

Workday (WDAY)

- HCM 1인자가 보여주는 연쇄 효과



Yuantakorea
Global Research

- 고용 시장 사이클 바텀 아웃 국면, HCM 애플리케이션 S/W 업종 수혜가 전망.
- 애플리케이션 S/W 업종, AI 수익화와 플랫폼 효과, 생산성 향상으로 주가 상승세 견조.
- Workday의 LLM 기반 UI, RPA의 경쟁 우위가 시장 침투 확대 지속할 전망.

고용 시장 사이클 바텀 아웃, HR 애플리케이션 S/W 업종 수혜 전망

- 고용(채용) 시장 사이클이 바텀 아웃 국면에 진입하면서 인적 자원 관리 S/W 업종의 수혜가 전망된다. 주요 업종(전문사업, 레저접객, 교육의료)에서 전년 대비 채용 감소 폭이 급감하거나 증가 전환하는 양상이 나타나는 등 채용 사이클 바텀 아웃 가능성이 가시화되고 있다. 고용 감소는 기업 비용 증가에도 기인하나 최근 고용 비용 증가세도 완화 추세다. 채용 시장 부진이 지속되고 있으나 앞서 언급한 1) 주요 업종 채용 감소 둔화, 2) 고용 지표(PMI) 회복세, 3) 구인난 지속되는 업종(정보) 임금 상승세 둔화를 고려할 때 지수(HR&고용)의 상승세 진입 가능성이 높은 국면으로 판단한다.

근원 성장 가시화 - AI 수익화, 교차 판매 확대 등 플랫폼 효과 가시화

- 한편, 최근 애플리케이션 S/W 업종의 1개월 간 주가 상승세는 근원 성장성 가시화에 기인한다고 판단한다. 업종 상위 10개 업체 중 최근 1개월 간 주가가 가장 많이 상승한 세일즈포스의 경우 크게 1) AI 수익화 가시화, 2) 플랫폼 효과 기반의 이탈률 감소를 근원 성장 요소로 가시화했다. HCM S/W 업체 역시 근원 성장성을 강화하고 있는데 Workday 역시 세일즈포스와 같이 SaaS와 AI/ML의 업계 내 선제 도입 효과가 이탈률 하락 혹은 최근 진출한 재무 관리 SaaS 시장 침투율 확대에 가시화되고 있다는 판단이다. 견조한 수주 잔고 증가세가 장기 계약 증가, 신시장 M/S 확대, 교차 판매 확대를 반영하고 있으며, 생성형 AI 기반 API, RPA 플랫폼 Extend와 대규모 데이터 Pool Integration Cloud가 갖춘 업계 내 경쟁 우위도 이를 뒷받침한다.

대규모 언어 모델 기반 UI, RPA 경쟁 우위로 시장 침투 확대 지속

- 동사는 인적자원/재무관리 ERP 애플리케이션을 클라우드로 제공하는 주요 공급 업체로, 22년 말 기준 ERP 시장 점유율 3위 업체. 동사 ERP 시장 경쟁력은 SaaS M/S의 지속적인 확장이 방증하고 있다. 20년부터 3년간 주요 경쟁 업체 SAP, ADP, Ceridian, UKG 대비 M/S 개선세가 가장 견조하다. SaaS 업체 핵심 경쟁 요소인 데이터 클라우드는 트래픽 증가와 빅데이터 누적에 따른 연쇄 효과로 이어지고 이것이 M/S 확장으로 이어지는 선순환을 창출한다. 한편, Gartner는 동사의 경쟁 우위를 API/RPA 플랫폼 Extend, Integration Cloud 기반의 기술 스택과 LLM 및 생성형 AI 기반의 대화형 UI라고 밝히고 있는데 이도 M/S 확대는 곧 경쟁 우위 강화로 연결된다.

■ Summary

결산 (1월)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액 (백만달러)	4,318	5,139	6,216	7,251	8,449
영업이익 (백만달러)	-249	-116	-298	1,730	2,067
당기순이익 (백만달러)	-282	29	-367	1,519	1,782
PER (배)	-	423.0	-	46.9	40.9
PBR (배)	16.9	14.0	8.4	10.5	8.4
EV/EBITDA (배)	215.7	130.7	265.0	28.2	28.2
ROE (%)	-9.8	0.8	-7.2	24.2	22.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

US Market Analyst



황병준

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Key Data

기업정보

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어&서비스

주요주주 (%)

1. Vanguard Group	6.7
2. Blackrock	6.0

매출구성 (%)

1. 구독 서비스	89.6
2. 전문 서비스	10.4

현재가 (달러)	269.22
컨센서스 (달러)	278.03
시가총액 (억달러)	708
유동주식비율 (%)	99.1
52주 최저/최고 (달러)	157.85/273.63

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
WDAY.US	23.3	26.1	63.6
NASDAQ	5.4	7.7	26.2

I. 최근 산업 동향

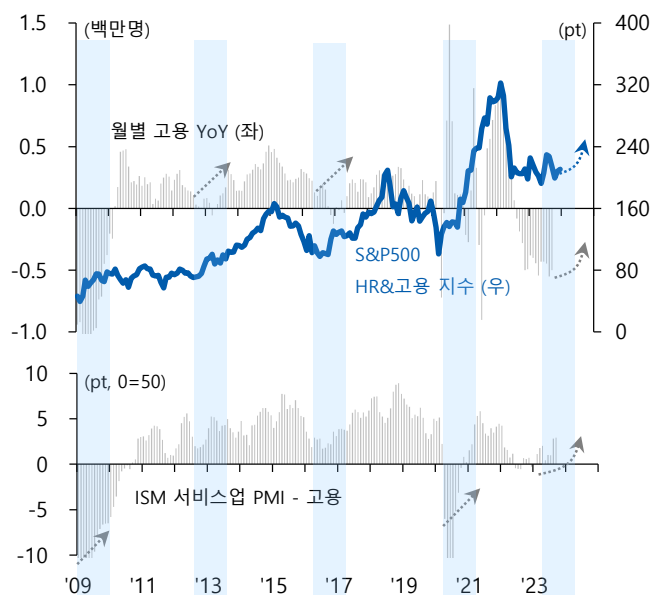
고용 시장 사이클 바텀 아웃, HR 애플리케이션 S/W 업종 수혜 전망

고용(채용) 시장 사이클이 바텀 아웃 국면에 진입하면서 HCM(Human Capital Management: 인적 자원 관리) 애플리케이션 S/W 업종의 수혜가 전망된다. 미국 고용 시장 사이클은 22년 초 정점을 찍고 금리 인상 사이클 진입과 함께 현재까지 하락이 지속되고 있다. 대부분 업종의 절대적인 채용 규모는 09년 금융위기, 팬데믹 20년 초 당시를 제외하면 10년대 평균 혹은 그 이하 수준까지 감소했다. 한편, 주요 업종(전문사업, 레저접객, 교육의료)에서 전년 대비 채용 감소 폭이 급감하거나 증가 전환하는 양상이 나타나는 등 채용 사이클 바텀 아웃 가능성이 가시화되고 있다.

고용 감소는 기업 비용 증가에도 기인한다. 기업의 구인 수요는 높으나 채용은 감소하고 있다. 구조적 구인난이 지속되는 금융의 경우 금리 인상 사이클 진입과 함께 고용이 감소했으나 동 기간 임금 상승과 구인 증가는 지속됐다. 대표 고임금 업종인 정보 업종은 높은 구인 수요에도 채용 부진을 지속하다 하반기 임금 상승률이 1%대에 진입하면서 그 감소세가 진정되었다. 채용 감소 수혜가 가장 컸던 업종이 S/W 이다. 외형 둔화에도 채용을 자제하면서 주요 업체들의 GPM과 생산성 지표(직원당 매출 등)가 대폭 개선되었고 3분기 말까지 각 사 주가 상승을 견인했다.

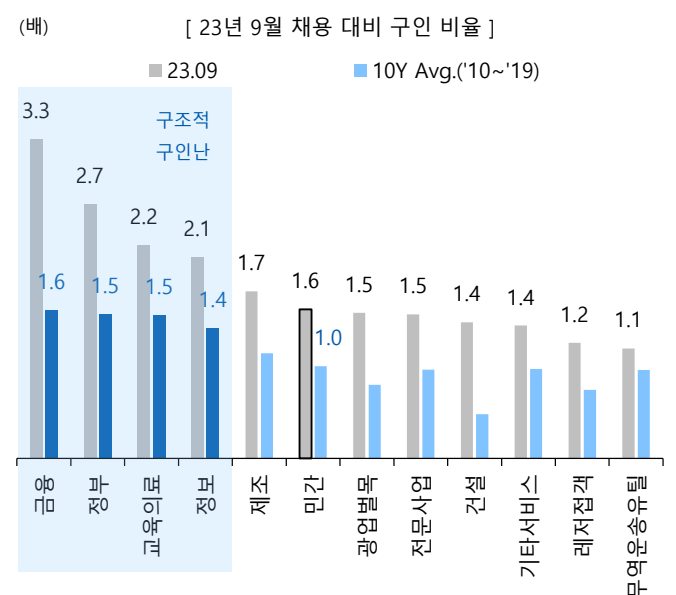
이렇게 정보, 금융과 같이 구조적 구인난이 지속되는 업종이 존재한다. 대표적으로 교육 의료 부문이 있다. 금융이나 정보 부문도 채용 시장 내 비중이 크진 않지만 구조적 구인난이 지속되는 업종이다. HR 업종 지수는 고용 시장 사이클과 동행한다. 채용 시장 부진이 지속되고 있으나 앞서 언급한 1) 주요 업종 채용 감소 둔화, 2) 고용 지표(PMI) 회복세, 3) 구인난 지속되는 업종(정보) 임금 상승세 둔화를 고려할 때 지수가 상승세에 진입할 가능성이 높은 국면으로 판단한다.

[그림 1] 고용 시장 둔화 지속, PMI는 연초부터 점진적 회복. 이와 동행하는 지수



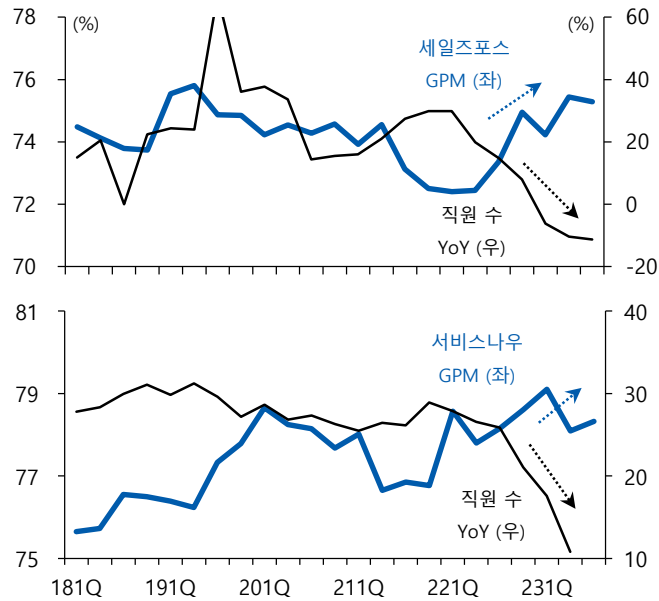
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 *주: 고용 지표(YoY, PMI)는 3개월 이동평균

[그림 2] 금융, 정보, 교육의료 - 수급 문제, 고용 비용 부담 등 구조적 구인난 지속



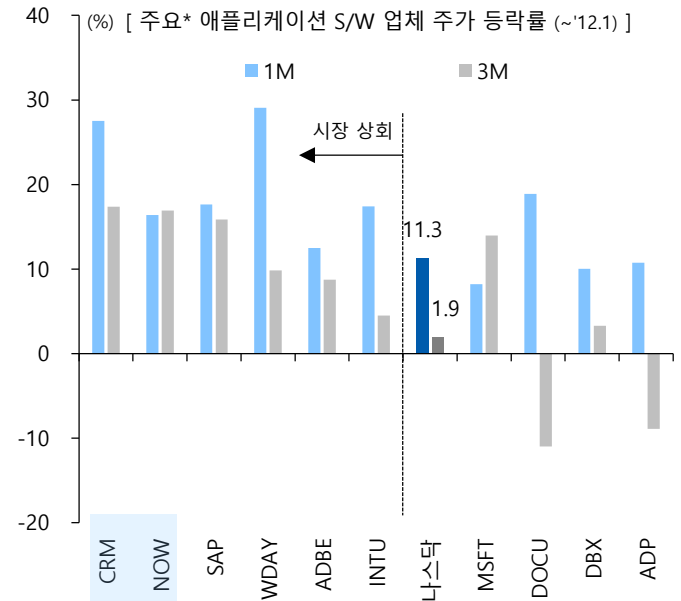
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] S/W CGS 주요 비중을 차지하는 인건비 - 연간 GPM +1.5~2.9%p 개선



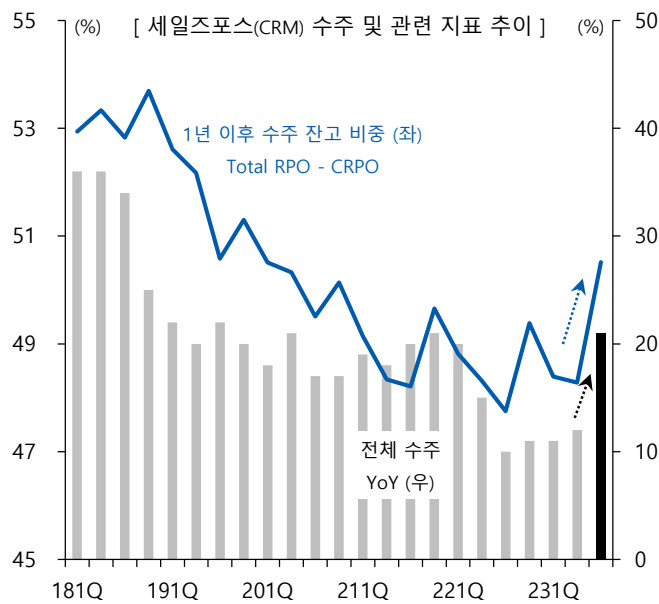
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 직원 생산성 증가로 주가 견인, 최근 반등은 근원 성장성 가시화에 기반



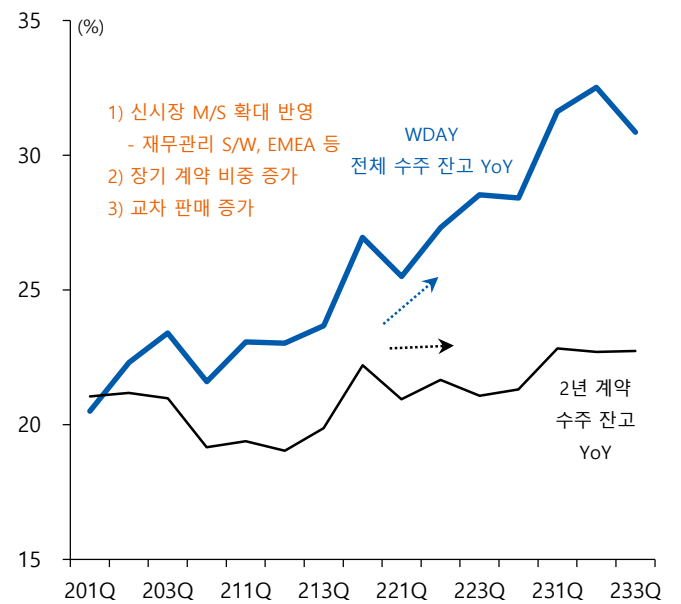
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 *주: '22 IDC Application S/W SaaS 기준 매출 상위 10

[그림 5] 세일즈포스, 워크데이 - 장기 계약 비중 증가, 23년 수주 급증 →



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터.

[그림 6] 생성형 AI/Copilot 등 AI 효과, 플랫폼 효과 확대에 따른 교차 판매 증가



자료: Bloomberg, SEC.gov, 유안타증권 리서치센터

근원 성장 가시화 - AI 수익화, 교차 판매 확대 등 플랫폼 효과 가시화

애플리케이션 S/W 업종은 직원 채용 감소와 생산성 증가에 따른 수익성 개선으로 견조한 주가 상승세가 올해 3분기까지 지속되었는데 최근 1개월 간의 주가 상승세는 근원 성장성 가시화에 기인한다고 판단한다. 해당 업종 상위 10개(SaaS 매출 기준, IDC) 업체 중 최근 1달간 주가가 가장 많이 상승한 세일즈포스의 경우 크게 1) AI 수익화 가시화, 두 번째는 2) 플랫폼 효과 기반의 이탈률(Churn rate) 감소를 근원 성장 요소로 가시화했다.

AI 수익화는 마이크로소프트 사례와 동일한 Copilot 도입에 따른 구독자 급증이다. 동사의 Einstein GPT Copilot 은 11월 말 기준 이미 Fortune 100대 기업의 17%가 구독한 것으로 파악된다. 또한, 동사는 최근 컨퍼런스 콜에서 주요 제품 Tableau(데이터 분석 플랫폼), Slack(기업용 메신저), Sales / Marketing Cloud, MuleSoft(API, RPA, 데이터 통합 플랫폼) 등에 대한 강한 교차 구매 수요가 확인된다고 밝혔다. 교차 구매는 기본적으로 각 제품이 AI 업무 실행을 하기 위한 대규모 공통 데이터 Pool 인 Data Cloud 를 기반으로 하는 플랫폼 효과에 기반한다. 그 중에서도 업무 자동화와 관련된 API, RPA, 데이터 통합 기반 Mulesoft 모멘텀이 가시화되고 있다고 밝혔다. 락인 효과와 충성 고객 증가가 최근 분기의 수주 규모 반등과 계약 기간의 증가로 반영(그림 5)되고 있다.

HCM S/W 업체 역시 근원 성장성을 강화하고 있는데 Workday 역시 세일즈포스와 같이 SaaS 와 AI/ML 의 업계 내 선제 도입 효과가 이탈률 하락 혹은 최근 진출한 재무 관리 SaaS 시장 침투율 확대로 가시화되고 있다는 판단이다. 수주 잔고 증가세가 2년 계약 수주잔고 대비 가파르게 증가하고 있는 것은 1) 장기 계약 잔고 비중 증가(+계약 연장), 2) 신시장(재무 관리, EMEA 지역 등) M/S 확대, 3) 교차 판매 확대 가능성이 존재하는데 복합적인 것으로 판단한다. 세일즈포스의 Data Cloud 와 Mulesoft 사례와 마찬가지로 동사 역시 생성형 AI 기반의 API, RPA 플랫폼 Workday Extend 가 대규모 데이터 Pool Integration Cloud 를 기반으로 교차 판매 확대와 플랫폼 효과를 가시화 중이다.

II. 투자포인트

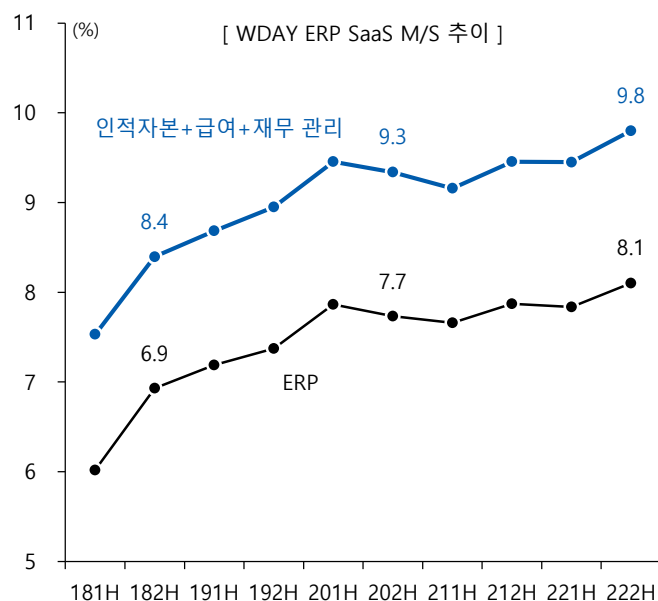
대규모 언어 모델 기반 UI, RPA 경쟁 우위로 시장 침투 확대 지속

동사는 인적자본/재무관리 ERP 애플리케이션을 클라우드(SaaS)로 제공하는 주요 공급 업체로, 22년 말 기준 ERP 시장 점유율 3위 업체다. 글로벌 10,000곳 이상의 고객사를 보유하고 있으며, 주요 고객은 5,000 곳의 HCM 고객과 1,700곳의 재무 부문 고객으로 구성되어 있다. 주요 업종은 교육, 의료, 재무 부문으로 구조적 구인난이 지속되는 업종이다. 신성장 부문은 재무 부문으로 잠재 시장 클라우드 전환률이 25%에 그쳐(온프레미스 기반), 특히 성장 여력이 크다. 또한, 미국 지역 매출이 75%를 차지, 미국 외 지역 매출 비중 50%를 장기 가이던스로 제시하고 있다.

동사 ERP 시장 경쟁력은 SaaS M/S 의 지속적인 확장이 방증하고 있다. 20년부터 3년간 주요 경쟁 업체 SAP, ADP, Ceridian, UKG 대비 M/S 개선세가 가장 견조하다. SaaS 업체 핵심 경쟁 요소인 데이터 클라우드는 트래픽 증가와 빅데이터 누적에 따른 연쇄 효과로 이어지고 이것이 M/S 확장으로 이어지는 선순환을 창출한다. 한편, Gartner는 동사의 경쟁 우위를 API, 자동화(RPA) 플랫폼 Extend 와 Integration Cloud 기반의 기술 스택, LLM 및 생성형 AI 기반의 대화형 UI 라고 밝히고 있는데 (Gartner, '23.10), 결국 M/S 확대가 곧 경쟁 우위 확대로 연결된다.

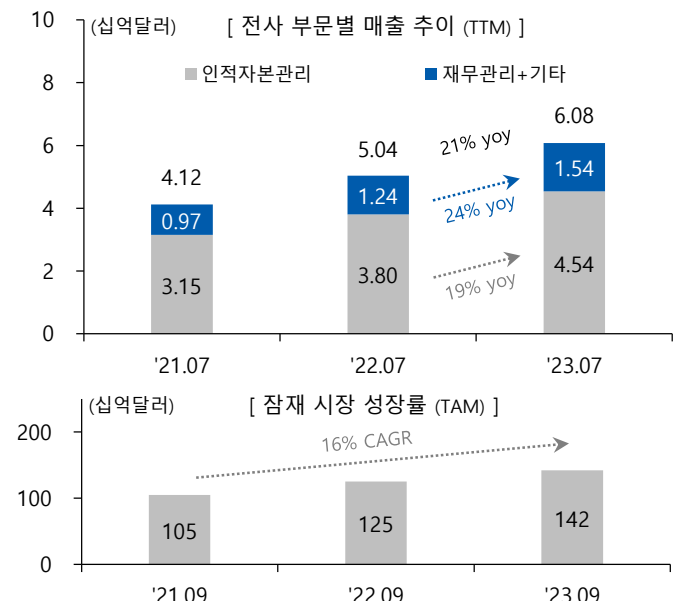
Extend 기반의 RPA 플랫폼 강점은 전문 지식과 프로그래밍에 의존하지 않는 로우코드 개발 역량 중요성 증대로 더욱 부각될 전망이다. 단시간에 애플리케이션을 개발할 수 있는 역량은 개발자 인력 부족 문제를 완화하고 특정 부문의 업무 생산성과 효율성을 단시간에 제고할 수 있는 디지털 전환 핵심 역량으로 구조적 인력난이 지속되는 업종과 디지털 전환이 진행되는 현 국면에서 특히 부각될 전망이다.

[그림 7] IDC 조사 기준 ERP M/S 3위 - 인적자본관리 1위, 급여관리 2위 업체



자료: IDC('23.9), Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 23년 추정 잠재 시장 규모 \$1,420억 - HCM \$580억 / 기타 \$840억



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Workday (WDAY) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 백만달러)					
결산 (1월)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	2,822	3,627	4,318	5,139	6,216
매출액증가율 (%)	31.7	28.5	19.0	19.0	21.0
매출원가	835	1,065	1,198	1,428	1,715
매출총이익	1,987	2,562	3,120	3,711	4,501
판매비	1,239	1,514	1,647	1,948	2,452
영업이익	-463	-502	-249	-116	-298
영업이익증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	-265	-141	139	320	166
영업외손익	-40	-20	27	-133	-38
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	18	17	50	11	5
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-57	-37	-23	-144	-42
법인세비용차감전순이익	-424	-482	-275	16	-260
법인세비용	-5	-2	7	-13	107
계속사업순이익	-418	-481	-282	29	-367
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-418	-481	-282	29	-367
지배순이익증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	적전

현금흐름표 (단위: 백만달러)					
결산 (1월)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	607	865	1,268	1,651	1,657
당기순이익	-418	-481	-282	29	-367
유무형자산상각비	198	276	294	344	364
기타비현금손익 조정	730	1,037	1,243	1,170	1,611
매출채권증감	-161	-176	-159	-208	-319
재고자산증감	0	0	0	0	-
매입채무증감	6	20	-3	9	86
투자활동 현금흐름	-843	-897	-1,242	-1,607	-2,506
인수 및 사업	-1,474	-474	0	-1,190	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-203	-244	-253	-264	-360
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	845	-179	-985	-145	-2,146
재무활동 현금흐름	-257	125	625	110	1,204
차입금 증감	-350	0	479	-38	1,127
자본금 증감	94	126	149	148	77
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-1	-3	0	-1
현금의 증감	-493	93	653	153	354
기초 현금	1,136	642	735	1,388	1,541
기말 현금	642	735	1,388	1,541	1,895
NOPAT	-449	-496	-261	-75	-397
FCF (Free Cash Flow)	404	621	1,015	1,386	1,298

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표 (단위: 백만달러)					
결산 (1월)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	2,701	3,095	4,802	5,214	8,108
현금및현금성자산	639	731	1,384	1,534	1,886
매출채권	705	878	1,032	1,243	1,570
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,820	3,722	3,916	5,284	5,378
유형자산	797	1,227	1,387	1,371	1,451
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	280	292	366	397	484
자산총계	5,521	6,816	8,718	10,499	13,486
유동부채	2,431	2,969	4,283	5,068	4,628
매입채무 및 미지급금	357	432	505	646	959
단기차입금	0	0	0	0	0
유형성장기부채	233	244	1,103	1,222	0
비유동부채	1,132	1,360	1,158	896	3,273
장기차입금	972	1,018	667	612	2,960
부채총계	3,562	4,330	5,441	5,963	7,901
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	4,105	5,090	6,255	7,284	8,829
이익잉여금	-2,146	-2,627	-2,910	-2,745	-3,111
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,958	2,487	3,278	4,535	5,586
순차입금	-574	-375	-1,322	-1,547	-2,888
총차입금	1,205	1,570	2,213	2,098	3,234

재무지표 및 밸류에이션

결산 (1월)	2018	2019	2020	2021	2022
EPS	-1.9	-2.1	-1.2	0.1	-1.4
BPS	8.8	10.7	13.5	18.1	21.7
EBITDAPS	2.8	3.8	5.4	6.7	6.5
SPS	13.0	16.0	18.2	20.8	24.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	423.0	-
PBR	20.6	17.2	16.9	14.0	8.4
EV/EBITDA	-	-	387.6	193.4	265.0
PSR	13.9	11.6	12.5	12.2	7.4
ROE	-23.6	-21.6	-9.8	0.8	-7.2
ROIC	-14.4	-13.7	-5.5	-1.2	-5.1
ROA	-8.0	-7.8	-3.6	0.3	-3.1
부채비율 (%)	61.5	63.1	67.5	46.3	57.9
순차입금/자기자본 (%)	-29.3	-15.1	-40.3	-34.1	-51.7
매출총이익률 (%)	70.4	70.6	72.3	72.2	72.4
영업이익률 (%)	-16.4	-13.8	-5.8	-2.3	-4.8
당기순이익률 (%)	-14.8	-13.3	-6.5	0.6	-5.9
EBITDA 마진율 (%)	-9.4	-3.9	3.2	6.2	2.7

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황병준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.