

2021

연간전망

인터넷 · SW · 미디어



(Positive)

놓지 말아야 하는 이유

| 2020년 11월 12일 |

분석종목 NAVER | 카카오 | 삼성에스디에스 | 더존비즈온 | 현대오트에버 | CJ ENM | 제일기획 | 이노션
케이아이엔엑스 | salesforce.com | Adobe | Intuit

| Contents |

I. 투자전략	03
II. 인터넷: 광고와 커머스의 고도화, 데이터 가치 부각	05
1. 광고와 커머스의 고도화	05
2. 핀테크, 이제 돈을 버는 구간 진입	08
3. 데이터 비즈니스 본격화	10
III. 소프트웨어: 정부 정책과 Cloudification으로 가속화	13
1. 정부 정책 구체화로 인해 가팔라진 성장	13
2. 클라우드 전환의 가속화	15
3. 예상되는 변화와 수혜 기업 찾기	17
IV. 미디어: 업황 반등과 디지털화	20
1. TV 광고 시장 쇼크에서 회복 중	20
2. 낮은 기저 실적 베이스로 턴어라운드 가시화	21
3. CJ ENM과 제일기획, 상대적 밸류에이션 매력 보유	22
V. 기업분석	25
1. NAVER (035420)	26
2. 카카오 (035720)	30
3. 삼성에스디에스 (018260)	34
4. 더존비즈온 (012510)	37
5. 현대오토에버 (307950)	40
6. CJ ENM (035760)	43
7. 제일기획 (030000)	47
8. 이노션 (214320)	50
9. 케이아이엔엑스 (093320)	53
10. salesforce.com (CRM.US)	57
11. Adobe (ADBE.US)	61
12. Intuit (INTU.US)	64
VI. Appendix	68

I. 투자전략

>> 인터넷: 광고와 커머스의 고도화, 데이터 가치 부각

2021년에도 네이버와 카카오의 주요 사업은 고성장이 지속될 것으로 전망된다. 주요 수익원인 광고와 커머스 사업은 한단계 고도화되면서 국내 시장에서의 지배력이 더욱 강화될 것으로 예상된다. 또한, 간편결제 중심으로 성장해온 핀테크 사업은 이제 돈을 버는 구간에 진입했다. 내년에는 실적 기여뿐만 아니라 오픈뱅킹, 마이데이터 등 정부 정책 시행과 함께 수년간 축적해온 데이터의 가치가 부각될 것으로 판단한다.

투자자 입장에서는 코로나19 백신 등장으로 인해 언택트 관련주의 성장 둔화를 우려할 수 있다. 하지만, 우리는 단지 밸류에이션이 높다는 이유만으로 주식을 매도해서는 안된다고 판단한다. 1) 과도한 주가 상승으로 인한 차익 실현과 대선 불확실성 등으로 이미 조정세를 나타냈으며, 2) 내년에도 광고와 커머스 등 주요 사업 매출 성장세가 꺾이지 않고 가파르게 증가할 것으로 전망되고, 3) 자회사들의 이익 기여가 본격화되며 실적 개선이 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 이미 이용자들은 플랫폼 기업들이 제공하는 서비스의 편리함에 락인 되었으므로 패러다임 변화에 또 다시 되돌림 현상은 없을 것이라고 본다.

>> 소프트웨어: 정부 정책과 Cloudification 으로 가속화

정부가 추진하는 디지털 뉴딜 정책의 핵심은 데이터, 클라우드, 비대면 솔루션이라고 판단한다. 내년부터 수 년간에 걸쳐 정책이 구체화되면서 등장할 새로운 산업을 감안하면 SW 기업들의 장기 성장 잠재력은 매력적이다. 정부 정책 시행뿐만 아니라, 코로나19로 인한 비대면 문화 확산, 기술 고도화로 인해 향후 클라우드 전환에 대한 수요도 급격히 확대될 것으로 예상된다.

우리는 국내외 클라우드 시장의 급격한 시장 성장으로 인해, 1) 클라우드 관리 영역이 부각되고, 2) SaaS 기업들의 중장기 성장성이 가팔라지며, 3) 데이터센터 운영 사업자의 역할이 강화될 것으로 전망한다. 이에 수혜 기업은 삼성에스디에스, 케이아이엔엑스다.

>> 미디어: 업황 반등과 디지털화

광고 기업들의 올해 상반기 합산 영업이익은 전년동기 대비 25% 감소했다. 대외 불확실성과 최악이었던 매체광고 업황을 감안하면 양호했지만, 안정적인 실적 성장세를 유지해오던 대형 대행사들의 투자릿수 이익 감소는 오랜만이였다. 하지만, 광고 업황은 이미 개선세에 진입했으며 2021년 상반기는 기저효과가 극대화될 전망이다. 시장조사기관에 따르면, 하반기 광고 경기는 점차 개선될 것으로 전망되는데, 특히 피해가 컸던 지상파와 케이블TV의 KAI 지수는 2분기를 저점으로 강하게 반등하고 있다.

이처럼 우리는 올해 성장이 둔화됐던 대행사와 매체광고 기업들의 내년 실적 성장 가능성이 높다고 판단하며, 특히 밸류에이션이 역사적 최하단 구간에 근접해 있는 CJ ENM과 제일기획을 최선호주로 제시한다.

[표1] 분석대상 기업 요약

(단위: 십억 원, %, 배)

기업	NAVER	카카오	삼성에스디에스	더존비즈온	현대오토에버	CJ ENM	제일기획	이노션	케이아이엔엑스	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Not Rated	
목표주가(원)	370,000	450,000	230,000	130,000	75,000	170,000	27,000	70,000	-	
상승여력(%)	30.7%	26.4%	34.5%	25.6%	10.3%	26.2%	25.6%	17.8%	-	
시가총액(십억 원)	46,487	31,416	13,232	3,104	1,428	2,954	2,473	1,188	353	
실적 전망										
2019	매출액	4,356	3,070	10,720	263	1,572	3,790	3,422	1,274	64.6
	영업이익	1,155	207	990	67	80	269	206	122	16.5
	당기순이익	397	-342	750	51	57	59	139	95	15.7
2020E	매출액	5,261	4,045	10,866	305	1,609	3,439	2,992	1,254	71.2
	영업이익	1,194	463	834	76	88	264	212	108	18.1
	당기순이익	747	515	470	54	64	150	147	85	16.2
2021E	매출액	6,337	5,136	11,415	344	1,821	3,843	3,175	1,318	81.5
	영업이익	1,330	717	952	89	109	299	238	136	21.8
	당기순이익	963	641	756	66	73	176	161	99	20.8
YoY 성장률										
2020E	매출액	20.8%	31.8%	1.4%	16.1%	2.4%	-9.2%	-12.5%	-1.6%	10.1%
	영업이익	3.4%	123.7%	-15.8%	14.3%	9.2%	-1.9%	3.2%	-11.5%	9.9%
	당기순이익	88.2%	흑전	-37.3%	5.1%	12.4%	156.7%	5.1%	-10.4%	3.3%
2021E	매출액	20.5%	27.0%	5.1%	12.8%	13.2%	11.7%	6.1%	5.1%	14.5%
	영업이익	11.4%	55.0%	14.2%	17.0%	24.7%	13.1%	12.1%	25.9%	20.4%
	당기순이익	28.9%	24.4%	60.7%	24.0%	13.5%	16.8%	10.1%	16.7%	28.4%
Valuation										
P/E	2020E	52	61.1	28.6	58.3	22.5	20.4	17	18.1	21.7
(배)	2021E	40.4	48.8	17.9	46.8	19.7	17.5	15.3	14.7	16.9
P/B	2020E	6.9	5	1.9	8.2	2.6	0.9	2.4	1.5	-
(배)	2021E	5.9	4.5	1.8	7.2	2.3	0.9	2.3	1.4	-

주: 11월 10일 종가 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

II. 인터넷: 광고와 커머스의 고도화, 데이터 가치 부각

1. 광고와 커머스의 고도화

>> 성과형 광고로 새로운 시장 개화

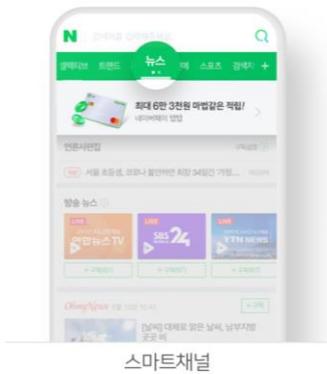
성과형 광고 출시로
신규 광고 시장 확대

네이버와 카카오의 성과형(클릭 수에 따라 광고비를 책정하는 광고 상품) 광고는 올해 디스플레이 광고 시장의 급격한 성장을 만들어냈다. 코로나19 확산으로 인해 대외 불확실성이 확대된 광고주들은 ROI를 증대시킬 수 있는 광고 상품에 예산 집행을 늘리기 시작했으며, 이러한 현상은 내년에 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

인벤토리 증가와
가격 인상 효과로
고성장세 유지될 전망

네이버의 3분기 광고 매출액은 성과형 광고 ‘스마트채널’의 성장에 힘입어 전년동기 대비 26% 성장했다. 4분기와 내년에도 인벤토리 증가와 가격 인상 효과로 인해 높은 성장률이 유지될 것으로 전망한다. 동사는 성과형 광고의 노출 지면을 기존 뉴스, 연예, 스포츠 탭에서 기타 탭으로 확대하고, 모바일 카페 홈, 밴드 등에도 확대 적용한다고 밝혔다. 카카오 역시 지난해 3분기 2억~3억원이었던 특비즈보드 일평균 매출이 이번 3분기에는 7~8억 원까지 늘어난 것으로 파악된다. 향후 기존 채팅 탭에서도 광고 노출을 점진적으로 상승시킴으로써 비즈보드 매출은 지속 성장세를 유지할 것으로 판단한다.

[그림1] 네이버의 스마트채널 광고



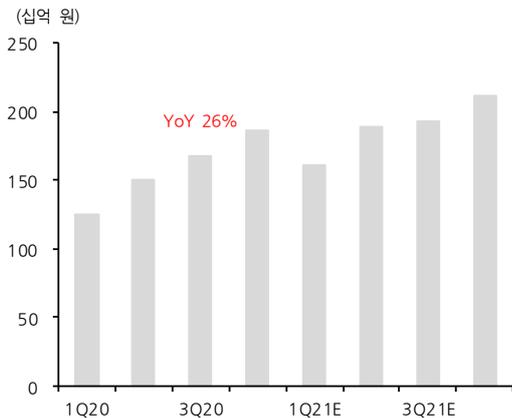
자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 카카오의 특비즈보드 광고



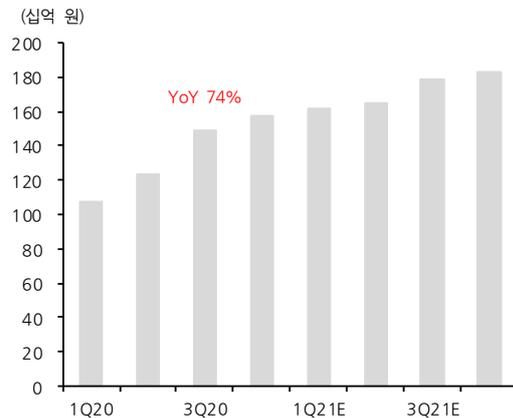
자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 네이버의 광고 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림4] 카카오의 특비즈보드 광고 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터 추정

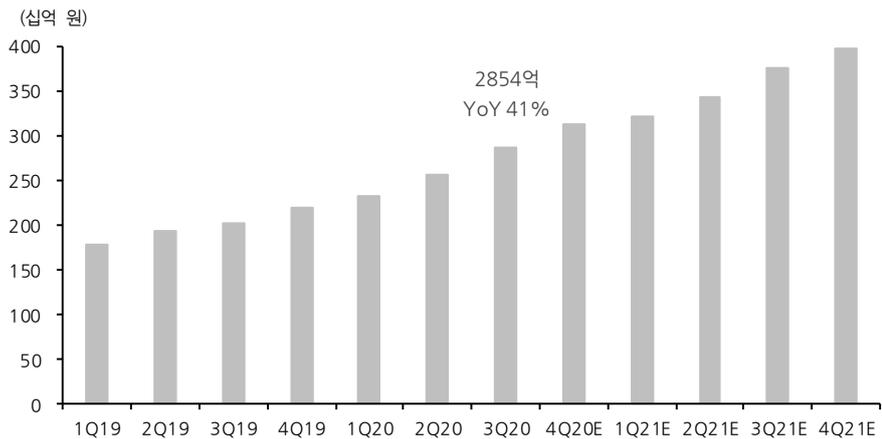
» 커머스의 고도화, 지배력은 확대될 전망

인터넷 기업들의 커머스 사업은 이미 각 사의 캐쉬카우로 자리잡았으며, 향후 서비스 고도화를 통해 플랫폼 경쟁력을 확대해 나갈 것으로 전망된다.

인터넷 기업의 커머스 성장률은 시장 성장률을 크게 상회 중

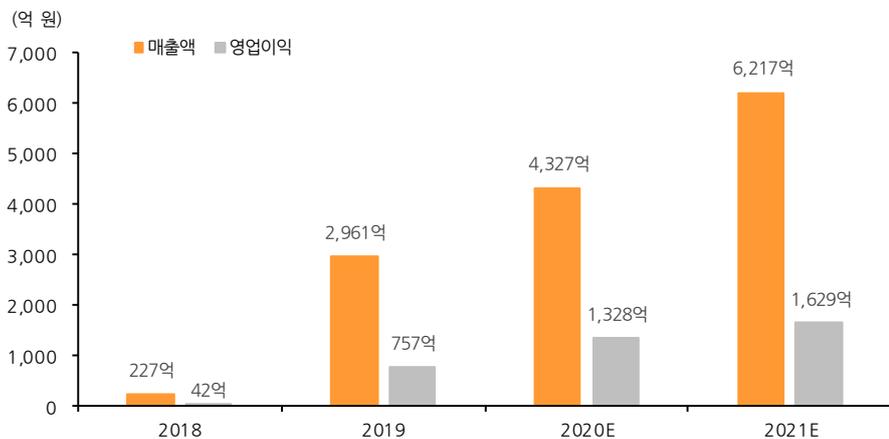
네이버는 최초로 이번 실적 발표에서 커머스 매출을 재무제표에서 별도 분리, 공시했다. 3분기 동사의 커머스 매출액은 전년동기 대비 41% 증가한 2854억 원을 기록했다. 카카오의 3분기 커머스 거래대금도 전년동기 대비 68% 성장했다. 같은 기간 국내 이커머스 시장이 20% 중반 수준의 성장률을 기록한 점을 고려하면, 인터넷 기업의 성장세는 압도적이다. 네이버의 커머스 사업은 전사 매출 내에서 21%를 차지할 정도로 주요 수익원 중 하나가 되었고, 카카오의 커머스 사업은 이미 30% 대의 영업이익률을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 두 기업 모두 커머스 부문은 전사 수익성을 뒷받침하는 사업으로 자리잡았다.

[그림5] 네이버 커머스 매출 추이 및 전망: 시장 성장률을 상회하는 성장세 지속



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림6] 카카오 커머스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터 추정

라이브커머스 출시

최근에는 커머스 사업의 고도화를 위해 여러 서비스를 출시했다. 가장 두드러진 변화는 라이브커머스다. 누군가(쇼호스트, 인플루언서, 판매자 등)가 이용자를 대신해서 상품의 디테일들을 설명하고 실시간 소통을 통해 궁금증을 해소해 준다. 전통적인 형태의 이커머스는 제품 검색, 주문, 구매, 배송까지 해결해주지만 소통에 대한 욕구를 만족시키지는 못했다. 반면, 라이브커머스는 실시간 방송을 통해 판매자나 인플루언서에게 궁금한 점을 바로 질문하고 여과 없이 대화를 나눌 수 있어 오프라인 매장에서 쇼핑하듯이 실시간으로 판매자와 소통할 수 있는 기능이다.

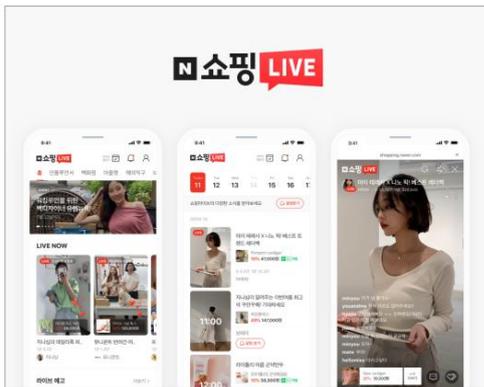
시장 초기 단계지만, 최근 지표는 가파른 성장세를 나타내는 중

라이브커머스 시장은 아직 초기 단계라 어느 정도의 시장을 형성할지 예상하긴 어렵지만, 인터넷 기업들의 도입 이후 나타나는 지표들을 고려하면 시장 규모는 가파르게 커질 것으로 전망된다.

지난 9월 기준, 네이버의 라이브커머스 판매자 수와 라이브 진행 수는 전월 대비 2배 증가했다. 방송 시청(view) 수도 전월 대비 1.6배, 거래액은 2.5배 증가했다고 밝혔다. 카카오 쇼핑라이브 역시 카카오톡의 광범위한 이용자 기반과 특채널을 통한 접근성을 발판으로 100일 만에 특채널 친구 수 100만 명을 달성하고 누적 시청 횟수 500만 회를 넘는 등 가파른 성장세를 나타냈다.

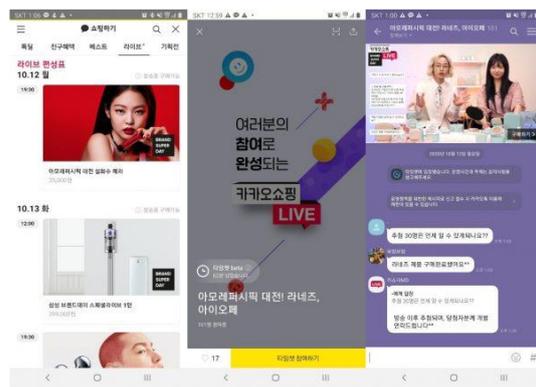
이들은 TV홈쇼핑보다 낮은 수수료로 메가트래픽을 가능하게 했다. 특히 SME 판매자들에게 의미 있는 브랜딩과 고객 소통 채널로 자리잡으면서 기존 커머스 플랫폼 경쟁력이 강화될 것으로 전망한다.

[그림7] 네이버의 라이브커머스



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 카카오의 라이브커머스



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

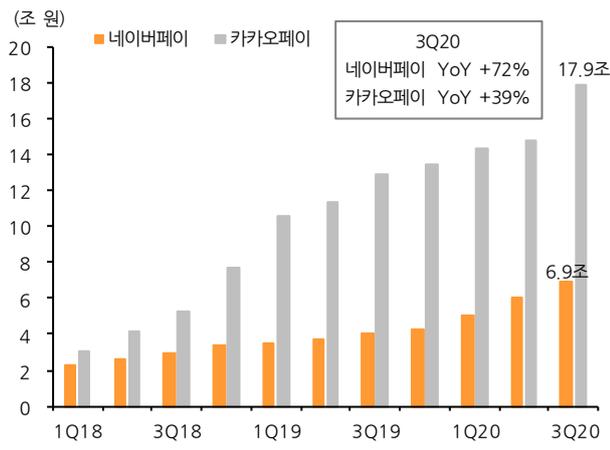
2. 핀테크, 이제 돈을 버는 구간 진입

핀테크 시장의 수익화 시작
 지금까지의 핀테크 시장은 간편결제를 중심으로 하는 1차 성장이 나타났다. 내년에는 두 번째 시장 성장으로 인해 기업들의 수익화 기여가 본격화될 것으로 전망한다.

국내 이커머스 시장 내 점유율, 지속 확대 중
 인터넷 기업들의 간편결제 거래액 성장세는 지속되고 있으며, 코로나19 이후 더욱 가파르게 증가했다. 지난 3분기 기준 네이버페이와 카카오페이의 거래액은 전년동기 대비 각각 72%, 39% 증가한 6.9조 원, 17.9조 원을 기록했다. 네이버페이가 국내 이커머스 시장 내에서 차지하는 비중이 16%를 돌파했다는 점도 고무적이다.

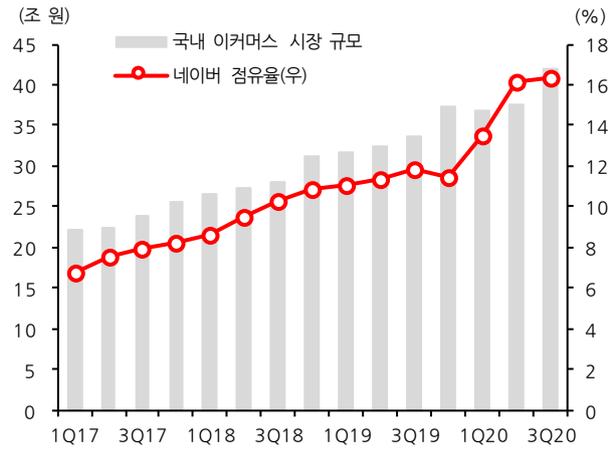
향후에도 비대면 소비 확대 트렌드와 이용자의 락인 현상으로 인해 이용 금액과 빈도가 더욱 커질 가능성이 높다고 판단한다. 또한, 네이버는 최근 핀테크 관련 매출을 따로 구분하여 공개하기 시작했는데, 이는 본격적인 사업 확대와 수익화에 대한 회사의 의지를 반영한다고 판단된다.

[그림9] 네이버페이와 카카오페이의 GMV 추이



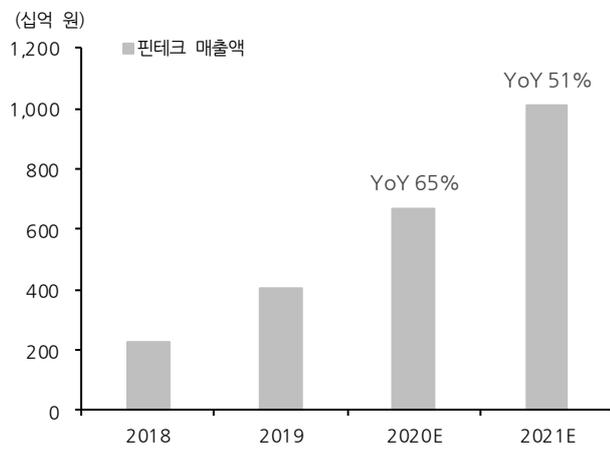
자료: NAVER, 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 국내 이커머스 내 네이버페이 점유율 추이



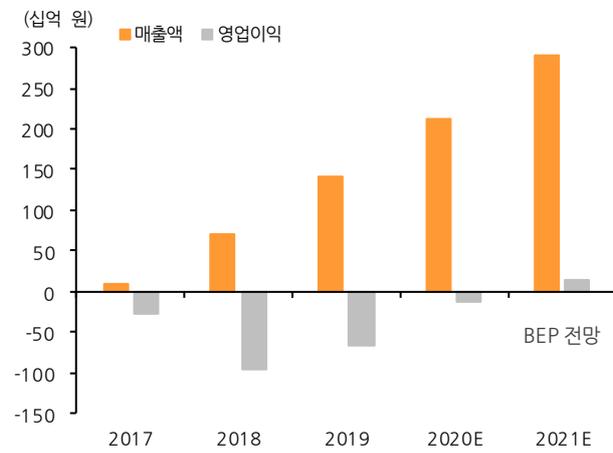
자료: 통계청, NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 네이버의 핀테크 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림12] 카카오페이 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터 추정

대안신용평가 시스템을
활용한 소상공인 대출
서비스 출시

이제 돈을 버는 구간이 시작됐다. 네이버는 자체 대안신용평가 시스템을 활용한 중소기업 대출 서비스를 시작하며 B2B 금융 서비스 시장에 진출한다. 네이버는 미래에셋캐피탈과 함께 ‘SME 대출’이라는 이름으로, 금융 이력이 없는 사업자도 은행권 수준의 대출금리로 대출을 받을 수 있는 서비스를 공개했다. 이 SME에는 당연히 네이버쇼핑에 입점하고 있는 판매자들이 포함된다. 네이버는 자사 플랫폼에 취합되는 SME들의 현금 흐름과 판매자 신뢰도 등 데이터를 종합적으로 고려하여 ACSS(Alternative Credit Scoring System: 대안신용평가시스템) 구축했다.

네이버쇼핑과 네이버페이의
성장으로 이어지는 선순환
전망

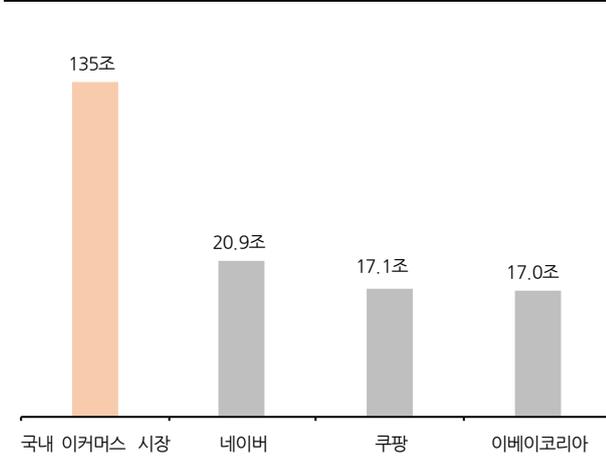
이러한 서비스는 네이버 스마트스토어 SME들의 성장, 더 나아가 네이버쇼핑과 네이버페이의 성장으로 이어지고 이를 통해 누적된 데이터는 다시 한 번 네이버 금융 서비스의 경쟁력이 되는 선순환으로 이어질 것으로 예상된다.

동사는 커머스 사업의 지배력을 이미 보였다. 지난해 국내 온라인 커머스 시장 규모는 약 135조 원인데, 이 중 네이버가 약 21조 원을 차지하며 1등 사업자로 자리잡았고, 경쟁사들과의 이 격차는 더욱 커질 것으로 예상된다.

스마트스토어 사업자수
38만 개 돌파: 소상공인
판매자의 플랫폼 구축을
의미

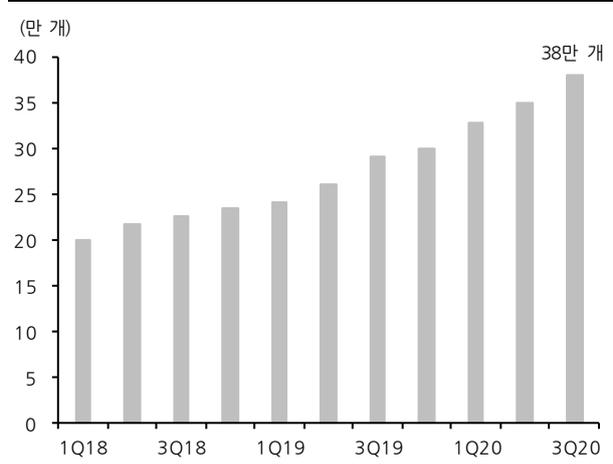
소상공인들이 네이버에 무료로 상품을 등록해 판매할 수 있는 쇼핑 플랫폼인 스마트스토어 사업자수도 누적 38만 개나 이르렀다. 결국 네이버파이낸셜의 궁극적인 사업 지향점은 커머스를 통해 이용자와 판매자의 플랫폼을 구축하고 그 데이터를 기반으로 편리한 금융 서비스를 제공하는 것이라고 판단한다.

[그림13] 국내 이커머스 시장 규모와 사업자들 간 비교



자료: 와이즈앱, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 네이버 스마트스토어 사업자수 추이



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

3. 데이터 비즈니스 본격화

규제 환경 완화로 데이터
비즈니스 본격화 전망

2021년은 오픈뱅킹이 본격화되고 규제환경이 완화됨에 따라 데이터 비즈니스가 본격화 될 전망이다. 우리는 지난 8월, 데이터3법 개정안 시행을 통해 새롭게 부각될 산업에서 경쟁 우위를 갖고 선점하는 기업들의 기업가치는 가파르게 높아질 것이라는 의견을 제시했다. 일단, 어떻게 보면 새로운 사업 기회 등장에 대한 기대감으로 질(Quality) 좋은 데이터를 보유하고 있는 인터넷 기업들의 가치 상승세가 나타났다고 판단한다.

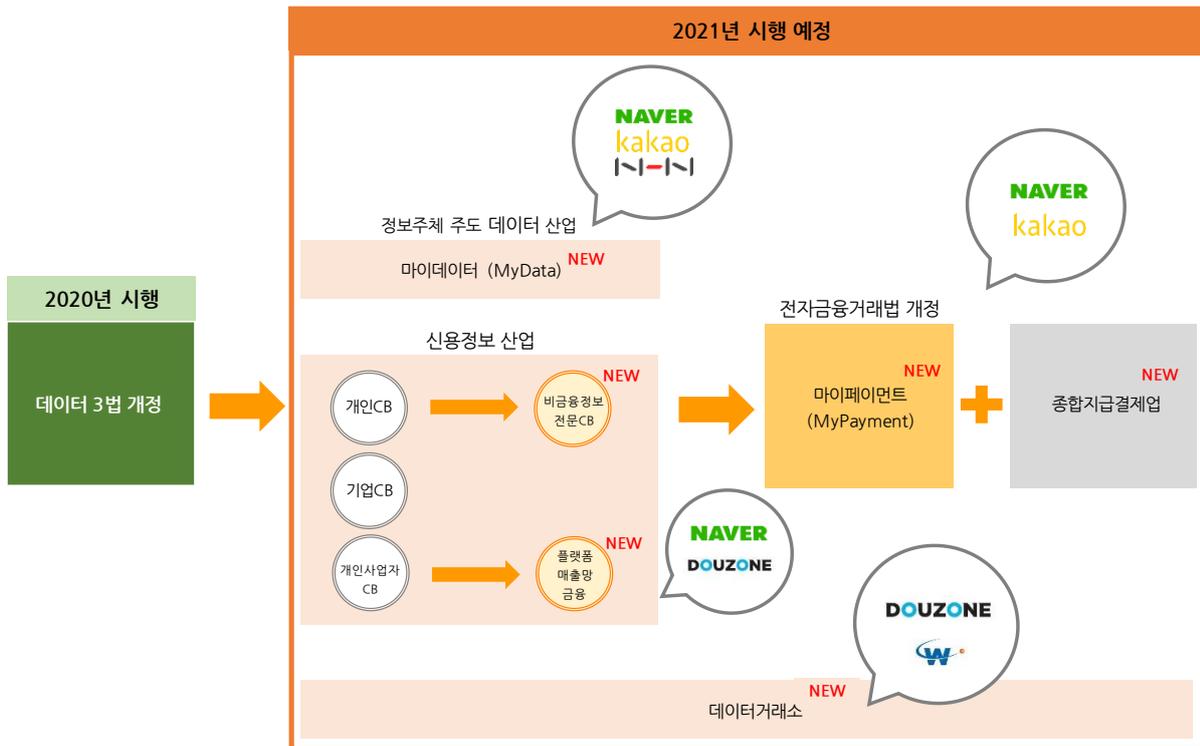
궁극적으로 시장을 장악하는
기업은 또 다른 레벨의
가치 상승이 반영될 것

하지만, 이게 끝이 아닐 것이다. 새롭게 생기는 영역은 핀테크, 플랫폼 기업뿐만 아니라 은행, 보험사 등 기존 금융기관들과도 치열한 경쟁구도가 예상되는 ‘무한 경쟁’이 되겠지만, 궁극적으로 시장을 장악할 수 있는 기업들은 지금 상상하기 어려운 또 다른 레벨의 가치 상승이 반영될 것으로 전망한다.

데이터를 기반으로 응용할 수 있는 사업 모델은 무궁무진하다. 부가가치를 창출하고 마케팅 수단을 찾을 수도 있다. 그리고, 데이터는 감가상각이 적용되지 않는 특성이 있기 때문에 무한 성장의 기회가 열릴 것으로 예상된다. 사용할수록 가치가 하락하는 것이 아니라 오히려 다른 데이터와 결합하면 더 큰 가치가 생기게 된다.

내년에 변화가 나타날 산업은 다음과 같다. 1) 신용평가시장의 확대에 의한 소상공인 대출 사업이 시작되고, 2) 마이데이터(MyData) 시장이 개화되며, 3) 종합지급결제업 도입으로 인해 현존하는 금융 서비스 전달 체계가 완전히 바뀔 것으로 예상된다.

[그림15] 새로운 데이터 산업 등장과 각 기업들의 경쟁 심화 예상



자료: 한화투자증권 리서치센터

마이데이터 사업자
라이선스는
21년 2월 선정 예정

마이데이터 사업자는 내년 2월 최종 선정될 예정이다. 핀테크 기업뿐 아니라 금융회사, 통신 기업 등 116개의 기업이 사전 수요 조사에서 신청 의사를 밝힐 정도로 많은 업체들이 마이데이터에 사활을 거는 이유는 무엇일까?

마이데이터 사업자로 선정되면 금융기관이 아니더라도 고객 동의하에 고객의 금융 정보를 모든 금융기관으로부터 수집해 활용할 수 있게 된다. 이를 바탕으로 데이터를 활용한 맞춤형 금융 상품 추천은 물론, 개인 자산관리 서비스(Private Banking) 등을 비대면 상에서 제공할 수 있기 때문이다. 대다수의 기업들이 주목하고 있는 이 시장에서는 핵심은, 과연 ‘어느 사업자가 먼저 고객의 명시적 동의를 이끌어내어, 주거래 앱(주거래 사업자)이 되느냐가 관건이라고 볼 수 있다.

큰 혜택과 유인이 있어야만
이용자의 참여도가
높아질 것

사실, 온라인·모바일 채널을 통한 금융 상품 서비스는 이미 존재한다. 단순히 금융 상품을 비교해 조금 더 나은 조건의 상품을 추천해주는 서비스가 증가한 정도로 이용자의 참여도가 높아지고, 기존 행동 패턴의 고착성이 깨지지 않을 것이다. 다시 말해, 다른 큰 혜택과 유인이 있지 않다면, 본인의 정보 이동에 동의하는 것이 꺼려질 수 있을 것이다.

플랫폼 기업이 경쟁 우위를
가질 것이라고
판단하는 이유

우리는 국내 대표적인 플랫폼을 보유한 네이버와 카카오가 각각 네이버파이낸셜과 카카오페이를 통해 가장 경쟁 우위가 있는 마이데이터 사업자가 될 것으로 전망한다. 다양한 원천으로부터 데이터를 모아 효과적으로 결합, 이용자에 대한 이해도를 높이고 이를 고객 경험으로 연결하는 역량, 데이터 수집, 분석 역량이 중요한 요인이 될 것으로 판단한다. 고객의 동의하에 교환되는 금융의 거래와 상품 정보는 마이데이터 사업자라면 모두가 가지는 정보이므로 차별적 요소가 되기 어렵다고 본다. 이에 추가적으로 통신, 건강, 소셜, 관심사 등의 정보들이 결합돼야 차별적 요소로 작용할 수 있다고 판단한다.

이는 기존 금융기업이 해오던 방식이 아닌, 네이버파이낸셜이나 카카오페이와 같은 디지털 DNA를 가진 기업들이 강점을 가진 분야로 볼 수 있다. 게다가 이들은 단순히 계좌통합조회 서비스가 아닌 커머스, 메신저, 모빌리티 등 다른 산업과의 연계를 통해 생활 밀착형 플랫폼으로 경쟁력을 갖출 수 있어 종합 금융 플랫폼으로서의 경쟁력이 제고될 수 있을 것으로 판단하기 때문이다.

단순 애그리게이터 역할이
아닌 다른 서비스까지
결합해야만
BM을 다변화할 것으로 전망

이들은 이미 각각 1200만 명, 2000만 명이라는 이용자를 자사의 지급결제(페이먼트) 서비스를 통해 확보했다. 이를 기반으로 사용도가 매우 높은 이커머스 플랫폼, SNS 등과 연결하기 위한 각종 서비스들이 등장하기 시작했다. 즉 단순 마켓플레이스로서 혹은 애그리게이터(agggregator) 역할에 그친다면 결국 수익모델은 타깃 마케팅을 통한 광고 수익뿐이지만, 커머스나 다른 금융 영역까지 결합한다면 부가가치가 매우 커질 것으로 예상된다.

마이페이먼트와
종합지급결제사업자
도입 예정

또한 정부는 ‘디지털 금융 종합 혁신 방안’을 발표하며 ‘마이페이먼트’와 ‘종합지급결제 사업자’의 도입까지 예고했다. 마이페이먼트는 고객의 동의를 통해 결제 서비스 제공에 필요한 금융계좌 정보에 접근하는 것이 가능하고, ‘종합지급결제사업자’가 된다면 결제 기능을 수행하는 계좌 발급 및 관리 업무까지 가능하다.

기존 금융권의 일부 기능이
핀테크와 플랫폼 기업들로
옮겨올 수 있는 계기

내년에는 마이데이터, 마이페이먼트, 그리고 종합지급결제업 라이선스를 어떤 기업이 획득할지가 정해질 예정이다. 해당 기업은 금융기관이 아니더라도, 사실상 거의 모든 금융 서비스를 중개할 수 있게 된다. 우리는 이러한 금융 결제 인프라 혁신 방안이 완성되면 현존하는 금융 서비스 전달 체계가 완전히 바뀔 수 있을 것으로 전망한다. 또한 전자금융거래법이 도입되고 후불결제 기능까지 허용된다면 기존 은행과 신용카드의 일부 기능이 핀테크 기업들로 옮겨올 수 있는 계기가 될 것이라고 판단한다.

[표2] 오픈뱅킹 로드맵: 2021년 전면 추진 예상

1 단계 ('20년 시행)	2 단계 ('21년 추진)	3 단계 ('20년 추진)
공동 결제시스템 (오픈뱅킹) 구축 → 합리적 비용으로 은행결제망 이용 은행 협조 및 금결원 규약 개정	오픈뱅킹 법제도화 → 차별없는 은행결제망 이용을 제도적으로 보장 전자금융거래법 개정	핀테크기업에 금융결제망 직접 개방 → 은행 등 금융회사와 같이 직접 금융결제망 참가 전자금융거래법 및 한은규정 개정

자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 전자금융거래법 개정안: 2021년 시행 예상

구분	사업자	내용
지급지시서비스업 (MyPayment)	핀테크, 은행, MyData 경영업무 허용 검토	핀테크 앱 로그인 한 번으로 모든 본인 은행 계좌 결제·송금 관리
종합지급결제업	지급결제계좌 없는 기관 (핀테크, 카드사)	핀테크 앱에서 계좌 발급 후 자금 보관·인출·결제·투자까지 종합자산관리 가능
간편결제 관련 규제 개선		현행 200만 원인 선불 충전·이용한도 상향 조정 후불결제 기능 허용 (신용기능 부여)

자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

III. 소프트웨어: 정부 정책과 Cloudification 으로 가속화

1. 정부 정책 구체화로 인해 가팔라진 성장

디지털 뉴딜계획 발표로
시장 성장 가팔라질 전망

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.

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 전환할 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 규모로, 이후 6년간 총 1.6조 원이 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·실증·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 현대오토에버 롯데정보통신 삼성에스디에스
	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

데이터, AI, 클라우드 관련
사업 정책 구체화로
등장할 새로운 산업은
SW 기업들의 장기 성장
잠재력을 높여

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 처리는 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	삼성에스디에스
◎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 웹캐시
◎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. 클라우드 전환의 가속화

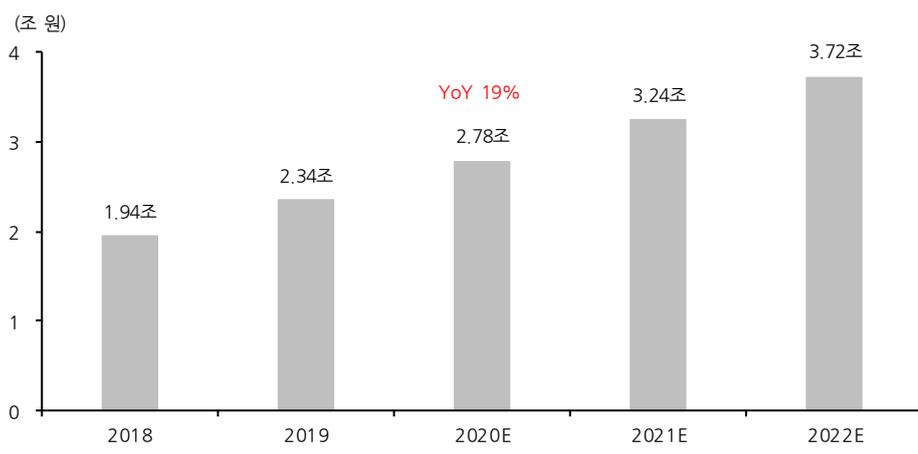
비대면 문화 확산, 기술 고도화, 법 개정으로 인해 클라우드 시장 수요 확대될 전망

데이터, 인공지능 등 정부가 추진하는 디지털 뉴딜 정책이 완성되려면 클라우드 전환이 필수적이다. 현재 국내 클라우드 서비스 기업들의 경쟁우위는 글로벌 기업들과 비교하면 크게 뚜렷하지 않은 상황이다. 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.

글로벌 시장은 상위 기업들의 지배력이 더욱 커질 것으로 전망

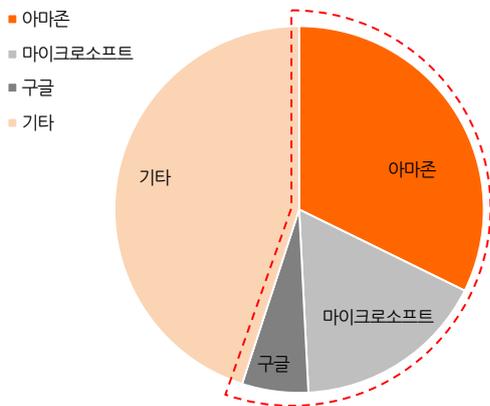
먼저, 글로벌 클라우드 시장은 IT 인프라 시장 재편이 가속화되면서 시장을 선도하고 있는 상위 기업들의 지위가 점차 확대될 것으로 전망한다. 아마존, 마이크로소프트, 구글의 합산 점유율은 2018년 51%에서 지난해 55%로 4%p 확대됐다. 1) 각 시장의 선점 효과, 2) 기존 IT 생태계에서의 지배력, 3) 보유 기술의 경쟁 우위는 네트워크 효과가 크게 작용하면서 시간이 흐를수록 더욱 강세를 나타낼 것으로 예상된다.

[그림16] 국내 클라우드 서비스 시장 규모 전망: 2021년 3.24조 원 전망



자료: Gartner, IDC, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림17] 2019년 클라우드 점유율: 상위 3사 55% 차지



자료: 각사, Canals, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 글로벌 상위 업체들의 최근 3년 성장률 추이



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

선점 효과가 극대화되고 있는 해외 대형 업체들은 국내 시장도 점령하고 있다. 대표적인 국내 클라우드 사업자들은 삼성에스디에스, 네이버, 더존비즈온, KT 등이 있지만, 이들은 글로벌 기업과 연계해 클라우드 서비스를 공동으로 제공하거나, 독자적으로 국내 환경에 적합한 클라우드 구축 서비스를 제공하는 형태를 보인다.

삼성에스디에스의 2019년 클라우드 매출액은 약 6100억 원에 이르는데, 이는 자체 프라이빗 클라우드 매출도 포함되지만 해외 서비스들과 연계한 퍼블릭 클라우드 매출이 많은 비중을 차지하고 있다.

대형 사업자들 속에서 수혜를 받을 수 있는 기업들이 투자 대안

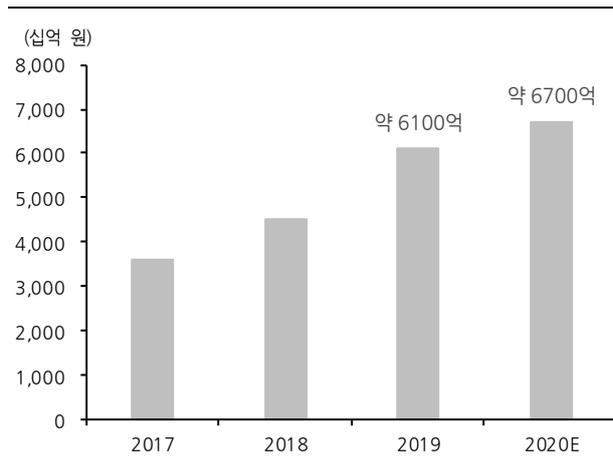
우리는 이런 대형 클라우드 사업자들 속에서 성장 잠재력을 나타내고 있는 기업들에 주목해야 한다고 판단한다. 대형 업체들이 만들어주고 있는 시장 성장 환경은 개별 서비스의 수요 증대로 이어지고, 이를 통해 장기 매출 성장 가능성이 큰 기업들이 투자 대안이 될 수 있기 때문이다.

[표6] 외국 업체가 점령한 국내 클라우드 시장

순위	IaaS	PaaS	SaaS
1	aws 51%	Microsoft Azure 18%	SAP 9%
2	kt 20%	aws 13%	Microsoft Azure 9%
3	U+ 3%	ORACLE 10%	DOUZONE 5%

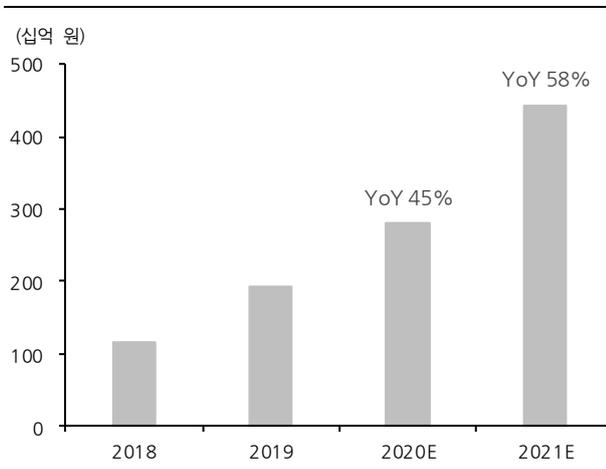
자료: IDC, Gartner, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 삼성에스디에스 클라우드 매출 추이 및 전망



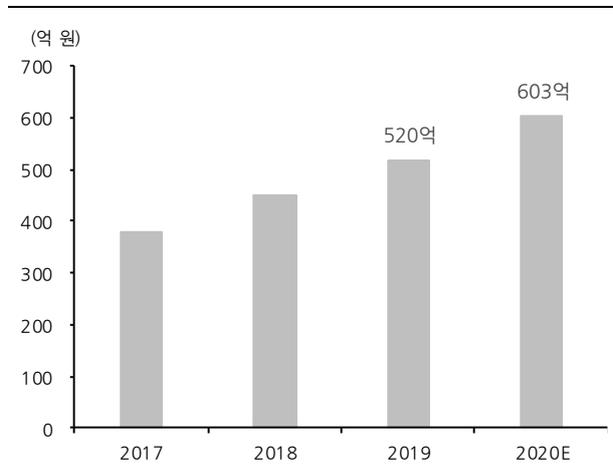
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림20] 네이버 클라우드 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림21] 더존비즈온 클라우드 매출 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터 추정

3. 예상되는 변화와 수혜 기업 찾기

우리는 국내외 클라우드 시장의 급격한 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

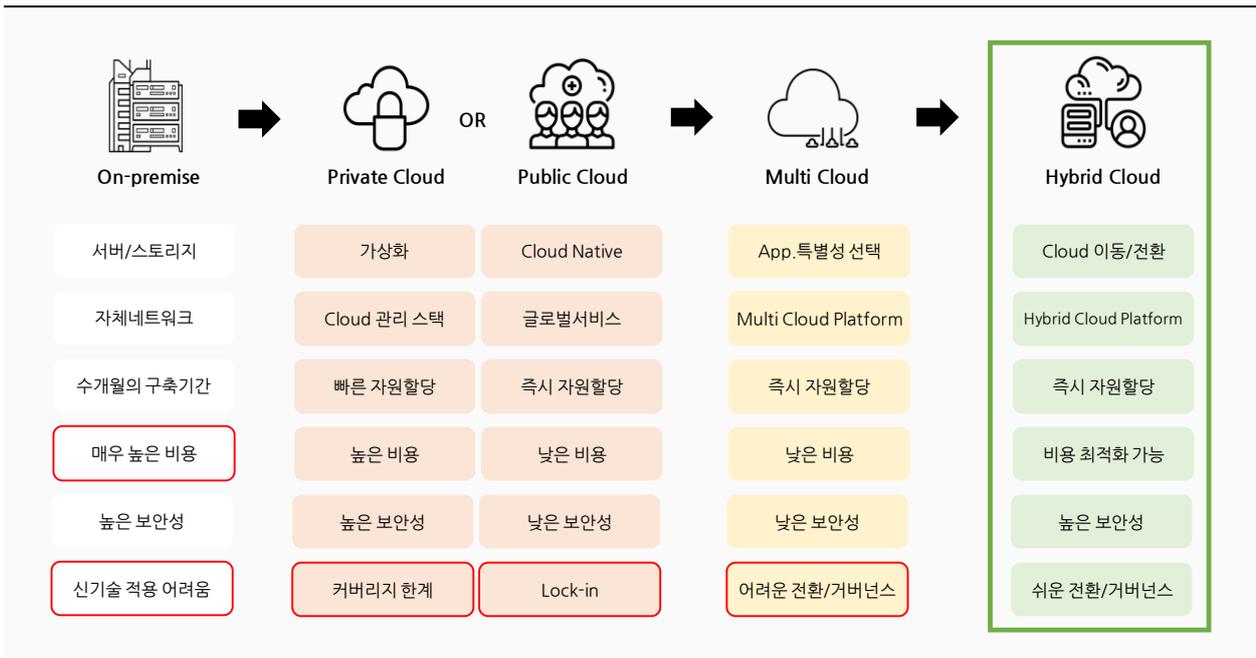
MSP 기업에 투자

클라우드 서비스 제공자(Cloud Service Provider, CSP)라고 불리는 아마존, 마이크로소프트, 구글 등의 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.

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 삼성에스티에스, 메가존, 베스핀글로벌 등이 있다.

[그림22] 최근 클라우드 트렌드는 하이브리드로 진화



자료: 한화투자증권 리서치센터

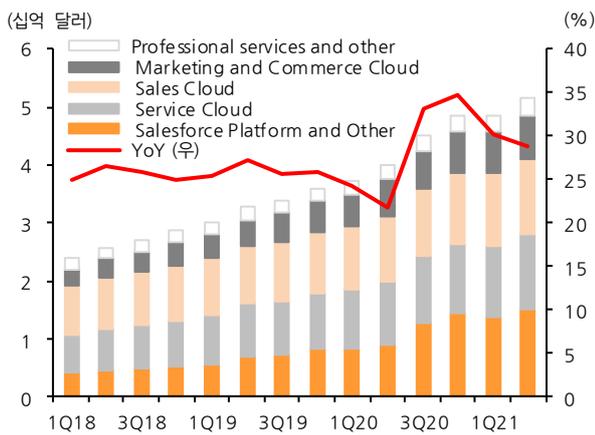
>> SaaS 기업에 투자

SaaS 기업에 투자

또한, 구독 기반 SaaS(Software as a Service) 시장에서 점유율을 높이고 있는 기업들은 장기 성장 기대감으로 멀티플 상승이 두드러질 수 있다고 판단한다. 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.

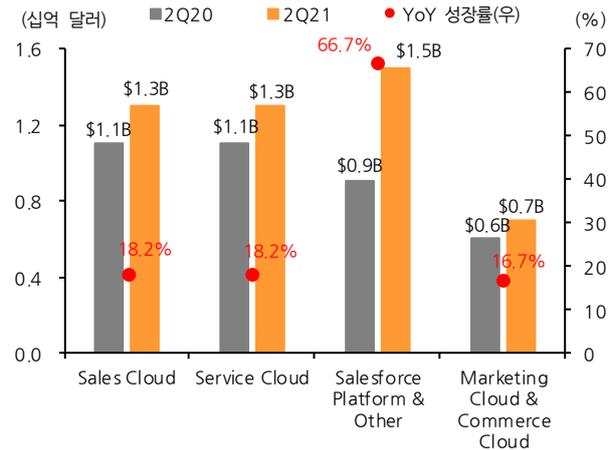
이들은 B2B 영역에서의 클라우드 서비스 수요 증가로 매출 고성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 또한 IaaS 시장과 달리 SaaS 시장의 경우 정부의 규제 정책, 언어적인 차별점, CS 대응 면에서 국내 업체에게도 기회가 열려있다고 판단한다. 관련 기업으로는 세일즈포스와 어도비, 국내는 더존비즈온이 해당한다.

[그림23] 세일즈포스 분기 실적 추이



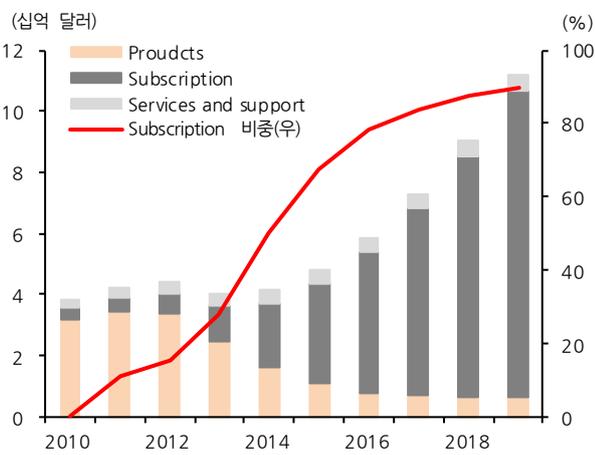
자료: Salesforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 세일즈포스 부문별 매출 성장



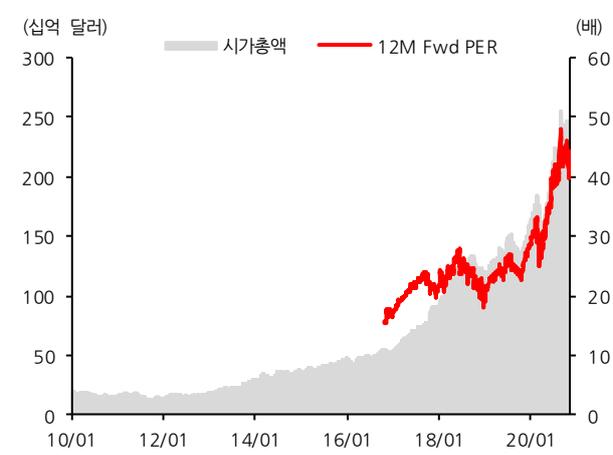
자료: Salesforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] Adobe 부문별 연간 매출액 추이: 구독 비중 92%



자료: Adobe, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] Adobe 시가총액과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> **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.

케이아이엔엑스는 국내 유일의 중립형 데이터센터 운영사업자로 IX(인터넷 익스체인지), CDN(콘텐츠 전송 네트워크), 코로케이션 사업을 영위한다. 이들은 2000년대 초반 인터넷 호스팅 서비스를 시작으로 데이터센터 시설을 보유하고 있으며, 최근 클라우드 시장 확대에 맞춰 클라우드 서비스 사업자로 방향을 빠르게 전환하고 있기 때문이다. 서버 공간에 대한 국내 과금체계가 글로벌 시장 대비 효율화 되었다는 점을 감안하면 데이터센터 활용 니즈 증가에 따라 동사의 수혜는 지속될 것으로 전망한다.

동사는 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, 2023년 완공을 목표로 과천에 전력량 2만 KW, 2500랙 규모의 데이터센터 착공을 추진 중이며, 이를 토대로 서버 호스팅과 코로케이션 사업 등이 보다 확대될 것으로 보인다.

[표7] 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
삼성에스디에스	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

IV. 미디어: 업황 반등과 디지털화

1. TV 광고 시장 쇼크에서 회복 중

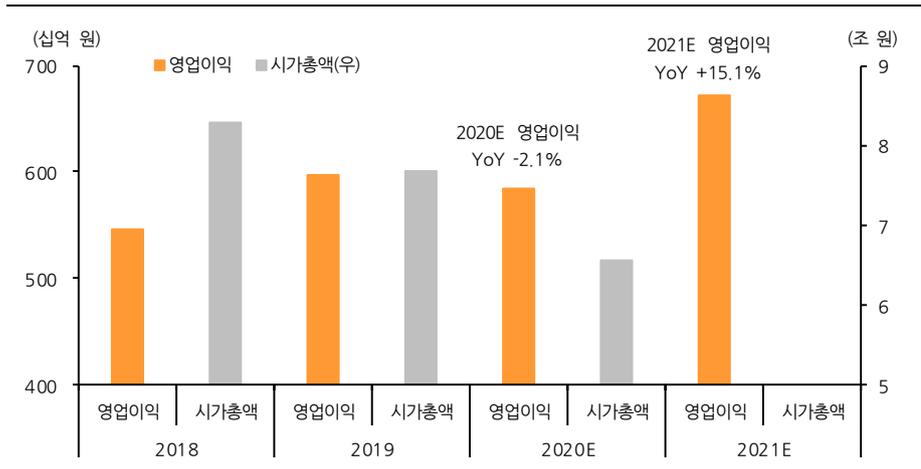
올해 실적 둔화와
업종 주가 수익률 부진

올해 미디어 대형 기업들의 합산 시가총액은 6.6조 원으로 작년 말에 비해 14% 감소했다. 전체 합산 영업이익도 5845억 원으로 전년 대비 2.1% 감소가 예상된다. 코로나19로 인한 대외 불확실성 확대, 국내 광고 경기 둔화, 캡티브 고객의 마케팅 집행 규모 불확실성 등이 실적 둔화의 가장 큰 요인이라고 판단된다.

모바일 플랫폼 중심의
광고 매체는
높은 성장세 시현

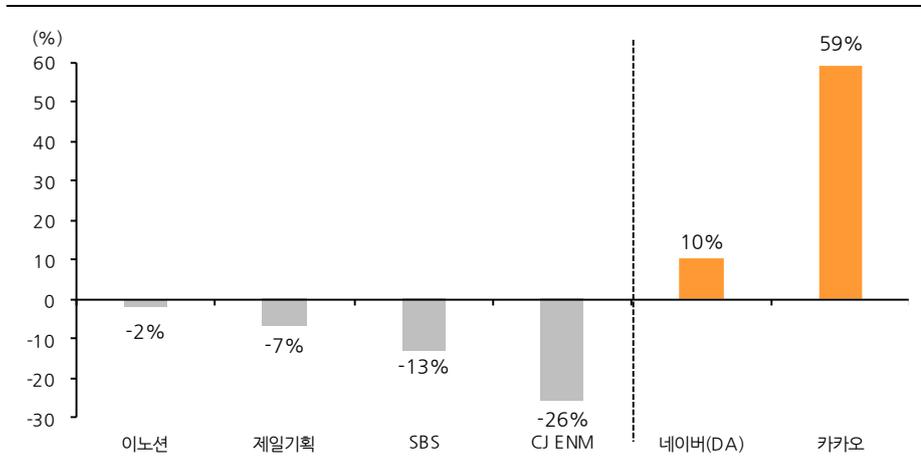
게다가 현재 광고 시장 주도권은 모바일 플랫폼이다. 네이버, 카카오를 중심으로 하는 모바일 플랫폼들의 올해 누적 매출액은 대형 광고주들의 집행 감소에도 불구하고 놀라운 성장세를 나타냈다. 네이버의 디스플레이광고와 카카오의 특비즈보드 광고는 지난해 같은 기간에 비해 각각 10%, 59% 증가했다.

[그림27] 미디어 기업의 합산 영업이익과 시가총액



자료: CJ ENM, 제일기획, 이노션, WiseFN, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림28] 올해 매체별 광고 매출 비교: 전통 매체와 디지털 매체가 극명하게 차이



주: 1Q20 ~ 3Q20 누적 매출 기준

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터 추정

2. 낮은 기저 실적 베이스로 턴어라운드 가시화

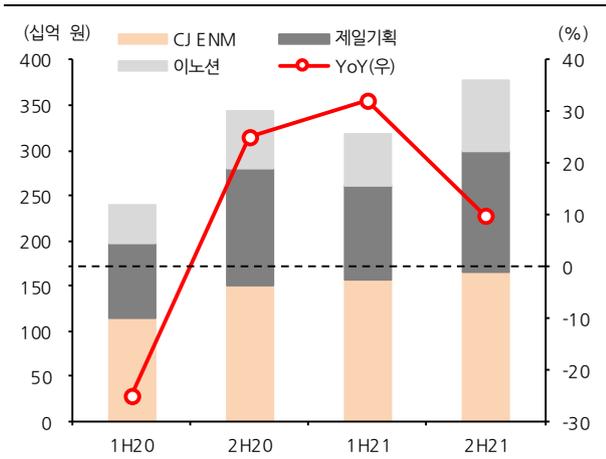
올해 상반기 영업이익 성장세는 큰 폭 둔화

광고 기업들의 올해 상반기 합산 영업이익은 2,404억 원으로 전년동기 대비 -25% 감소했다. 최악이었던 매체광고 업황을 감안하면 양호했지만, 안정적인 실적 성장세를 유지해오던 대형 대행사들 두자릿수 이익 감소는 오랜만이였다.

내년 상반기는 기저효과 극대화 전망

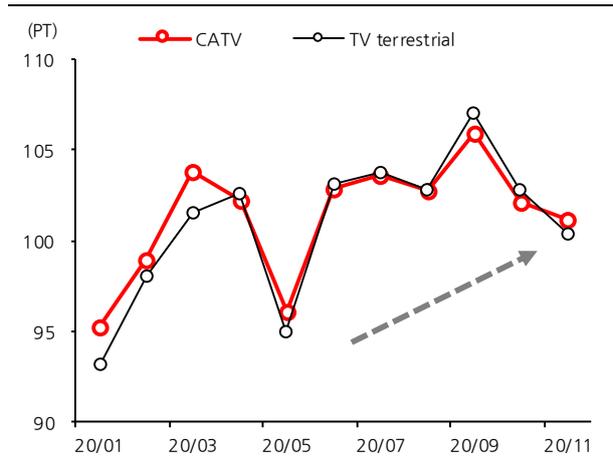
하지만, 광고 업황은 이미 개선세에 진입했으며 2021년 상반기는 기저효과가 극대화될 전망이다. 시장조사기관에 따르면, 올해 2분기 말부터 광고 경기가 점차 개선되고 있다. 특히 피해가 컸던 지상파와 케이블TV의 KAI 지수는 2분기를 저점으로 강하게 반등하고 있다. 실제 이번 3분기 광고 기업들의 영업이익은 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 증익을 시현했다. CJ ENM과 제일기획의 3분기 영업이익은 오히려 전년동기 대비 각각 18%, 13% 증가했다. 주요 광고주의 마케팅 전략 전환에 따른 선제적 대응과 디지털 몰량 증대가 주요 원인으로 볼 수 있다. 우리는 이 효과가 내년에 더욱 두드러질 가능성이 높다고 판단하며, 2021년 상반기 광고 기업들의 합산 영업이익은 3180억 원으로 전년동기 대비 32%나 증가하는 기저효과 극대화를 예상한다.

[그림29] 합산 영업이익 성장률: 1H21 32% 전망



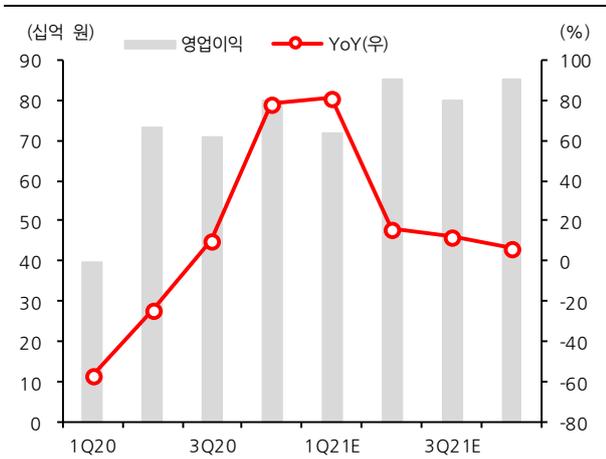
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림30] KAI 지수는 점진적인 반등 중



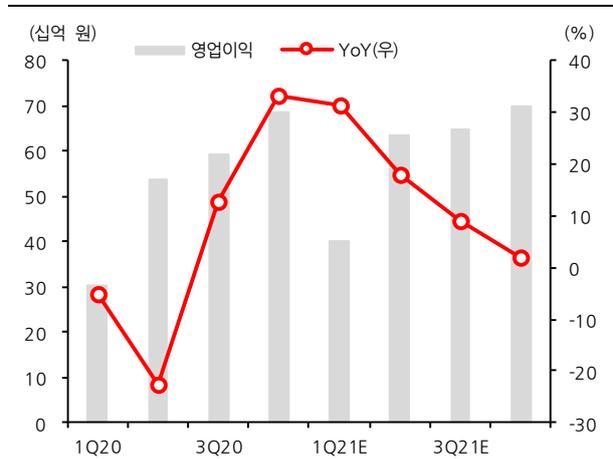
자료: KOBACO, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] CJ ENM의 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림32] 제일기획의 영업이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 한화투자증권 리서치센터 추정

3. CJ ENM 과 제일기획, 상대적 밸류에이션 매력 보유

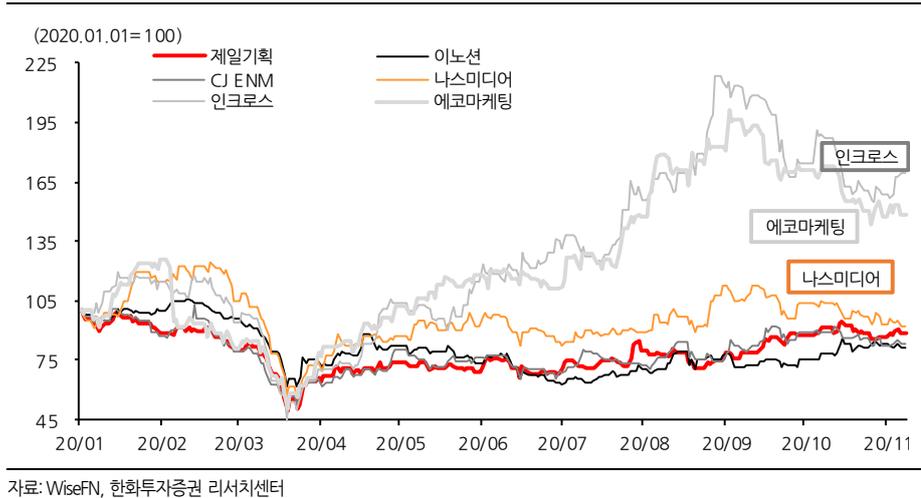
올해 광고 기업들의 주가 수익률은 차별화 현상

올해 광고 기업들의 주가 수익률은 종목별 차별화 현상을 나타냈다. 인크로스, 에코마케팅 등 디지털 사업을 메인으로 하는 기업들의 주가는 크게 상승한 반면, 대행사와 매체 광고 기업들의 수익률은 부진했다. 이는 방송 광고 시장은 무너졌지만 디지털 광고 시장은 선방했고, 대내외 불확실성에 예산 집행을 축소시키려는 광고주들이 방송 광고 보다는 디지털 광고에 집중한 현상으로 해석된다. 즉, 디지털 광고 종목의 성장성이 더욱 부각됐기 때문이다.

내년에는 주가 방향성이 달라질 것으로 전망:
1) 실적 성장과, 2) 역사적 최하단 구간에 근접한 밸류에이션

우리는 내년에 이들의 주가 방향성이 달라질 수 있다고 판단한다. 디지털 광고 기업들은 올해 높은 실적 성장으로 인해 내년에는 성장 폭이 다소 둔화될 전망이다. 신사업으로 인한 실적 상향 가능성이 존재하기는 하지만, 밸류에이션은 높은 수준이다. 반면 매체 광고 기업들의 밸류에이션은 역사적 최하단 구간에 근접해 있으며, 업황 반등과 기저효과로 인해 내년 실적 성장 가능성이 상대적으로 높다.

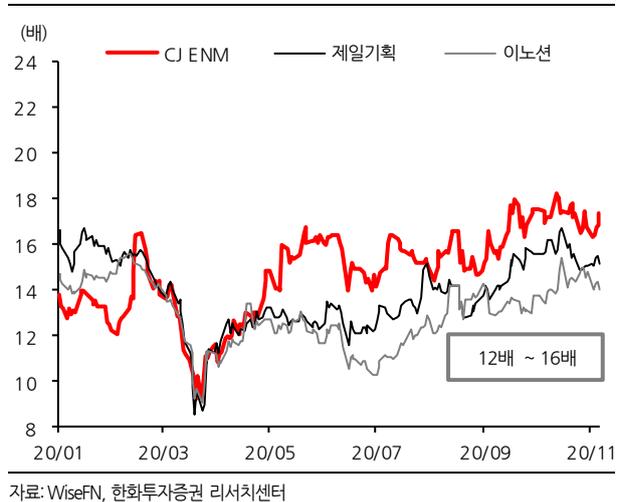
[그림33] 연초 이후 미디어 기업들의 주가 퍼포먼스 추이: 극명하게 차이



[그림34] 디지털 광고 업체들의 밸류에이션 추이



[그림35] 매체 광고 업체들의 밸류에이션 추이



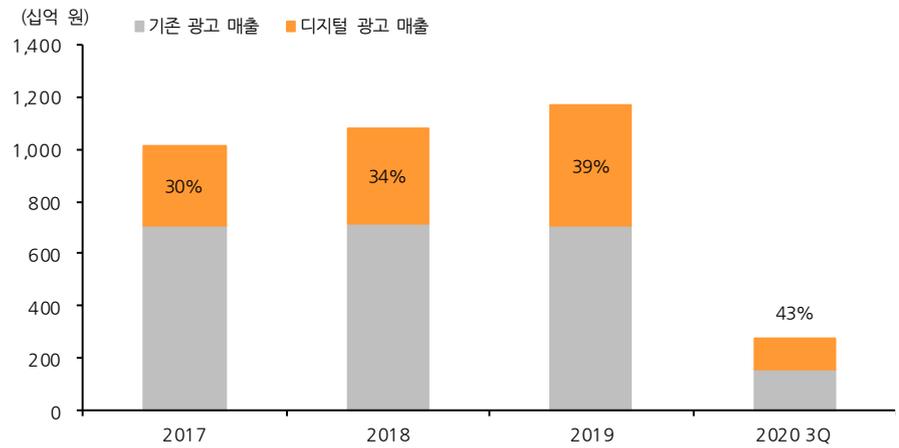
제일기획의 디지털 매출은 43%까지 확대

대형 광고 기업들도 디지털 익스포저를 높이려는 전략을 강화하고 있다. 제일기획의 디지털 매출은 3분기 기준 전사 매출총이익 내 43%까지 확대되며 수익성을 뒷받침 하고 있다. 동사는 주요 광고주가 닛컴 비즈니스나 이커머스 플랫폼 등 디지털 기반의 마케팅으로 전환하는 환경에 선제적인 투자와 대응을 통해 디지털 관련 실적 성장세가 점차 커지고 있다.

CJ ENM의 디지털 광고 성장률은 34% 기록

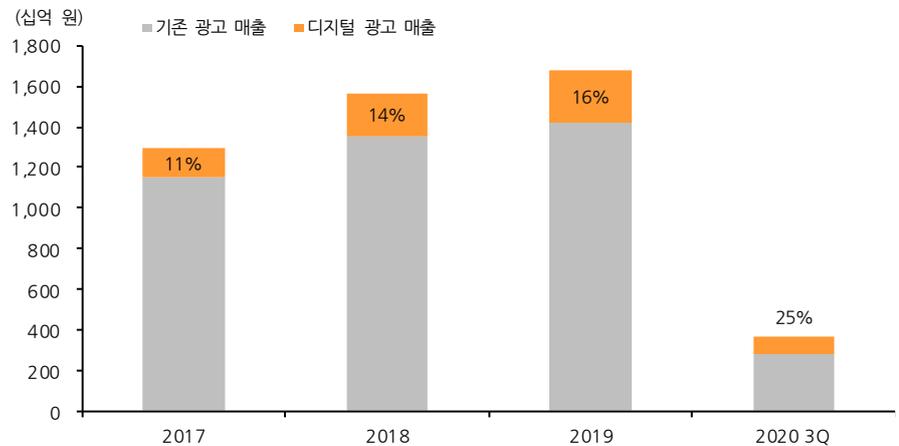
CJ ENM도 티빙, 유튜브 사업 확대를 통한 디지털 비중 확대로 미디어 믹스가 과거보다 상당 부분 개선되었다. 3분기 CJ ENM의 디지털 매출액은 전년동기 대비 34% 증가했고, 이는 미디어 사업 내에서 25%를 차지한다. 일년 전 비중이 16%였던 점을 감안하면, 유의미한 변화다. 디지털 채널을 안정적으로 확보한 자체 콘텐츠 역량과 NAVER와의 협업 기회 가능성을 감안하면 내년에도 지속적인 매출 성장 기여가 기대된다.

[그림36] 제일기획의 디지털 매출 비중은 43%까지 확대



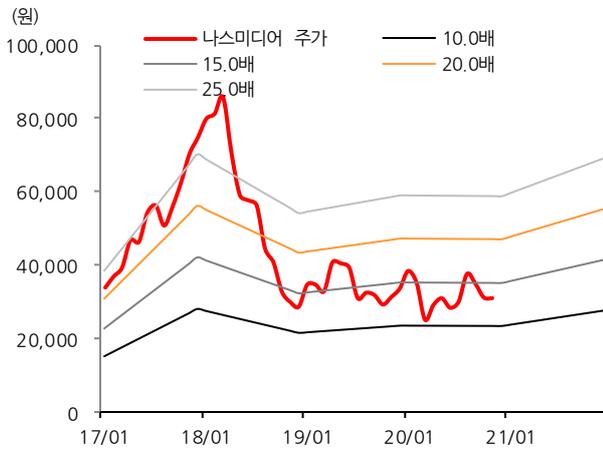
자료: 제일기획, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] CJ ENM의 광고 매출 믹스 개선 중



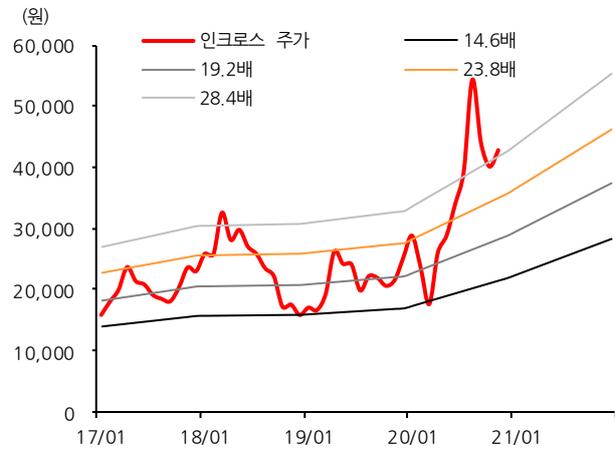
자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 나스미디어 12m 선행 PER 밴드



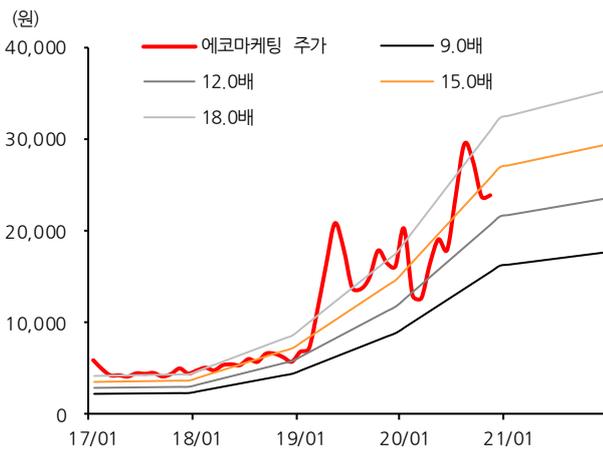
자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 인크로스 12m 선행 PER 밴드



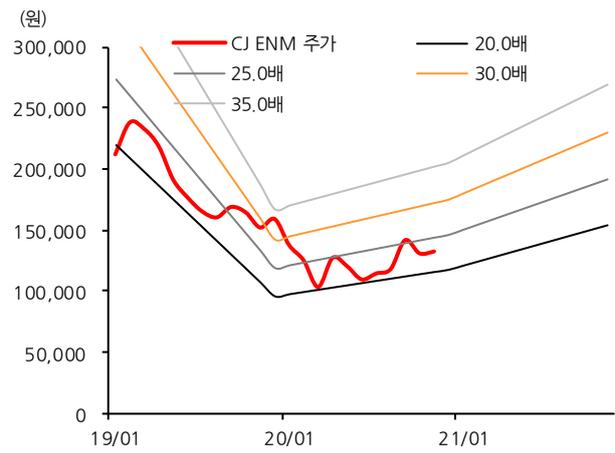
자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 에코마케팅 12m 선행 PER 밴드



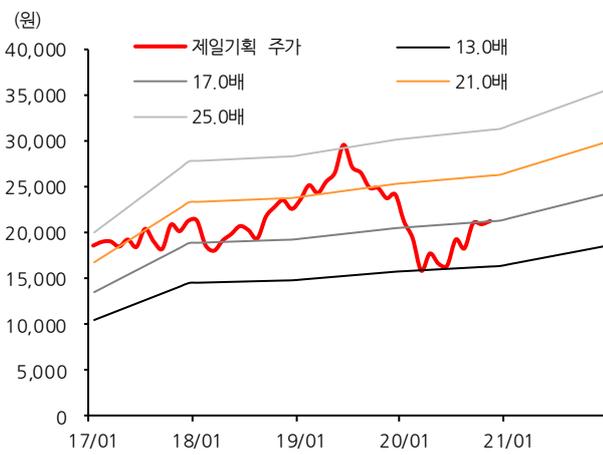
자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] CJ ENM 12m 선행 PER 밴드



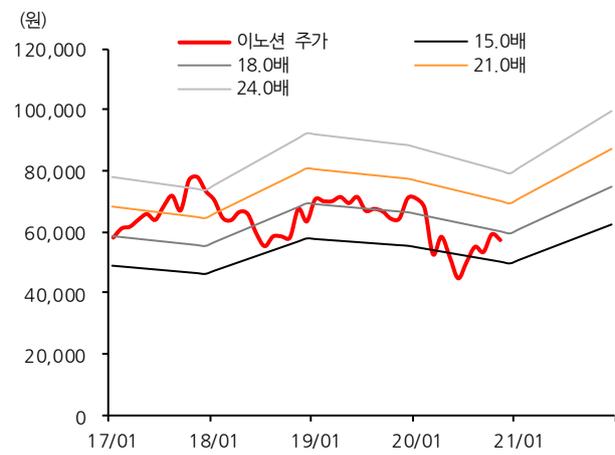
자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 제일기획 12m 선행 PER 밴드

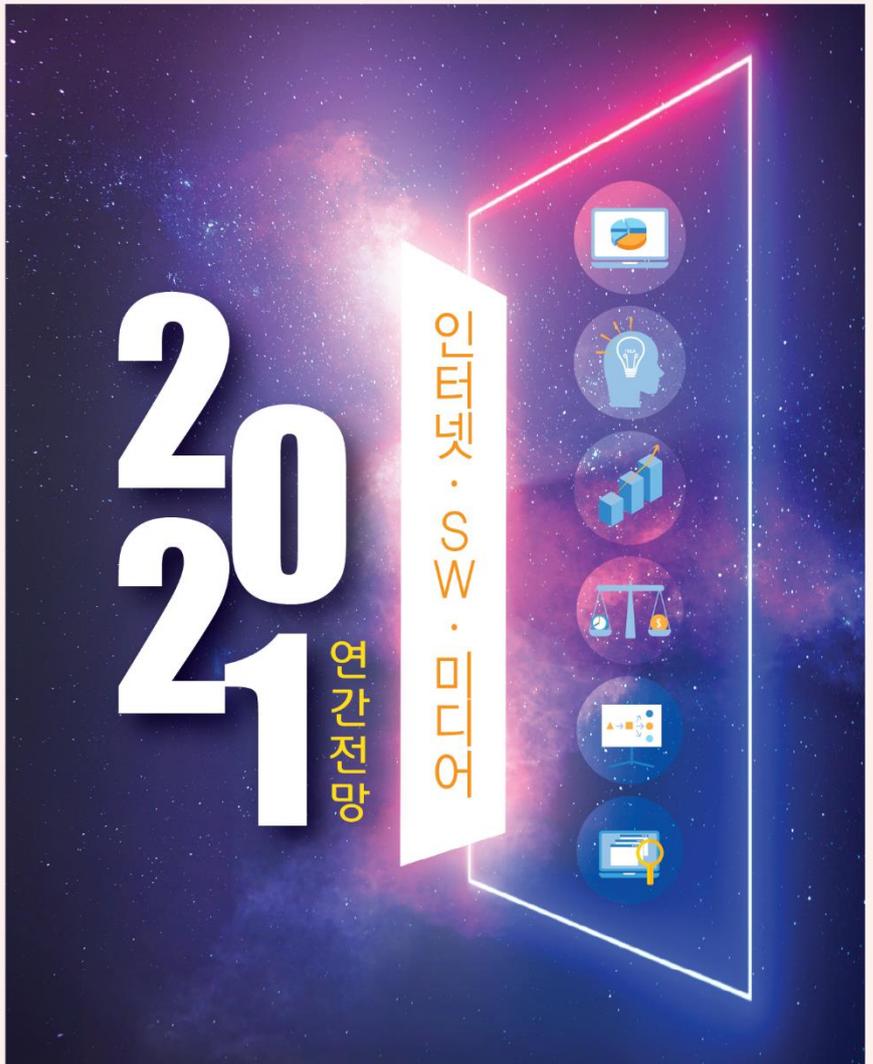


자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 이노션 12m 선행 EPR 밴드



자료: WiseFN, 한화투자증권 리서치센터



V.

기업분석

1. NAVER (035420)
2. 카카오 (035720)
3. 삼성에스디에스 (018260)
4. 더존비즈온 (012510)
5. 현대오토에버 (307950)
6. CJ ENM (035760)
7. 제일기획 (030000)
8. 이노션 (214320)
9. 케이아이엔엑스 (093320)
10. salesforce.com (CRM.US)
11. Adobe (ADBE.US)
12. Intuit (INTU.US)



NAVER (035420)

드디어 두드러진 커머스, 핀테크, 클라우드 성장세

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 370,000원

현재 주가(11/10)	283,000원
상승여력	▲30.7%
시가총액	464,865억원
발행주식수	164,263천주
52 주 최고가 / 최저가	339,000 / 143,000원
90 일 일평균 거래대금	2,658.78억원
외국인 지분율	56.1%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1인)	12.1%
자사주 (외 1인)	10.6%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.0%

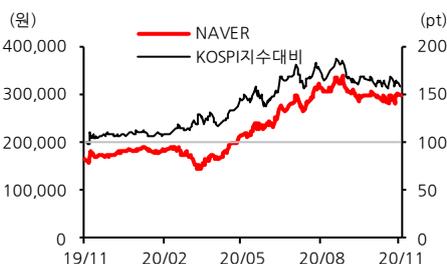
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.0	-9.7	32.2	73.1
상대수익률(KOSPI)	-8.5	-12.5	6.2	58.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,587	6,593	5,261	6,337
영업이익	943	710	1,194	1,330
EBITDA	1,204	1,208	1,831	1,934
지배주주순이익	649	583	897	1,156
EPS	3,941	3,538	5,440	7,012
순차입금	-2,897	-2,029	-4,190	-4,484
PER	31.0	52.7	52.0	40.4
PBR	3.8	5.3	6.9	5.9
EV/EBITDA	14.3	23.8	23.1	21.7
배당수익률	0.3	0.2	N/A	N/A
ROE	13.0	10.6	14.2	15.7

주: '19년까지는 LINE 실적 포함된 연결 실적 기준

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 예상을 상회하는 매출 성장세를 시현했습니다. 처음으로 구분해 공개하기 시작한 커머스, 핀테크, 클라우드 사업도 시장 성장률을 상회하는 높은 성장세가 돋보입니다.

예상을 뛰어넘는 매출 성장세 기록

동사의 3분기 실적은 매출액 1.36조 원, 영업이익 2917억 원 기록했다. 매출액이 전년동기 대비 24.2% 증가하며 2017년 이후 가장 큰 폭의 성장을 시현했다. 디스플레이 매출액은 비수기임에도 불구하고 성과형 광고 인벤토리 확대 효과로 인해 26% 증가했으며, 처음 공개한 커머스, 핀테크, 클라우드 매출은 각각 41%, 68%, 66% 성장했다. 특히 연초 이후 매 분기 가팔라지고 있는 커머스 성장세가 고무적이다. 3분기 스마트스토어 거래액은 전년동기 대비 72% 증가, 판매자 수도 38만 명을 돌파했다. 라이브커머스, 장보기 등 신규 서비스들의 성과도 공격적인 커머스 사업 확대 전략의 일환으로 볼 수 있다.

본업 성장세 레벨업, 4분기에도 유지될 전망

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 1.47조 원, 영업이익 3022억 원을 전망한다. 이는 전년동기 대비 각각 24.6%, 20.6%나 성장하는 수준으로 실적 모멘텀이 지속될 것으로 예상한다. 성과형 광고 확대와 쇼핑 호조세로 본업 성장 레벨이 한단계 높아졌으며, 웹툰과 클라우드 사업은 성장 속도가 가팔라질 것으로 판단한다. 다만, 선도적인 지위를 유지하기 위한 웹툰 관련 마케팅 집행은 당분간 지속될 것으로 판단해 마진 회복세는 지켜봐야할 요인이다.

투자의견 BUY와 목표주가 37만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 우리는 연초 이후 급등한 동사의 주가가 밸류에이션이 높다는 이유만으로 방향성이 바뀌지 않을 것이라고 판단한다. 1) 과도한 주가 상승으로 인한 차익 실현과 대신 불확실성 등으로 이미 조정세를 나타냈으며, 2) 내년에도 광고와 커머스 등 주요 사업 매출 성장세가 꺾이지 않고 가파르게 증가할 것으로 전망되고, 3) 신규 사업인 자회사들의 이익 기여가 본격화되며 실적 개선이 이어질 것으로 예상하기 때문이다.

[표8] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	992.8	1,088.5	1,095.9	1,179.0	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1469.1	4,356	5,261	6,337
YoY(%)	19.9	24.0	25.4	24.0	16.3	17.2	24.2	24.6	23.4	20.8	20.5
서치플랫폼	626.3	680.1	656.3	692.0	644.7	678.2	710.1	751.7	2,655	2,785	2,977
커머스	177.4	193.1	202.6	219.0	231.2	256.2	285.4	312.3	792	1,085	1,358
핀테크	87.3	95.5	103.9	119.9	137.6	164.7	174.0	192.8	407	669	1,009
콘텐츠	60.1	78.2	87.2	83.8	93.4	112.9	115.0	120.2	309	441	550
클라우드	41.7	41.7	45.9	64.3	47.7	64.1	76.3	92.1	194	280	443
YoY (%) 성장률											
서치플랫폼					2.9	(0.3)	8.2	8.6		4.9	6.9
커머스					30.3	32.7	40.9	42.6		37.0	25.1
핀테크					57.6	72.4	67.6	60.8		64.6	50.8
콘텐츠					55.4	44.5	31.8	43.4		42.7	24.6
클라우드					14.5	53.6	66.2	43.2		44.7	58.1
영업비용	702.9	785.3	809.4	903.6	862.9	968.0	1,069.1	1,166.9	3,201	4,067	5,007
YoY(%)	26.7	30.6	35.5	40.6	22.8	23.3	32.1	29.1	33.6	27.0	23.1
개발/운영비용	235.0	253.4	249.4	291.1	282.9	289.7	311.7	349.1	1,029	1,233	1,497
파트너	310.6	341.3	349.0	392.2	377.2	427.5	457.0	498.1	1,393	1,760	2,180
인프라	96.8	100.9	106.2	117.3	110.9	136.1	144.8	156.4	421	548	628
마케팅	60.5	89.8	104.7	103.0	91.9	114.7	155.6	163.4	358	526	702
영업이익	289.9	303.2	286.5	275.4	291.8	308.1	291.7	302.2	1,155	1,194	1,330
영업이익률(%)	29.2	27.9	26.1	23.4	25.3	24.1	21.4	20.6	26.5	22.7	21.0
당기순이익	87.6	27.8	85.3	196.2	134.9	90.7	235.3	286.10	397	747	963
당기순이익률(%)	8.8	2.5	7.8	16.6	11.7	7.1	17.3	19.5	9.1	14.2	15.2

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표9] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털 적정가치	32,750	
12개월 선행 순이익	1,310	
Target PER(배)	25	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER 대비 10% 할인
웹툰 지분가치	4,010	
12개월 선행 거래대금	810	네이버웹툰+라인망가 합산
Target PSR(배)	7.5	
지분율	66%	
파이낸셜 지분가치	4,686	
12개월 선행 네이버페이 거래대금	25,500	2Q20 6조 원 돌파한점 고려
배수(기업가치/거래대금)	0.26	페이코 최근 투자 유치 가치에 100% 할증
파이낸셜 적정가치	6,694	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
Z홀딩스 지분가치	12,847	15% 할인 적용
Z홀딩스+LINE 시가총액	45,800	
지분율	33%	
순현금	2,026	
자사주	4,701	15% 할인 적용
적정 기업가치	61,019	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	370,234	
목표 주가(원)	370,000	
현재 주가(원)	283,000	
상승 여력	30.7%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,678	5,587	6,593	5,261	6,337
매출총이익	4,678	5,587	6,593	5,261	6,337
영업이익	1,179	943	710	1,194	1,330
EBITDA	1,385	1,204	1,208	1,831	1,934
순이자손익	47	38	1	-12	-6
외화관련손익	-16	-2	-14	0	0
지분법손익	-13	185	-10	-10	272
세전계속사업손익	1,196	1,112	867	1,129	1,553
당기순이익	770	628	397	747	963
지배주주순이익	773	649	583	897	1,156
증가율(%)					
매출액	16.3	19.4	18.0	-20.2	20.5
영업이익	7.0	-20.1	-24.7	68.2	11.4
EBITDA	9.5	-13.1	0.4	51.6	5.6
순이익	1.5	-18.5	-36.8	88.3	28.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	25.2	16.9	10.8	22.7	21.0
EBITDA 이익률	29.6	21.5	18.3	34.8	30.5
세전이익률	25.6	19.9	13.1	21.5	24.5
순이익률	16.5	11.2	6.0	14.2	15.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	940	974	1,357	2,192	1,008
당기순이익	770	628	397	747	963
자산상각비	206	261	498	637	604
운전자본증감	-139	220	567	48	-80
매출채권 감소(증가)	-176	49	-56	257	-181
재고자산 감소(증가)	0	0	0	10	-9
매입채무 증가(감소)	0	0	0	-219	110
투자현금흐름	-1,310	-388	-1,078	-30	-714
유형자산처분(취득)	-466	-517	-429	-348	-419
무형자산 감소(증가)	-28	-42	-71	-124	-203
투자자산 감소(증가)	264	728	48	0	0
재무현금흐름	636	751	52	0	0
차입금의 증가(감소)	48	731	6	0	0
자본의 증가(감소)	466	-42	-47	0	0
배당금의 지급	-33	-42	-47	0	0
총현금흐름	1,433	1,235	1,269	2,144	1,088
(-)운전자본증가(감소)	16	-191	-578	-48	80
(-)설비투자	472	535	436	348	419
(+)자산매각	-22	-24	-64	-124	-203
Free Cash Flow	923	866	1,348	1,720	386
(-)기타투자	1,202	527	638	-442	93
잉여현금	-279	339	709	2,162	294
NOPLAT	762	528	328	621	825
(+) Dep	206	261	498	637	604
(-)운전자본투자	16	-191	-578	-48	80
(-)Capex	472	535	436	348	419
OpFCF	480	445	968	959	929

주1: IFRS 연결 기준

주 2: '19년까지는 LINE 실적 포함된 연결 실적 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	4,784	5,386	5,644	7,538	8,023
현금성자산	3,597	4,069	4,124	6,285	6,579
매출채권	1,014	1,079	1,143	887	1,068
재고자산	36	57	55	45	54
비유동자산	3,235	4,496	6,656	5,536	6,325
투자자산	1,745	2,731	4,718	3,764	4,535
유형자산	1,150	1,457	1,596	1,358	1,241
무형자산	340	307	341	414	549
자산총계	8,019	9,881	12,300	13,075	14,347
유동부채	2,303	2,620	3,773	3,554	3,665
매입채무	544	595	759	540	650
유동성이자부채	361	357	729	729	729
비유동부채	411	1,312	2,022	2,029	2,035
비유동이자부채	55	814	1,366	1,366	1,366
부채총계	2,714	3,932	5,796	5,583	5,700
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	4,556	5,229	5,712	6,609	7,764
자본조정	-1,318	-1,546	-1,499	-1,408	-1,408
자기주식	-1,172	-1,297	-1,390	-1,390	-1,390
자본총계	5,305	5,949	6,504	7,492	8,647

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	4,696	3,941	3,538	5,440	7,012
BPS	28,936	31,795	35,223	41,216	48,228
DPS	289	314	376	0	0
CFPS	8,710	7,501	7,702	13,007	6,603
ROA(%)	10.7	7.2	5.3	7.1	8.4
ROE(%)	18.5	13.0	10.6	14.2	15.7
ROIC(%)	105.9	46.3	18.1	33.0	46.6
Multiples(x, %)					
PER	37.1	31.0	52.7	52.0	40.4
PBR	6.0	3.8	5.3	6.9	5.9
PSR	6.1	3.6	4.7	8.9	7.4
PCR	20.0	16.3	24.2	21.8	42.9
EV/EBITDA	18.4	14.3	23.8	23.1	21.7
배당수익률	0.2	0.3	0.2	N/A	N/A
안정성(%)					
부채비율	51.2	66.1	89.1	74.5	65.9
Net debt/Equity	-60.0	-48.7	-31.2	-55.9	-51.9
Net debt/EBITDA	-229.7	-240.7	-167.9	-228.8	-231.9
유동비율	207.8	205.6	149.6	212.1	218.9
이자보상배율(배)	2,073.9	68.7	20.4	25.9	28.9
자산구조(%)					
투하자본	14.4	16.9	20.2	13.1	15.4
현금+투자자산	85.6	83.1	79.8	86.9	84.6
자본구조(%)					
차입금	7.3	16.5	24.4	21.9	19.5
자기자본	92.7	83.5	75.6	78.1	80.5

카카오 (035720)

40%의 놀라운 매출 성장률



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 450,000원

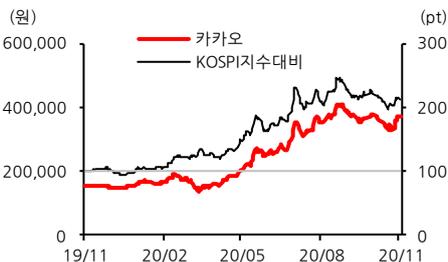
현재 주가(11/10)	356,000원
상승여력	▲26.4%
시가총액	314,162억원
발행주식수	88,248천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 134,000원
90 일 일평균 거래대금	3,187.36억원
외국인 지분율	32.0%
주주 구성	
김범수 (외 31 인)	25.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
MAXIMOPTÉ (외 1 인)	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.1	0.0	72.8	134.2
상대수익률(KOSPI)	-8.6	-2.8	46.8	119.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,417	3,070	4,045	5,136
영업이익	73	207	463	717
EBITDA	208	426	667	896
지배주주순이익	48	-301	508	641
EPS	618	-3,544	5,830	7,301
순차입금	-1,533	-1,419	-1,974	-2,511
PER	166.7	-43.3	61.1	48.8
PBR	1.7	2.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	33.9	27.8	44.2	32.3
배당수익률	0.1	0.1	0.0	0.0
ROE	1.0	-5.8	8.8	9.7

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 마케팅 증가에도 불구하고 매출과 이익 성장 속도는 더욱 가파르게 나타날 것으로 전망합니다. 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지합니다.

3분기 실적은 컨센서스 소폭 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 1.1조 원, 영업이익 1202억 원을 기록하며 컨센서스를 소폭 상회했다. 카카오톡 광고와 선물하기가 포함된 특비즈 매출액은 전년동기 대비 75% 증가하며 고성장세를 이어갔다. 특보드 광고는 광고주 예산 증가와 신규 광고주 유입으로 9월 역대 최대 매출을 기록했고, 커머스 거래액은 전년동기 대비 68%나 성장했다. 신사업 매출액은 모빌리티와 페이의 거래액 확대에 의해 139% 성장했다. 인건비는 자회사 연결 편입으로 전분기 대비 11% 증가, 마케팅비는 콘텐츠와 게임 신작 관련 집행으로 98%나 증가했음에도 불구하고 영업이익률은 10.9%를 기록하며 개선 추세를 이어갔다

비용 증가를 상회하는 매출 성장세 지속 전망

동사의 4분기 매출액과 영업이익도 전년동기 대비 각각 31%, 69% 성장하며 실적 모멘텀이 유지될 것으로 전망된다. 성수기 효과가 더해질 광고와 커머스 부문 성장세는 지속될 것으로 판단한다. 특보드 광고는 지난해 4분기 일매출액 5억 원에서 올해 12월에는 10억 원까지 증가할 것으로 예상된다. 3분기 동사의 신사업 영업손실은 181억 원까지 축소됐는데, 특히, 픽코마는 대규모 마케팅 집행에도 불구하고 지난해 4분기부터 매분기 흑자를 지속하고 있는 점이 고무적이다. 4분기에도 전사 마케팅비 증가가 불가피하지만, 매출액 증가세가 이를 상회하며 이익 증가 구간이 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 45만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 4분기에도 동사의 매출액 성장률은 30%대로 국내외 동종업체 중 가장 높은 수준이 전망되고, 신사업 투자 회수기로 인해 수익성도 더욱 가파르게 회복될 것으로 예상된다. 우리는 최근 나타난 주가 조정기는 건전한 흐름이라고 보며, 양호한 실적 성장에 따라 주가 상승세도 다시 회복될 가능성이 높다고 판단한다.

[표10] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	706	733	783	848	868	953	1,100	1,124	2,417	3,070	4,045	5,136
YoY (%)	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	40.5	32.6	22.5	27.0	31.8	27.0
플랫폼부문	313	327	351	444	442	493	554	597	1,039	1,435	2,086	2,733
특비즈	127	139	162	222	225	248	284	315	421	650	1,073	1,418
포털비즈	126	137	126	134	117	117	121	127	495	524	482	499
신사업	60	51	62	88	101	127	149	155	123	261	531	815
콘텐츠부문	393	406	432	404	427	460	546	527	1,378	1,635	1,959	2,403
게임 콘텐츠	94	98	99	106	97	107	150	124	417	397	479	547
뮤직 콘텐츠	137	145	151	153	151	151	156	151	533	587	608	623
유료 콘텐츠	75	82	92	49	97	119	148	156	218	297	520	826
IP 비즈니스 기타	87	82	90	95	82	83	92	96	209	354	352	406
YoY (%) 성장률												
플랫폼부문	35%	30%	39%	47%	41%	51%	58%	34%	26%	38%	45%	31%
특비즈	43%	42%	52%	73%	77%	79%	75%	42%	63%	54%	65%	32%
포털비즈	4%	7%	9%	3%	-8%	-14%	-4%	-6%	-1%	6%	-8%	4%
신사업	172%	103%	105%	95%	68%	149%	139%	76%	93%	113%	103%	53%
콘텐츠부문	22%	20%	25%	9%	8%	13%	26%	31%	20%	19%	20%	23%
게임 콘텐츠	-11%	-12%	0%	6%	3%	9%	52%	17%	22%	-5%	21%	14%
뮤직 콘텐츠	9%	11%	11%	9%	10%	4%	3%	-2%	11%	10%	4%	2%
유료 콘텐츠	71%	60%	52%	-22%	30%	46%	61%	217%	72%	36%	75%	59%
IP 비즈니스 기타	84%	82%	79%	43%	-6%	1%	2%	1%	5%	69%	-1%	15%
영업비용	679	693	724	768	780	855	980	967	2,344	2,863	3,583	4,419
YoY (%)	24.5	23.4	27.3	14.8	15.0	23.5	35.4	25.9	29.7	22.2	25.1	23.3
인건비	160	159	177	205	199	217	239	241	542	702	896	1020
매출연동비	331	342	355	340	382	409	464	472	1,079	1,368	1,727	2,260
외주/인프라	90	84	79	107	92	107	114	112	314	360	425	525
마케팅비	33	40	37	42	30	39	76	56	187	151	201	250
상각비	50	53	61	56	59	62	67	63	138	221	250	261
기타	15	14	15	18	19	22	20	22	83	62	84	103
영업이익	27.7	40.5	59.1	79.6	88.2	97.8	120.2	156.5	73	207	463	717
YoY (%)	165.9	46.6	92.7	1753.6	218.9	141.7	103.4	96.6	-55.8	183.5	123.7	55.0
영업이익률(%)	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	10.9	13.9	3.0	6.7	11.4	14.0
당기순이익	18	31	51	-440	80	145	144	147	16	-340	515	641
YoY (%)	20	38	597	적유	354	369	179	흑전	-87.3	적전	흑전	24.4
순이익률(%)	2.5	4.2	6.6	-51.9	9.2	15.3	13.1	13.1	0.7	-11.1	12.7	12.5

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
포털 비즈니스 적정가치	2,563	
12개월 선행 매출액	554	
12개월 선행 순이익	139	순이익률 25% 가정
Target PER(배)	18.5	글로벌 포털 평균 PER에 10% 할인
특비즈니스 적정가치	18,535	
12개월 선행 매출액	1,287	
12개월 선행 순이익	514.87	순이익률 40% 가정
Target PER(배)	36.0	페이스북, 텐센트 평균 PER에 10% 할증 적용
게임즈 지분가치	1,084	50% 할인 적용
지분율	62%	
페이지 지분가치	2,675	
기업가치	4,200	12m 선행 거래액에 배수 7배 적용
지분율	64%	
모빌리티 지분가치	1,109	
기업가치	1,600	최근 투자 유치 금액
지분율	69%	
재팬(픽코마) 지분가치	3,374	
기업가치	3,640	12m 선행 거래액에 배수 7배 적용
지분율	93%	
뱅크 지분가치	1,836	
기업가치	5,400	자본금에 PBR 3배 적용
지분율	34%	
페이 지분가치	4,568	
기업가치	7,500	MAU 2500 만명에 MAU 당 가치 적용
지분율	61%	
카카오 M 지분가치	1,329	
기업가치	1,700	최근 투자 유치 금액
지분율	78%	
순현금	420	
적정 기업가치	37,493	
발행 주식 수(천 주)	83,484	
적정 주가(원)	449,109	
목표 주가(원)	450,000	
현재 주가(원)	356,000	
상승 여력	26.4%	

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,972	2,417	3,070	4,045	5,136
매출총이익	1,972	2,417	3,070	4,045	5,136
영업이익	165	73	207	463	717
EBITDA	295	208	426	667	896
순이자손익	6	33	20	32	41
외화관련손익	-13	22	13	15	15
지분법손익	13	21	1	51	80
세전계속사업손익	153	131	-234	725	878
당기순이익	125	16	-342	515	641
지배주주순이익	109	48	-301	508	641
증가율(%)					
매출액	34.7	22.5	27.0	31.8	27.0
영업이익	42.4	-55.9	183.5	123.7	55.0
EBITDA	28.4	-29.5	104.6	56.7	34.3
순이익	91.1	-87.3	격전	흑전	24.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	3.0	6.7	11.4	14.0
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.9	16.5	17.4
세전이익률	7.8	5.4	-7.6	17.9	17.1
순이익률	6.3	0.7	-11.1	12.7	12.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	372	491	753	-87	824
당기순이익	153	131	-234	516	641
자산상각비	130	135	219	204	179
운전자본증감	48	329	371	-23	72
매출채권 감소(증가)	-2	-1	39	-118	-126
재고자산 감소(증가)	1	-9	-19	-11	-14
매입채무 증가(감소)	3	154	100	91	178
투자현금흐름	-355	-1,261	-414	-793	-307
유형자산처분(취득)	-72	-85	-99	-135	-207
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	-64	752
(-)운전자본증가(감소)	-306	-188	-509	271	-72
(-)설비투자	75	97	106	138	207
(+)자산매각	-25	-33	-48	-41	-57
Free Cash Flow	520	336	815	-514	561
(-)기타투자	311	123	702	-158	12
잉여현금	209	213	113	-356	549
NOPLAT	135	9	150	329	523
(+) Dep	130	135	219	204	179
(-)운전자본투자	-306	-188	-509	271	-72
(-)Capex	75	97	106	138	207
OpFCF	495	235	771	124	568

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,993	2,859	2,830	3,418	4,105
현금성자산	1,699	2,201	2,198	2,586	3,123
매출채권	179	389	386	523	649
재고자산	22	36	49	57	70
비유동자산	4,356	5,101	5,908	6,383	6,560
투자자산	396	1,226	2,009	2,265	2,357
유형자산	271	315	350	408	501
무형자산	3,690	3,865	3,548	3,710	3,702
자산총계	6,349	7,960	8,737	9,801	10,665
유동부채	1,041	2,039	2,433	2,150	2,373
매입채무	280	461	576	739	917
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	2,791	3,026
자본금	34	42	43	44	44
자본잉여금	3,604	4,648	5,043	5,631	5,631
이익잉여금	403	453	148	669	1,298
자본조정	-11	-6	-9	-30	-30
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	4,463	5,627	5,740	7,009	7,639

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,606	618	-3,544	5,830	7,301
BPS	59,332	61,602	60,609	71,913	79,083
DPS	148	127	130	130	130
CFPS	4,642	3,596	5,420	-735	8,563
ROA(%)	1.8	0.7	-3.6	5.5	6.3
ROE(%)	2.9	1.0	-5.8	8.8	9.7
ROIC(%)	3.9	0.3	4.7	10.3	15.0
Multiples(x, %)					
PER	85.3	166.7	-43.3	61.1	48.8
PBR	2.3	1.7	2.5	5.0	4.5
PSR	4.7	3.3	4.2	7.7	6.1
PCR	29.5	28.6	28.3	-484.2	41.6
EV/EBITDA	28.5	33.9	27.8	44.2	32.3
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	42.3	41.4	52.2	39.8	39.6
Net debt/Equity	-20.2	-27.2	-24.7	-28.2	-32.9
Net debt/EBITDA	-305.4	-737.1	-333.4	-296.0	-280.3
유동비율	191.5	140.2	116.3	158.9	173.0
이자보상배율(배)	14.7	7.8	16.1	N/A	N/A
자산구조(%)					
투하자본	60.7	50.2	41.0	41.8	39.1
현금+투자자산	39.3	49.8	59.0	58.2	60.9
자본구조(%)					
차입금	15.2	10.6	12.0	8.0	7.4
자기자본	84.8	89.4	88.0	92.0	92.6



삼성에스디에스 (018260)

4분기에도 관계사 IT전략 매출은 지속 성장

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 230,000원

현재 주가(11/10)	171,000원
상승여력	▲34.5%
시가총액	132,316억원
발행주식수	77,378천주
52 주 최고가 / 최저가	206,000 / 137,000원
90 일 일평균 거래대금	353.67억원
외국인 지분율	12.2%
주주 구성	
삼성전자 (외 10 인)	56.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
삼성에스디에스우리카주 (외 1 인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.4	4.0	-2.8	-14.3
상대수익률(KOSPI)	-5.9	1.2	-28.9	-29.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	10,034	10,720	10,866	11,415
영업이익	877	990	834	952
EBITDA	1,186	1,432	1,227	1,282
지배주주순이익	629	736	462	741
EPS	8,134	9,518	5,977	9,571
순차입금	-3,671	-3,384	-3,803	-4,245
PER	25.1	20.4	28.6	17.9
PBR	2.6	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.2	8.1	7.7	7.0
배당수익률	1.0	1.2	1.4	1.4
ROE	10.9	11.8	6.9	10.4

주가 추이



동사의 3분기 실적은 IT 전략사업 증가와 물류 사업 호조로 인해 시장 기대치를 상회했습니다. 4조 원의 순현금을 제외하면 현재 동사의 영업가치는 내년 예상실적 기준 PER 13 배에 불과합니다.

3분기 실적은 컨센서스 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 2.97조 원, 영업이익 2198억 원을 기록하며 매출액과 영업이익 기준 컨센서스를 각각 10%, 15% 상회했다. 비수기임에도 불구하고 전략사업과 물류 매출 증가가 호실적의 주요 요인이다. IT서비스 매출액은 전년동기 대비 2.9% 감소에 그쳤다. 코로나 19 영향이 지속됨에도 불구하고 관계사들의 IT투자 수주가 인텔리전트 팩토리 중심으로 재개된 것으로 파악된다. 물류BPO 매출액은 전년동기 대비 27.2% 증가하며 분기 최대 매출을 기록했다. 북미, 유럽 지역의 가전제품 수요 증가로 인한 물동량 증가와 물류 운임 강세가 유지되면서 예상보다 호조세를 나타냈다.

관계사 중심으로 클라우드, 인텔리전트팩토리 사업 회복 전망

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 2.89조 원, 영업이익 2463억 원을 전망한다. 물류BPO 매출액은 전분기 초기 매출 인식 영향으로 인해 소폭 감소하겠지만, IT서비스 매출은 전분기 대비 19% 증가할 것으로 예상된다. 클라우드와 인텔리전트팩토리 중심으로 관계사 투자가 재개되고 있는 것으로 파악된다. 전사 매출에서 차지하는 대외고객 매출 비중도 지난해 16.5%에서 19% 수준까지 확대될 것으로 예상되는데, 특히 금융권의 클라우드 도입 전환 니즈가 증가함에 따라 관련 수주로 인한 매출 증가가 기대된다.

투자의견 BUY와 목표주가 23만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 연간 실적 추정치의 변동은 거의 없다. 현재 동사의 시가총액에서 약 4조 원의 순현금을 제외하면, 2021년 PER은 약 13배 수준에 불과해 저평가 매력에 돋보인다. 기다렸던 관계사 투자가 4분기에는 더욱 본격화되고, 정부 정책 관련 프로젝트 수주 증가도 예상되는 만큼 기업가치 우상향 추세가 지속될 것으로 전망한다.

[표12] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,503	2,776	2,658	2,783	2,436	2,567	2,968	2,895	10,034	10,720	10,866	11,415
IT 서비스	1,425	1,569	1,374	1,505	1,286	1,320	1,335	1,585	5,657	5,873	5,525	5,875
컨설팅/SI	343	411	345	419	319	340	356	443	1,482	1,519	1,459	1,527
아웃소싱	1,082	1,158	1,029	1,085	966	980	979	1,142	4,175	4,354	4,067	4,348
물류 BPO	1,078	1,207	1,284	1,278	1,150	1,247	1,634	1,309	4,378	4,847	5,340	5,540
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	57	57	52	54	53	51	45	55	56	55	51	51
컨설팅/SI	14	15	13	15	13	13	12	15	15	14	13	13
아웃소싱	43	42	39	39	40	38	33	39	42	41	37	38
물류 BPO	43	43	48	46	47	49	55	45	44	45	49	49
영업이익	199	259	207	326	171	197	220	246	877	990	834	952
영업이익률(%)	7.9	9.3	7.8	11.7	7.0	7.7	7.4	8.5	8.7	9.2	7.7	8.3
IT 서비스	194	246	180	298	156	184	186	218	853	918	744	851
영업이익률(%)	13.6	15.7	13.1	19.8	12.2	14.0	13.9	13.7	15.1	15.6	13.5	14.5
물류 BPO	4	13	26	28	15	13	34	29	24	72	90	101
영업이익률(%)	0.4	1.1	2.1	2.2	1.3	1.0	2.1	2.2	0.5	1.5	1.7	1.8
당기순이익	141	194	157	259	-30	146	161	194	639	751	470	756
당기순이익률(%)	5.6	7.0	5.9	9.3	-1.2	5.7	5.4	6.7	6.4	7.0	4.3	6.6
YoY(%)												
매출액	6.2	12.3	9.7	0.0	-2.7	-7.5	11.7	4.0	7.9	6.8	1.4	5.1
IT 서비스	5.9	10.8	2.9	-3.5	-9.8	-15.9	-2.9	5.3	10.3	3.8	-5.9	6.3
컨설팅/SI	8.1	7.2	4.0	-6.6	-6.9	-17.3	3.2	5.7	19.1	2.5	-4.0	4.7
아웃소싱	5.2	12.1	2.5	-2.2	-10.7	-15.4	-4.9	5.2	7.4	4.3	-6.6	6.9
물류 BPO	6.6	14.3	18.1	4.5	6.8	3.3	27.2	2.5	5.0	10.7	10.2	3.7
영업이익	9.2	8.8	3.5	26.3	-13.8	-24.0	6.4	-24.5	19.9	12.8	-15.8	14.2
IT 서비스	6.2	8.2	-9.1	21.6	-19.4	-25.0	3.1	-27.0	29.5	7.6	-19.0	14.4
물류 BPO	흑전	22.4	1,930.8	115.4	236.4	-4.6	28.8	2.5	-66.9	199.6	25.0	12.6
당기순이익	7.1	3.5	9.5	45.9	적전	-24.8	2.7	-25.1	17.9	17.6	-37.4	60.7

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,299	10,034	10,720	10,866	11,415
매출총이익	1,495	1,664	1,794	1,763	1,893
영업이익	732	877	990	834	952
EBITDA	1,064	1,186	1,432	1,227	1,282
순이자손익	41	65	66	67	85
외화관련손익	-27	10	-2	17	0
지분법손익	2	3	3	5	6
세전계속사업손익	752	957	1,036	923	1,064
당기순이익	542	639	750	470	756
지배주주순이익	530	629	736	462	741
증가율(%)					
매출액	13.7	7.9	6.8	1.4	5.1
영업이익	16.7	19.9	12.8	-15.8	14.2
EBITDA	7.3	11.4	20.8	-14.3	4.4
순이익	5.3	17.9	17.5	-37.3	60.7
이익률(%)					
매출총이익률	16.1	16.6	16.7	16.2	16.6
영업이익률	7.9	8.7	9.2	7.7	8.3
EBITDA 이익률	11.4	11.8	13.4	11.3	11.2
세전이익률	8.1	9.5	9.7	8.5	9.3
순이익률	5.8	6.4	7.0	4.3	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	835	1,197	894	954	970
당기순이익	542	639	750	471	756
자산상각비	333	308	442	393	329
운전자본증감	-195	-4	-445	-169	-107
매출채권 감소(증가)	-149	-177	-145	-6	-187
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-2
매입채무 증가(감소)	67	129	-14	-59	50
투자현금흐름	-970	-819	-606	-576	-463
유형자산처분(취득)	-191	-250	-340	-254	-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	1,123	1,077
(-)운전자본증가(감소)	118	-232	370	-113	107
(-)설비투자	192	251	342	255	286
(+)자산매각	-29	-25	-33	-31	-31
Free Cash Flow	825	1,291	829	950	652
(-)기타투자	63	260	129	288	25
잉여현금	762	1,031	701	662	628
NOPLAT	527	586	717	425	676
(+) Dep	333	308	442	393	329
(-)운전자본투자	118	-232	370	-113	107
(-)Capex	192	251	342	255	286
OpFCF	550	875	448	676	613

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	5,117	5,882	6,384	6,811	7,454
현금성자산	2,925	3,672	3,831	4,227	4,669
매출채권	1,962	1,997	2,233	2,266	2,453
재고자산	25	19	17	22	24
비유동자산	2,160	2,132	2,637	2,636	2,655
투자자산	197	218	740	753	784
유형자산	1,029	1,069	1,108	1,142	1,186
무형자산	935	845	790	741	685
자산총계	7,278	8,014	9,021	9,447	10,109
유동부채	1,325	1,575	1,698	1,841	1,936
매입채무	511	640	618	607	658
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	2,430	2,537
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	4,347	4,822	5,404	5,680	6,235
자본조정	-125	-175	-194	-177	-177
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	5,719	6,149	6,725	7,017	7,572

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	6,854	8,134	9,518	5,977	9,571
BPS	71,833	77,315	84,595	88,397	95,568
DPS	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400
CFPS	15,045	17,251	20,342	14,514	13,916
ROA(%)	7.5	8.2	8.6	5.0	7.6
ROE(%)	9.9	10.9	11.8	6.9	10.4
ROIC(%)	19.0	22.7	25.5	13.5	21.6
Multiples(x, %)					
PER	29.2	25.1	20.4	28.6	17.9
PBR	2.8	2.6	2.3	1.9	1.8
PSR	1.7	1.6	1.4	1.2	1.2
PCR	13.3	11.8	9.6	11.8	12.3
EV/EBITDA	11.8	10.2	8.1	7.7	7.0
배당수익률	1.0	1.0	1.2	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	27.2	30.3	34.1	34.6	33.5
Net debt/Equity	-51.1	-59.7	-50.3	-54.2	-56.1
Net debt/EBITDA	-274.8	-309.6	-236.3	-309.9	-331.2
유동비율	386.3	373.5	375.9	369.9	385.1
이자보상배율(배)	384.8	526.3	65.7	47.4	57.3
자산구조(%)					
투하자본	46.8	38.3	41.3	38.2	36.9
현금+투자자산	53.2	61.7	58.7	61.8	63.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	6.2	5.7	5.3
자기자본	100.0	100.0	93.8	94.3	94.7



더존비즈온 (012510)

또 한번의 견고함 증명

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 130,000원

현재 주가(11/10)	103,500원
상승여력	▲25.6%
시가총액	31,039억원
발행주식수	29,989천주
52 주 최고가 / 최저가	126,500 / 55,500원
90 일 일평균 거래대금	220.63억원
외국인 지분율	45.0%
주주 구성	
김용우 (외 14 인)	36.3%
자사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.2	3.0	3.7	36.9
상대수익률(KOSPI)	-11.8	0.2	-22.3	22.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	227	263	305	344
영업이익	54	67	76	89
EBITDA	70	89	115	140
지배주주순이익	42	51	53	66
EPS	1,418	1,679	1,776	2,214
순차입금	-89	224	214	151
PER	36.6	48.2	58.3	46.8
PBR	8.6	7.1	8.2	7.2
EV/EBITDA	20.6	29.6	28.9	23.3
배당수익률	0.9	0.6	0.4	0.4
ROE	23.4	18.8	14.1	15.7

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 대외 불확실성 확대에도 불구하고 시장 기대치에 부합했습니다. 동사에 대해 매수 의견을 유지합니다.

3분기 실적은 시장 기대치 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 730억 원, 영업이익 161억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 코로나19로 인한 대외 불확실성에도 불구하고 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 20.3%, 20.2% 성장했다. ERP 매출액은 7.4% 증가했는데, 정부 지원 스마트팩토리 사업과 지원됐던 프로젝트들의 회복세로 인해 스탠다드ERP 매출이 22%나 증가하며 성장을 견인했다. 클라우드와 그룹웨어 매출액은 각각 12%, 38% 성장했다. 프라이빗 클라우드 신규 수주가 늘어났고, 비대면 업무 확대에 따른 그룹웨어 판매 호조에 기인한다. 하드웨어 관련 매출 증가로 인해 영업이익률은 전분기 보다 소폭 감소한 22.1%를 기록했다.

ERP 성장세 반등과 뉴딜 정책 수혜 기대감 높아

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 875억 원, 영업이익 264억 원을 전망한다. ERP와 클라우드 매출액이 전년동기 대비 각각 8%, 21% 증가하며 성장률이 재차 반등할 것으로 예상된다. 동사는 최근 한국가스기술공사의 차세대ERP 구축 사업을 80억 원 규모로 수주했고, 디지털 뉴딜 정책 비대면 솔루션 서비스 사업자로 선정되면서 WEHAGO 매출 증가가 기대되기 때문이다. 이는 WEHAGO 클라우드 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. 동사가 수년간 축적해온 데이터의 가치가 WEHAGO에서 판테크 사업까지 발현되면서 기업가치 상승이 지속될 것이라는 기존 의견을 유지한다. 다만, 추가 상승 모멘텀을 위해서는 4분기 뉴딜 정책 관련 비대면 사업 수혜와 판테크 관련 신사업이 구체화되어야 한다고 판단한다.

[표13] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	625	620	607	774	712	732	730	875	2,044	2,269	2,627	3,049	3,439
YoY(%)	19.6	12.3	13.0	17.7	13.8	18.0	20.3	13.0	16.3	11.0	15.7	16.1	12.8
ERP	361	350	325	399	372	367	349	430	1,134	1,222	1,435	1,518	1,612
그룹웨어	61	63	57	96	73	75	78	101	187	251	276	327	381
정보보안	26	29	29	33	26	27	25	33	104	114	117	110	108
클라우드	118	118	136	146	134	138	152	177	378	450	519	601	715
전자금융	33	35	34	36	34	36	36	38	145	130	138	144	151
기타	21	18	16	53	66	81	82	83	64	64	107	312	434
YoY(%)													
ERP	23.4	17.3	16.3	13.3	3.0	5.0	7.4	7.8	13.9	7.8	17.4	5.8	6.2
그룹웨어	19.9	4.8	-9.7	24.1	18.7	20.1	37.7	5.4	47.6	34.4	10.2	18.3	16.6
정보보안	9.5	-1.3	15.5	-7.6	-1.4	-6.2	-16.3	-1.1	-6.3	9.4	2.7	-6.2	-1.9
클라우드	16.6	7.0	17.6	20.2	13.4	17.1	11.7	20.6	31.2	18.9	15.5	15.8	18.9
전자금융	8.5	10.0	5.9	1.0	2.6	4.4	5.0	6.9	6.6	-10.6	6.2	4.8	4.6
기타	47.5	25.2	45.9	111.6	220.0	357.8	419.9	55.5	-6.7	-0.5	67.5	190.3	39.2
영업이익	139	152	134	243	163	176	161	264	517	540	668	764	893
YoY(%)	25.4	18.4	33.5	21.2	17.8	15.4	20.2	8.4	34.6	4.5	23.7	14.3	17.0
영업이익률(%)	22.2	24.5	22.1	31.4	22.9	24.0	22.1	30.1	25.3	23.8	25.4	25.0	26.0
당기순이익	114	117	107	173	104	121	112	199	406	424	510	536	665
YoY(%)	29.5	22.9	45.1	3.4	-8.6	3.1	4.8	15.3	43.7	4.5	20.3	5.1	24.1
당기순이익률(%)	18.2	18.9	17.6	22.3	14.6	16.5	15.4	22.8	19.8	18.7	19.4	17.6	19.3

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	204	227	263	305	344
매출총이익	120	127	149	170	193
영업이익	51	54	67	76	89
EBITDA	66	70	89	115	140
순이자손익	0	0	-2	-6	-4
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	48	56	66	70	86
당기순이익	40	43	51	54	66
지배주주순이익	39	42	51	53	66
증가율(%)					
매출액	15.7	11.0	15.7	16.1	12.8
영업이익	31.5	6.9	23.7	14.3	17.0
EBITDA	23.2	6.2	26.0	29.4	21.6
순이익	40.5	7.2	20.0	5.1	24.0
이익률(%)					
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	55.9	56.0
영업이익률	24.7	23.8	25.4	25.0	26.0
EBITDA 이익률	32.4	31.0	33.7	37.6	40.6
세전이익률	23.6	24.7	25.3	23.0	25.1
순이익률	19.4	18.7	19.4	17.6	19.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	50	62	60	95	124
당기순이익	40	43	51	54	66
자산상각비	16	16	22	38	50
운전자본증감	-12	-1	-22	-5	7
매출채권 감소(증가)	-5	-5	-11	-14	7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	1	1	2	-3
투자활동 현금	-24	-20	-464	-62	-48
유형자산처분(취득)	-32	21	-504	-37	-28
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	100	118
(-)운전자본증가(감소)	-5	-16	12	4	-7
(-)설비투자	33	18	504	37	28
(+)자산매각	-2	35	-7	-11	-9
Free Cash Flow	40	108	-427	49	88
(-)기타투자	4	57	-36	15	11
잉여현금	36	51	-390	34	77
NOPLAT	42	41	51	58	69
(+) Dep	16	16	22	38	50
(-)운전자본투자	-5	-16	12	4	-7
(-)Capex	33	18	504	37	28
OpFCF	29	55	-443	56	98

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	123	149	102	132	187
현금성자산	78	108	47	63	126
매출채권	34	38	48	61	54
재고자산	1	2	1	2	2
비유동자산	151	129	625	650	647
투자자산	19	18	252	266	277
유형자산	104	84	342	347	331
무형자산	29	28	31	38	40
자산총계	274	279	727	781	834
유동부채	87	89	93	104	103
매입채무	15	19	18	23	21
유동성이자부채	28	18	20	21	21
비유동부채	5	7	269	277	277
비유동이자부채	1	0	251	256	256
부채총계	92	97	361	380	381
자본금	15	15	16	16	16
자본잉여금	47	52	196	196	196
이익잉여금	119	145	181	219	271
자본조정	0	-33	-33	-33	-33
자기주식	0	-32	-32	-32	-32
자본총계	182	182	363	401	454

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,319	1,418	1,679	1,776	2,214
BPS	6,098	6,046	11,427	12,637	14,299
DPS	400	450	450	450	450
CFPS	2,371	2,531	3,246	3,387	3,734
ROA(%)	15.3	15.2	10.1	7.1	8.2
ROE(%)	23.5	23.4	18.8	14.1	15.7
ROIC(%)	34.5	36.5	15.0	9.7	11.3
Multiples(x, %)					
PER	25.2	36.6	48.2	58.3	46.8
PBR	5.5	8.6	7.1	8.2	7.2
PSR	4.8	6.8	9.2	10.1	9.5
PCR	14.0	20.5	25.0	30.6	27.7
EV/EBITDA	14.2	20.6	29.6	28.9	23.3
배당수익률	1.2	0.9	0.6	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	50.4	53.0	99.6	94.8	84.0
Net debt/Equity	-26.9	-49.0	61.8	53.4	33.3
Net debt/EBITDA	-74.0	-127.0	253.1	186.7	108.4
유동비율	141.7	167.5	110.3	126.8	181.0
이자보상배율	60.7	74.7	24.2	10.5	12.2
자산구조(%)					
투하자본	57.6	42.5	66.3	65.2	60.1
현금+투자자산	42.4	57.5	33.7	34.8	39.9
자본구조(%)					
차입금	13.7	9.3	42.8	40.8	37.9
자기자본	86.3	90.7	57.2	59.2	62.1



현대오토에버 (307950)

관계사 투자 임박으로 동사의 구조적 성장 기대

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 75,000원

현재 주가(11/10)	68,000원
상승여력	▲10.3%
시가총액	14,280억원
발행주식수	21,000천주
52 주 최고가 / 최저가	70,800 / 21,800원
90 일 일평균 거래대금	125.99억원
외국인 지분율	1.4%
주주 구성	
현대자동차 (외 7 인)	76.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
현대오토에버우리스주 (외 1 인)	3.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.7	60.0	59.1	25.9
상대수익률(KOSPI)	-3.3	57.2	33.0	11.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,425	1,572	1,609	1,821
영업이익	70	80	88	109
EBITDA	85	128	139	148
지배주주순이익	54	56	63	73
EPS	N/A	2,663	3,017	3,454
순차입금	-244	-141	-208	-256
PER	n/a	18.9	22.5	19.7
PBR	0.0	2.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	-2.9	7.2	8.8	7.9
배당수익률	N/A	1.4	1.0	1.0
ROE	12.6	11.7	11.9	12.4

주가 추이



동사의 3분기 실적은 시장 기대치에 부합했습니다. 4분기에도 SI 부문매출 둔화는 불가피하지만, ITO 중심의 성장이 지속될 것으로 전망합니다. 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지합니다.

3분기 실적은 시장 기대치에 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 3969억 원, 영업이익 223억 원을 기록하며 우리 전망치와 컨센서스에 부합했다. SI 매출액은 전년동기 대비 5.7% 감소한 1676억 원을 기록했는데, 코로나19로 인한 미주 법인 중심의 해외 사업 프로젝트 지연이 지속됐기 때문이다. 다만, ITO 매출액은 전년동기 대비 10.4% 증가했다. 차세대ERP 공급과 클라우드 인프라 증설 등 운영 서비스가 늘어난 것으로 파악된다. 수익성이 좋은 ITO 사업 비중 증가와 경비 효율화로 인해 영업이익률은 5.6%를 기록했다.

관계사 투자 본격화는 멀티플 확대와 EPS 성장 요인

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 4925억 원, 영업이익 273억 원을 전망한다. ITO 매출 성장세는 지속되겠지만, SI는 미주, 중국, 인도 법인의 프로젝트 지연으로 인해 성장 둔화가 불가피하다. 다만, 성수기 효과와 유럽과 러시아 지역의 사업 호조로 전년동기 대비 역성장 폭은 줄어들 것으로 판단한다. 한편, 동사는 현대차그룹 싱가포르 글로벌 혁신센터(HMGICS)에 대한 10% 수준의 지분투자 계획을 공시했다. 그룹 전체적인 밸류체인 혁신 플랫폼에 당사의 솔루션이 적용되면서 레퍼런스 확보와 실적 성장이 동시에 기대된다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 2021년 예상 EPS에 목표배수 22배를 적용했다. 현재 동사의 밸류에이션은 내년 예상 실적 기준 PER 20배로, 관계사 투자가 본격화될 때 경쟁사가 받던 수준(24~25배) 대비 상승 여력이 존재한다. 최근 주가가 단기 급등했음에도 불구하고 전략 사업 본격화와 중장기 투자 확대 모멘텀을 고려하면 리레이팅이 지속될 것이라는 기존 의견을 유지한다.

[표14] 현대오토에버의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	306.8	408.4	385.5	471.2	329.0	390.8	396.9	492.5	1,425	1,572	1,609	1,821
SI	150.8	178.9	177.7	214.0	146.8	164.8	167.7	209.7	654	721	689	784
ITO	156.0	229.5	207.7	257.1	182.2	226.0	229.3	282.8	771	850	920	1,037
매출비중(%)												
SI	49.2	43.8	46.1	45.4	44.6	42.2	42.2	42.6	45.9	45.9	42.8	48.7
ITO	50.8	56.2	53.9	54.6	55.4	57.8	57.8	57.4	54.1	54.1	57.2	64.4
영업이익	11.7	22.8	20.6	25.0	11.4	26.5	22.3	27.3	70.2	80.2	87.6	109.2
영업이익률(%)	3.8	5.6	5.4	5.3	3.5	6.8	5.6	5.5	4.9	5.1	5.4	6.0
당기순이익	9.2	17.4	15.1	15.2	8.9	19.2	15.1	20.3	55.2	56.9	63.9	72.5
당기순이익률(%)	3.0	4.3	3.9	3.2	2.7	4.9	3.8	4.1	3.9	3.6	4.0	4.0
YoY(%)												
매출액	4.2	15.0	11.1	10.0	7.2	-4.3	3.0	4.5	-3.3	10.3	2.4	13.1
SI	5.7	12.3	13.5	9.6	-2.7	-7.9	-5.7	-2.0	-8.3	10.3	-4.5	13.8
ITO	2.7	17.2	9.2	10.3	16.8	-1.5	10.4	10.0	1.4	10.3	8.2	12.6
영업이익	-17.4	49.7	5.2	18.4	-2.6	16.2	8.2	9.1	-3.8	14.3	9.2	24.7
당기순이익	-7.2	16.4	-0.7	0.2	-3.1	10.7	-0.2	33.6	0.1	3.0	12.4	13.5

자료: 현대오토에버, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,473	1,425	1,572	1,609	1,821
매출총이익	157	146	164	170	190
영업이익	73	70	80	88	109
EBITDA	87	85	128	139	148
순이자손익	3	4	1	5	10
외화관련손익	-1	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	77	75	83	92	107
당기순이익	55	55	57	64	73
지배주주순이익	54	54	56	63	73
증가율(%)					
매출액	10.3	-3.3	10.3	2.4	13.2
영업이익	-9.3	-3.8	14.3	9.2	24.7
EBITDA	-7.4	-2.7	50.8	8.7	6.7
순이익	-14.7	0.1	3.0	12.4	13.5
이익률(%)					
매출총이익률	10.7	10.2	10.4	10.6	10.4
영업이익률	4.9	4.9	5.1	5.4	6.0
EBITDA 이익률	5.9	6.0	8.1	8.6	8.1
세전이익률	5.2	5.3	5.3	5.7	5.9
순이익률	3.7	3.9	3.6	4.0	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	50	46	80	125	96
당기순이익	77	75	83	75	73
자산상각비	14	15	48	51	39
운전자본증감	-34	-40	-51	5	-16
매출채권 감소(증가)	22	19	10	-100	-90
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-39	-34	-38	112	76
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	132	112
(-)운전자본증가(감소)	16	11	23	5	16
(-)설비투자	15	21	16	18	19
(+)자산매각	-2	-5	-6	-9	-8
Free Cash Flow	70	64	101	100	69
(-)기타투자	19	29	33	-9	6
잉여현금	51	35	68	109	63
NOPLAT	52	52	55	61	74
(+) Dep	14	15	48	51	39
(-)운전자본투자	16	11	23	5	16
(-)Capex	15	21	16	18	19
OpFCF	36	34	63	89	78

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	681	690	739	916	1,058
현금성자산	238	249	275	336	384
매출채권	426	398	407	504	594
재고자산	1	1	5	6	7
비유동자산	123	140	288	262	255
투자자산	26	24	163	151	157
유형자산	60	75	74	59	47
무형자산	37	42	51	51	51
자산총계	804	829	1,027	1,178	1,314
유동부채	380	368	399	510	588
매입채무	308	309	302	425	501
유동성이자부채	0	2	32	33	33
비유동부채	8	9	113	104	105
비유동이자부채	0	3	102	95	95
부채총계	388	377	512	614	693
자본금	10	10	11	11	11
자본잉여금	15	15	32	32	32
이익잉여금	392	426	471	519	577
자본조정	-6	-5	-3	-3	-3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	416	452	515	563	621

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	N/A	N/A	2,663	3,017	3,454
BPS	199,270	21,602	24,259	26,566	29,310
DPS	0	690	710	710	710
CFPS	N/A	N/A	6,985	6,310	5,328
ROA(%)	6.7	6.6	6.0	5.7	5.8
ROE(%)	13.7	12.6	11.7	11.9	12.4
ROIC(%)	32.6	27.1	18.9	16.9	20.8
Multiples(x, %)					
PER	N/A	N/A	18.9	22.5	19.7
PBR	0.0	0.0	2.1	2.6	2.3
PSR	N/A	N/A	0.7	0.9	0.8
PCR	N/A	N/A	7.2	10.8	12.8
EV/EBITDA	-2.7	-2.9	7.2	8.8	7.9
배당수익률	N/A	N/A	1.4	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	93.4	83.6	99.4	109.1	111.7
Net debt/Equity	-57.4	-54.1	-27.4	-36.9	-41.2
Net debt/EBITDA	-273.7	-288.1	-110.3	-149.4	-172.5
유동비율	179.3	187.4	185.3	179.5	179.8
이자보상배율(배)	N/A	439.7	20.3	N/A	N/A
자산구조(%)					
투하자본	39.8	43.0	45.9	42.0	40.1
현금+투자자산	60.2	57.0	54.1	58.0	59.9
자본구조(%)					
차입금	0.0	1.1	20.6	18.6	17.2
자기자본	100.0	98.9	79.4	81.4	82.8



CJ ENM (035760)

바닥권 탈출, 업황 회복으로 가장 탄력적인 반응 기대

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

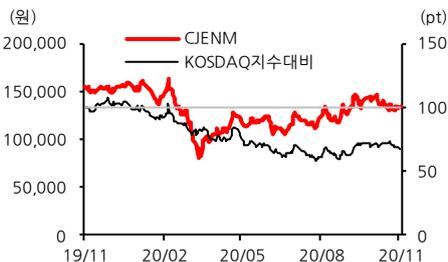
현재 주가(11/10)	134,700원
상승여력	▲26.2%
시가총액	29,539억원
발행주식수	21,929천주
52 주 최고가 / 최저가	164,500 / 81,500원
90 일 일평균 거래대금	248.02억원
외국인 지분율	20.5%
주주 구성	
CI (외 6인)	42.7%
자사주 (외 1인)	10.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	8.7	11.8	-13.0
상대수익률(KOSDAQ)	-1.6	11.3	-11.4	-39.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E
매출액	3,790	3,439	3,843
영업이익	269	264	299
EBITDA	1,028	785	867
지배주주순이익	104	144	169
EPS	4,754	6,588	7,694
순차입금	461	145	431
PER	33.6	20.4	17.5
PBR	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.9	3.9	3.9
배당수익률	0.9	1.0	1.0
ROE	3.7	4.7	5.2

주가 추이



동사의 3분기 실적은 시장 기대치를 큰 폭 상회했습니다. 4분기에도 미디어와 음악 부분의 이익 턴어라운드 가능성이 지속되고, 영화도 최악의 시기가 지나갔다고 판단합니다. 동사에 대해 긍정적인 의견을 유지합니다.

3분기 실적은 컨센서스 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 7986억 원, 영업이익 710억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 16% 상회, 우리 전망치에 부합했다. 미디어 부분의 이익 성장과 디지털 사업 호조가 호실적의 주요 원인이다. TV광고 매출액은 전년동기 대비 17% 감소하며 역성장이 지속됐음에도 불구하고, 동사의 미디어 영업이익은 293억 원으로 전년동기 대비 82% 성장했다. 티빙 가입자수와 디지털 광고가 각각 35%, 34% 증가했다. 커머스 영업이익도 44% 성장했는데, 디지털 채널 매출 고성장과 PB상품 확대 전략이 이익 성장을 견인한 것으로 파악된다. 이를 통해 전사 영업이익률은 8.9%를 기록하며 수익성 개선 추세를 이어갔다.

4분기 영업이익은 전년동기 대비 88% 증가 전망

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출액 9925억 원, 영업이익 801억 원을 전망한다. 지난해 기저효과가 있기는 하지만, 영업이익 성장률이 88%에 달하는 수준이다. 이번 실적을 통해 동사가 제시해왔던 전략을 재확인했다. 제작비 통제를 동반한 콘텐츠 경쟁력이 유지되고 있으며, 고마진 상품 중심의 수익성 강화 추세는 4분기와 내년에도 지속될 것으로 판단한다. 또한, 4분기 TV광고 시장은 일부 카테고리 광고주 위주로 급격히 회복되고 있는 것으로 파악된다. 우리는 업황이 회복되는 구간에 동사가 가장 탄력적인 매출 성장을 나타낼 것이라는 기존 의견을 유지한다.

투자의견 BUY와 목표주가 17만 원 유지

동사에 대해 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 코로나19 영향에 따라 대면 관련 사업 불확실성이 지속되고 있다는 점은 우려 요인이다. 하지만, 동사가 보유한 투자자산 가치가 2조 중반 수준이라는 점을 고려하면, 저평가 매력이 크다고 판단한다. 모든 사업 부분의 업황이 더 나빠질게 없는 구간으로, 실적과 투자심리 모두 턴어라운드 지속될 것으로 전망한다.

[표15] CJ ENM의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	860.2	1,005.5	909.9	1,014.1	810.8	837.5	798.6	992.5	3,309	3,790	3,439	3,843
미디어	380.0	426.4	426.9	445.1	340.8	406.3	370.6	462.3	1,568	1,678	1,580	1,791
커머스	324.1	357.6	335.8	409.9	375.9	376.2	344.3	432.7	1,294	1,427	1,529	1,638
영화	104.1	67.8	84.3	93.1	54.2	12.5	36.9	42.6	213	349	146	193
음악	52.1	153.8	62.9	66.0	39.8	42.5	46.9	54.9	233	335	184	221
영업이익	79.0	87.4	60.3	42.7	39.7	73.3	71.0	80.1	246	269	264	299
미디어	13.7	36.5	16.1	4.6	3.9	24.9	29.3	32.0	112	71	90	100
커머스	42.0	36.0	29.4	41.8	37.9	49.8	42.4	42.7	124	149	173	185
영화	18.8	10.0	15.8	-1.0	-2.0	-3.5	-4.1	1.6	-0.9	44	-8.0	2.1
음악	4.6	4.9	-1.0	-2.9	-0.0	2.1	3.5	3.8	11.1	5.6	9.4	11.3
영업이익률(%)	9.2	8.7	6.6	4.2	4.9	8.8	8.9	8.1	7.4	7.1	7.7	7.8
성장률 (YoY%)												
매출액	10.5	27.2	16.5	5.7	-5.7	-16.7	-12.2	-2.1	12.4	14.5	-9.2	11.7
미디어	11.6	15.4	4.9	-1.3	-10.3	-4.7	-13.2	3.9	21.1	7.1	-5.9	13.3
커머스	7.4	12.4	23.9	1.6	16.0	5.2	2.5	5.6	8.5	10.3	7.1	7.1
영화	30.2	88.2	87.4	78.2	-47.9	-81.6	-56.3	-54.3	-5.3	63.8	-58.2	31.9
음악	-7.3	131.2	8.1	25.6	-23.5	-72.4	-25.5	-16.8	1.2	43.4	-45.0	20.0
영업이익	4.1	37.3	7.0	-14.9	-49.7	-16.2	17.9	87.7	15	9	-1.9	13.1
미디어	-44.3	25.0	-56.7	-77.6	-71.6	-31.8	81.7	596.1	80	-36.4	27.0	11.3
커머스	1.4	5.4	61.6	36.7	-9.8	38.3	44.3	2.2	-18.0	20	15.8	7.1
영화	162.4	흑전	흑전	적유	-110.8	-135.0	-126.1	-261.2	적유	흑전	적전	흑전
음악	70.7	17.2	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	-5.9	-49.7	68.4	20.0

자료: CJ ENM, 한화투자증권 리서치센터

[표16] CJ ENM의 SOTP 밸류에이션

구분		비고
영업가치	1,364	
미디어/영화/음악	464	
2021E 영업이익	49	스튜디오드래곤 실적 제외
2021E 세후영업이익	32	
Target PER	14.5	국내의 동종 업체 평균에서 할인 적용
커머스	900	
2021E 영업이익	185	
2021E 세후영업이익	120	
Target PER	7.5	국내 동종 업체 평균 적용
투자자산가치	2,612	각 지분가치의 30% 할인
넷마블게임즈	1,667	
스튜디오드래곤	900	
삼성생명	45	
사업가치	3,976	
순차입금	235	
적정 기업가치	3,741	
발행주식수(천주)	21,926	
적정주가(원)	170,638	
목표주가(원)	170,000	
현재주가(원)	134,700	
상승여력	26.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,360	3,790	3,439	3,843
매출총이익	1,127	1,462	1,327	1,482
영업이익	182	269	264	299
EBITDA	708	1,028	785	867
순이자손익	-8	-18	-17	-16
외화관련손익	-1	9	0	0
지분법손익	37	22	22	22
세전계속사업손익	164	190	218	255
당기순이익	184	59	150	176
지배주주순이익	163	104	144	169
증가율(%)				
매출액	4.4	60.6	-9.2	11.7
영업이익	-18.9	48.0	-1.9	13.1
EBITDA	51.0	45.2	-23.6	10.4
순이익	28.4	-68.2	156.7	16.8
이익률(%)				
매출총이익률	47.7	38.6	38.6	38.6
영업이익률	7.7	7.1	7.7	7.8
EBITDA 이익률	30.0	27.1	22.8	22.6
세전이익률	6.9	5.0	6.3	6.6
순이익률	7.8	1.5	4.4	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	587	743	981	649
당기순이익	184	59	150	176
자산상각비	526	759	521	568
운전자본증감	-149	-258	226	-35
매출채권 감소(증가)	-100	-130	327	-65
재고자산 감소(증가)	-9	-41	23	-11
매입채무 증가(감소)	-7	102	-210	41
투자현금흐름	-158	-288	-623	-905
유형자산처분(취득)	-226	-278	-256	-286
무형자산 감소(증가)	-296	-595	-539	-485
투자자산 감소(증가)	248	-6	15	0
재무현금흐름	-89	-641	-27	-31
차입금의 증가(감소)	182	-680	0	0
자본의 증가(감소)	-21	-26	-27	-31
배당금의 지급	-21	-26	-27	-31
총현금흐름	795	1,096	755	685
(-)운전자본증가(감소)	227	-42	-179	35
(-)설비투자	229	282	256	286
(+)자산매각	-293	-590	-539	-485
Free Cash Flow	46	265	140	-122
(-)기타투자	-194	-291	-204	134
잉여현금	240	556	344	-256
NOPLAT	159	148	182	206
(+) Dep	526	759	521	568
(-)운전자본투자	227	-42	-179	35
(-)Capex	229	282	256	286
OpFCF	229	667	626	453

주1. 2019년부터 CJ HELLO 제외 PRO-FORMA 기준

주2. IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,807	1,676	1,556	1,345
현금성자산	540	371	687	401
매출채권	940	879	552	617
재고자산	94	121	97	109
비유동자산	4,948	3,759	3,869	4,260
투자자산	1,917	1,773	1,609	1,798
유형자산	1,398	948	982	1,034
무형자산	1,827	1,038	1,278	1,428
자산총계	6,755	5,435	5,424	5,606
유동부채	2,022	1,661	1,403	1,444
매입채무	536	557	347	388
유동성이자부채	894	453	453	453
비유동부채	1,308	622	625	627
비유동이자부채	1,039	380	380	380
부채총계	3,329	2,283	2,028	2,071
자본금	111	111	111	111
자본잉여금	2,245	2,330	2,330	2,330
이익잉여금	1,070	1,146	1,262	1,401
자본조정	-662	-639	-512	-512
자기주식	-512	-512	-512	-512
자본총계	3,426	3,152	3,396	3,534

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E
주당지표				
EPS	12,183	4,754	6,588	7,694
BPS	126,022	134,364	145,503	151,798
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400
CFPS	59,568	49,968	34,438	31,234
ROA(%)	3.4	1.7	2.7	3.1
ROE(%)	8.6	3.7	4.7	5.2
ROIC(%)	6.1	5.3	8.4	8.8
Multiples(x, %)				
PER	16.6	33.6	20.4	17.5
PBR	1.6	1.2	0.9	0.9
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	3.4	3.2	3.9	4.3
EV/EBITDA	8.2	3.9	3.9	3.9
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.0
안정성(%)				
부채비율	97.2	72.4	59.7	58.6
Net debt/Equity	40.7	14.6	4.3	12.2
Net debt/EBITDA	196.6	44.8	18.4	49.8
유동비율	89.4	100.9	110.9	93.2
이자보상배율(배)	12.3	9.1	9.8	11.1
자산구조(%)				
투하자본	58.3	50.0	49.0	53.0
현금+투자자산	41.7	50.0	51.0	47.0
자본구조(%)				
차입금	36.1	20.9	19.7	19.1
자기자본	63.9	79.1	80.3	80.9



제일기획 (030000)

돌아선 국내 업황, 그 중 돋보이는 체력 확인

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 27,000원

현재 주가(11/10)	21,500원
상승여력	▲25.6%
시가총액	24,734억원
발행주식수	115,041천주
52 주 최고가 / 최저가	25,200 / 11,900원
90 일 일평균 거래대금	98.83억원
외국인 지분율	31.4%
주주 구성	
삼성전자 (외 6 인)	28.6%
자사주 (외 1 인)	12.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	17.2	21.5	-13.3
상대수익률(KOSPI)	-4.8	14.4	-4.6	-28.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,478	3,422	2,992	3,175
영업이익	181	206	212	238
EBITDA	219	238	244	271
지배주주순이익	130	138	145	161
EPS	1,128	1,200	1,265	1,403
순차입금	-432	-332	-92	-155
PER	20.0	20.0	17.0	15.3
PBR	2.9	2.9	2.4	2.3
EV/EBITDA	9.9	10.2	9.8	8.6
배당수익률	3.4	3.4	3.8	3.8
ROE	15.0	15.1	14.9	15.4

주가 추이



동사의 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 4분기에도 실적 성장세는 더욱 가파르게 나타날 것으로 전망합니다. 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지합니다.

3분기 실적은 시장과 당사 추정치 상회

동사의 3분기 연결 실적은 매출총이익 2784억 원, 영업이익 594억 원 을 기록하며 우리 전망치와 컨센서스를 상회했다. 예상보다 좋았던 국 내 전통 매체와 디지털 대행 물량 증가가 실적 호조의 원인이다. 국내 매출총이익은 전년동기 11.3%나 증가했는데, 코로나19 영향과 비수기 임에도 불구하고 역성장에서 벗어났다. 해외 매출총이익은 전년동기 대비 6.5% 감소했다. 유럽, 인도 지역은 상반기에 이어 부진했지만, 북 미와 동남아의 견조한 실적이 유지되면서 역성장폭이 축소됐다. 오프 라인, 캠페인 등 BTL 물량이 급감했음에도 불구하고 주요 광고주와 비 계열 광고주들의 디지털 마케팅 집행이 성장한 것은 고무적이다.

4분기 실적 성장폭은 더욱 커질 것으로 전망

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출총이익 3264억 원, 영업이익 687 억 원을 전망한다. 이는 전년동기 대비 각각 2%, 33.2% 증가하는 수준 으로 실적 개선 흐름이 더욱 가파르게 나타날 것으로 예상된다. 회복되 고 있는 매체 광고를 기반으로 하반기에는 캠페인, 오프라인 등 BTL 분야의 광고비 증대가 기대된다. 이커머스 플랫폼, 닷컴 등의 디지털 마케팅은 이미 동사의 견고한 수익성을 방어하고 있는 영역이다. 디지 털 사업 비중도 지난해 39%에서 3분기 기준 43%까지 확대됐다.

투자의견 BUY와 목표주가 2만 7천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 1) 4분기 실적 성 장세는 더욱 가파르게 나타날 것으로 전망되고, 2) 대외 불확실성에도 불구하고 광고주들의 마케팅 예산 이동에 다양하게 대응할 수 있는 능 력을 보유하고, 3) 내년 예상 실적 기준 PER 15배 수준으로 밸류에이 션 매력도가 크다고 판단한다. 4분기와 내년을 바라보고 매수 대응이 유효하다는 기존 의견을 유지한다.

[표17] 제일기획의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	812	863	843	903	681	643	687	981	3,478	3,422	2,992	3,175
YoY(%)	0.0	(5.2)	(3.0)	1.9	(16.1)	(25.5)	(18.5)	8.6	3.0	(1.6)	(12.5)	6.1
매출총이익	253	308	284	320	257	263	278	326	1,083	1,165	1,125	1,238
YoY(%)	7.4	12.9	8.3	2.6	1.8	(14.6)	(2.0)	2.0	6.9	7.6	(3.4)	10.1
본사	55	84	71	93	58	75	79	97	301	303	310	335
해외	198	224	213	227	199	188	199	229	782	862	815	903
매출총이익 비중(%)												
본사	21.6	27.1	25.1	29.1	22.7	28.6	28.5	29.8	27.8	26.0	27.6	27.1
해외	78.4	72.9	74.9	70.9	77.3	71.4	71.5	70.2	72.2	74.0	72.4	72.9
판매비	220	239	232	269	227	209	219	258	902	959	913	1,000
영업이익	32.2	69.4	52.7	51.6	30.5	53.8	59.4	68.7	181	206	212	238
YoY(%)	23.5	19.2	14.2	1.7	(5.1)	(22.5)	12.9	33.2	15.7	13.6	3.2	12.1
영업이익률(%)	4.0	8.0	6.2	5.7	4.5	8.4	8.7	7.0	5.2	6.0	7.1	7.5
당기순이익	22.5	44.1	35.6	37.1	25.1	33.4	38.4	49.6	132	139	147	161
순이익률(%)	2.8	5.1	4.2	4.1	3.7	5.2	5.6	5.1	3.8	4.1	4.9	5.1
YoY 성장률												
매출총이익	7.4	12.9	8.3	2.6	1.8	-14.6	-2.0	2.0	6.9	7.6	-3.4	10.1
본사	-6.3	4.2	-0.6	2.8	6.9	-9.9	11.3	4.3	7.1	0.6	2.5	8.0
해외	11.9	16.5	11.6	2.5	0.4	-16.3	-6.5	1.0	6.9	10.3	-5.5	10.9
영업이익	23.5	19.2	14.2	1.7	-5.1	-22.5	12.9	33.2	15.7	13.6	3.2	12.1
순이익	16.7	-4.5	12.2	6.9	11.7	-24.3	8.0	33.6	2.8	5.7	5.0	10.1

자료: 제일기획, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,375	3,478	3,422	2,992	3,175
매출총이익	1,013	1,083	1,165	1,125	1,238
영업이익	157	181	206	212	238
EBITDA	193	219	238	244	271
순이자손익	4	8	4	4	6
외화관련손익	-8	1	-1	-1	0
지분법손익	2	0	0	0	1
세전계속사업손익	165	190	210	213	234
당기순이익	128	132	139	147	161
지배주주순이익	127	130	138	145	161
증가율(%)					
매출액	4.4	3.0	-1.6	-12.5	6.1
영업이익	4.7	15.7	13.6	3.2	12.1
EBITDA	2.8	13.2	8.7	2.7	10.8
순이익	41.6	2.7	5.8	5.1	10.1
이익률(%)					
매출총이익률	30.0	31.1	34.0	37.6	39.0
영업이익률	4.6	5.2	6.0	7.1	7.5
EBITDA 이익률	5.7	6.3	6.9	8.2	8.5
세전이익률	4.9	5.5	6.1	7.1	7.4
순이익률	3.8	3.8	4.1	4.9	5.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	39	224	200	-137	195
당기순이익	128	132	139	147	161
자산상각비	36	37	32	32	32
운전자본증감	-122	38	-41	-351	-2
매출채권 감소(증가)	-77	91	93	-404	-25
재고자산 감소(증가)	0	-40	9	-42	-1
매입채무 증가(감소)	13	-118	-48	129	12
투자현금흐름	-15	-88	-24	-16	-41
유형자산처분(취득)	-19	-19	-23	-21	-22
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-3	-4	-7
투자자산 감소(증가)	-10	-17	0	36	-4
재무현금흐름	-53	-96	-136	-102	-94
차입금의 증가(감소)	-4	1	-37	-18	0
자본의 증가(감소)	-34	-78	-78	0	-94
배당금의 지급	-34	-78	-78	0	-94
총현금흐름	205	238	302	238	196
(-)운전자본증가(감소)	108	-54	23	316	2
(-)설비투자	21	20	23	21	22
(+)자산매각	-3	-4	-2	-4	-7
Free Cash Flow	74	267	253	-103	166
(-)기타투자	-4	61	16	62	8
잉여현금	78	206	237	-165	158
NOPLAT	122	125	137	146	164
(+) Dep	36	37	32	32	32
(-)운전자본투자	108	-54	23	316	2
(-)Capex	21	20	23	21	22
OpFCF	30	196	122	-159	173

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,889	1,802	1,770	1,960	2,055
현금성자산	367	450	502	257	320
매출채권	1,271	1,185	1,105	1,506	1,531
재고자산	0	40	31	73	74
비유동자산	349	370	483	474	478
투자자산	93	115	224	217	226
유형자산	95	97	94	91	96
무형자산	161	158	162	165	157
자산총계	2,238	2,172	2,253	2,433	2,533
유동부채	1,281	1,166	1,098	1,219	1,249
매입채무	744	609	593	724	737
유동성이자부채	13	14	54	56	56
비유동부채	101	114	198	195	198
비유동이자부채	0	3	116	109	109
부채총계	1,382	1,279	1,296	1,414	1,447
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,093	1,143	1,196	1,258	1,325
자본조정	-394	-407	-396	-394	-394
자기주식	-283	-283	-283	-283	-283
자본총계	856	893	957	1,019	1,086

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,105	1,128	1,200	1,265	1,403
BPS	7,354	7,672	8,229	8,788	9,371
DPS	760	770	820	820	820
CFPS	1,783	2,068	2,622	2,065	1,706
ROA(%)	5.8	5.9	6.2	6.2	6.5
ROE(%)	15.8	15.0	15.1	14.9	15.4
ROIC(%)	29.1	27.2	26.2	19.6	18.5
Multiples(x, %)					
PER	19.2	20.0	20.0	17.0	15.3
PBR	2.9	2.9	2.9	2.4	2.3
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR	11.9	10.9	9.2	10.4	12.6
EV/EBITDA	10.8	9.9	10.2	9.8	8.6
배당수익률	3.6	3.4	3.4	3.8	3.8
안정성(%)					
부채비율	161.5	143.3	135.4	138.7	133.2
Net debt/Equity	-41.3	-48.4	-34.7	-9.0	-14.3
Net debt/EBITDA	-183.2	-197.8	-139.9	-37.5	-57.4
유동비율	147.4	154.5	161.2	160.7	164.5
이자보상배율(배)	52.7	230.8	36.5	38.9	49.6
자산구조(%)					
투하자본	51.2	43.9	45.3	65.1	61.9
현금+투자자산	48.8	56.1	54.7	34.9	38.1
자본구조(%)					
차입금	1.5	1.9	15.0	13.9	13.2
자기자본	98.5	98.1	85.0	86.1	86.8



이노션 (214320)

회복 국면 진입 확인

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

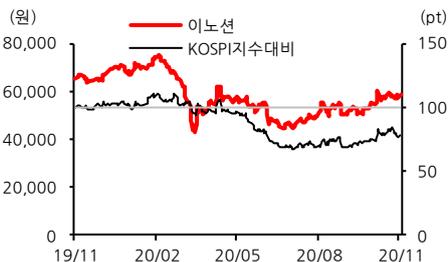
현재 주가(11/10)	59,400원
상승여력	▲17.8%
시가총액	11,880억원
발행주식수	20,000천주
52 주 최고가 / 최저가	75,000 / 43,250원
90 일 일평균 거래대금	49.15억원
외국인 지분율	29.0%
주주 구성	
정성이 (외 3인)	28.7%
NHPEAMHighlightHoldingsAB (외 1인)	18.0%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.2	14.9	2.9	-9.7
상대수익률(KOSPI)	4.7	12.1	-23.1	-24.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,239	1,274	1,254	1,318
영업이익	118	122	108	136
EBITDA	125	145	133	148
지배주주순이익	77	74	65	81
EPS	3,842	3,681	3,274	4,054
순차입금	-679	-411	-486	-536
PER	16.5	19.3	18.1	14.7
PBR	1.7	1.9	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.7	6.9	5.3	4.4
배당수익률	2.4	2.1	2.9	2.9
ROE	11.0	9.9	8.5	10.1

주가 추이



동사의 3분기 실적은 시장 기대치를 상회했습니다. 4분기와 내년에도 계열사의 마케팅 본격화에 따른 수혜가 예상된다는 점을 고려할 때, 내년 예상실적 기준 PER 13 배 수준인 현재 밸류에이션은 매수 접근이 유효하다고 판단합니다.

회복 국면 진입 확인

동사의 3분기 실적은 매출총이익 1443억 원, 영업이익 270억 원을 기록하며, 영업이익 기준 시장 컨센서스와 우리 전망치를 각각 11%, 8% 상회했다. 우리의 예상보다 호조세를 보인 이유는 국내 업황 회복과 해외 지역에서의 웰컴 인수 효과에 기인한다. 국내 매출총이익은 전년동기 대비 2.2% 감소했는데, 신차 출시 대행 효과로 인해 전분기(-14%) 대비 역성장 규모를 크게 개선시켰다. 해외 매출총이익은 미주, 유럽, 신흥 시장에서 웰컴 인수 효과가 크게 나타나며 전년동기 대비 19.8% 성장했다.

광고 수요 회복세와 함께 계열사 물량 확대 기대

우리는 동사의 4분기 실적으로 매출총이익 1570억 원, 영업이익 359억 원을 전망한다. 영업이익은 지난해 4분기 기저 부담이 있어 감익이 예상되지만 국내외 업황은 회복 국면에 진입한 것으로 판단한다. GV80에 이어 중형SUV인 GV70 등 계열사의 마케팅 집행도 차질 없이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 미주 지역에서도 제네시스 닷컴을 통해 사전 예약 진행 중이며, 순차적으로 브랜드 라인업 출시가 예정되어 있다. 또한, 내년 상반기에는 전기차 본격 출시에 따른 아이오닉 브랜드 마케팅 수요도 동사의 실적 성장 요인이 될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 7만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 현재 밸류에이션은 내년 예상 실적 기준 PER 13배로 저평가 매력 존재한다. 약 7000억 원 규모의 순현금을 통한 M&A 실행 시에는 추가적인 실적상향 여지도 열려있다. 또한, 중장기 배당성향 목표치로 제시했던 40%를 지난해에 이미 초과 달성했는데(배당성향 40.7%) 올해 이익 전망치 등을 감안할 때 배당성향 상향 여지도 열려있다고 판단한다.

[표18] 이노션의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	311.1	302.0	301.7	359.5	344.0	236.5	282.5	390.9	1240.2	1274.3	1253.9	1317.7
YoY(%)	0.8	1.9	(0.3)	8.2	10.6	(21.7)	(6.4)	8.7	8.9	2.7	(1.6)	5.1
매출총이익	113.7	124.4	125.2	152.8	144.5	129.5	143.3	155.7	471.9	516.0	573.0	640.4
YoY(%)	6.0	8.4	4.8	17.1	27.1	4.2	14.4	1.9	20.0	9.4	11.1	11.8
본사	24.8	28.8	29.0	46.9	25.2	24.8	28.4	38.3	140.4	129.5	116.6	127.0
해외	89.4	95.9	96.5	106.2	119.4	104.9	115.6	117.5	332.9	387.9	456.5	513.4
매출총이익 비중(%)												
본사	21.8	23.2	23.2	30.7	17.4	19.1	19.8	24.6	29.7	25.1	20.3	22.2
해외	78.6	77.1	77.1	69.6	82.6	81.0	80.7	75.4	70.5	75.2	79.7	89.6
판매비	88.9	95.6	96.8	113.1	117.3	113.6	116.3	118.0	353.7	394.3	465.2	504.7
영업이익	24.8	28.8	28.5	39.7	27.2	16.0	27.0	37.7	118.2	121.7	107.8	135.7
YoY(%)	2.2	(3.4)	(6.4)	17.7	9.5	(44.4)	(5.1)	(5.0)	22.2	3.0	(11.4)	25.9
OPM(%)매출액	8.0	9.5	9.4	11.0	7.9	6.8	9.6	9.6	9.5	9.6	8.6	10.3
OPM(%)매출총이익	21.8	23.1	22.7	26.0	18.8	12.3	18.8	24.2	25.0	23.6	18.8	21.2
당기순이익	21.0	24.1	22.9	26.7	22.7	13.4	20.7	28.0	92.4	94.9	84.8	98.9
당기순이익률(%)	6.8	8.0	7.6	7.4	6.6	5.7	7.3	7.2	7.5	7.4	6.8	7.5
지배주주순이익	15.1	18.7	17.8	22.3	17.1	9.9	15.2	22.9	76.8	75.5	65.5	81.1
순이익률(%)	4.9	6.2	5.9	6.2	5.0	4.2	5.4	5.9	6.2	5.9	5.2	6.2
YoY 성장률(%)												
매출총이익	6.0	8.4	4.8	17.1	27.1	4.2	14.4	1.9	20.0	9.4	11.1	11.8
본사	-7.5	-22.7	-18.6	15.4	1.3	-14.0	-2.2	-18.4	11.2	-7.7	-10.0	9.0
해외	10.4	23.2	14.7	17.9	33.6	9.4	19.8	10.6	24.0	16.5	17.7	12.5
영업이익	2.2	-3.4	-6.4	17.7	9.5	-44.4	-5.1	-5.0	22.2	3.0	-11.4	25.9
순이익	7.3	-2.1	-8.1	7.7	7.9	-44.4	-9.7	4.8	22.1	2.7	-10.7	16.7

자료: 이노션, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,139	1,239	1,274	1,254	1,318
매출총이익	393	472	516	573	640
영업이익	97	118	122	108	136
EBITDA	103	125	145	133	148
순이자손익	9	11	11	5	7
외화관련손익	-2	0	0	1	0
지분법손익	1	0	1	3	4
세전계속사업손익	104	129	128	120	139
당기순이익	76	92	95	85	99
지배주주순이익	61	77	74	65	81
증가율(%)					
매출액	8.3	8.8	2.8	-1.6	5.1
영업이익	-2.8	22.2	3.1	-11.5	25.9
EBITDA	-2.1	21.7	15.7	-8.5	11.2
순이익	-3.0	22.1	2.4	-10.4	16.7
이익률(%)					
매출총이익률	34.5	38.1	40.5	45.7	48.6
영업이익률	8.5	9.5	9.6	8.6	10.3
EBITDA 이익률	9.1	10.1	11.4	10.6	11.2
세전이익률	9.2	10.4	10.1	9.5	10.6
순이익률	6.6	7.5	7.4	6.8	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	116	5	136	122	96
당기순이익	76	92	95	85	99
자산상각비	6	7	23	25	12
운전자본증감	22	-110	7	42	5
매출채권 감소(증가)	37	-312	-1	-499	-37
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	5	220	15	513	39
투자현금흐름	35	55	-52	2	-20
유형자산처분(취득)	-9	3	-8	-7	-9
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	0	-1
투자자산 감소(증가)	45	54	130	10	-9
재무현금흐름	-32	-34	-61	-47	-34
차입금의 증가(감소)	0	0	-21	-12	0
자본의 증가(감소)	-32	-34	-30	-35	-34
배당금의 지급	-32	-34	-30	-30	-34
총현금흐름	109	133	153	80	91
(-)운전자본증가(감소)	-12	49	-52	-32	-5
(-)설비투자	9	9	8	7	9
(+)자산매각	0	11	-2	0	-1
Free Cash Flow	112	87	195	105	86
(-)기타투자	-9	62	217	-8	2
잉여현금	121	25	-22	113	85
NOPLAT	70	85	90	76	96
(+) Dep	6	7	23	25	12
(-)운전자본투자	-12	49	-52	-32	-5
(-)Capex	9	9	8	7	9
OpFCF	79	35	157	127	104

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

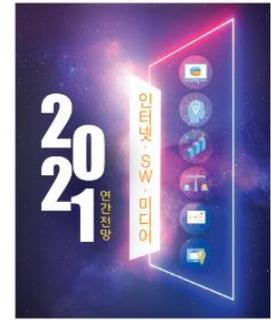
(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,509	1,576	1,525	1,856	1,945
현금성자산	724	700	603	687	737
매출채권	739	817	890	1,136	1,173
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	117	165	504	506	510
투자자산	31	28	149	148	154
유형자산	33	26	32	32	35
무형자산	54	112	324	325	321
자산총계	1,626	1,741	2,030	2,361	2,454
유동부채	892	934	1,051	1,346	1,390
매입채무	832	839	931	1,207	1,247
유동성이자부채	0	0	19	36	36
비유동부채	49	65	232	224	226
비유동이자부채	20	21	173	165	165
부채총계	941	999	1,282	1,570	1,616
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	133	133	133	132	132
이익잉여금	560	615	655	691	738
자본조정	-31	-30	-34	-51	-51
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	686	742	781	791	838

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	3,074	3,842	3,681	3,274	4,054
BPS	33,615	36,374	38,184	39,084	41,438
DPS	1,000	1,500	1,500	1,700	1,700
CFPS	5,469	6,667	7,664	4,012	4,544
ROA(%)	3.7	4.6	3.9	3.0	3.4
ROE(%)	9.3	11.0	9.9	8.5	10.1
ROIC(%)	N/A	N/A	48.7	24.9	33.0
Multiples(x, %)					
PER	23.8	16.5	19.3	18.1	14.7
PBR	2.2	1.7	1.9	1.5	1.4
PSR	1.3	1.0	1.1	0.9	0.9
PCR	13.4	9.5	9.3	14.8	13.1
EV/EBITDA	7.4	4.7	6.9	5.3	4.4
배당수익률	1.4	2.4	2.1	2.9	2.9
안정성(%)					
부채비율	137.2	134.7	164.2	198.5	192.9
Net debt/Equity	-102.7	-91.5	-52.6	-61.4	-64.0
Net debt/EBITDA	-683.0	-541.1	-282.9	-365.7	-363.3
유동비율	169.2	168.7	145.1	137.8	139.9
이자보상배율(배)	1,832.3	1,605.6	68.0	32.5	41.1
자산구조(%)					
투하자본	-5.0	6.2	30.0	26.0	24.5
현금+투자자산	105.0	93.8	70.0	74.0	75.5
자본구조(%)					
차입금	2.8	2.7	19.7	20.3	19.4
자기자본	97.2	97.3	80.3	79.7	80.6



케이아이엔엑스 (093320)

알짜배기 클라우드 기업

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

Not Rated

현재 주가(11/10)	72,400원
상승여력	-
시가총액	3,533억원
발행주식수	4,880천주
52 주 최고가 / 최저가	95,000 / 33,950원
90 일 일평균 거래대금	50.64억원
외국인 지분율	37.2%
주주 구성	
가비아 (외 6 인)	40.2%
삼성액티브자산운용 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-19.5	9.9	11.4	101.1
상대수익률(KOSDAQ)	-15.9	12.4	-11.8	74.6

(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 점에 서, 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.

2021년 매출액 전년 대비 14.5% 성장 전망

동사의 2021년 실적은 매출액 815억 원, 영업이익 218억 원으로 전년 대비 각각 14.5%, 20.4% 성장할 것으로 전망된다. 연초 이후 지속 상승한 주가는 최근 단기 하락으로 인해 내년 예상실적 기준 PER 17배에 불과하다. 동사의 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.

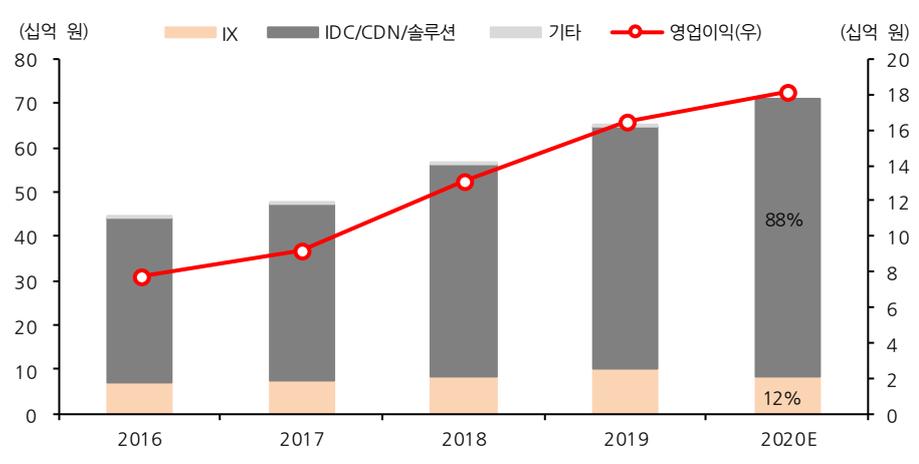
[표19] 케이아이엔엑스의 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	44.2	47.3	56.3	64.6	71.2	81.5
IX	7.1	7.4	8.4	10.1	8.5	7.8
IDC/CDN/솔루션	37.0	39.7	47.7	54.5	62.7	73.7
영업이익	7.8	9.2	13.2	16.5	18.1	21.8
영업이익률(%)	17.7	19.3	23.4	25.5	25.4	26.7
당기순이익	6.3	6.7	12.5	15.7	16.2	20.8
당기순이익률(%)	14.3	14.2	22.1	24.3	22.8	25.5
YoY 성장률(%)						
매출액		7.0	19.1	14.8	10.1	14.5
IX		4.2	14.5	19.2	-15.6	-8.2
IDC/CDN/솔루션		7.3	20.2	14.1	15.1	17.5
영업이익		17.3	43.8	25.2	9.9	20.4
당기순이익		6.3	85.1	25.8	3.3	28.4

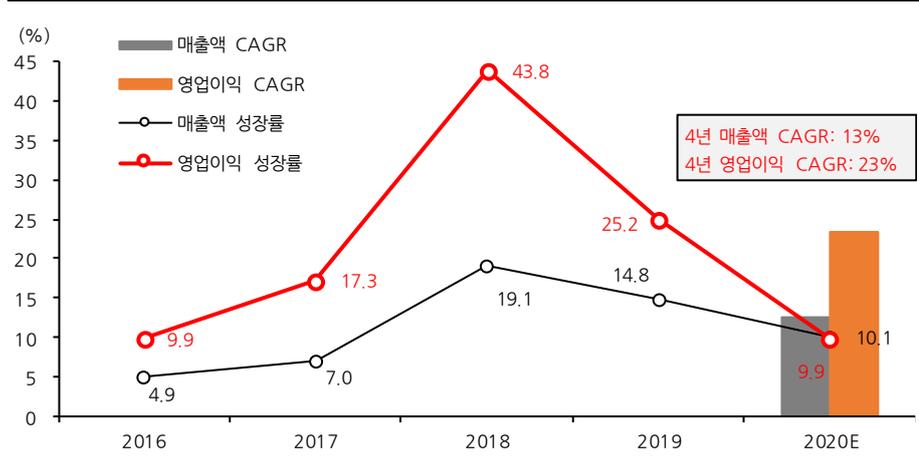
자료: 케이아이엔엑스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 케이아이엔엑스 연간 실적 추이 및 전망



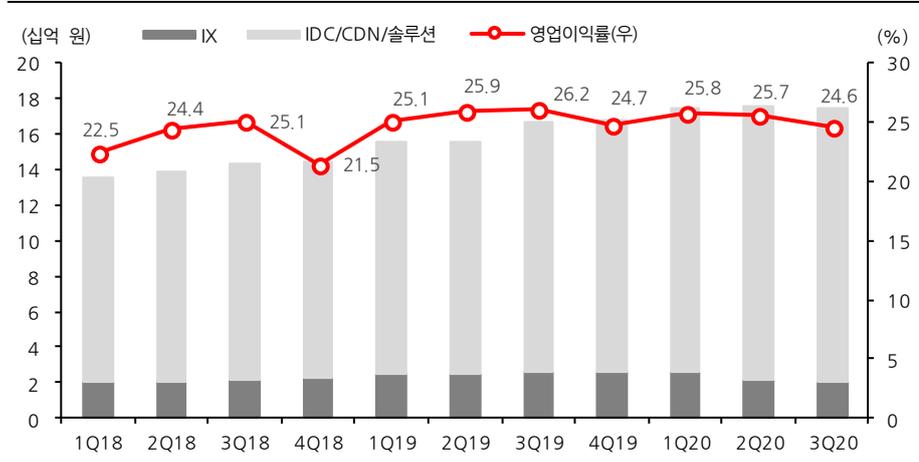
자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림45] 케이아이엔엑스 실적 성장세: 최근 년 매출액 CAGR 13%



자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림46] 케이아이엔엑스 부문별 분기 실적 추이 및 전망



자료: KINX, 한화투자증권 리서치센터 추정

[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)

여전히 유효한 중장기 성장 여력

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

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 275.16 USD

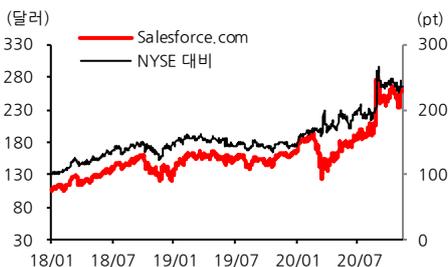
현재 주가(11/09, USD)	259.28
상승여력	6.1
시가총액(백만 USD)	235,945
발행주식수(천주)	910,000
52 주 최고가 / 최저가(USD)	284.5 / 115.29
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,649.5
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	CRM US Equity
산업	인터넷/SW

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	29.0	47.4	60.9
상대수익률(NYSE)	-5.1	20.9	23.0	58.5

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	13,282	17,098	20,770	24,471
영업이익	535	297	3,622	4,561
EBITDA	1,882	3,345	6,126	7,202
지배주주순이익	1,110	126	3,483	3,589
EPS	1.48	0.15	3.70	3.77
순차입금	-978	-1,694	-8,395	-12,973
PER	172.4	-	70.1	68.8
PBR	7.5	4.8	6.2	5.7
EV/EBITDA	61.7	48.2	37.5	31.9
배당수익률	-	-	0.0	0.0
ROE	5.3	-0.3	10.3	9.2

주가 추이



동사는 마케팅부터 전자상거래까지 하나의 클라우드 생태계를 구축했습니다. 외형 성장은 과거에 비해 둔화될 것으로 보이지만, 시장 1위 사업자의 지위는 더욱 공고해질 것으로 전망됩니다.

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 증가하면서 서비스 클라우드는 20% 성장했고, 플랫폼 매출액은 테블로 인 수요효과로 인해 66%나 증가했다. 서프라이즈 요인은 글로벌 통신사들의 대형 계약과 재택근무 솔루션(Work.com) 판매 급증 효과, 그리고 기존 구독 매출액이 안정적인 수준을 유지했기 때문으로 판단된다.

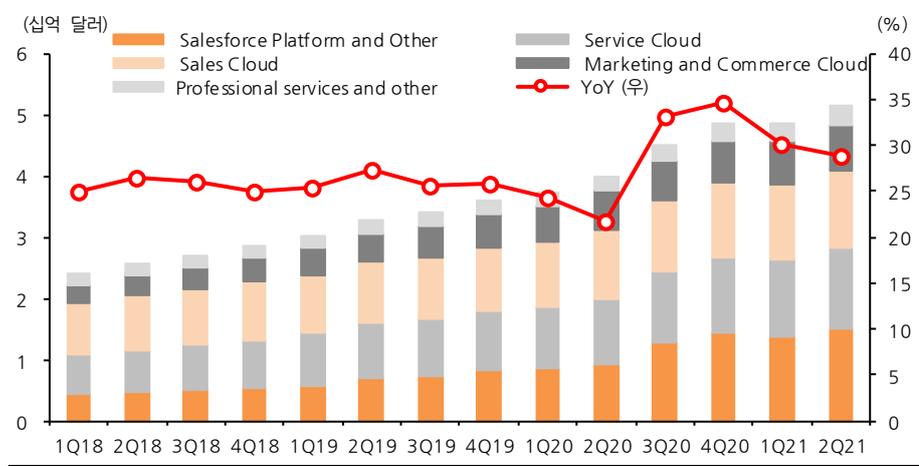
FY2021, FY2022 매출액 성장률은 각각 22%, 18%

블룸버그 컨센서스에 따르면, 동사의 FY2021 연간 매출액은 207.7억 달러로 전년대비 22% 성장할 것으로 보이며, FY2022 연간 매출액은 YoY 18%의 성장률로, 244.7억 달러를 기록할 전망이다. 최근 2년간 보여온 20% 후반대의 성장률에 비교하면 다소 둔화되는 것으로 보인다. 그러나 경쟁 사업자인 오라클의 FY2021 및 FY2022 매출액 성장률이 각각 2.1%, 2.4%에 그칠 것으로 전망되는 것에 비하면 상대적으로 견고한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 보인다. 또한 코로나 영향이 지속될 것을 가정한 동사의 보수적 가이던스 제시에 따라 컨센서스도 보수적으로 형성된만큼, 추가 실적 성장도 기대할 수 있다.

중장기 성장여력은 여전히 유효

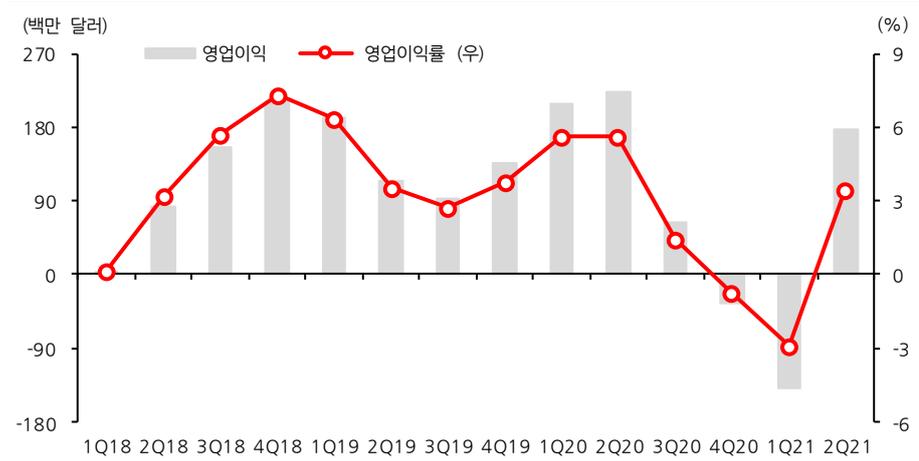
우리는 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지한다. 실적 발표 이후 주가가 급등하며 변동성이 확대됐으나, 중장기 방향성은 여전히 견고할 것으로 전망한다. 1) 높은 매출 성장률이 지속되며 글로벌 대표 SaaS 기업으로서의 지배력이 재차 입증됐으며, 2) 기업 인수를 통해 기존 사업을 마케팅, 커뮤니케이션, 전자상거래 등으로 확장시켰고, 3) FY 2021 예상 EV/EBITDA는 38배로, 최근 4개분기 평균 61배 대비 낮은 수준인 점을 고려할 때 주가 모멘텀은 지속될 것으로 예상된다.

[그림47] 제품별 분기 매출액 추이 및 YoY 성장률



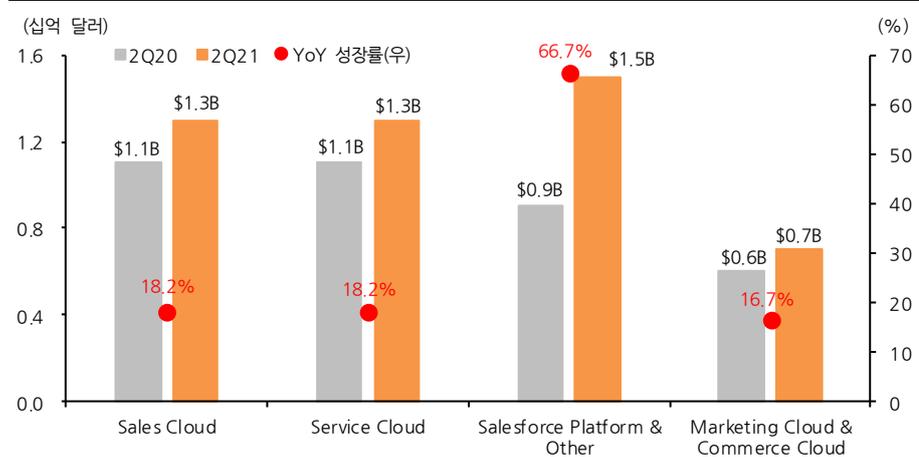
자료: Salesforce.com, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Salesforce.com, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 부문별 매출 성장



자료: Salesforce.com, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 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	20,770
YoY (%)	24.3	21.8	33	34.6	30.2	28.9	10.9	8.8	24.9	26	28.7	17.4
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			108.3	17.8	-13.5	
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	3,438
순이익률 (%)	10.5	2.3	-2.4	-5.1	2	51	-0.5	-0.2	3.4	8.4	0.7	16.8

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 재무 실적은 GAAP 기준이며, 컨센서스 예측치는 non-GAAP 기반

주3: 1/31일 결산 법인

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 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	20,770	24,471
영업이익	-146	115	218	454	535	297	3,622	4,561
영업이익률(%)	-2.7	1.7	2.6	4.3	4.0	1.7	17.4	18.6
세전이익	-213	64	179	420	983	706	4,468	4,578
순이익	-263	-47	323	360	1,110	126	3,483	3,589
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	6,126	7,202
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	3.698	3.769
EPS 증가율	7.7	-83.3	-771.4	6.4	196.0	-89.9	2,365.3	1.9
BPS	6.1	7.5	10.6	14.2	20.3	37.9	42.0	45.3
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	47	-1,439	-200	-2,801	-978	-1,694	-8,395	-12,973
PER(x)	-	-	187.9	240.4	172.4	-	70.1	68.8
PBR	9.2	9.1	7.5	8.0	7.5	4.8	6.2	5.7
EV/EBITDA(x)	121.5	69.0	65.6	64.9	61.7	48.2	37.5	31.9
CAPEX	-290	-710	-464	-534	-595	-643	-684	-831
FCFF	891	962	1,698	2,204	2,803	3,688	4,214	5,368

주1): 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2): 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Adobe (ADBE.US)

외형 성장에 동반한 주가 상승 모멘텀 유효

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

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 550.45 USD

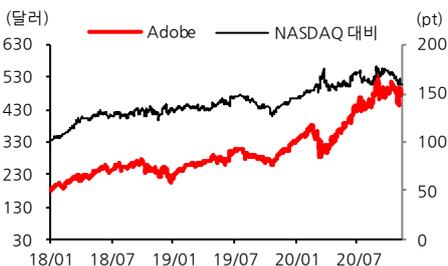
현재 주가(11/09, USD)	471.14
상승여력	▲16.8
시가총액(백만 USD)	226,015
발행주식수(천주)	479,719
52 주 최고가 / 최저가(USD)	536.88 / 255.131
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,337.1
거래소	NASDAQ GS
국가명	UNITED STATES
티커	ADBE US Equity
산업	인터넷/SW

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.2	4.8	28.2	61.1
상대수익률(NASDAQ)	-7.2	-1.5	-0.2	16.6

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,030	11,171	12,798	14,798
영업이익	2,840	3,268	5,428	6,422
EBITDA	3,187	4,005	6,178	7,243
지배주주순이익	2,591	2,951	4,825	5,369
EPS	5.28	6.07	9.94	11.15
순차입금	896	-39	-2,025	-8,116
PER	48.3	52.3	47.4	42.3
PBR	13.1	14.2	17.2	13.7
EV/EBITDA	38.7	37.3	36.4	31.0
배당수익률	-	-	0.0	0.0
ROE	29.0	29.3	39.2	37.0

주가 추이



동사는 언택트 업무 환경 조성 트렌드를 성장의 레버리지로 활용하고 있습니다. 클라우드 수요 증가와 함께 구독 매출 기반으로 사업 모델을 성공적으로 수행 중입니다. 앞으로의 외형 성장이 더욱 기대됩니다.

FY3Q20 Review: 컨센서스 상회 및 최대 마진 달성

동사의 FY3Q20 매출액과 이익 모두 컨센서스를 상회했다. 매출액은 32.3억 달러로 전년동기대비 14% 증가했으며, non-GAAP EPS는 2.57 달러로 전년동기대비 25% 성장했다. non-GAAP 영업이익은 14억 달러(YoY +22%)로, 영업이익률은 전년동기대비 2.7%p 증가한 43%를 기록했다. 불확실성 확대에 따른 우려와 달리 언택트 환경이 동사에 우호적으로 작용하며 기대 이상의 실적을 기록할 수 있었다. 비용 측면에서도, 출장비, 시설운영비 등의 절감으로 양호한 수익성을 보여줬다.

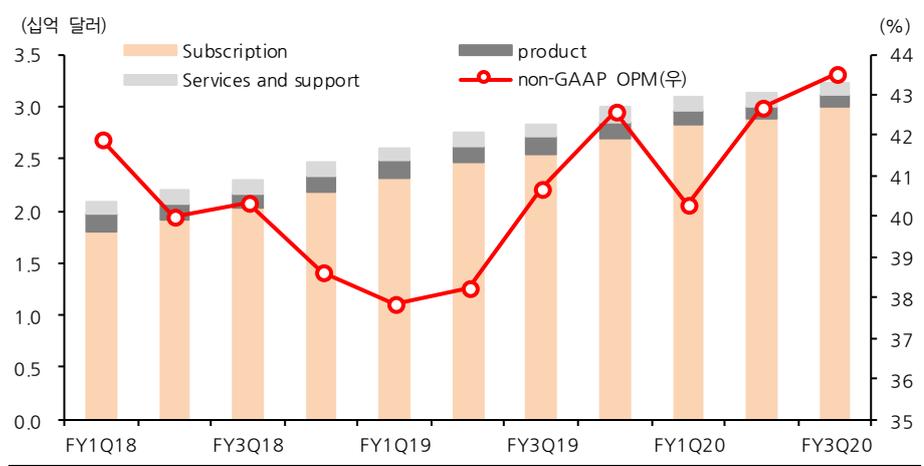
구독 기반 BM은 여전히 확장 중

동사의 연간 매출액 중 Subscription이 차지하는 비중은 지속적으로 확대되고 있으며, 2019년 기준 전체 매출액의 약 90%를 기여했다. FY3Q20 기준, 구독 매출은 30억 달러로 93%의 비중을 차지했다. 구독 기반 매출의 놀라운 성장이 지속되는 가운데, 동사의 플랫폼으로 유입되는 고객 수는 여전히 증가 중이다. 또한 단일 플랫폼으로 30여 개의 제품군을 통합하고, 거기에 AI를 입힌 Sensei는 ARPU의 폭발적인 성장을 가져올 수 있을 것으로 전망된다. Sensei를 바탕으로, 2022년 까지 동사가 도달할 수 있는 클라우드 시장 규모는 1280억 달러에 이를 것으로 보인다.

매출이나 주가나 성장의 Upside는 충분

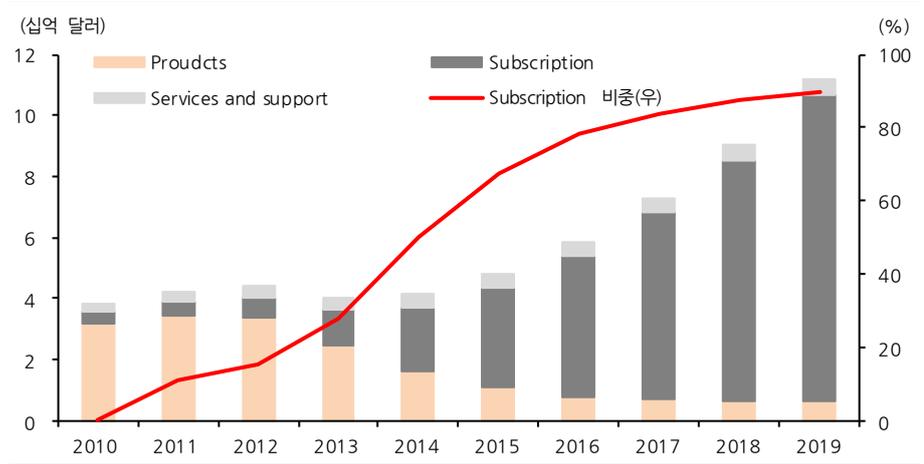
위에서 언급한 바와 같이 통합 플랫폼 Sensei를 통한 ARPU 등 외형 성장이 지속될 것으로 기대된다. 또, SaaS 사업 모델은 어느 정도의 고객이 확보된 후에는 안정적인 매출 성장과 현금 흐름을 창출할 수 있는 예측 가능한 사업 모델이라는 점에서 높은 밸류에이션을 정당화해준다. FY2021 예상 PER는 47배로, 최근 4개 분기 평균 59배 대비 낮은 수준인 점을 고려할 때 주가 상승의 Upside는 아직까지도 충분하다고 판단된다.

[그림50] 분기별 매출액 및 영업이익



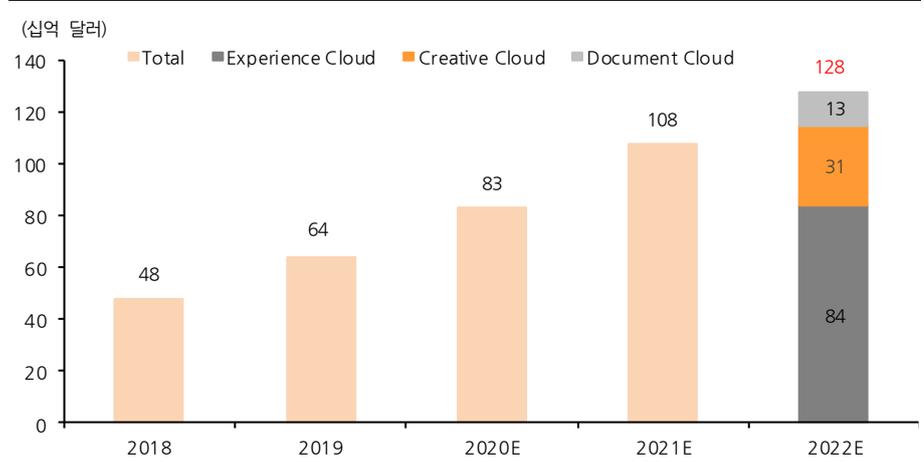
자료: Adobe, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] Adobe 부문별 연간 매출액 추이: 구독 비중 92%



자료: Adobe, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] '22년까지 도달 가능한 클라우드 시장 전망



자료: Adobe, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 실적 및 주요 지표

(단위: 백만 달러)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,147	4,796	5,854	7,302	9,030	11,171	12,798	14,798
영업이익	413	903	1,494	2,168	2,840	3,268	5,428	6,422
영업이익률(%)	10.0	18.8	25.5	29.7	31.5	29.3	42.4	43.4
세전이익	361	874	1,435	2,138	2,794	3,205	5,359	6,347
순이익	268	630	1,169	1,694	2,591	2,951	4,825	5,369
순이익률(%)	6.5	13.1	20.0	23.2	28.7	26.4	37.7	36.3
EBITDA	726	1,243	1,825	2,494	3,187	4,005	6,178	7,243
EBITDA margin(%)	17.5	25.9	31.2	34.2	35.3	35.8	48.3	48.9
EPS	0.54	1.26	2.35	3.43	5.28	6.07	9.942	11.148
EPS 증가율	#DIV/0!	133.3	86.5	46.0	53.9	15.0	63.8	12.1
BPS	13.6	14.1	15.0	17.2	19.2	21.8	27.4	34.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.5	5.6	9.6	12.4	15.6	14.9	21.4	19.8
ROE	4.2	8.9	16.2	21.2	29.0	29.3	39.2	37.0
배당수익률	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	-2,225	-2,081	-2,869	-3,938	896	-39	-2,025	-8,116
PER(x)	130.7	76.7	43.0	53.3	48.3	52.3	47.4	42.3
PBR	5.4	6.6	6.6	10.4	13.1	14.2	17.2	13.7
EV/EBITDA(x)	47.4	35.3	25.4	33.8	38.7	37.3	36.4	31.0
CAPEX	-148	-185	-204	-178	-267	-394	-414	-453
FCFF	1,139	1,285	1,996	2,735	3,763	4,027	5,050	5,790

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Intuit.Inc (INTU.US)

강력한 플랫폼 + 차세대 성장 동력

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

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 360.63 USD

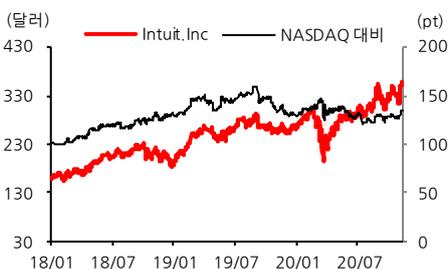
현재 주가(11/10, USD)	360.14
상승여력	▲0.1
시가총액(백만 USD)	94,287
발행주식수(천주)	261,807
52 주 최고가 / 최저가(USD)	377.15 / 187.675
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	380.0
거래소	NASDAQ GS
국가명	UNITED STATES
티커	INTU US Equity
산업	인터넷/SW

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	16.4	28.5	40.2
상대수익률(NASDAQ)	4.2	9.4	0.0	1.4

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	6,784	7,679	8,262	9,164
영업이익	1,854	2,176	2,904	3,281
EBITDA	2,079	2,441	3,155	3,531
지배주주순이익	1,557	1,826	2,229	2,540
EPS	5.99	6.99	8.46	9.53
순차입금	-2,304	-3,414	-5,351	-7,333
PER	47.0	44.2	42.6	37.8
PBR	19.2	15.7	11.3	9.5
EV/EBITDA	33.6	31.5	28.7	25.7
배당수익률	0.6	0.6	0.7	0.7
ROE	47.5	41.3	38.2	33.2

주가 추이



동사의 FY4Q20 실적은 높은 매출 성장률을 기록하며 컨센서스를 상회했습니다. 중소기업 SW 회사에서 핀테크 회사로 성장을 앞두고 있는 동사에 대해 긍정적인 의견을 유지합니다.

컨센서스 상회하는 호실적 달성

동사는 FY4Q20 실적으로 매출액 18억 달러, EPS 1.81달러를 기록하며 컨센서스를 상회했다. 매출액 성장률이 전년동기 대비 83% 증가하며 예상보다 컸던 이유는 미국 세금 신고 시즌이 전분기에서 이번 분기로 바뀌었기 때문이다. 사업 부문별로 살펴보면, TurboTax 수가 전년동기 11%나 증가하며 최근 4년 만에 가장 높은 성장세를 나타냈으며, 전분기 코로나19로 인해 성장세가 둔화됐던 소상공인 등 자영업자 관련 SMB 매출액도 16% 증가한 10억 달러를 기록했다.

SME 불확실성 존재하지만 중장기 성장성에 주목

4분기 QuickBooks 온라인 매출액이 전년동기 대비 34% 증가했고, 신규 고객 수도 전분기 대비 회복된 점은 고무적이라고 판단한다. 고객 커스터마이징 경쟁력과 유자율을 극대화시키고 있는 동사의 전략이 유효하게 작용하고 있지만, 코로나19 확산세 지속으로 인한 소상공인(SME) 사업자들의 경영 환경은 우려 요인이다. 다만, 우리는 디지털 전환 추세가 가속화될 수 밖에 없는 이런 환경이 강력한 플랫폼과 고객 기반을 확보한 동사에게 중장기적으로 우호적인 영향을 미칠 것으로 예상한다.

강력한 플랫폼 + 차세대 성장 동력으로 높은 프리미엄 정당화

우리는 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지한다. 최근 주가 변동성이 확대됐지만 중장기 방향성은 여전히 견고할 것으로 전망한다. 1) 내년에도 안정적인 두자릿수 수준의 매출 성장률이 예상되고, 2) Credit Karma와의 M&A를 통한 차세대 성장 동력 확보를 앞두고 있다. 3) c 최근 QuickBooks 온라인 플랫폼을 통해 SME 고객 대상 보험상품과 퇴직연금(401k) 상품을 출시해 신규 매출 창출 가능성을 열었다. FY2021 예상 P/E 43배, FY2022 예상 P/E 38배로 다소 높은 밸류에이션 부담이 있지만 강력한 플랫폼을 기반으로 한 차세대 성장 동력은 높은 프리미엄을 정당화한다.

[표23] Intuit의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 백만 달러)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020
매출액	1,016	1,502	3,272	994	1,165	1,696	3,002	1,816	5,196	6,025	6,784	7,679
YoY (%)	11.6	12.2	12.4	15.0	14.7	12.9	-8.3	82.7	10.7	16.0	12.6	13.2
SMB	908	833	887	905	1046	973	982	1049	15.9	18.9	15.4	14.6
Consumer	90	461	2150	74	100	499	1827	710	6.7	14.9	10.6	13.0
Strategic Partner	18	208	235	15	19	224	193	57	2.8	3.6	4.4	3.6
영업비용	784	989	1,134	866	871	1,086	1,163	1,011	2,976	3,492	3,773	3,860
YoY (%)	4.7	9.6	12.7	3.7	11.1	9.8	2.6	16.7	10.2	17.3	7.9	9.6
영업이익	-10	233	1,784	-153	10	270	1,413	483	1,395	1,560	1,854	2,176
YoY (%)	적지	20.1	11.4	적지	흑전	15.9	-20.8	흑전	12.2	11.8	18.8	17.4
영업이익률 (%)	-1.0	15.5	54.5	-15.4	0.9	15.9	47.1	26.6	26.9	25.9	27.3	28.3
당기순이익	34	189	1,378	-44	57	240	1,084	445	971	1,329	1,557	1,826
순이익률 (%)	3.3	12.6	42.1	-4.4	4.9	14.2	36.1	24.5	18.7	22.1	23.0	23.8
사업부별 성장률 (%)												
SMB	10.9	16.8	18.7	15.7	15.2	16.8	10.7	15.9	15.9	18.9	15.4	14.6
Consumer	21.6	10.8	10.3	7.2	11.1	8.2	-15.0	859.5	6.7	14.9	10.6	13.0
Strategic Partner	5.9	-1.0	8.8	15.4	5.6	7.7	-17.9	280.0	2.8	3.6	4.4	3.6

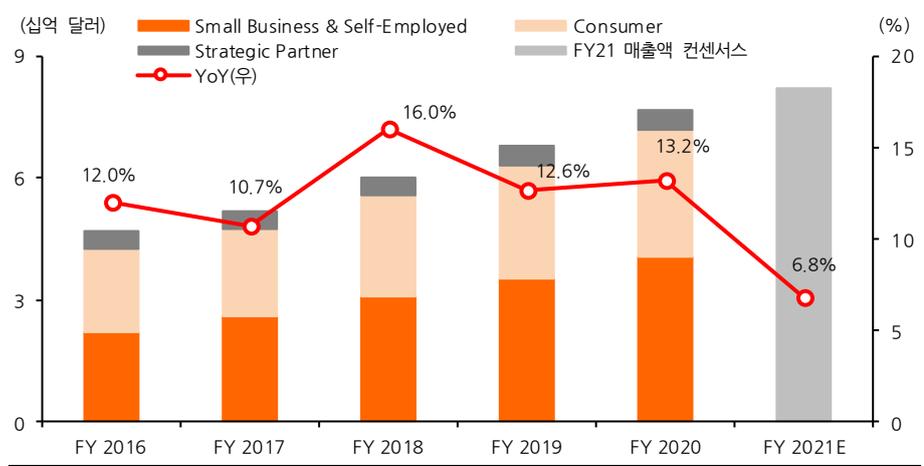
주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

주3: 7/31일 결산 법인

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

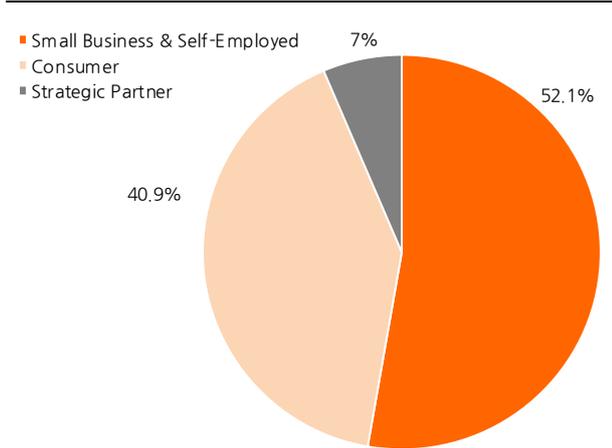
[그림53] 매출액과 매출 성장률 추이



주: 2021년 매출액은 블룸버그 컨센서스

자료: Intuit, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

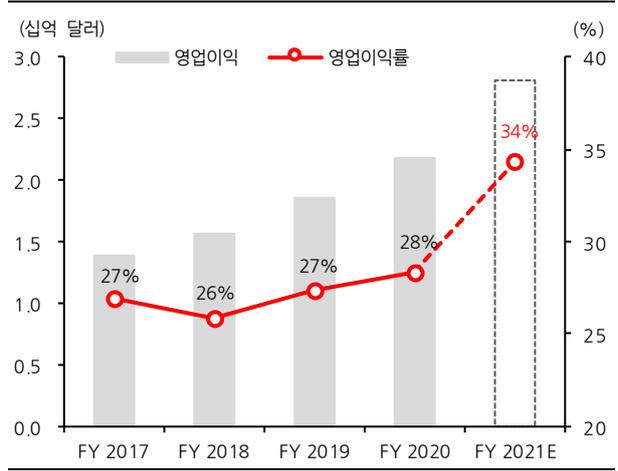
[그림54] 사업부문별 매출 비중



주: FY2020 기준

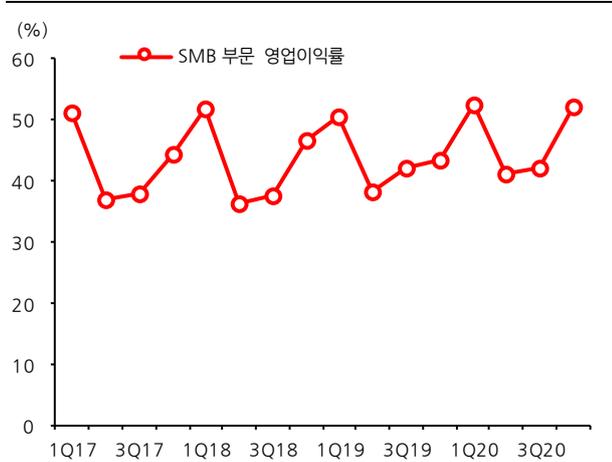
자료: Intuit, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 영업이익 성장과 영업이익률 개선은 지속 중



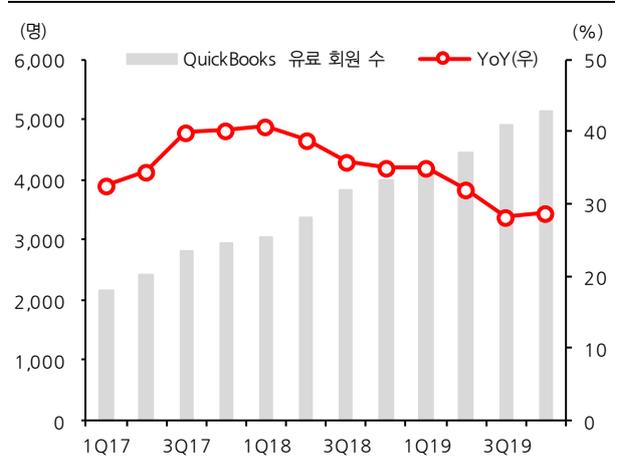
자료: Intuit, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] ERP 시스템 QuickBooks 포함된 SMB 영업이익률



자료: Intuit, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] SMB 사업 내 QuickBooks 유료 회원 수는 꾸준히 증가



자료: Intuit, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 백만 달러)

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,192	4,694	5,177	6,025	6,784	7,679	8,262	9,164
영업이익	738	1,242	1,395	1,560	1,854	2,176	2,904	3,281
영업이익률(%)	17.6	26.5	26.9	25.9	27.3	28.3	35.1	35.8
세전이익	712	1,203	1,367	1,566	1,881	2,198	2,877	3,272
순이익	365	979	971	1,329	1,557	1,826	2,229	2,540
순이익률(%)	8.7	20.9	18.8	22.1	23.0	23.8	27.0	27.7
EBITDA	969	1,480	1,631	1,813	2,079	2,441	3,155	3,531
EBITDA margin(%)	23.1	31.5	31.5	30.1	30.6	31.8	38.2	38.5
EPS	1.30	3.73	3.78	5.18	5.99	6.99	8.459	9.529
EPS 증가율	-59.1	186.9	1.3	37.0	15.6	16.7	21.0	12.6
BPS	8.4	4.5	5.3	10.9	14.4	19.5	32.0	38.0
DPS	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9	2.1	2.4	2.5
ROA	7.2	21.2	23.3	28.9	27.3	21.2	17.5	18.3
ROE	19.0	45.7	77.6	61.8	47.5	41.3	38.2	33.2
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
배당성향	68.5	39.5	36.4	30.6	32.1	30.8	28.1	26.7
순차입금	-1,197	-80	-289	-1,278	-2,304	-3,414	-5,351	-7,333
PER(x)	58.5	36.9	36.7	41.4	47.0	44.2	42.6	37.8
PBR	12.6	24.7	25.9	18.8	19.2	15.7	11.3	9.5
EV/EBITDA(x)	29.1	19.3	21.3	28.4	33.6	31.5	28.7	25.7
CAPEX	-261	-522	-230	-124	-155	-137	-192	-204
FCFF	1,328	938	1,369	1,988	2,169	2,277	2,550	2,850

주1: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

주2: 상기 수치는 모두 GAAP 기준

자료: Bloomberg, 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 11월 9일 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 11월 9일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미디어

구분		제일기획	이노션	CJENM	나스미디어	인크로스	WPP	Omnicom	Publicis	업계평균	
현재주가(Local)		24,800	65,800	154,800	30,900	23,000	10	81	40		
시가총액(M\$)		2,462	1,136	2,930	233	160	16,230	17,586	10,633		
주가상승률(%)	1M	1.2	2.0	-1.7	2.5	8.0	5.1	7.7	-4.5	2.5	
	3M	-4.1	-8.0	-4.4	-5.1	18.9	10.1	2.5	-4.9	0.6	
	6M	-5.0	-8.2	-28.4	-25.1	-10.5	3.6	1.7	-23.2	-11.9	
	12M	13.8	22.3	-29.3	5.5	36.1	15.3	6.2	-23.3	5.8	
P/E(배)	2018A	16.9	23.8	10.6	26.6	21.4	9.3	14.3	14.9	17.2	
	2019A	17.6	16.5	15.9	13.1	14.4	9.9	12.8	12.5	14.1	
	2020E	19.5	16.9	15.9	13.7	19.9	10.2	13.5	8.3	14.7	
	2021E	17.0	13.5	12.9	12.0	17.2	10.4	12.9	7.9	13.0	
P/B(배)	2018A	2.5	2.2	1.4	5.5	2.9	1.9	6.4	2.2	3.1	
	2019A	2.6	1.7	1.4	1.9	1.9	1.2	6.4	1.7	2.4	
	2020E	2.9	1.7	1.1	1.8	2.6	1.3	6.6	1.3	2.4	
	2021E	2.7	1.5	1.0	1.6	2.2	1.2	6.0	1.2	2.2	
EV/EBITDA(배)	2018A	9.3	7.3	4.7	16.7	12.5	9.6	7.8	8.1	9.5	
	2019A	8.5	4.6	7.7	6.4	7.6	8.0	7.6	6.5	7.1	
	2020E	10.6	5.4	5.5	6.9	11.2	8.7	9.6	5.4	7.9	
	2021E	9.9	4.4	5.6	7.0	9.8	9.2	9.4	5.1	7.6	
매출액성장률(%)	2018A	4.4	8.3	2.3	72.0	16.8	9.8	-0.9	5.3	14.7	
	2019A	3.0	8.8	51.6	-11.4	-2.7	-1.3	0.1	-2.9	5.7	
	2020E	-5.2	-0.6	33.5	4.1	-14.7	-4.1	-2.7	2.1	1.5	
	2021E	6.8	17.1	2.7	6.9	4.6	-10.9	1.6	9.1	4.7	
영업이익성장률(%)	2018A	4.7	-2.8	25.5	122.2	13.9	-6.7	2.6	N/A	22.8	
	2019A	15.7	22.2	11.8	-27.3	8.2	-25.0	2.4	-1.0	0.9	
	2020E	11.5	-4.4	32.0	11.3	-3.1	31.7	-1.3	21.4	12.4	
	2021E	9.0	24.6	7.7	8.3	15.2	1.6	1.8	6.5	9.3	
영업이익률(%)	2018A	4.6	8.5	9.9	28.5	27.9	12.1	13.6	12.8	14.8	
	2019A	5.2	9.5	7.3	23.4	31.0	9.2	14.0	13.1	14.1	
	2020E	6.1	9.2	7.2	25.0	35.2	12.6	14.2	17.3	15.9	
	2021E	6.2	9.8	7.6	25.4	38.8	14.4	14.2	16.9	16.6	
순이익률(%)	2018A	3.8	5.4	5.8	20.4	22.6	11.5	7.1	8.4	10.6	
	2019A	3.7	6.2	4.7	17.7	24.1	6.8	8.7	9.2	10.2	
	2020E	4.2	5.9	4.4	16.9	27.9	8.0	8.9	11.6	11.0	
	2021E	4.4	6.4	5.3	18.1	31.0	8.5	9.0	11.1	11.7	
ROE(%)	2018A	16.3	9.4	14.7	22.6	15.3	17.9	50.0	17.7	20.5	
	2019A	15.4	11.1	7.8	15.1	14.6	13.6	50.4	17.3	18.1	
	2020E	15.8	10.4	7.5	15.0	13.8	11.8	49.0	15.5	17.3	
	2021E	16.8	12.2	8.6	15.2	13.9	11.0	47.2	15.1	17.5	
순부채비율(%)	2018A	-41.6	-105.7	23.8	-28.1	-75.8	45.0	39.3	12.1	-16.4	
	2019A	-48.8	-94.1	40.8	-53.9	-52.5	41.0	43.8	24.9	-12.4	
	2020E	-49.1	-89.9	46.2	N/A	-51.7	42.8	45.4	51.1	-0.8	
	2021E	-53.9	-87.9	29.8	N/A	-56.0	34.1	28.6	32.0	-10.5	
<컨센서스 변화>											
순이익(2019C)	현재(M\$)		125	66	182	17	8	1,589	1,325	1,251	570
	변화(%)	-1M	1.0	-1.0	-6.3	2.4	0.0	2.9	-0.2	-1.9	-0.4
		-3M	0.5	-3.7	-8.8	2.2	-22.9	5.1	-0.6	-3.7	-4.0
		-6M	-0.1	-12.9	-19.9	-14.7	-22.9	-2.6	1.0	-0.7	-9.1
순이익(2020C)	현재(M\$)		142	84	225	19	9	1,505	1,360	1,305	581
	변화(%)	-1M	2.2	1.3	-3.8	2.6	0.0	-2.1	-0.9	-5.2	-0.7
		-3M	1.8	5.3	-8.3	4.5	-19.3	0.1	-1.6	-7.5	-3.1
		-6M	1.5	-0.1	-17.5	-11.2	-19.3	-9.0	-0.5	-3.5	-7.4

주: 2020년 11월 9일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

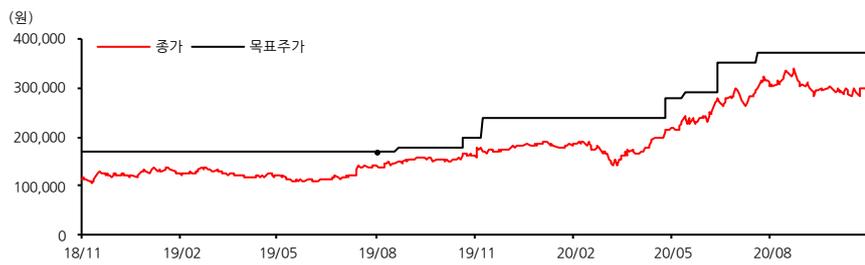
(공표일: 2020년 11월 11일)

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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

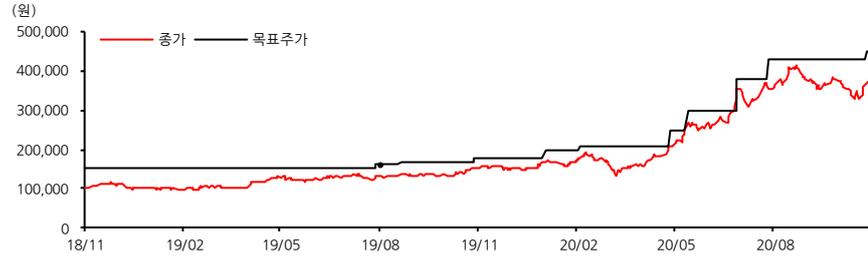
일 시	2016.08.12	2018.11.27	2019.01.10	2019.01.21	2019.02.01	2019.03.19
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2019.04.26	2019.05.03	2019.07.08	2019.07.26	2019.09.02	2019.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	180,000	180,000
일 시	2019.10.24	2019.11.01	2019.11.11	2019.11.19	2020.01.13	2020.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	200,000	200,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2020.03.10	2020.03.18	2020.04.24	2020.05.07	2020.05.25	2020.06.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	280,000	290,000	350,000
일 시	2020.07.31	2020.08.05	2020.09.16	2020.09.24	2020.10.07	2020.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
일 시	2020.11.11					
투자의견	Buy					
목표가격	370,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 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]

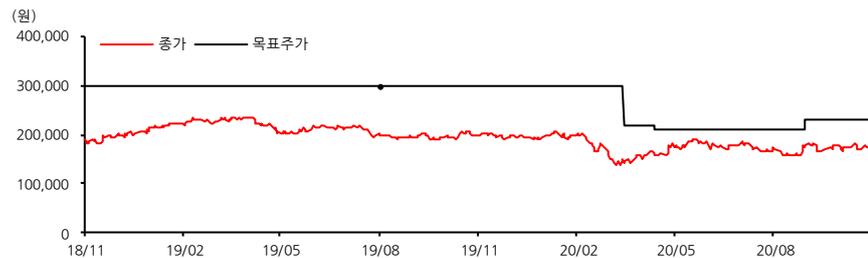
일 시	2016.08.12	2018.11.27	2019.01.21	2019.02.15	2019.03.08	2019.03.19
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2019.05.03	2019.05.10	2019.08.09	2019.09.02	2019.10.11	2019.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	160,000	165,000	165,000	165,000
일 시	2019.11.08	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.14	2020.03.10	2020.03.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	200,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2020.05.08	2020.05.25	2020.07.09	2020.08.05	2020.08.07	2020.09.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	300,000	380,000	380,000	430,000	430,000
일 시	2020.09.24	2020.10.07	2020.11.06	2020.11.11		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	430,000	430,000	450,000	450,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 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	-19.46	-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	-14.25	-4.19
2020.11.06	Buy	450,000		

[삼성에스디에스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

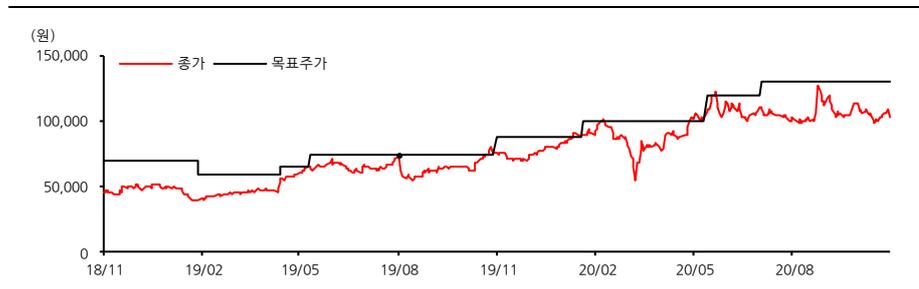
일 시	2018.11.27	2018.12.03	2018.12.12	2019.01.21	2019.01.25	2019.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.04.26	2019.05.17	2019.06.05	2019.06.11	2019.07.25	2019.10.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.10.24	2019.10.25	2019.11.11	2020.01.13	2020.01.31	2020.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	220,000
일 시	2020.04.24	2020.06.29	2020.07.27	2020.09.09	2020.09.11	2020.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	210,000	210,000	230,000	230,000
일 시	2020.10.28	2020.11.11				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	230,000	230,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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		

[더존비즈온 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.11.27	2018.12.03	2018.12.12	2019.02.08	2019.04.25	2019.05.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	60,000	66,000	75,000
일 시	2019.06.11	2019.07.25	2019.08.14	2019.10.23	2019.10.24	2019.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	88,000
일 시	2020.01.13	2020.01.30	2020.02.25	2020.03.10	2020.03.24	2020.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	88,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2020.05.25	2020.07.14	2020.07.27	2020.08.05	2020.09.24	2020.10.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2020.11.11					
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	-11.39	6.50
2020.05.25	Buy	120,000	-9.19	1.67
2020.07.14	Buy	130,000		

[현대오트에버 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

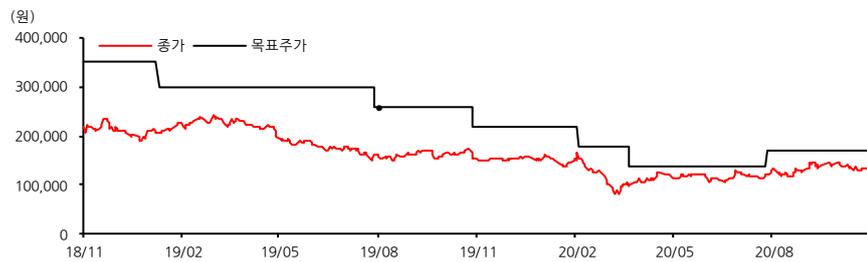
일 자	2020.09.24	2020.09.24	2020.11.02	2020.11.11		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표주가	김소혜	72,000	75,000	75,000		

[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	-9.40	-1.67
2020.11.02	Buy	75,000		

[CJENM의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

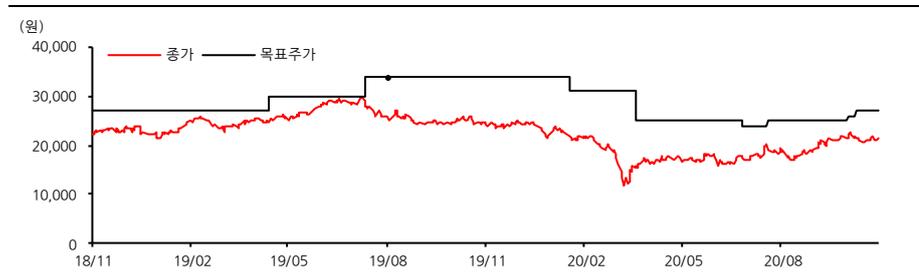
일 시	2016.08.12	2018.12.03	2019.01.21	2019.02.15	2019.02.27	2019.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		350,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2019.05.10	2019.05.17	2019.07.03	2019.08.09	2019.11.08	2019.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	260,000	220,000	220,000
일 시	2020.01.13	2020.02.14	2020.04.02	2020.05.08	2020.07.07	2020.08.07
투자의견	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	180,000	140,000	140,000	140,000	170,000
일 시	2020.08.19	2020.11.06	2020.11.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	170,000	170,000	170,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.21	Buy	300,000	-32.40	-18.73
2019.08.08	Buy	260,000	-37.32	-33.08
2019.11.08	Buy	220,000	-30.74	-25.23
2020.02.14	Hold	180,000	-35.32	-14.72
2020.04.02	Buy	140,000	-17.29	-8.36
2020.08.07	Buy	170,000		

[제일기획의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

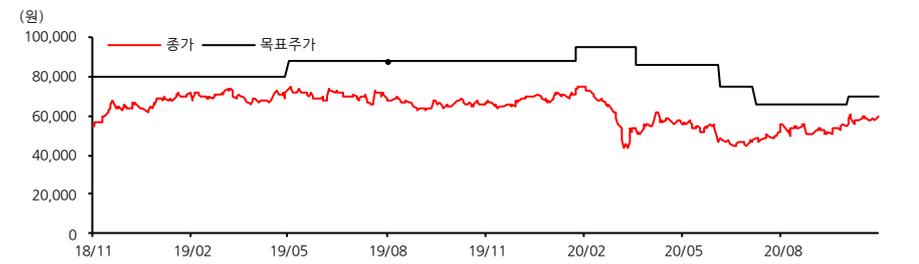
일 시	2016.08.12	2018.12.26	2019.02.01	2019.04.25	2019.05.03	2019.06.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		27,000	27,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.07.23	2019.10.24	2019.11.11	2020.01.13	2020.01.29	2020.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	31,000	31,000
일 시	2020.03.31	2020.04.29	2020.07.07	2020.07.31	2020.10.13	2020.10.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	25,000	24,000	25,000	26,000	27,000
일 시	2020.11.11					
투자의견	Buy					
목표가격	27,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.25	Buy	30,000	-8.46	-0.50
2019.07.23	Buy	34,000	-27.15	-17.50
2020.01.29	Buy	31,000	-39.25	-29.03
2020.03.31	Buy	25,000	-31.87	-26.40
2020.07.07	Buy	24,000	-25.13	-15.83
2020.07.31	Buy	25,000	-23.01	-12.00
2020.10.13	Buy	26,000	-15.32	-12.88
2020.10.21	Buy	27,000		

[이노션의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.12.10	2019.01.29	2019.05.03	2019.05.13	2019.06.18	2019.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	88,000	88,000	88,000
일 시	2019.10.04	2019.11.04	2019.11.11	2020.01.13	2020.02.04	2020.03.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	88,000	88,000	88,000	88,000	95,000	86,000
일 시	2020.05.14	2020.06.16	2020.07.20	2020.08.12	2020.10.13	2020.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	86,000	75,000	66,000	66,000	70,000	70,000
일 시	2020.11.11					
투자의견	Buy					
목표가격	70,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.13	Buy	88,000	-22.44	-15.57
2020.02.04	Buy	95,000	-33.19	-21.05
2020.03.31	Buy	86,000	-35.78	-27.91
2020.06.16	Buy	75,000	-38.00	-35.00
2020.07.20	Buy	66,000	-21.48	-15.45
2020.10.13	Buy	70,000		

[케이아이엔엑스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.09.25	2020.11.11			
투자의견	Not Rated	Not Rated			
목표가격					

[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 9월 30일)

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