MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.8.30

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(상향)	▲USD 355
현재주가(24/8/28)	USD 259
상승여력	37.2%

S&P 500(p)	5,592.18
EPS 성장률(25F, %)	23.1
P/E(25F, x)	25.6
배당수익률(25F, %)	0.4
시가총액(십억USD)	250.87
시가총액(조원)	333.76
상장주식수(백만주)	969.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,669.50
52주 최저가(USD)	196.25
52주 최고가(USD)	316.88

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.5	-13.6	22.3
상대주가	-3.8	-21.7	-3.1

[글로벌 소프트웨어/통신서비스]
김수진
soojin.kim@miraeasset.com

CRM US · 글로벌 소프트웨어 · 미국

세일즈포스

생성AI 자신감 본격화

생성AI, 점점 가시적인 성과 나타나는 중

FY2Q25 실적이 예상을 상회했다. 연간 가이던스에서 매출은 유지, 마진은 상향조정했다. 컨퍼런스 콜에서 생성AI에 대한 자신감을 더욱 내비쳤다. 2Q에는 1,500건의 AI 계약을 체결했다. 생성AI의 핵심인 데이터 클라우드 고객수도 +130% YoY를 기록했고, 데이터 클라우드에 연 100만달러 이상 지출 고객수는 두배로 증가했다.

동사는 10월 정식 출시하는 'Agentforce'를 특히 강조했다. Agentforce는 생성AI 기반의 고객 지원 서비스 챗봇인데, 기존 챗봇에 비해 월등한 성능을 가졌다. 2세대인 Agentforce는 한 테스트 기업에서 문제 해결율이 90%에 달하는 등 높은 효율성을 보인 것으로 알려졌다. 또한 Agentforce의 비즈니스 모델은 종량제(consumption base) 모델이다. 따라서 기존 상담 직원(Q) 감소가 나타날 수 있지만, 사용량에 따라 훨씬 마진이 높은 가격(P) 증가로 이어질 수 있을 것이다.

우선 이익 가이던스부터 상향조정

FY2Q25 매출은 93.3억달러(+9% YoY CC), 구독 매출 87.6억달러(+10% YoY CC), RPO(잔여 계약 잔고) 265억달러(+11% YoY CC), FCF 7.6억달러(+20% YoY), Non-GAAP EPS 2.56달러로 예상을 상회하는 실적을 발표했다. 프리미엄 제품 사용 늘면서 ARPU 상승이 매출 성장을 주도했다.

연간 가이던스는 매출 377~380억달러(+8~9% YoY), 구독 매출 +10% YoY, Non-GAAP EPS 10.03~10.11억달러로 예상을 상회했고, 영업이익률 32.8%(+0.3%pt 상향조정), 잉여현금흐름 +23~25% YoY는 기존 추정치에서 상향조정 됐다.

국가 가운데서는 아시아 성장률이 +16% CC로 가장 높았다. 특히 일본, 인도, 그리고 캐나다 수요가 좋았으나, 미국과 일부 유럽 지역 수요는 좋지 않았다. 산업별로는 공공, 통신/미디어/헬스케어가 좋았고, 수요가 좋지 않았던 산업은 여행, 운송, 호텔, 제조, 자동차, 에너지였다.

목표주가 355.15달러로 14.6% 상향조정, 투자의견 '매수' 유지

생성AI 실적이 아직 본격적으로 나타나지 않았다. 그러나 생성AI는 여전히 초기 단계이며, 향후 더 많은 기회를 가져올 것으로 예상한다. 이 때 무엇보다 준비된 기업들이 니즈에 맞는 제품 제공이 가능할 것으로 예상한다. 클라우드 소프트웨어 대표주자로서 생성AI 시대에도 경쟁력이 두드러질 것으로 판단한다.

결산기 (01월)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액 (십억USD)	21.3	26.5	31.4	34.9	37.8
영업이익 (십억USD)	4.2	5.6	7.8	11.1	12.5
영업이익률 (%)	19.9	21.2	24.8	31.9	33.0
순이익 (십억USD)	4.6	4.7	2.6	8.1	9.9
EPS (USD)	4.92	4.80	5.25	8.21	10.11
ROE (%)	11.0	8.0	4.4	13.6	16.8
P/E (배)	61.5	63.0	57.60	36.84	25.61
P/B (배)	74.5	0.91	0.91	0.90	0.91

주: Non-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. FY2Q25 실적 및 컨센서스

(십억달러)

FY2Q25	실제	컨센서스	예상 상/하회 여부	차이	전년동기	YoY
매출액	**9.3**	**9.2**	**상회**	**1.0%**	**8.6**	**8.4%**
Subscription & Support	8.8	8.7	상회	0.8%	8.0	12.1%
영업이익	**3.1**	**3.0**	**상회**	**3.3%**	**2.7**	**15.5%**
영업이익률	33.7%	32.6%	상회	1.1%pt	31.6%	2.1%
EPS(달러)	**2.6**	**2.4**	**상회**	**8.8%**	**2.1**	**20.8%**
잉여현금흐름	**755**	**866**	**하회**	**-12.8%**	**628**	**21.5%**

자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. FY3Q25 가이던스 및 컨센서스

(십억달러)

FY3Q25	가이던스	컨센서스	예상 상/하회 여부	차이	전년동기	YoY
매출액	9.3	9.4	하회	-0.6%	8.7	6.9%
EPS(달러)	2.4	3.0	하회	-19.0%	2.1	14.3%

자료: 세일즈포스, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. FY2025 가이던스 및 컨센서스

(십억달러)

FY2025	가이던스	컨센서스	예상 상/하회 여부	차이	전년동기	YoY
매출액	37.9	37.8	상회	0.1%	34.9	8.6%
EPS(달러)	10.1	10.0	상회	0.8%	8.2	22.8%

자료: 세일즈포스, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 세일즈포스 사업부별 매출 추이

(백만달러)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F
Sales	**1,632.00**	**1,695.00**	**1,717.00**	**1,787.00**	**1,810.00**	**1,895.00**	**1,906.00**	**1,969.00**	**1,998.00**	**2,071.00**	**2,078.22**	**2,137.71**
YoY Growth	17.6%	14.8%	11.6%	12.7%	10.9%	11.8%	11.0%	10.2%	10.4%	9.3%	9.0%	8.6%
% of total revenue	22.0%	22.0%	21.9%	21.3%	21.9%	22.0%	21.9%	21.2%	21.9%	22.2%	22.3%	21.3%
Service	**1,761.00**	**1,828.00**	**1,856.00**	**1,924.00**	**1,964.00**	**2,049.00**	**2,074.00**	**2,158.00**	**2,182.00**	**2,257.00**	**2,275.37**	**2,330.73**
YoY Growth	16.9%	14.3%	11.9%	12.5%	11.5%	12.1%	11.7%	12.2%	11.1%	10.2%	9.7%	8.0%
% of total revenue	23.8%	23.7%	23.7%	22.9%	23.8%	23.8%	23.8%	23.2%	23.9%	24.2%	24.4%	23.2%
Platform & Other	**1,419.00**	**1,478.00**	**1,513.00**	**1,557.00**	**1,567.00**	**1,638.00**	**1,686.00**	**1,720.00**	**1,718.00**	**1,786.00**	**1,849.30**	**1,919.73**
YoY Growth	55.4%	52.5%	18.5%	15.3%	10.4%	10.8%	11.4%	10.5%	9.6%	9.0%	9.7%	11.6%
% of total revenue	19.1%	19.1%	19.3%	18.6%	19.0%	19.0%	19.3%	18.5%	18.8%	19.2%	19.8%	19.1%
Marketing & Commerce	**1,089.00**	**1,121.00**	**1,129.00**	**1,177.00**	**1,170.00**	**1,238.00**	**1,230.00**	**1,274.00**	**1,282.00**	**1,308.00**	**1,330.30**	**1,368.78**
YoY Growth	21.7%	17.4%	12.2%	12.5%	7.4%	10.4%	8.9%	8.2%	9.6%	5.7%	8.2%	7.4%
% of total revenue	14.7%	14.5%	14.4%	14.0%	14.2%	14.4%	14.1%	13.7%	14.0%	14.0%	14.3%	13.6%
Integration & Analytics	**955.00**	**1,021.00**	**1,018.00**	**1,344.00**	**1,131.00**	**1,186.00**	**1,245.00**	**1,627.00**	**1,405.00**	**1,342.00**	**1,298.46**	**1,706.79**
YoY Growth	14.5%	11.8%	13.1%	18.3%	18.4%	16.2%	22.3%	21.1%	24.2%	13.2%	4.3%	4.9%
% of total revenue	12.9%	13.2%	13.0%	16.0%	13.7%	13.8%	14.3%	17.5%	15.4%	14.4%	13.9%	17.0%

자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 세일즈포스 분기 실적추정표

(백만달러/백만명/달러)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F
매출액	**7,411.0**	**7,720.0**	**7,837.0**	**8,384.0**	**8,247.0**	**8,603.0**	**8,720.0**	**9,287.0**	**9,133.0**	**9,325.0**	**9,317.4**	**10,050.5**
Subscription & Support	6,856.0	7,143.0	7,233.0	7,789.0	7,642.0	8,006.0	8,141.0	8,748.0	8,585.0	8,764.0	8,831.7	9,463.7
Professional Services	555.0	577.0	604.0	595.0	605.0	597.0	579.0	539.0	548.0	561.0	485.7	586.8
총매출성장률(YoY)	**24.3%**	**21.8%**	**14.2%**	**14.4%**	**11.3%**	**11.4%**	**11.3%**	**10.8%**	**10.7%**	**8.4%**	**6.9%**	**8.2%**
Subscriptions	23.8%	20.8%	13.4%	14.1%	11.5%	12.1%	12.6%	12.3%	12.3%	9.5%	8.5%	8.2%
Professional Services	30.0%	35.4%	24.8%	19.5%	9.0%	3.5%	-4.1%	-9.4%	-9.4%	-6.0%	-16.1%	8.9%
매출원가	**2,045.0**	**2,127.0**	**2,088.0**	**2,100.0**	**2,125.0**	**2,113.0**	**2,155.0**	**2,148.0**	**2,162.0**	**2,159.0**	**2,142.1**	**2,259.7**
Capex	-179.0	-203.0	-198.0	-218.0	-243.0	-180.0	-166.0	-147.0	-163.0	-137.0	-234.1	-106.9
감가상각비	906.0	907.0	941.0	1,032.0	1,254.0	890.0	862.0	953.0	879.0	907.0	800.3	966.5
매출총이익	**5,366.0**	**5,593.0**	**5,749.0**	**6,284.0**	**6,122.0**	**6,490.0**	**6,565.0**	**7,139.0**	**6,971.0**	**7,166.0**	**7,175.3**	**7,790.8**
매출총이익률	72.4%	72.4%	73.4%	75.0%	74.2%	75.4%	75.3%	76.9%	76.3%	76.8%	77.0%	77.5%
영업비용	**4,058.0**	**4,057.0**	**3,972.0**	**4,665.0**	**4,559.0**	**3,818.0**	**3,848.0**	**4,392.0**	**4,400.0**	**4,385.0**	**4,093.4**	**4,698.1**
매출액 대비 비중	54.8%	52.6%	50.7%	55.6%	55.3%	44.4%	44.1%	47.3%	48.2%	47.0%	43.9%	46.7%
Research & Development	1,039.0	1,032.0	993.0	855.0	966.0	964.0	966.0	1,038.0	-	1,073.0	931.7	1,103.2
Marketing & Sales	2,844.0	2,866.0	2,834.0	2,810.0	2,668.0	2,614.0	2,675.0	2,967.0	-	2,692.0	2,695.8	3,002.5
General & Administrative	562.0	549.0	568.0	506.0	565.0	553.0	561.0	556.0	-	620.0	465.9	592.4
영업이익	**1,695.0**	**1,926.0**	**2,157.0**	**1,996.0**	**1,914.0**	**3,034.0**	**3,071.0**	**3,089.0**	**2,928.0**	**3,144.0**	**3,171.4**	**3,231.8**
영업이익률	22.9%	24.9%	27.5%	23.8%	23.2%	35.3%	35.2%	33.3%	32.1%	33.7%	34.0%	32.2%
Non-GAAP EPS	**0.98**	**1.19**	**1.40**	**1.68**	**1.69**	**2.12**	**2.11**	**2.29**	**2.44**	**2.56**	**2.56**	**2.55**

자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 세일즈포스 연간 실적추정표

(백만달러/백만명/달러)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**8,392.0**	**10,480.0**	**13,282.0**	**17,098.0**	**21,252.0**	**26,492.0**	**31,352.0**	**34,857.0**	**37,825.9**	**41,413.1**
Subscription & Support	13,099.0	13,784.0	14,855.0	16,043.0	19,976.0	24,657.0	29,021.0	32,537.0	35,644.4	39,112.0
Professional Services	635.8	774.0	869.0	1,055.0	1,276.0	1,835.0	2,331.0	2,320.0	2,181.5	2,301.2
매출원가	**2,234.0**	**2,773.0**	**3,451.0**	**4,235.0**	**5,438.0**	**7,026.0**	**8,360.0**	**8,541.0**	**8,722.8**	**8,769.2**
Capex	0.0	-534.0	-595.0	-643.0	-710.0	-717.0	-798.0	-736.0	-641.0	-799.0
감가상각비	322.8	373.0	598.0	1,879.0	2,846.0	3,298.0	3,786.0	3,959.0	3,552.7	3,925.6
매출총이익	**3,318.7**	**7,767.0**	**9,831.0**	**12,863.0**	**15,814.0**	**19,466.0**	**22,992.0**	**26,316.0**	**29,103.1**	**32,643.9**
매출총이익률	39.5%	74.1%	74.0%	75.2%	74.4%	73.5%	73.3%	75.5%	76.9%	78.8%
영업비용	**6,093.7**	**7,313.0**	**9,296.0**	**12,566.0**	**15,359.0**	**18,918.0**	**16,752.0**	**16,617.0**	**17,576.5**	**19,219.2**
매출액 대비 비중	72.6%	69.8%	70.0%	73.5%	72.3%	71.4%	53.4%	47.7%	46.5%	46.4%
Research & Development	1,208.1	1,553.0	1,886.0	2,766.0	3,598.0	4,465.0	3,919.0	3,934.0	3,107.9	4,664.1
Marketing & Sales	3,918.0	4,671.0	6,064.0	7,930.0	9,674.0	11,855.0	11,354.0	10,924.0	8,390.3	12,173.0
General & Administrative	967.6	1,089.0	1,346.0	1,704.0	2,087.0	2,598.0	2,185.0	2,235.0	1,678.3	2,382.2
영업이익	**64.2**	**454.0**	**535.0**	**630.0**	**455.0**	**548.0**	**7,774.0**	**11,108.0**	**12,475.1**	**13,539.6**
영업이익률	0.8%	4.3%	4.0%	3.7%	2.1%	2.1%	24.8%	31.9%	33.0%	32.7%
Non-GAAP EPS	-	**1.4**	**2.8**	**3.0**	**4.9**	**4.8**	**5.3**	**8.2**	**6.9**	**10.9**

자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

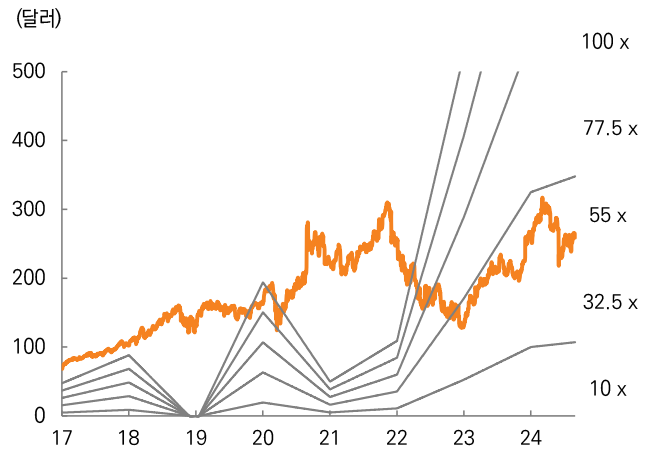
표 7. 세일즈포스 Valuation Table

(백만달러)

회계연도(결산기 1월)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Revenue	10,480	13,282	17,098	21,252	26,492	31,352	34,857	37,826	41,413
YoY Growth	35.1%	26.7%	28.7%	24.3%	24.7%	18.3%	11.2%	8.5%	9.5%
EV/SALES	10.7x	11.2x	10.5x	10.4x	8.6x	5.3x	7.0x	6.5x	5.9x
Target EV/Revenue	20~24년 평균 EV/Revenue 적용								8.4x
Target EV									347,870.4
Net debt(cash)									1,243
Market cap									349,113.4
shares									983
Target Price(달러)									355.15
현재주가(24/8/28)(달러)									258.9
괴리율									37.2%

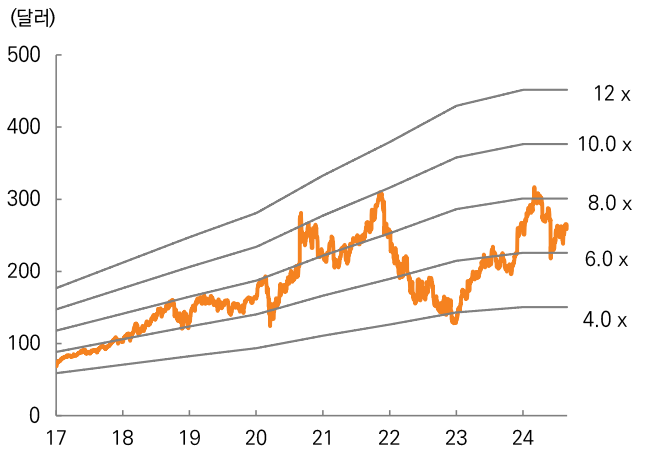
자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. PER 밴드차트



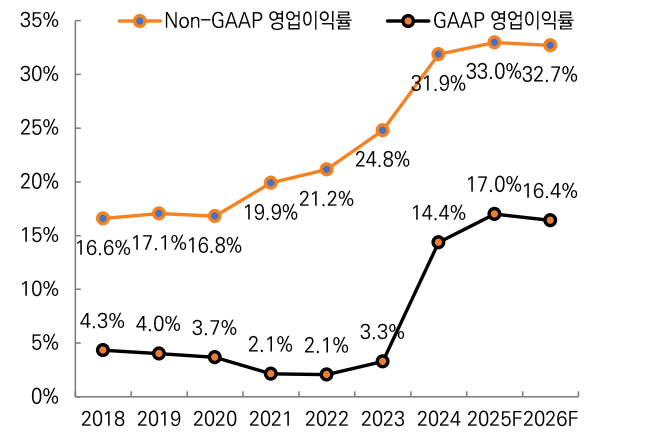
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. PSR 밴드차트



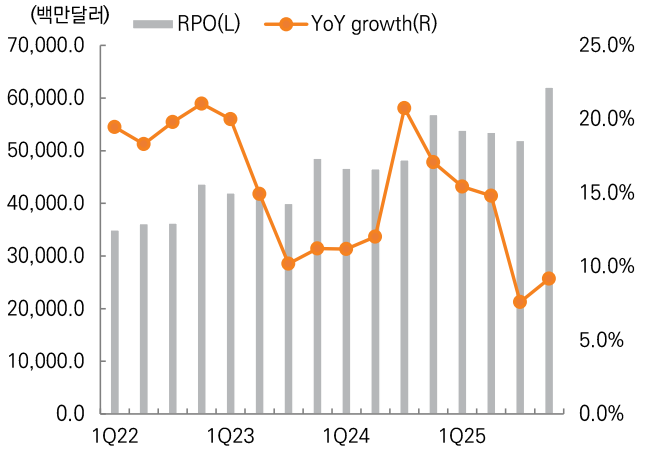
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 영업이익률 추이



자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. RPO(잔여계약잔고) 및 증가율 추이



자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

세일즈포스 (CRM US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024	2025F
매출액	**26,492**	**31,352**	**34,857**	**37,826**
매출원가	**5,993**	**6,826**	**7,132**	**7,774**
매출총이익	**20,499**	**24,526**	**27,725**	**30,052**
판매비와관리비	**14,894**	**16,752**	**16,617**	**17,577**
영업이익	**5,605**	**7,774**	**11,108**	**12,475**
비영업손익	**-984**	**370**	**61**	**-668**
금융손익	5,935	4,067	10,571	12,657
관계기업관련손익	1,276	1,472	2,484	2,783
기타이익추가	4,659	2,595	8,087	9,874
법인세차감전순이익	0	0	0	0
법인세	4,659	2,595	8,087	9,874
당기순이익	**26,492**	**31,352**	**34,857**	**37,826**
지배주주	5,993	6,826	7,132	7,774
비지배주주	20,499	24,526	27,725	30,052

Growth & Margins (%)	2022	2023	2024	2025F
매출액증가율	24.7%	18.3%	11.2%	8.5%
매출총이익증가율	22.6%	19.6%	13.0%	8.4%
영업이익증가율	32.5%	38.7%	42.9%	12.3%
순이익증가율	1.7%	-44.3%	211.6%	22.1%
EPS증가율				
매출총이익률	77.4%	78.2%	79.5%	79.4%
영업이익률	21.2%	24.8%	31.9%	33.0%
당기순이익률	17.6%	8.3%	23.2%	26.1%

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024	2025F
유동자산	**22,850**	**26,395**	**29,074**	**31,070**
현금성자산	10,537	12,508	14,194	14,879
매출채권	9,739	10,755	11,414	12,976
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,574	3,132	3,466	3,215
비유동자산	**72,359**	**72,454**	**70,749**	**68,260**
투자자산	8,096	9,294	9,207	2,398
유형자산	4,784	4,672	4,848	4,672
무형자산	61,880	61,190	59,846	61,190
기타비유동자산	95,209	98,849	99,823	99,331
자산총계	**21,788**	**25,891**	**26,631**	**26,350**
유동부채	**5,356**	**6,486**	**6,111**	**5,821**
매입채무	804	2,029	1,517	1,517
단기차입금	15,628	17,376	19,003	19,012
기타유동부채	15,290	14,599	13,546	14,599
비유동부채	**13,566**	**12,850**	**11,071**	**12,850**
장기금융부채	1,724	1,749	2,475	1,749
기타비유동부채	37,078	40,490	40,177	40,949
부채총계	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**
지배주주지분(연결)	**50,919**	**55,047**	**59,841**	**65,825**
자본금	7,377	7,585	11,721	7,390
자본잉여금	-166	-274	-225	-274
이익잉여금	0	0	0	0
기타	58,131	58,359	59,646	58,874
비지배주주지분(연결)	**95,209**	**98,849**	**99,823**	**99,823**
자본총계	**22,850**	**26,395**	**29,074**	**31,070**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024	2025F
영업활동 현금흐름	**6,000**	**7,111**	**10,234**	**13,081**
당기순이익	4,659	2,595	8,087	9,874
감가상각비	3,298	3,786	3,959	3,553
기타	1,426	975	486	-1,333
투자활동 현금흐름	**-168**	**2,142**	**1,653**	**987**
- 자본적 지출(CAPEX)	-14,536	-1,989	-1,327	-641
기타	-717	-798	-736	-641
재무활동 현금흐름	**483**	**-195**	**-388**	**0**
배당금	-14,302	-996	-203	0
자본 증가	7,838	-3,562	-7,477	-10,069
장단기금융부채의 증가(감소)	6,705	-4	-1,811	0
기타	1,289	-3,139	-5,666	-10,069
현금의 증감	-156	-419	0	0
기초현금	-33	-8	26	0
기말현금	-731	1,552	1,456	2,371

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025F
P/E (배)	53.9	49.3	31.5	25.6
P/S (배)	8.7	5.4	7.8	7.9
P/B (배)	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	26.3	14.9	18.0	18.7
EPS (USD)	4.80	5.25	8.21	10.11
BPS (USD)	285.61	283.86	288.14	284.41
DPS (USD)	0.0	0.0	0.0	1.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	10.58
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.41
매출채권회전율 (회)	2.7	2.9	3.1	2.9
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	4.9	4.8	5.7	6.5
ROA (%)	4.9	2.6	8.1	9.9
ROE (%)	8.0	4.4	13.6	16.8
ROIC (%)	34.7	46.5	59.4	101.5
부채비율 (배)	63.8	69.4	67.4	69.6
유동비율 (배)	104.9	101.9	109.2	117.9
순차입금/자기자본 (배)	6.6	4.1	-2.7	-0.9

자료: 세일즈포스, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.