
투하자본	46.8	38.3	41.3	38.7	37.2
현금+투자자산	53.2	61.7	58.7	61.3	62.8
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	6.2	5.7	5.3
자기자본	100.0	100.0	93.8	94.3	94.7

NAVER (035420)

B2B 서비스가 다음 등판 주자



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 370,000원

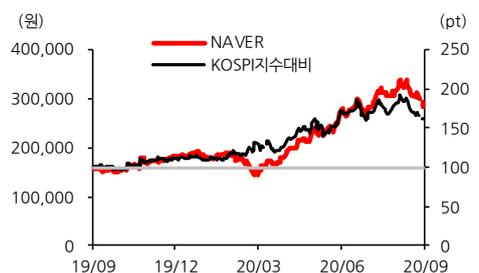
현재 주가(9/23)	296,500원
상승여력	▲24.8%
시가총액	487,041억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	339,000 / 143,000원
90 일 일평균 거래대금	3,189.82억원
외국인 지분율	55.2%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
자사주 (외 1 인)	11.5%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	5.0%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	7.4	107.3	88.9
상대수익률(KOSPI)	-6.4	-2.1	50.0	77.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,587	6,593	7,696	8,702
영업이익	943	710	1,075	1,350
EBITDA	1,204	1,208	1,470	1,838
지배주주순이익	649	583	842	1,103
EPS	3,941	3,538	5,129	6,716
순차입금	-2,897	-2,029	-2,552	-3,080
PER	31.0	52.7	57.8	44.1
PBR	3.8	5.3	6.8	5.9
EV/EBITDA	14.3	23.8	31.4	24.8
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1
ROE	13.0	10.6	13.0	14.4

주가 추이



동사의 3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망합니다. 하반기에도 전 사업 분야에 걸쳐 실적이 좋을 것으로 예상하며 신규 사업 구체화에 따라 또 다른 매출 성장 기대감도 부각될 것으로 판단합니다.

3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망

동사의 3분기 연결 실적으로 매출액 1.97조 원, 영업이익 2858억 원을 전망한다. 광고(CPM)와 비즈니스플랫폼(CPC/CPS) 매출액은 전년 동기 대비 각각 16.6%, 11.4% 증가할 것으로 예상된다. 스마트채널은 아직 규모는 크지 않지만 인벤토리와 노출량 확대가 지속되며 매출 기여도가 점차 커질 것으로 판단한다. 크게 증가한 쇼핑 거래액의 성장세도 꺾이지 않고 지속되고 있는 것으로 추정한다. IT플랫폼과 콘텐츠 부문 매출액도 각각 65.2%, 68.1% 성장하며 시장 예상치를 상회할 것으로 전망한다. 이는 페이 거래액 증가와 전년 대비 두배 이상씩 증가하고 있는 클라우드 매출, 그리고 8월 월거래액 800억 원을 달성한 글로벌 웹툰 사업 호조세에 기인한다.

장기적으로 B2B 서비스가 매출 성장세 가세 전망

우리는 B2B 서비스가 동사의 중장기 성장 동력이 될 것으로 예상한다. 동사는 B2B 사업으로 클라우드, 라인웍스, AI 관련 서비스를 제공하고 있으며 이는 IT플랫폼 매출액에 포함돼 있다. 매 분기 클라우드 매출액은 다양한 업종에서 레퍼런스를 구축해가며 전년대비 2배 이상 성장하고 있으며, 2022년 제2 데이터센터 구축으로 외부 고객 확대도 본격화 될 것으로 전망한다. 기업용 협업 플랫폼인 라인웍스의 성장도 비대면 솔루션 수요 증가 추세와 함께 성장 속도가 빨라질 것으로 예상한다.

투자의견 BUY와 목표주가 37만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 최근 나타난 주가 조정기가 비중확대 기회라고 판단한다. 하반기 전 사업 분야에 걸쳐 실적이 좋을 것으로 예상하며, 신규 사업들이 구체화됨에 따라 또 다른 매출 성장 기대감도 부각될 것으로 판단하기 때문이다. 또한, 자회사들의 이익 기여가 본격화되며 내년에도 호실적이 지속될 것으로 전망한다. 이에 따라 EPS 성장과 함께 멀티플 리레이팅이 동반될 것이라는 기존 의견을 유지한다.

[표9] NAVER의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	1,511	1,630	1,665	1,787	1,732	1,903	1,968	2,094	4,678	5,587	6,593	7,696
YoY(%)	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	16.7	18.2	17.2	16.3	19.4	18.0	16.7
광고	142.2	166.6	152.7	171.8	144.0	174.7	178.0	200.4	529	573	633	697
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	719.3	746.5	749.7	777.2	801.4	850.1	2,158	2,476	2,851	3,178
IT 플랫폼	99.2	105.9	116.3	136.0	148.2	180.2	192.1	205.6	218	356	457	726
콘텐츠서비스	35.0	50.1	54.5	69.9	55.4	79.6	91.6	101.6	105	126	210	328
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	622.0	663.2	634.8	690.8	704.3	736.3	1,669	2,056	2,442	2,766
YoY (%) 성장률												
광고	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	4.9	16.6	16.7		8.2	10.5	10.1
비즈니스플랫폼	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	8.6	11.4	13.9		14.7	15.2	11.5
IT 플랫폼	36.8	22.6	27.2	28.8	49.4	70.2	65.2	51.2		63.4	28.5	58.8
콘텐츠서비스	18.2	61.6	64.2	118.4	58.3	58.9	68.1	45.4		20.4	66.5	56.7
LINE 및 기타플랫폼	17.4	21.8	18.7	17.3	12.3	16.7	13.2	11.0		23.2	18.8	13.3
영업비용	1,305	1,502	1,463	1,614	1,511	1,672	1,682	1,757	3,499	4,644	5,883	6,621
YoY(%)	24.0	34.9	24.4	23.8	15.8	11.3	15.0	8.9	19.8	32.7	26.7	12.5
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	259.4	263.7	266.3	285.1	590	770	934	1,075
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	320.5	361.0	361.0	375.4	852	1,036	1,220	1,418
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	89.2	110.0	102.3	108.4	223	253	336	410
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	120.7	138.1	145.0	156.6	228	338	414	560
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	722.3	804.0	720.8	799.1	807.1	831.3	1,606	2,249	2,980	3,158
영업이익	206.2	128.4	202.1	173.4	221.5	230.6	285.8	337.2	1,179	943	710	1,075
YoY(%)	(19.8)	(48.8)	(8.8)	(18.7)	7.4	79.6	41.4	94.5	7.0	(20.1)	(24.7)	51.4
영업이익률(%)	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	12.1	14.5	16.1	25.2	16.9	10.8	14.0
당기순이익	87.6	27.8	85.3	196.2	135.1	90.6	228.3	235.7	770	637	397	690
YoY(%)	(43.0)	(90.1)	24.6	48.1	54.2	226.4	167.6	20.1	1.5	(17.3)	(37.7)	73.7
당기순이익률(%)	13.1	3.9	11.9	26.3	18.0	11.7	28.5	27.7	35.7	25.7	13.9	21.7

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,593	7,696	8,702
매출총이익	4,678	5,587	6,593	7,696	8,702
영업이익	1,179	943	710	1,075	1,350
EBITDA	1,385	1,204	1,208	1,470	1,838
순이자손익	47	38	1	60	100
외화관련손익	-16	-2	-14	0	0
지분법손익	-13	185	-10	-15	-13
세전계속사업손익	1,196	1,112	867	1,155	1,618
당기순이익	770	628	397	690	1,003
지배주주순이익	773	649	583	842	1,103
증가율(%)					
매출액	16.3	19.4	18.0	16.7	13.1
영업이익	7.0	-20.1	-24.7	51.4	25.6
EBITDA	9.5	-13.1	0.4	21.7	25.0
순이익	1.5	-18.5	-36.8	73.8	45.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.2	16.9	10.8	14.0	15.5
EBITDA 이익률	29.6	21.5	18.3	19.1	21.1
세전이익률	25.6	19.9	13.1	15.0	18.6
순이익률	16.5	11.2	6.0	9.0	11.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	940	974	1,357	1,396	1,705
당기순이익	770	628	397	690	1,003
자산상각비	206	261	498	395	488
운전자본증감	-139	220	567	17	73
매출채권 감소(증가)	-176	49	-56	-39	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	18	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	14
투자현금흐름	-1,310	-388	-1,078	-2,245	-1,181
유형자산처분(취득)	-466	-517	-429	-782	-833
무형자산 감소(증가)	-28	-42	-71	-67	-65
투자자산 감소(증가)	264	728	48	-981	-55
재무현금흐름	636	751	52	755	-51
차입금의 증가(감소)	48	731	6	111	0
자본의 증가(감소)	466	-42	-46	644	-51
배당금의 지급	33	42	46	52	51
총현금흐름	1,433	1,235	1,269	1,379	1,632
(-)운전자본증가(감소)	16	-191	-578	1	-73
(-)설비투자	472	535	436	804	833
(+)자산매각	-22	-24	-64	-45	-65
Free Cash Flow	923	866	1,348	530	806
(-)기타투자	1,202	527	638	398	227
잉여현금	-279	339	709	132	579
NOPLAT	762	528	328	642	837
(+) Dep	206	261	498	395	488
(-)운전자본투자	16	-191	-578	1	-73
(-)Capex	472	535	436	804	833
OpFCF	480	445	968	232	564

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	5,644	7,071	7,630
현금성자산	3,597	4,069	4,124	4,993	5,521
매출채권	1,014	1,079	1,143	1,627	1,644
재고자산	36	57	55	111	112
비유동자산	3,235	4,496	6,656	7,905	8,530
투자자산	1,745	2,731	4,718	5,275	5,489
유형자산	1,150	1,457	1,596	2,045	2,455
무형자산	340	307	341	584	585
자산총계	8,019	9,881	12,300	14,976	16,160
유동부채	2,303	2,620	3,773	4,607	4,711
매입채무	544	595	759	1,373	1,386
유동성이자부채	361	357	729	1,006	1,006
비유동부채	411	1,312	2,022	2,168	2,196
비유동이자부채	55	814	1,366	1,435	1,435
부채총계	2,714	3,932	5,796	6,775	6,907
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,575	2,235	2,235
이익잉여금	4,556	5,229	5,712	6,498	7,550
자본조정	-1,318	-1,546	-1,499	-1,593	-1,593
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,366	-1,366
자본총계	5,305	5,949	6,504	8,201	9,253

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,696	3,941	3,538	5,129	6,716
BPS	28,936	31,795	35,223	43,566	49,972
DPS	289	314	310	310	310
CFPS	8,710	7,501	7,702	8,397	9,933
ROA(%)	10.7	7.2	5.3	6.2	7.1
ROE(%)	18.5	13.0	10.6	13.0	14.4
ROIC(%)	105.9	46.3	18.1	23.5	24.4
Multiples(x, %)					
PER	37.1	31.0	52.7	57.8	44.1
PBR	6.0	3.8	5.3	6.8	5.9
PSR	6.1	3.6	4.7	6.3	5.6
PCR	20.0	16.3	24.2	35.3	29.9
EV/EBITDA	18.4	14.3	23.8	31.4	24.8
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	51.2	66.1	89.1	82.6	74.6
Net debt/Equity	-60.0	-48.7	-31.2	-31.1	-33.3
Net debt/EBITDA	-229.7	-240.7	-167.9	-173.6	-167.6
유동비율	207.8	205.6	149.6	153.5	162.0
이자보상배율(배)	2,073.9	68.7	20.4	N/A	N/A
자산구조(%)					
투자자본	14.4	16.9	20.2	23.9	24.9
현금+투자자산	85.6	83.1	79.8	76.1	75.1
자본구조(%)					
차입금	7.3	16.5	24.4	22.9	20.9
자기자본	92.7	83.5	75.6	77.1	79.1

카카오 (035720)

기업용 메신저 시장으로 영역 확대 준비



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 430,000원

현재 주가(9/23)	365,500원
상승여력	▲17.6%
시가총액	321,766억원
발행주식수	88,035천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 130,500원
90 일 일평균 거래대금	4,218.44억원
외국인 지분율	31.8%
주주 구성	
김범수 (외 29인)	25.7%
국민연금공단 (외 1인)	9.9%
MAXIMOPT (외 1인)	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	29.8	154.7	171.7
상대수익률(KOSPI)	-2.5	20.4	97.3	160.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,417	3,070	3,964	4,820
영업이익	73	207	449	599
EBITDA	208	426	653	775
지배주주순이익	48	-301	404	456
EPS	618	-3,544	4,641	5,190
순차입금	-1,533	-1,419	-1,873	-2,228
PER	166.7	-43.3	78.8	70.4
PBR	1.7	2.5	5.2	4.8
EV/EBITDA	33.9	27.8	46.4	38.6
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE	1.0	-5.8	7.1	7.1

주가 추이



동사의 3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망합니다. 하반기에도 전 사업 분야에 걸쳐 실적이 좋을 것으로 예상하며, 자회사들의 이익 기여가 본격화되며 내년에도 호실적이 지속될 것으로 전망합니다.

3분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망

동사의 3분기 실적으로 매출액 1.02조 원, 영업이익 1220억 원을 전망한다. 특비즈 매출은 전년동기 대비 69%나 증가할 것으로 예상하는데, 커머스 및 광고 두 부문 모두 높아진 성장세가 유지 중인 것으로 파악된다. 신사업 매출액은 1420억 원으로 128% 성장할 것으로 예상한다. 카카오페이는 결제 매출뿐만 아니라 금융상품, 대출한도증대 수익 등 매출 구성이 다변화되며 안정적인 성장세가 지속되고, 모빌리티는 T블루 택시 사업 확대에 의해 매출 증가와 적자 축소 추세가 이어질 것으로 판단한다. 이를 통해 영업이익률은 전분기 대비 1.7% 개선된 12%를 기록할 것으로 전망한다.

협업솔루션과 클라우드 서비스 공개

동사는 최근 기업용 메신저(협업솔루션)인 '카카오워크'와 기업용 클라우드 서비스 '카카오 i 클라우드'를 공개했다. 상대적으로 기업용 메신저 시장의 늦은 진출이라는 면에서 차별화된 서비스가 관건이 될 것으로 예상하지만, 기존 카카오톡 인터페이스로 누구나 쉽게 사용할 수 있다는 강점으로 파급력이 클 것으로 전망한다. 또한 동사의 클라우드 서비스는 경쟁사들이 IaaS를 위주로 비즈니스를 확대시키고 있다는 점을 감안해 상대적으로 경쟁이 덜한 PaaS 시장을 공략하는 전략이 엿보인다. 최근 자체 데이터센터 건립을 결정한 것도 본격화될 B2B 사업과 기존 서비스의 품질 강화를 위한 것이라고 판단된다.

투자의견 BUY와 목표주가 43만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 하반기에도 동사의 매출액 성장률은 30%대로 국내외 동종업체 중 가장 높은 수준이 전망되고, 신사업 투자 회수기로 인해 수익성도 더욱 가파르게 회복될 것으로 예상된다. 최근 나타난 주가 조정기는 건전한 흐름이라고 보며, 양호한 실적 성장에 따라 주가 상승세도 다시 회복될 가능성이 높다고 판단한다. 대수 대응이 유효한 국면이라고 판단한다.

[표10] 카카오의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	706	733	783	848	868	953	1,017	1,126	1,972	2,417	3,070	3,964
YoY (%)	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	29.8	32.9	34.7	22.5	27.0	29.1
플랫폼부문	313	327	351	444	442	493	533	606	825	1,039	1,435	2,666
특비즈	127	139	162	222	225	248	275	327	258	421	650	1,075
포털비즈	126	137	126	134	117	117	116	128	503	495	524	478
신사업	60	51	62	88	101	127	142	151	64	123	261	520
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	460	484	521	1,148	1,378	1,635	1,891
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	107	108	112	342	417	397	424
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	158	163	479	533	587	623
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	119	125	149	127	218	297	490
IP 비즈니스 기타	87	82	90	95	82	83	92	96	200	209	354	353
YoY (%) 성장률												
플랫폼부문	35%	30%	39%	47%	41%	51%	52%	36%		26%	38%	86%
특비즈	43%	42%	52%	73%	77%	79%	69%	48%		63%	54%	65%
포털비즈	4%	7%	9%	3%	-8%	-14%	-8%	-5%		-1%	6%	-9%
신사업	172%	103%	105%	95%	68%	149%	128%	71%		93%	113%	99%
콘텐츠부문	22%	20%	25%	9%	8%	13%	12%	29%		20%	19%	16%
게임 콘텐츠	-11%	-12%	0%	6%	3%	9%	9%	6%		22%	-5%	7%
뮤직 콘텐츠	9%	11%	11%	9%	10%	4%	5%	6%		11%	10%	6%
유료 콘텐츠	71%	60%	52%	-22%	30%	46%	36%	203%		72%	36%	65%
IP 비즈니스 기타	84%	82%	79%	43%	-6%	1%	3%	1%		5%	69%	0%
영업비용	679	693	724	768	780	855	895	985	1,807	2,344	2,863	3,515
YoY (%)	24.5	23.4	27.3	14.8	15.0	23.5	23.6	28.3	102.0	29.7	22.2	22.8
인건비	160	159	177	205	199	217	215	230	420	542	702	860
매출연동비	331	342	355	340	382	409	442	495	844	1,079	1,368	1,729
외주/인프라	90	84	79	107	92	107	112	124	228	314	360	434
마케팅비	33	40	37	42	30	39	45	53	118	187	151	166
상각비	50	53	61	56	59	62	60	61	131	138	221	241
기타	15	14	15	18	19	22	20	23	66	83	62	84
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.6	88.2	97.8	122.0	141.1	165	73	207	449
YoY (%)	165.9	46.6	92.7	1753.6	218.9	141.7	106.5	77.2	42.1	-55.8	183.5	117.1
영업이익률(%)	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	12.0	12.5	8.4	3.0	6.7	11.3
당기순이익	18	31	51	-440	80	145	87	100	125	16	-340	412
YoY (%)	20	38	597	적유	354	369	70	흑전	91	-87.3	적전	흑전
순이익률(%)	2.5	4.2	6.6	-51.9	9.2	15.3	8.6	8.9	6.3	0.7	-11.1	10.4

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,070	3,964	4,820
매출총이익	1,972	2,417	3,070	3,964	4,820
영업이익	165	73	207	449	599
EBITDA	295	208	426	653	775
순이자손익	6	33	20	45	68
외화관련손익	-13	22	13	0	0
지분법손익	13	21	1	8	4
세전계속사업손익	153	131	-234	618	651
당기순이익	125	16	-342	412	456
지배주주순이익	109	48	-301	404	456
증가율(%)					
매출액	34.7	22.5	27.0	29.1	21.6
영업이익	42.4	-55.9	183.5	117.1	33.4
EBITDA	28.4	-29.5	104.6	53.4	18.8
순이익	91.1	-87.3	적전	흑전	10.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.3	12.4
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.9	16.5	16.1
세전이익률	7.8	5.4	-7.6	15.6	13.5
순이익률	6.3	0.7	-11.1	10.4	9.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	372	491	753	-147	705
당기순이익	153	131	-234	412	456
자산상각비	130	135	219	204	176
운전자본증감	48	329	371	-23	64
매출채권 감소(증가)	-2	-1	39	-119	-100
재고자산 감소(증가)	1	-9	-19	-11	-11
매입채무 증가(감소)	3	154	100	92	141
투자현금흐름	-355	-1,261	-414	-833	-371
유형자산처분(취득)	-72	-85	-99	-131	-194
무형자산 감소(증가)	-28	-45	-55	-45	-57
투자자산 감소(증가)	-201	-865	304	-524	-32
재무현금흐름	468	891	322	764	-11
차입금의 증가(감소)	-188	-139	88	216	0
자본의 증가(감소)	-20	1,036	290	548	-11
배당금의 지급	16	13	10	11	11
총현금흐름	314	279	460	-125	641
(-)운전자본증가(감소)	-306	-188	-509	270	-64
(-)설비투자	75	97	106	135	194
(+)자산매각	-25	-33	-48	-41	-57
Free Cash Flow	520	336	815	-571	454
(-)기타투자	311	123	702	-115	88
잉여현금	209	213	113	-457	366
NOPLAT	135	9	150	299	419
(+) Dep	130	135	219	204	176
(-)운전자본투자	-306	-188	-509	270	-64
(-)Capex	75	97	106	135	194
OpFCF	495	235	771	98	466

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	2,830	3,319	3,794
현금성자산	1,699	2,201	2,198	2,485	2,840
매출채권	179	389	386	524	623
재고자산	22	36	49	57	67
비유동자산	4,356	5,101	5,908	6,380	6,547
투자자산	396	1,226	2,009	2,265	2,357
유형자산	271	315	350	405	488
무형자산	3,690	3,865	3,548	3,710	3,702
자산총계	6,349	7,960	8,737	9,699	10,340
유동부채	1,041	2,039	2,433	2,152	2,337
매입채무	280	461	576	740	881
유동성이자부채	177	623	535	322	322
비유동부채	846	293	564	641	653
비유동이자부채	621	45	245	290	290
부채총계	1,887	2,332	2,997	2,793	2,990
자본금	34	42	43	44	44
자본잉여금	3,604	4,648	5,043	5,631	5,631
이익잉여금	403	453	148	565	1,009
자본조정	-11	-6	-9	-30	-30
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	4,463	5,627	5,740	6,906	7,350

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,606	618	-3,544	4,641	5,190
BPS	59,332	61,602	60,609	70,733	75,793
DPS	148	127	130	130	130
CFPS	4,642	3,596	5,420	-1,432	7,296
ROA(%)	1.8	0.7	-3.6	4.4	4.5
ROE(%)	2.9	1.0	-5.8	7.1	7.1
ROIC(%)	3.9	0.3	4.7	9.3	12.0
Multiples(x, %)					
PER	85.3	166.7	-43.3	78.8	70.4
PBR	2.3	1.7	2.5	5.2	4.8
PSR	4.7	3.3	4.2	8.0	6.7
PCR	29.5	28.6	28.3	-255.3	50.1
EV/EBITDA	28.5	33.9	27.8	46.4	38.6
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	42.3	41.4	52.2	40.4	40.7
Net debt/Equity	-20.2	-27.2	-24.7	-27.1	-30.3
Net debt/EBITDA	-305.4	-737.1	-333.4	-287.0	-287.3
유동비율	191.5	140.2	116.3	154.2	162.3
이자보상배율(배)	14.7	7.8	16.1	N/A	N/A
자산구조(%)					
투하자본	60.7	50.2	41.0	42.3	40.3
현금+투자자산	39.3	49.8	59.0	57.7	59.7
자본구조(%)					
차입금	15.2	10.6	12.0	8.1	7.7
자기자본	84.8	89.4	88.0	91.9	92.3

더존비즈온 (012510)

글로벌 SaaS 기업과 가장 유사한 그림으로 성장 중



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 130,000원

현재 주가(9/23)	107,000원
상승여력	▲21.5%
시가총액	31,750억원
발행주식수	29,673천주
52 주 최고가 / 최저가	126,500 / 55,500원
90 일 일평균 거래대금	225.7억원
외국인 지분율	45.4%
주주 구성	
김용우 (외 15 인)	36.9%
자사주 (외 1 인)	2.1%

주기수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.6	-5.7	57.4	66.7
상대수익률(KOSPI)	6.4	-15.2	0.0	55.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	227	263	305	356
영업이익	54	67	77	93
EBITDA	70	89	115	143
지배주주순이익	42	51	54	69
EPS	1,418	1,679	1,802	2,307
순차입금	-89	224	214	154
PER	36.6	48.2	59.4	46.4
PBR	8.6	7.1	8.5	7.4
EV/EBITDA	20.6	29.6	29.4	23.2
배당수익률	0.9	0.6	0.4	0.4
ROE	23.4	18.8	14.3	16.3

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 컨센서스에 부합할 것으로 전망합니다. 전세계 클라우드 기반 SW 기업들의 리레이팅은 지속되고 있으며, 동사는 이에 가장 부합한 사업 모델로 성장 중입니다. 긍정적인 의견을 유지합니다.

3분기 실적은 컨센서스에 부합할 것으로 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 720억 원, 영업이익 163억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 18.7%, 21.7% 성장하는 수준이다. ERP 부문 매출액은 356억 원으로 전년 동기 대비 9.5% 성장하며 상반기 둔화됐던 성장률이 재차 반등할 것으로 전망된다. 정부 스마트팩토리 지원 사업과 지원됐던 프로젝트들이 기여할 것으로 추정된다. 클라우드와 그룹웨어 매출액도 각각 11%, 22% 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 영업이익률은 22.7%로 높은 수준을 유지했을 것으로 예상된다.

디지털 뉴딜 정책 기대감과 WEHAGO 사업 본격화

동사는 정부의 디지털 뉴딜 정책 관련 비대면 서비스 사업 수혜가 예상된다. 최근 '재택근무' 분야의 비대면 솔루션 공급기업으로 선정됐으며, 정부는 기업 당 400만 원 한도에서 90%의 비용을 지원하게 된다. 동사는 이에 대응해 WEHAGO 기반의 '홈피스 올인원 팩'을 출시했으며, 도입 전환은 4분기부터 본격화될 전망이다. 이는 WEHAGO 매출 증가에 따른 실적 성장도 기대되지만, 동사가 주목하고 있는 데이터 확보와 활용 면에서 더욱 긍정적인 효과를 가져올 것으로 판단한다.

투자의견 BUY와 목표주가 13만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 동사에 대한 밸류에이션 부담은 수년간 끊임없이 존재해왔다. 하지만, 1) 기존 사업으로만 올해 15% 수준의 영업이익 성장이 전망되고, 2) 수년간 쌓아온 데이터의 가치가 WEHAGO에서 핀테크 사업까지 이제 발현된다는 점을 고려하면 정당화될 수 있다고 본다. 또한, 최근 글로벌 클라우드 기반 SW 기업들의 리레이팅은 더욱 가팔라지고 있기 때문에, 하반기 실적 성장 속도가 시장 기대치를 뛰어넘는다면, 밸류에이션에 대한 부담은 완화될 수 있을 것으로 판단한다.

[표11] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	625	620	607	774	712	732	720	882	2,044	2,269	2,627	3,045
YoY(%)	19.6	12.3	13.0	17.7	13.8	18.0	18.7	13.9	16.3	11.0	15.7	15.9
ERP	361	350	325	399	372	367	356	446	1,134	1,222	1,435	1,541
그룹웨어	61	63	57	96	73	75	69	95	187	251	276	312
정보보안	26	29	29	33	26	27	28	34	104	114	117	115
클라우드	118	118	136	146	134	138	151	180	378	450	519	603
전자금융	33	35	34	36	34	36	37	40	145	130	138	148
기타	21	18	16	53	66	81	67	72	64	64	107	286
YoY(%)												
ERP	23.4	17.3	16.3	13.3	3.0	5.0	9.5	11.8	13.9	7.8	17.4	7.4
그룹웨어	19.9	4.8	-9.7	24.1	18.7	20.1	20.9	-0.2	47.6	34.4	10.2	12.9
정보보안	9.5	-1.3	15.5	-7.6	-1.4	-6.2	-3.4	0.8	-6.3	9.4	2.7	-2.4
클라우드	16.6	7.0	17.6	20.2	13.4	17.1	10.8	22.8	31.2	18.9	15.5	16.2
전자금융	8.5	10.0	5.9	1.0	2.6	4.4	7.9	13.1	6.6	-10.6	6.2	7.1
기타	47.5	25.2	45.9	111.6	220.0	357.8	329.1	34.3	-6.7	-0.5	67.5	166.5
영업이익	139	152	134	243	163	176	163	266	517	540	668	768
YoY(%)	25.4	18.4	33.5	21.2	17.8	15.4	21.7	9.5	34.6	4.5	23.7	15.0
영업이익률(%)	22.2	24.5	22.1	31.4	22.9	24.0	22.7	30.2	25.3	23.8	25.4	25.2
당기순이익	114	117	107	173	104	121	119	200	406	424	510	544
YoY(%)	29.5	22.9	45.1	3.4	-8.6	3.1	11.0	16.1	43.7	4.5	20.3	6.7
당기순이익률(%)	18.2	18.9	17.6	22.3	14.6	16.5	16.5	22.7	19.8	18.7	19.4	17.9

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	227	263	305	356
매출총이익	120	127	149	170	199
영업이익	51	54	67	77	93
EBITDA	66	70	89	115	143
순이자손익	0	0	-2	-6	-4
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	48	56	66	71	90
당기순이익	40	43	51	54	69
지배주주순이익	39	42	51	54	69
증가율(%)					
매출액	15.7	11.0	15.7	15.9	16.8
영업이익	31.5	6.9	23.7	15.0	21.0
EBITDA	23.2	6.2	26.0	29.9	24.4
순이익	40.5	7.2	20.0	6.6	27.3
이익률(%)					
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	55.9	56.0
영업이익률	24.7	23.8	25.4	25.2	26.1
EBITDA 이익률	32.4	31.0	33.7	37.8	40.3
세전이익률	23.6	24.7	25.3	23.4	25.3
순이익률	19.4	18.7	19.4	17.9	19.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	50	62	60	96	122
당기순이익	40	43	51	54	69
자산상각비	16	16	22	38	50
운전자본증감	-12	-1	-22	-5	2
매출채권 감소(증가)	-5	-5	-11	-15	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	1	1	2	0
투자현금흐름	-24	-20	-464	-62	-49
유형자산처분(취득)	-32	21	-504	-37	-29
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-7	-11	-9
투자자산 감소(증가)	-1	3	0	0	0
재무현금흐름	-11	-51	394	-16	-14
차입금의 증가(감소)	-3	-5	256	-2	0
자본의 증가(감소)	-9	-12	135	-14	-14
배당금의 지급	9	12	13	14	14
총현금흐름	70	75	96	101	120
(-)운전자본증가(감소)	-5	-16	12	4	-2
(-)설비투자	33	18	504	37	29
(+)자산매각	-2	35	-7	-11	-9
Free Cash Flow	40	108	-427	50	85
(-)기타투자	4	57	-36	15	11
잉여현금	36	51	-390	34	74
NOPLAT	42	41	51	59	72
(+) Dep	16	16	22	38	50
(-)운전자본투자	-5	-16	12	4	-2
(-)Capex	33	18	504	37	29
OpFCF	29	55	-443	56	95

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	123	149	102	132	193
현금성자산	78	108	47	63	123
매출채권	34	38	48	62	62
재고자산	1	2	1	2	2
비유동자산	151	129	625	650	648
투자자산	19	18	252	266	277
유형자산	104	84	342	347	332
무형자산	29	28	31	38	40
자산총계	274	279	727	782	841
유동부채	87	89	93	104	107
매입채무	15	19	18	23	24
유동성이자부채	28	18	20	21	21
비유동부채	5	7	269	277	277
비유동이자부채	1	0	251	256	256
부채총계	92	97	361	380	384
자본금	15	15	16	16	16
자본잉여금	47	52	196	196	196
이익잉여금	119	145	181	220	275
자본조정	0	-33	-33	-33	-33
자기주식	0	-32	-32	-32	-32
자본총계	182	182	363	402	457

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,319	1,418	1,679	1,802	2,307
BPS	6,098	6,046	11,427	12,662	14,412
DPS	400	450	450	450	450
CFPS	2,371	2,531	3,246	3,413	3,823
ROA(%)	15.3	15.2	10.1	7.2	8.5
ROE(%)	23.5	23.4	18.8	14.3	16.3
ROIC(%)	34.5	36.5	15.0	9.7	11.7
Multiples(x, %)					
PER	25.2	36.6	48.2	59.4	46.4
PBR	5.5	8.6	7.1	8.5	7.4
PSR	4.8	6.8	9.2	10.4	9.5
PCR	14.0	20.5	25.0	31.4	28.0
EV/EBITDA	14.2	20.6	29.6	29.4	23.2
배당수익률	1.2	0.9	0.6	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	50.4	53.0	99.6	94.7	84.0
Net debt/Equity	-26.9	-49.0	61.8	53.1	33.7
Net debt/EBITDA	-74.0	-127.0	253.1	185.5	107.5
유동비율	141.7	167.5	110.3	127.5	181.1
이자보상배율(배)	60.7	74.7	24.2	10.6	12.7
자산구조(%)					
투하자본	57.6	42.5	66.3	65.2	60.5
현금+투자자산	42.4	57.5	33.7	34.8	39.5
자본구조(%)					
차입금	13.7	9.3	42.8	40.8	37.7
자기자본	86.3	90.7	57.2	59.2	62.3

현대오토에버 (307950)

전략 사업 성장 본격화 임박



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

Buy (신규)

목표주가(신규): 72,000원

현재 주가(9/23)	59,200원
상승여력	▲21.6%
시가총액	12,432억원
발행주식수	21,000천주
52 주 최고가 / 최저가	60,500 / 21,800원
90 일 일평균 거래대금	62.98억원
외국인 지분율	1.2%

주주 구성	
현대자동차 (외 7 인)	76.2%
현대오토에버우리스주 (외 1 인)	3.1%
고민석 (외 1 인)	0.0%

주주수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	50.3	49.1	161.9	6.9
상대수익률(KOSPI)	49.0	39.6	104.6	-4.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,425	1,572	1,618	1,830
영업이익	70	80	91	103
EBITDA	85	128	142	142
지배주주순이익	54	56	67	72
EPS	n/a	2,663	3,196	3,427
순차입금	-244	-141	-208	-257
PER	n/a	18.9	18.5	17.3
PBR	0.0	2.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	-2.9	7.2	7.3	6.9
배당수익률	N/A	1.4	1.2	1.2
ROE	12.6	11.7	12.5	12.2

주가 추이



현대오토에버는 현대자동차그룹 계열의 IT 서비스 회사입니다. 탄탄한 캡티브 물량을 바탕으로 뉴딜 사업의 본격적 수혜가 기대됩니다. 투자의견 BUY와 목표주가 7만 2천 원으로 조사 분석을 게시합니다.

현대자동차 그룹사의 IT 전문회사

동사는 현대차 그룹 계열의 IT 서비스 회사다. '19년 기준, 동사의 매출액 중 54%는 ITO, 46%는 SI 부문에서 발생했다. 동사는 주요 고객인 현대차를 포함해 20여개 계열사의 전산시스템 운영 서비스를 제공하고 있으며, 고객사의 정보화 시스템 구축에서부터 ASP사업, 인프라사업(데이터센터, 클라우드, 네트워크)등 IT관련 전반적인 서비스를 제공(SI 부문)하고 있다. 현재 계열사별로 IT 시스템이 별도로 구축·운영되고 있기는 하지만, 시스템 인프라의 통합화를 위해 그룹 IT 통합 시너지가 나타나며 동사의 실적 성장에 기여할 것으로 전망한다.

디지털 뉴딜 정책 수혜 가시성 높아

우리는 동사의 3분기 실적으로 3887억 원, 영업이익 245억 원을 전망한다. 대외 불확실성으로 신규 SI 프로젝트의 집행이 지연 중이지만, 경향적 성격이 짙은 고마진의 ITO 사업 매출 비중 확대로 견조한 실적 실현과 수익성 개선이 이어지고 있다. 코로나19는 이전부터 존재해왔던 디지털 트랜스포메이션에 대한 수요를 증폭시키는 트리거 역할을 했으며, 정부의 디지털 뉴딜 정책 발표는 DT 시장 성장 가능 영역을 확대했다. 이는 글로벌 모빌리티·스마트팩토리·스마트홈 등 4대 전략사업을 보유한 동사의 ICT 사업 기회 확대에 이어질 것으로 보인다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 2천 원으로 조사분석 게시

동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 7만 2천 원을 제시하며 조사분석을 게시한다. 2021년 예상 EPS에 목표배수 21배를 적용했다. 최근 주가가 단기 급등했음에도 불구하고 내년 예상실적 기준 PER 17배 수준으로, 하반기 전략 사업 본격화를 고려하면 리레이팅이 지속될 것으로 전망한다. 현재 스마트팩토리 부문 플랫폼 개발을 완료해 현대차와 모비스에 시범 적용 중이며, 하반기에는 실증 사업으로 인해 수혜가 기대된다. 안정적인 매출 기반으로 디지털 전환 가속화에 따라 실적 성장과 멀티플 상승이 동반될 것으로 전망한다.

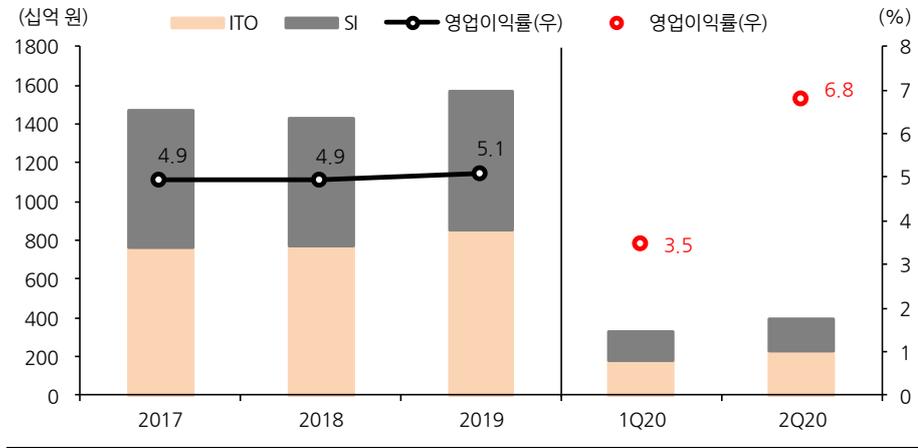
[표12] 현대오토에버의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	306.8	408.4	385.5	471.2	329.0	390.8	388.7	509.7	1,425	1,572	1,618
SI	150.8	178.9	177.7	214.0	146.8	164.8	170.6	226.8	654	721	709
ITO	156.0	229.5	207.7	257.1	182.2	226.0	218.1	282.8	771	850	909
매출비중(%)											
SI	49.2	43.8	46.1	45.4	44.6	42.2	43.9	44.5	45.9	45.9	43.8
ITO	50.8	56.2	53.9	54.6	55.4	57.8	56.1	55.5	54.1	54.1	56.2
영업이익	11.7	22.8	20.6	25.0	11.4	26.5	24.5	28.1	70.2	80.2	90.5
영업이익률(%)	3.8	5.6	5.4	5.3	3.5	6.8	6.3	5.5	4.9	5.1	5.6
당기순이익	9.2	17.4	15.1	15.2	8.9	19.2	18.0	21.5	55.2	56.9	67.6
당기순이익률(%)	3.0	4.3	3.9	3.2	2.7	4.9	4.6	4.2	3.9	3.6	4.2
YoY(%)											
매출액	4.2	15.0	11.1	10.0	7.2	-4.3	0.9	8.2	-3.3	10.3	2.9
SI	5.7	12.3	13.5	9.6	-2.7	-7.9	-4.0	6.0	-8.3	10.3	-1.7
ITO	2.7	17.2	9.2	10.3	16.8	-1.5	5.0	10.0	1.4	10.3	6.9
영업이익	-17.4	49.7	5.2	18.4	-2.6	16.2	18.6	12.3	-3.8	14.3	12.8
당기순이익	-7.2	16.4	-0.7	0.2	-3.1	10.7	18.9	41.8	0.1	3.0	18.9

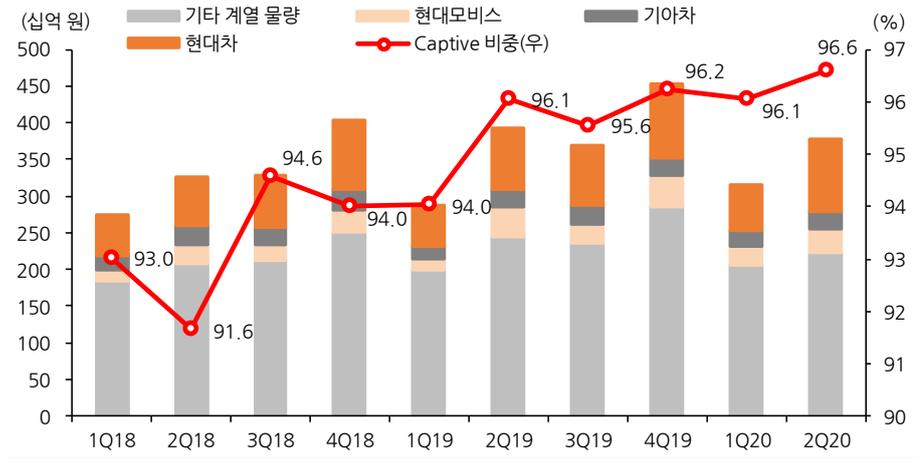
자료: 현대오토에버, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 현대오트에버 사업 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 현대오트에버, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 현대오트에버 분기 매출액 중 계열 물량 비중



자료: 현대오트에버, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 현대오트에버 미래 성장 전략



자료: 현대오트에버, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,473	1,425	1,572	1,618	1,830
매출총이익	157	146	164	171	191
영업이익	73	70	80	91	103
EBITDA	87	85	128	142	142
순이자손익	3	4	1	5	10
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	77	75	83	97	106
당기순이익	55	55	57	68	72
지배주주순이익	54	54	56	67	72
증가율(%)					
매출액	10.3	-3.3	10.3	2.9	13.1
영업이익	-9.3	-3.8	14.3	12.8	13.8
EBITDA	-7.4	-2.7	50.8	11.0	0.1
순이익	-14.7	0.1	3.0	18.9	6.4
이익률(%)					
매출총이익률	10.7	10.2	10.4	10.6	10.4
영업이익률	4.9	4.9	5.1	5.6	5.6
EBITDA 이익률	5.9	6.0	8.1	8.8	7.8
세전이익률	5.2	5.3	5.3	6.0	5.8
순이익률	3.7	3.9	3.6	4.2	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	50	46	80	126	97
당기순이익	77	75	83	79	72
자산상각비	14	15	48	51	39
운전자본증감	-34	-40	-51	2	-15
매출채권 감소(증가)	22	19	10	-118	-82
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-39	-34	-38	127	69
투자현금흐름	3	-27	-228	-33	-42
유형자산처분(취득)	-14	-21	-16	-18	-19
무형자산 감소(증가)	-2	-5	-6	-9	-8
투자자산 감소(증가)	20	0	-200	-5	-9
재무현금흐름	-14	-9	-27	-35	-15
차입금의 증가(감소)	0	10	-29	-19	0
자본의 증가(감소)	-14	-14	1	0	-15
배당금의 지급	14	14	15	0	15
총현금흐름	102	101	147	136	111
(-)운전자본증가(감소)	16	11	23	8	15
(-)설비투자	15	21	16	18	19
(+)자산매각	-2	-5	-6	-9	-8
Free Cash Flow	70	64	101	100	70
(-)기타투자	19	29	33	-9	6
잉여현금	51	35	68	110	64
NOPLAT	52	52	55	63	70
(+) Dep	14	15	48	51	39
(-)운전자본투자	16	11	23	8	15
(-)Capex	15	21	16	18	19
OpFCF	36	34	63	88	75

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	681	690	739	934	1,069
현금성자산	238	249	275	337	386
매출채권	426	398	407	521	604
재고자산	1	1	5	6	7
비유동자산	123	140	288	262	256
투자자산	26	24	163	151	157
유형자산	60	75	74	60	47
무형자산	37	42	51	51	51
자산총계	804	829	1,027	1,196	1,325
유동부채	380	368	399	525	596
매입채무	308	309	302	439	509
유동성이자부채	0	2	32	33	33
비유동부채	8	9	113	104	105
비유동이자부채	0	3	102	95	95
부채총계	388	377	512	629	701
자본금	10	10	11	11	11
자본잉여금	15	15	32	32	32
이익잉여금	392	426	471	523	580
자본조정	-6	-5	-3	-3	-3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	416	452	515	567	624

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	N/A	N/A	2,663	3,196	3,427
BPS	199,270	21,602	24,259	26,745	29,462
DPS	0	690	710	710	710
CFPS	N/A	N/A	6,985	6,488	5,305
ROA(%)	6.7	6.6	6.0	6.0	5.7
ROE(%)	13.7	12.6	11.7	12.5	12.2
ROIC(%)	32.6	27.1	18.9	17.3	19.4
Multiples(x, %)					
PER	N/A	N/A	18.9	18.5	17.3
PBR	0.0	0.0	2.1	2.2	2.0
PSR	N/A	N/A	0.7	0.8	0.7
PCR	N/A	N/A	7.2	9.1	11.2
EV/EBITDA	-2.7	-2.9	7.2	7.3	6.9
배당수익률	N/A	N/A	1.4	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	93.4	83.6	99.4	111.0	112.4
Net debt/Equity	-57.4	-54.1	-27.4	-36.8	-41.2
Net debt/EBITDA	-273.7	-288.1	-110.3	-146.8	-181.1
유동비율	179.3	187.4	185.3	178.0	179.3
이자보상배율(배)	n/a	439.7	20.3	N/A	N/A
자산구조(%)					
투하자본	39.8	43.0	45.9	42.2	40.1
현금+투자자산	60.2	57.0	54.1	57.8	59.9
자본구조(%)					
차입금	0.0	1.1	20.6	18.5	17.1
자기자본	100.0	98.9	79.4	81.5	82.9

롯데정보통신 (286940)

새로운 비즈니스 기회로 밸류에이션 재평가 기대



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

Not Rated

현재 주가(9/23)	34,900원
상승여력	-
시가총액	5,373억원
발행주식수	15,396천주
52 주 최고가 / 최저가	46,300 / 17,900원
90 일 일평균 거래대금	20.04억원
외국인 지분율	3.3%
주주 구성	
롯데지주 (외 9인)	65.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.1%
롯데정보통신우리사주 (외 1인)	4.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.2	-7.3	95.0	-18.2
상대수익률(KOSPI)	6.0	-16.8	37.6	-29.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019
매출액	149	812	846
영업이익	5	39	41
EBITDA	10	71	79
지배주주순이익	2	26	55
EPS	N/A	1,842	3,690
순차입금	40	-157	-210
PER	N/A	19.2	11.2
PBR	N/A	1.4	1.6
EV/EBITDA	N/A	4.9	5.4
배당수익률	N/A	1.8	1.7
ROE	N/A	9.6	14.8

주가 추이



롯데정보통신은 롯데 그룹의 IT 시스템 서비스 회사입니다. 롯데그룹의 대규모 IT 투자 계획과 정부의 디지털 뉴딜 정책 발표에 따른 수혜가 예상됩니다. 중장기적 성장이 가능한 기업이라고 판단합니다.

롯데 그룹의 디지털 트랜스포메이션 주역

동사는 롯데 그룹의 IT 시스템 서비스 회사로, 롯데그룹은 현재 생산(Smart Factory), 물류(Smart Logistics), 유통(Smart Retail), 판매(Smart Service)의 밸류체인을 아우르는 디지털 트랜스포메이션 로드맵을 실행 중이다. 그룹 전체의 클라우드 전환율은 현재 35% 수준으로, 2024년까지 72% 전환을 목표하고 있다. 올해 주요 프로젝트로는 롯데온 시스템 프로젝트와 홈쇼핑 플랫폼의 클라우드 전환이 있다. 동사의 클라우드 매출액은 연간 약 1000억 원 수준인데, 올해 연말 제4 데이터 센터 완공 시에는 글로벌 고객사 물량 기여로 추가 매출 증가가 가능할 것으로 예상된다.

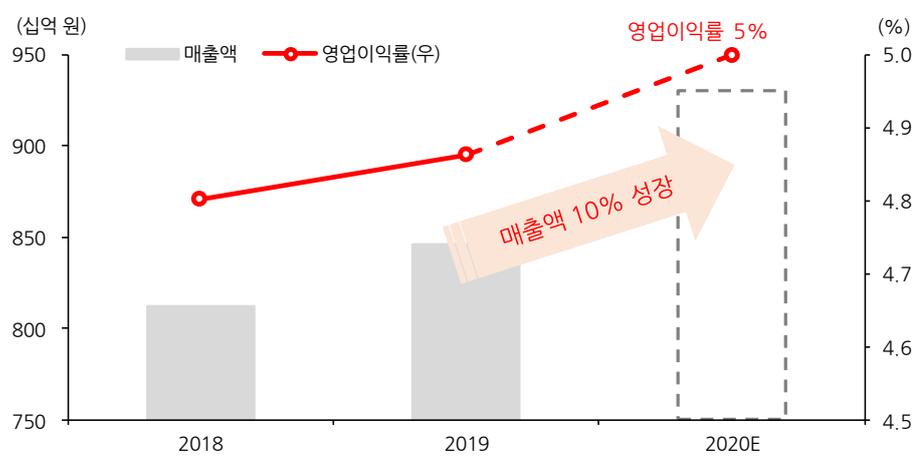
디지털 뉴딜 관련 데이터 댐·SOC 디지털화 수혜

정부의 디지털 뉴딜 사업 중 동사는 데이터댐, 스마트의료, 스마트스쿨, 스마트그린, SOC디지털화, 친환경 모빌리티 사업에 기회가 있을 것으로 예상된다. 이미 200억 원 규모의 4차 학교 스마트단말기 수주가 매출액 성장에 기여하고 있다. 또한, 데이터댐 관련 사업이 가장 먼저 가시화될 것으로 보이는데, 이미 데이터레이크를 구축해 본 경험이 있는 동사의 경쟁력이 돋보일 것으로 예상된다. 지난해 철도 IT 시장 점유율 1위 사업자인 현대정보기술 인수로 인해, 하반기 정부의 SOC 디지털화 사업 본격화 시에도 신규 수주 증가가 기대된다.

2020년 매출액 전년 대비 9.4% 성장 전망

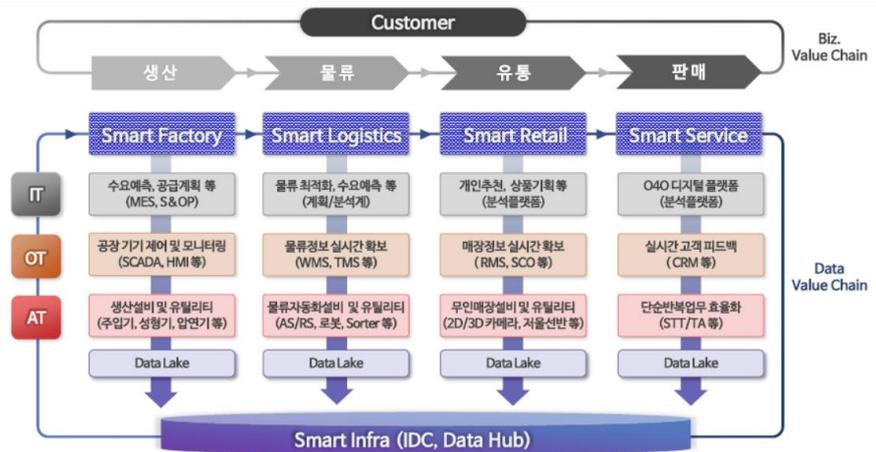
우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 9250억 원, 영업이익 473억 원을 전망한다. 이는 전년 대비 각각 9%, 15% 성장하는 수준이다. 대외 불확실성과 그룹 수주 지연으로 상반기 성장이 둔화되었으나, 하반기에는 그룹사 관련 수주 증가에 따른 외형 성장이 전망된다. 현재 동사의 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 14배 수준에 불과해 동종 업체들 대비 저평가된 상황이다. 내년부터 대형 프로젝트 착공으로 이익 성장성 강화가 예상되는 만큼 주가 성장 여력은 유효하다고 판단한다.

[그림27] 롯데정보통신 실적 추이와 전망



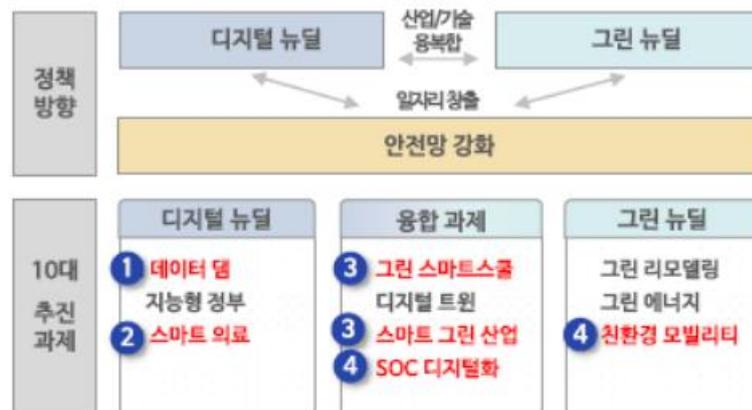
자료: 롯데정보통신, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 롯데그룹 Digital Transformation 로드맵



자료: 롯데정보통신, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 디지털 뉴딜 사업 10대 추진과제 중 롯데정보통신의 사업 기회



자료: 롯데정보통신, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019
매출액	149	812	846
매출총이익	12	71	75
영업이익	5	39	41
EBITDA	10	71	79
순이자손익	0	-1	2
외화관련손익	-1	0	0
지분법손익	0	0	0
세전계속사업손익	3	35	46
당기순이익	2	23	53
지배주주순이익	2	26	55
증가율(%)			
매출액	N/A	444.4	4.2
영업이익	N/A	640.8	5.5
EBITDA	N/A	602.1	10.4
순이익	N/A	854.3	126.8
이익률(%)			
매출총이익률	7.9	8.7	8.8
영업이익률	3.5	4.8	4.9
EBITDA 이익률	6.8	8.8	9.3
세전이익률	1.9	4.3	5.4
순이익률	1.6	2.9	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019
영업현금흐름	-10	107	117
당기순이익	2	23	53
자산상각비	5	32	38
운전자본증감	-22	25	27
매출채권 감소(증가)	-39	0	11
재고자산 감소(증가)	4	4	5
매입채무 증가(감소)	19	13	7
투자현금흐름	1	-77	-44
유형자산처분(취득)	-6	-28	-27
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-9
투자자산 감소(증가)	9	-47	-12
재무현금흐름	-6	57	-88
차입금의 증가(감소)	-6	-66	-64
자본의 증가(감소)	0	128	-9
배당금의 지급	0	0	9
총현금흐름	12	88	101
(-)운전자본증가(감소)	-10	-55	-59
(-)설비투자	6	28	27
(+)자산매각	-3	-4	-9
Free Cash Flow	13	111	124
(-)기타투자	31	28	27
잉여현금	-17	83	97
NOPLAT	4	26	30
(+) Dep	5	32	38
(-)운전자본투자	-10	-55	-59
(-)Capex	6	28	27
OpFCF	13	85	99

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019
유동자산	280	404	382
현금성자산	86	219	216
매출채권	168	154	145
재고자산	17	12	7
비유동자산	303	299	315
투자자산	61	55	58
유형자산	210	217	228
무형자산	32	27	29
자산총계	583	704	697
유동부채	327	311	293
매입채무	169	210	252
유동성이자부채	123	61	3
비유동부채	38	27	14
비유동이자부채	3	1	3
부채총계	365	337	306
자본금	50	71	77
자본잉여금	143	273	312
이익잉여금	3	29	68
자본조정	1	-25	-67
자기주식	0	0	-13
자본총계	218	366	390

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019
주당지표			
EPS	N/A	1,842	3,690
BPS	19,679	24,419	25,357
DPS	0	650	700
CFPS	N/A	6,144	6,808
ROA(%)	N/A	4.1	7.8
ROE(%)	N/A	9.6	14.8
ROIC(%)	N/A	11.4	15.4
Multiples(x, %)			
PER	N/A	19.2	11.2
PBR	N/A	1.4	1.6
PSR	N/A	0.6	0.7
PCR	N/A	5.8	6.1
EV/EBITDA	N/A	4.9	5.4
배당수익률	N/A	1.8	1.7
안정성(%)			
부채비율	167.8	92.1	78.4
Net debt/Equity	18.5	-42.9	-53.8
Net debt/EBITDA	397.8	-220.7	-267.0
유동비율	85.5	130.1	130.5
이자보상배율(배)	27.4	12.1	27.7
자산구조(%)			
투하자본	63.2	43.1	39.6
현금+투자자산	36.8	56.9	60.4
자본구조(%)			
차입금	36.8	14.5	1.5
자기자본	63.2	85.5	98.5

케이아이엔엑스 (093320)

알짜배기 클라우드 기업



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

Not Rated

현재 주가(9/23)	83,500원
상승여력	-
시가총액	4,075억원
발행주식수	4,880천주
52 주 최고가 / 최저가	95,000 / 29,550원
90 일 일평균 거래대금	65.37억원
외국인 지분율	35.6%
주주 구성	
가비아 (외 6 인)	40.2%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	31.3	35.6	113.0	156.5
상대수익률(KOSDAQ)	25.3	23.6	22.9	125.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	44	47	56	65
영업이익	8	9	13	16
EBITDA	11	12	16	28
지배주주순이익	6	6	12	15
EPS	1,182	1,324	2,501	3,083
순차입금	-30	-30	-36	-32
PER	11.8	10.4	9.6	11.8
PBR	1.3	1.2	1.7	2.2
EV/EBITDA	3.7	3.2	5.2	5.1
배당수익률	0.9	1.6	1.7	1.4
ROE	11.4	11.7	19.6	20.1

주가 추이



동사는 IX, IDC, CDN, 클라우드 솔루션을 제공하는 인터넷 인프라 전문 기업입니다. 트래픽 증가세와 클라우드 확산은 장기적인 트렌드라는 점에서, 동사의 안정적인 실적 성장세는 지속될 것으로 전망합니다.

데이터 시대 진화와 함께한 실적 성장세

동사는 중립적 IX(Internet Exchange) 서비스 제공에서 시작해, IDC (Internet Data Center), CDN(Contents, Delivery network), 클라우드 솔루션까지 사업 영역을 확대했다. 지난해 기준, IX와 IDC·CDN·솔루션 사업 부문 매출액 비중은 각각 16%, 84%를 차지한다. IDC는 서버와 네트워크 장비를 둘 수 있는 공간 임대와 관리서비스, 데이터 사용량에 대해 과금하는 구조다. 동사의 매출액은 최근 3년 연평균 14% 수준이며, 고정비 레버리지 효과로 영업이익 성장률은 그보다 큰 폭으로 나타나면서 실속 있는 외형 성장을 거듭하고 있다.

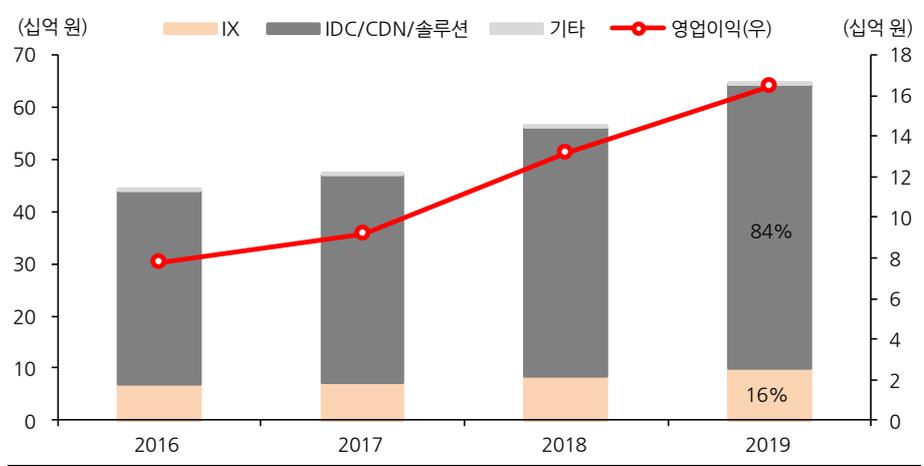
트래픽 증가 + 데이터 저장 수요 증가

최근 전염병으로 인한 언택트 문화 확산으로 인터넷 트래픽 사용량 증가와 데이터 저장 수요 증가세가 지속되고 있다. 동사의 매출 성장은 인터넷 트래픽 사용량 증가에 비례하는 구조라는 면에서 동사의 중장기 성장을 뒷받침할 것으로 전망한다. 또한 데이터 저장 수요가 증가함에 따라 기업의 클라우드 수요가 증가하고 있으며, 정부의 디지털 뉴딜 정책 발표로 공공부문의 민간 클라우드 도입이 예상된다. 동사는 늘어나는 고객사들의 니즈를 수용하고자, 이미 보유하고 있는 7개의 IDC에서 추가로 과천에 데이터센터 설립을 준비 중이다.

2020년 매출액 전년 대비 14.2% 성장 전망

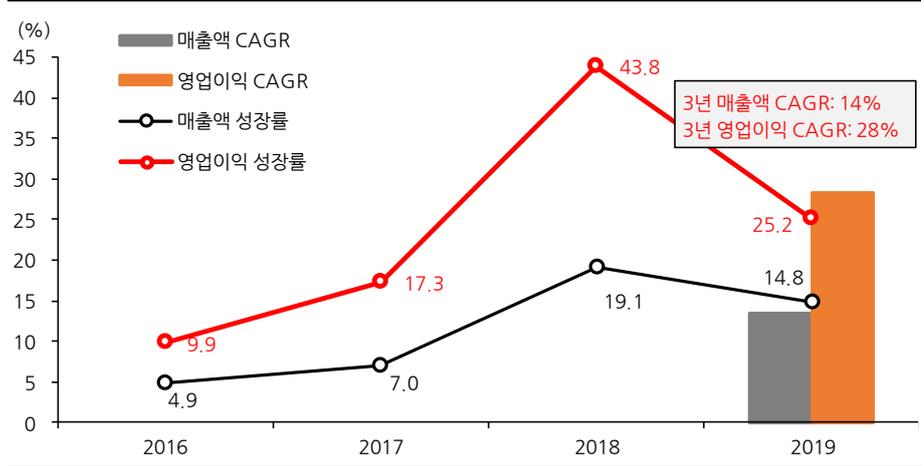
우리는 동사의 올해 실적으로 매출액 738억 원, 영업이익 194억 원을 전망하며, 이는 전년 대비 각각 14.2%, 17.6% 성장하는 수준이다. 연초 이후 지속 상승한 주가는 올해 예상실적 기준 PER 21배다. 밸류에이션 리레이팅이 지속될 것이라고 전망하는 이유는 트래픽 증가세가 빨라짐에 따라 IDC 매출 성장도 가속화될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 IDC 서버 공간에 대한 국내 과금 체계가 글로벌 시장 대비 효율화 되었다는 점을 감안하면 데이터센터 활용 니즈 증가에 따라 동사의 경쟁력 부각은 지속될 것으로 전망한다.

[그림30] 케이아이엔엑스 부문별 실적 추이



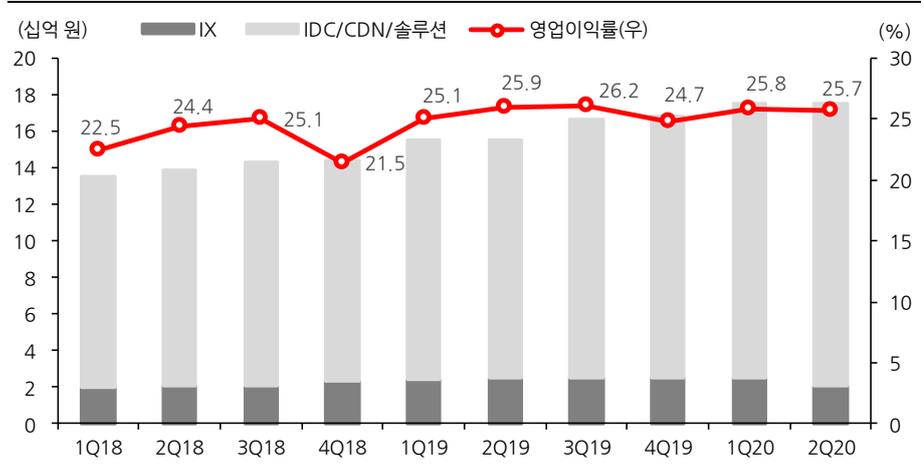
자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 케이아이엔엑스 실적 성장세: 최근 3년 매출액 CAGR 14%



자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 케이아이엔엑스 분기 실적 추이



자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	42	44	47	56	65
매출총이익	20	20	22	27	31
영업이익	7	8	9	13	16
EBITDA	10	11	12	16	28
순이자손익	0	0	1	1	0
외화관련손익	0	0	-1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	1
세전계속사업손익	6	7	8	14	19
당기순이익	5	6	7	12	16
지배주주순이익	5	6	6	12	15
증가율(%)					
매출액	15.4	4.9	7.0	19.1	14.8
영업이익	12.9	9.9	17.3	43.8	25.1
EBITDA	14.1	4.6	10.1	33.6	82.6
순이익	-19.5	39.4	6.2	85.3	25.8
이익률(%)					
매출총이익률	47.0	46.0	47.5	48.1	47.7
영업이익률	16.8	17.6	19.4	23.4	25.5
EBITDA 이익률	24.0	23.9	24.6	27.6	43.9
세전이익률	13.2	16.1	17.0	25.6	29.0
순이익률	10.8	14.3	14.2	22.1	24.3

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	32	36	40	46	55
현금성자산	26	30	30	37	46
매출채권	5	6	9	8	9
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20	24	26	31	50
투자자산	6	13	14	18	16
유형자산	11	10	11	12	31
무형자산	4	2	1	0	2
자산총계	52	60	65	77	105
유동부채	2	5	6	6	13
매입채무	1	3	4	2	2
유동성이자부채	0	0	0	1	7
비유동부채	1	0	0	1	7
비유동이자부채	0	0	0	1	7
부채총계	3	5	7	7	20
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	35	41	47	58	71
자본조정	-1	-1	-3	-3	-3
자기주식	-1	-1	-3	-3	-3
자본총계	49	55	59	70	85

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	9	11	10	13	26
당기순이익	5	6	7	12	16
자산상각비	3	3	2	2	12
운전자본증감	0	2	-1	-3	-1
매출채권 감소(증가)	-1	-1	-3	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	2	2	-3	0
투자활동 현금	-7	-8	-3	-14	-17
유형자산처분(취득)	-3	-2	-3	-4	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-4	-1	3	-7	-9
재무현금흐름	0	0	-3	0	-8
차입금의 증가(감소)	0	0	0	1	-7
자본의 증가(감소)	0	0	-1	-1	-2
배당금의 지급	0	0	1	1	2
총현금흐름	10	10	12	16	29
(-)운전자본증가(감소)	0	-2	1	1	-1
(-)설비투자	3	2	3	4	12
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	7	10	8	11	18
(-)기타투자	0	6	2	5	-1
잉여현금	7	4	6	6	19
NOPLAT	6	7	8	11	14
(+) Dep	3	3	2	2	12
(-)운전자본투자	0	-2	1	1	-1
(-)Capex	3	2	3	4	12
OpFCF	6	10	6	9	15

주: IFRS 연결 기준

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	934	1,182	1,324	2,501	3,083
BPS	9,827	10,912	11,621	13,964	16,719
DPS	100	120	220	400	500
CFPS	2,135	2,005	2,464	3,332	5,880
ROA(%)	9.1	10.2	10.3	17.1	16.5
ROE(%)	9.9	11.4	11.7	19.6	20.1
ROIC(%)	23.8	32.2	38.3	49.7	40.8
Multiples(x, %)					
PER	17.7	11.8	10.4	9.6	11.8
PBR	1.7	1.3	1.2	1.7	2.2
PSR	1.9	1.5	1.4	2.1	2.8
PCR	7.7	7.0	5.6	7.2	6.2
EV/EBITDA	5.4	3.7	3.2	5.2	5.1
배당수익률	0.6	0.9	1.6	1.7	1.4
안정성(%)					
부채비율	6.2	9.5	11.1	9.5	24.0
Net debt/Equity	-52.4	-53.6	-51.9	-51.1	-38.0
Net debt/EBITDA	-256.2	-279.5	-262.4	-231.8	-113.5
유동비율	1,309.8	752.7	646.5	813.7	427.0
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	1,061.8	49.7
자산구조(%)					
투자자본	42.5	31.9	31.1	31.6	40.0
현금+투자자산	57.5	68.1	68.9	68.4	60.0
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	1.9	14.2
자기자본	100.0	100.0	100.0	98.1	85.8



Salesforce.com (CRM.US)

성장주 랠리의 바로미터

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

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 271.50 USD

현재 주가(09/23, USD)	235.99
상승여력	▲15.0
시가총액(백만 USD)	214,751
발행주식수(천주)	910,000
52 주 최고가 / 최저가(USD)	284.5 / 115.29
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,657.3
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	CRM US Equity
산업	인터넷/SW

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.7	24.8	67.9	52.6
상대수익률(NYSE)	17.9	22.0	19.3	61.6

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	13,282	17,098	20,769	24,447
영업이익	535	297	3,622	4,555
EBITDA	1,882	3,345	6,124	7,181
지배주주순이익	1,110	126	3,482	3,584
EPS	1.48	0.15	3.73	3.76
순차입금	-978	-1,694	-8,381	-13,032
PER	172.4	-	63.3	62.7
PBR	7.5	4.8	5.6	5.2
EV/EBITDA	61.7	48.2	34.0	29.0
배당수익률	-	-	0.0	0.0
ROE	5.3	-0.3	10.3	9.2

주가 추이



동사의 FY2Q21 실적은 코로나 19 에도 불구하고 호실적을 달성했습니다. B2B SaaS 시장에서 킬러 SW 를 앞세운 선두 업체로서의 경쟁우위가 재차 확인됐습니다. 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지합니다.

29%의 놀라운 매출 성장률

동사는 FY2Q21 실적으로 매출액 51.5억 달러, non-GAAP EPS는 1.44달러를 기록하며 컨센서스를 각각 5%, 115% 상회했다. 사업부문 별로 살펴보면, 원격 시스템과 디지털 협업을 통한 서비스 수요가 증가 하면서 서비스 클라우드는 20% 성장했고, 플랫폼 매출액은 테블로 인 수요과로 인해 66%나 증가했다. 서프라이즈 요인은 글로벌 통신사들과의 대형 계약과 재택근무 솔루션(Work.com) 판매 급증 효과, 그리고 기존 구독 매출액이 안정적인 수준을 유지했기 때문으로 판단된다.

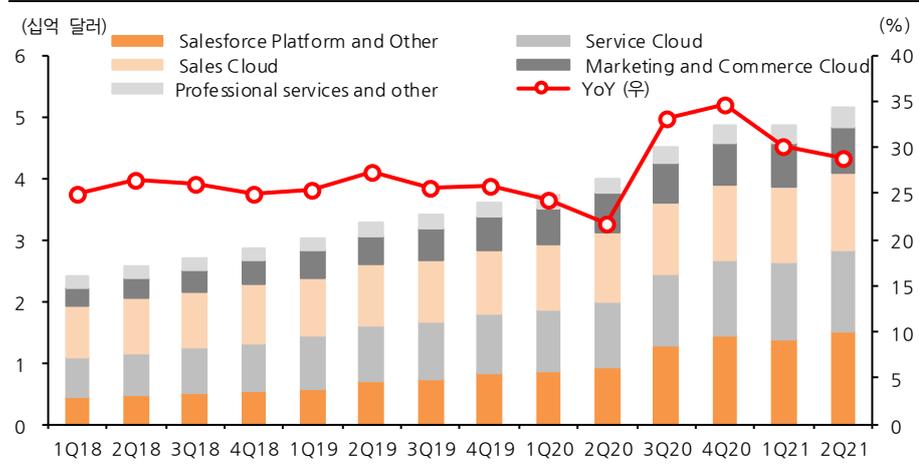
가이던스 상향 조정으로 비친 자신감

1분기에 지연되었던 신규 계약이 체결되고 계약 갱신 등이 가이던스를 상회한 점은 고무적이라고 판단한다. 동사는 2분기 호실적을 반영해 FY2021 매출액 가이던스도 207.5억 달러로 상향 조정했으며, 이는 기존 대비 약 4% 상회하는 수준이다. 코로나19로 인한 부정적인 영향이 하반기에도 지속될 수 있다는 것을 가정했기 때문에 추가적인 실적 상향도 기대할 수 있다고 판단한다. 또한 동사의 경영진은 모든 것을 디지털로 전환하는 시대라는 새로운 기회가 왔기 때문에, 향후 1~2년의 기간이 전략적으로 매우 중요하다고 언급했다. B2B 중심의 기업 중심 사업에서 고객과 대면 중심의 성장도 강화하는 전략으로 보여진다.

디지털 전환을 위한 투자는 지속될 전망

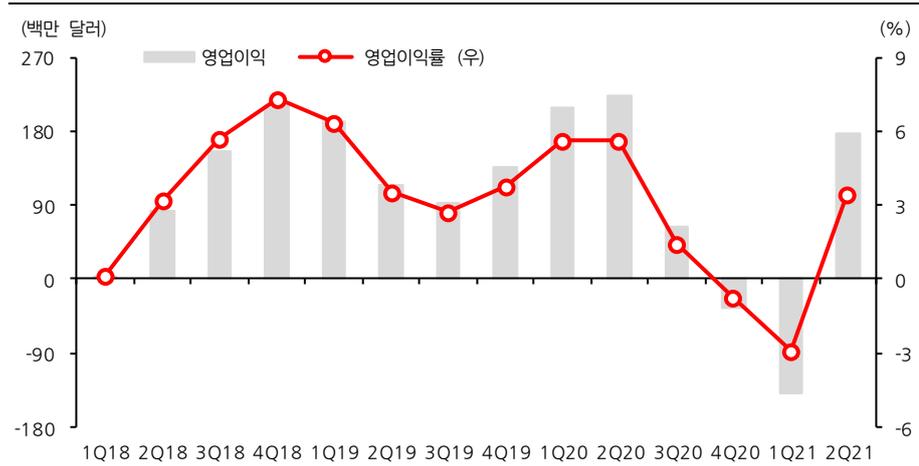
우리는 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지한다. 최근 주가 급등에 따른 단기 변동성 확대 가능성은 존재하지만, 중장기 방향성은 여전히 견고 할 것으로 전망한다. 1) 높은 매출 성장률이 지속되며 글로벌 대표 SaaS 기업으로서의 지배력이 재차 입증됐으며, 2) 기업 인수를 통해 기존 사업을 마케팅, 커뮤니케이션, 전자상거래 등으로 확장시키고, 3) 12 개월 선행 EV/EBITDA도 32배로 최근 일년 평균 55배 대비 낮은 수준인 점을 고려할 때 주가 모멘텀은 지속될 것으로 예상된다.

[그림33] 제품별 분기 매출액 추이 및 YoY 성장률



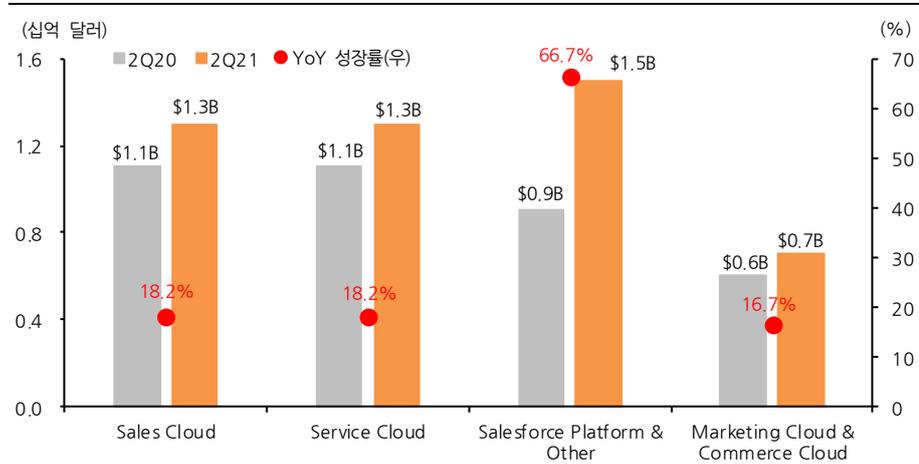
자료: Salesforce.com, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Salesforce.com, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 부문별 매출 성장



자료: Salesforce.com, 한화투자증권 리서치센터

[표13] Salesforce.com의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 백만 달러)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	3,737	3,997	4,513	4,851	4,865	5,151	5,003	5,279	10,540	13,282	17,098	20,769
YoY (%)	24.3	21.8	33	34.6	30.2	28.9	10.9	8.8	24.9	26	28.7	21.5
Subscription and support	3,496	3,745	4,239	4,563	4,575	4,840			9,766	12,413	16,043	
Salesforce Platform & Other	842	912	1,287	1,432	1,364	1,512			3,588	4,040	4,598	
Service Cloud	1,020	1,087	1,140	1,219	1,252	1,303			1,913	2,854	4,473	
Sales Cloud	1,073	1,130	1,168	1,227	1,245	1,279			2,883	3,621	4,466	
Marketing & Commerce Cloud	561	616	644	685	714	746			1,382	1,898	2,506	
Professional services & other	241	252	274	288	290	311			774	869	1,055	
영업비용	2,613	2,806	3,314	3,667	3,751	3,662			7,313	9,296	12,400	
YoY (%)	27.6	21.1	37.5	45.5	43.6	30.5			22.2	27.1	33.4	
영업이익	210	224	65	-36	-140	178	903	977	454	535	463	3,622
YoY (%)	9.9	94.8	-29.3	-126.3	-166.7	-20.5	1289.7	흑전	108.3	17.8	-13.5	682
영업이익률 (%)	5.6	5.6	1.4	-0.7	-2.9	3.5	18.1	18.5	4.3	4	2.7	17.4
당기순이익	392	91	-109	-248	99	2,625	-23	-9	360	1,110	126	2,743
순이익률 (%)	10.5	2.3	-2.4	-5.1	2	51	-0.5	-0.2	3.4	8.4	0.7	13.2

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

주3: 1/31일 결산 법인

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 백만 달러)

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,374	6,667	8,437	10,540	13,282	17,098	20,769	24,447
영업이익	-146	115	218	454	535	297	3,622	4,555
영업이익률(%)	-2.7	1.7	2.6	4.3	4.0	1.7	17.4	18.6
세전이익	-213	64	179	420	983	706	4,469	4,567
순이익	-263	-47	323	360	1,110	126	3,482	3,584
순이익률(%)	-4.9	-0.7	3.8	3.4	8.4	0.7	16.8	14.7
EBITDA	303	641	850	1,238	1,882	3,345	6,124	7,181
EBITDA margin(%)	5.6	9.6	10.1	11.7	14.2	19.6	29.5	29.4
EPS	-0.42	-0.07	0.47	0.5	1.48	0.15	3.73	3.764
EPS 증가율	7.7	-83.3	-771.4	6.4	196.0	-89.9	2,386.7	0.9
BPS	6.1	7.5	10.6	14.2	20.3	37.9	42.0	45.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-2.7	-0.4	2.1	1.8	4.2	0.3	11.2	-
ROE	-7.8	-2.7	4.7	3.9	5.3	-0.3	10.3	9.2
배당수익률	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0
배당성향	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	-520	-1,439	-200	-2,801	-978	-1,694	-8,381	-13,032
PER(x)	-	-	187.9	240.4	172.4	-	63.3	62.7
PBR	9.2	9.1	7.5	8.0	7.5	4.8	5.6	5.2
EV/EBITDA(x)	119.6	69.0	65.6	64.9	61.7	48.2	34.0	29.0
CAPEX	-290	-710	-464	-534	-595	-643	-677	-826
FCFF	891	962	1,698	2,204	2,803	3,688	4,210	5,390

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

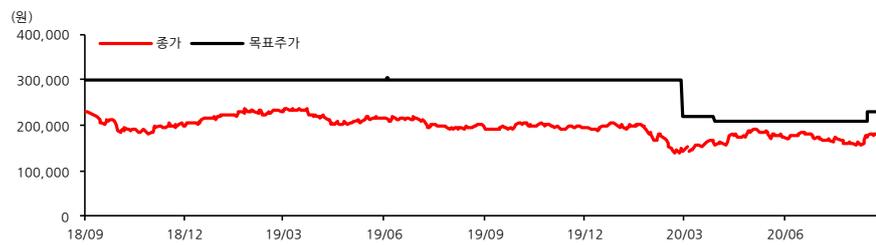
(공표일: 2020년 09월 24일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성에스디에스 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

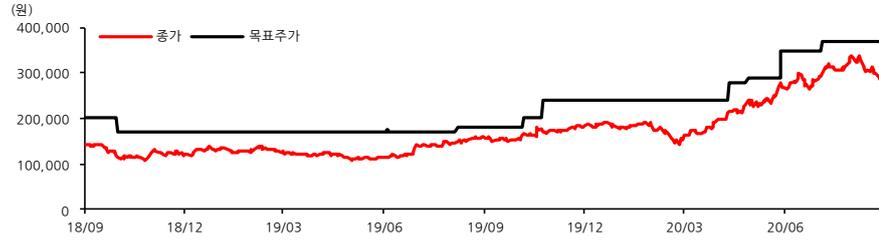
일 시	2018.10.26	2018.11.05	2018.11.27	2018.12.03	2018.12.12	2019.01.21
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.01.25	2019.04.08	2019.04.26	2019.05.17	2019.06.05	2019.06.11
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.07.25	2019.10.07	2019.10.24	2019.10.25	2019.11.11	2020.01.13
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2020.01.31	2020.03.26	2020.04.24	2020.06.29	2020.07.27	2020.09.09
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	220,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2020.09.11	2020.09.24				
투자이전	Buy	Buy				
목표가격	230,000	230,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.25	Buy	300,000	-35.80	-27.67
2020.03.26	Buy	220,000	-29.58	-24.55
2020.04.24	Buy	210,000	-17.54	-9.05
2020.09.11	Buy	230,000		

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

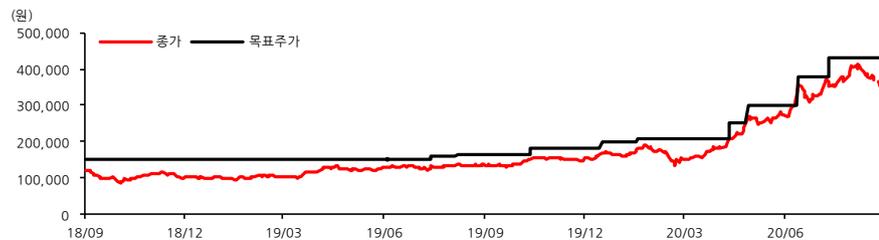
일 시	2016.08.12	2018.10.15	2018.10.26	2018.11.27	2019.01.10	2019.01.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		200,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.02.01	2019.03.19	2019.04.26	2019.05.03	2019.07.08	2019.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.09.02	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.01	2019.11.11	2019.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	200,000	200,000	240,000
일 시	2020.01.13	2020.01.31	2020.03.10	2020.03.18	2020.04.24	2020.05.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	280,000
일 시	2020.05.25	2020.06.24	2020.07.31	2020.08.05	2020.09.16	2020.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	350,000	370,000	370,000	370,000	370,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.10.15	Buy	200,000	-35.97	-32.00
2018.10.26	Buy	170,000	-26.93	-12.65
2019.09.02	Buy	180,000	-14.26	-8.89
2019.11.01	Buy	200,000	-16.73	-10.00
2019.11.19	Buy	240,000	-26.10	-11.67
2020.05.07	Buy	280,000	-22.02	-17.68
2020.05.25	Buy	290,000	-16.79	-4.83
2020.06.24	Buy	350,000	-20.13	-14.57
2020.07.31	Buy	370,000		

[카카오 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

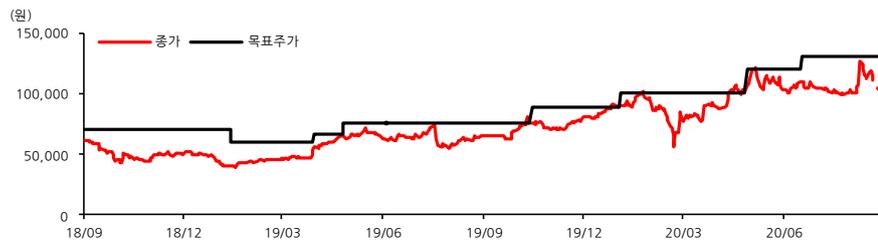
일 시	2016.08.12	2018.10.15	2018.11.09	2018.11.27	2019.01.21	2019.02.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2019.03.08	2019.03.19	2019.05.03	2019.05.10	2019.08.09	2019.09.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	160,000	165,000
일 시	2019.10.11	2019.10.24	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	165,000	165,000	180,000	180,000	200,000	210,000
일 시	2020.03.10	2020.03.30	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09	2020.08.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	250,000	300,000	380,000	380,000
일 시	2020.08.07	2020.09.16	2020.09.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	430,000	430,000	430,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.27	Buy	150,000	-23.95	-9.33
2019.08.08	Buy	160,000	-17.66	-15.94
2019.09.02	Buy	165,000	-16.84	-8.48
2019.11.08	Buy	180,000	-14.48	-8.33
2020.01.13	Buy	200,000	-16.67	-10.50
2020.02.14	Buy	210,000	-19.34	-1.90
2020.05.08	Buy	250,000	-10.98	-1.20
2020.05.25	Buy	300,000	-9.83	9.33
2020.07.09	Buy	380,000	-10.75	-2.50
2020.08.07	Buy	430,000		

[더존비즈온 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.10.29	2018.11.05	2018.11.27	2018.12.03	2018.12.12	2019.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	60,000
일 시	2019.04.25	2019.05.22	2019.06.11	2019.07.25	2019.08.14	2019.10.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	66,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2019.10.24	2019.11.11	2020.01.13	2020.01.30	2020.02.25	2020.03.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	88,000	88,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2020.03.24	2020.04.28	2020.05.25	2020.07.14	2020.07.27	2020.08.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	120,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2020.09.24					
투자의견	Buy					
목표가격	130,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.08	Buy	60,000	-24.52	-10.67
2019.04.25	Buy	66,000	-9.20	-0.76
2019.05.22	Buy	75,000	-13.44	7.33
2019.11.11	Buy	88,000	-11.69	3.30
2020.01.30	Buy	100,000	-11.29	6.50
2020.05.25	Buy	120,000	-9.19	1.67
2020.07.14	Buy	130,000		

[현대오토에버 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2020.09.23	2020.09.24				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표주가	김소혜	72,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.09.24	Buy	72,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%