

비결 때 됐다

클라우드 전환 수혜주 찾기



Part I 클라우드 전환 101 & 이슈 정리

Part II 클라우드 전환 수혜 부문 분석

LS증권 정우성입니다.

본 자료는 공공, 금융, 민간 부문의 클라우드 전환 흐름을 중심으로, 기업용 솔루션, 보안, 클라우드 인프라(모니터링, 클라우드 허브) 산업의 개요와 관련 기업들의 현황을 종합적으로 정리한 자료입니다.

정부는 2030년까지 약 100조 원 규모의 민관 합작 투자를 통해 AI 데이터센터 인프라를 확충할 계획이며, 이는 현재 '소버린 AI 파운데이션 모델 프로젝트'로 구체화되고 있습니다. 국내 주요 LLM 개발 기업(네이버, LG, SKT, 업스테이지, 코난테크놀로지)과 팍리스 업체(리벨리온, 퓨리오사AI 등)가 컨소시엄을 구성하여 본 사업을 이끌고 있습니다.

이러한 흐름 속에서, 투자 관점에서는 소버린 AI 주도권 다툼의 승자를 예측하기보다는 프로젝트 완료 후 AI 활용 환경에서 어떤 기업이 실질적인 수혜를 받을 것인지에 주목하는 것이 유효하다고 판단합니다.

국내 IT 환경은 2010년대 이후 디지털 전환(DX)을 지속해왔으며, 팬데믹 이후 이를 가속화하는 계기를 맞이했습니다. 특히 2022년 말부터 AI 기반 웹앱이 클라우드 환경에서 대거 등장하면서, 디지털 전환은 이제 AX(AI Transformation)로 진화하고 있습니다. 이에 따라 모든 조직에서 클라우드 기반 웹앱(SaaS) 도입은 선택이 아닌 필수로 자리잡고 있습니다.

정부는 2025년부터 정부혁신평가에 민간 클라우드 이용 실적을 반영하고, 금융 당국은 망분리 개선과 SaaS 허용을 위한 규제 개편에 나섰습니다. 또한, 민간 부문에서도 SAP와 더존비즈온의 온프레미스 유지보수 중단 및 SaaS 전환이 진행되며, 전반적으로 국내 IT 운영 환경의 클라우드 전환이 본격화되고 있습니다.

이와 같은 환경 속에서 당사는 국내 AX 전환의 수혜 기업으로 **엠로(기업용 솔루션)**, **지니언스(보안 SW)**, **케이아이엔엑스(클라우드 인프라)**를 주목하고 커버리지를 시작합니다.

또한 본 자료는 클라우드 전환의 기본 개념, 공공·금융 부문의 정책 이슈, SAP 사업 구조 등 이해를 위한 스터디 내용도 함께 담고 있습니다. 금번 자료가 국내 클라우드 산업의 흐름과 관련 기업을 종합적으로 이해하시는 기회가 되기를 바랍니다.

Mid-Small Cap

Analyst 정우성

wsjung@ls-sec.co.kr



자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 클라우드 전환 101 & 이슈 정리]

클라우드 전환이 무엇인지, 망분리 시스템은 무엇인지,
최근 공공 및 금융 부문에서 발생하는 클라우드 전환 정책 현황은 어떠한지 현황을 담았습니다.

[Part II. 클라우드 전환 수혜 부문 분석]

클라우드 전환 국면에서 수혜 받을 수 있는 부문에 대한 내용을 담았습니다.

보안: 제로 트러스트 적용 확대

모니터링: 하이브리드 클라우드 모니터링 및 SaaS 제품 수요 확대 및 ASP 상승

기업용 소프트웨어: 클라우드 전환이 발생하는 부문에서 SaaS 전환으로 ASP 상승

클라우드 허브: 멀티 클라우드 전용 회선 서비스 수요 확대

클라우드 미전환 → 온프레미스 AI 구축 수요 확대

[Part III. 기업분석]

2024 년에 준공한 과천데이터센터 및 클라우드 허브 서비스 수요 확대에 따라 실적 모멘텀이 강화되는
케이아이엔엑스를 최선호주로 제시합니다

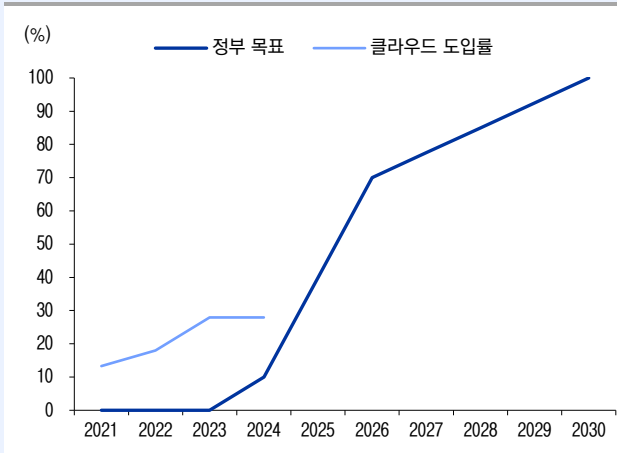
보안: 지니언스 Buy(신규) / TP 27,000 원

기업용 소프트웨어: 엠로 Buy(신규) / TP 66,600 원, 더존비즈온 Not Rated, **SAP** Not Rated

클라우드 허브: 케이아이엔엑스 Buy(신규) / TP 114,000 원

Key Charts

정부의 클라우드 전환 목표와 실제 클라우드 도입률



자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터

주: 2024년 클라우드 도입률은 클라우드 도입 시스템 수 미공개로 산출 불가

행정·공공기관 클라우드컴퓨팅 사업의 수요정보 조사결과

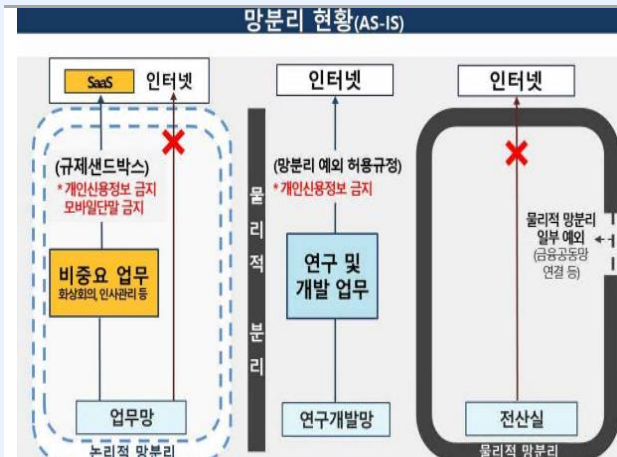
지표	2021	2022	2023	2024
전체 시스템 수	16,836	17,243	19,563	16,622
응답 시스템 수	13,570	14,036	16,504	14,570
클라우드 도입 시스템 수	2,240	3,100	5,465	4,643
민간클라우드 활용	345	449	2,269	1,928
G 클라우드 활용	899	1,526	1,826	1,551
자체클라우드 활용	996	1,125	1,370	1,164
클라우드 도입률(%)	13.3	18.0	27.9	27.9
민간클라우드 비중(%)	15.4	14.5	41.5	41.5

자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터

주: 정부 목표는 2026년 클라우드 도입률 70%, 2030년 90% 이상

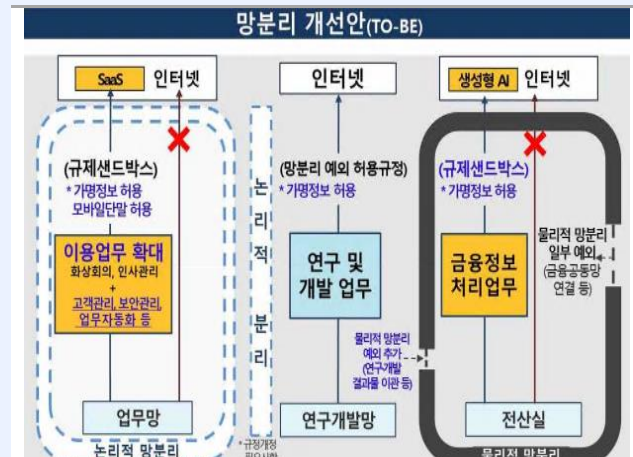
- 정부의 클라우드 도입률 목표: 2024 10% → 2026년 70% → 2030년 90% 이상
- 2023(2024년 미공개)년 클라우드 도입률 27.9%, 2025년부터 민간 클라우드 이용실적이 정부혁신 평가에 반영되면 클라우드 도입률 증가 예상

금융부문 망분리 현황



자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

금융부문 망분리 개선안

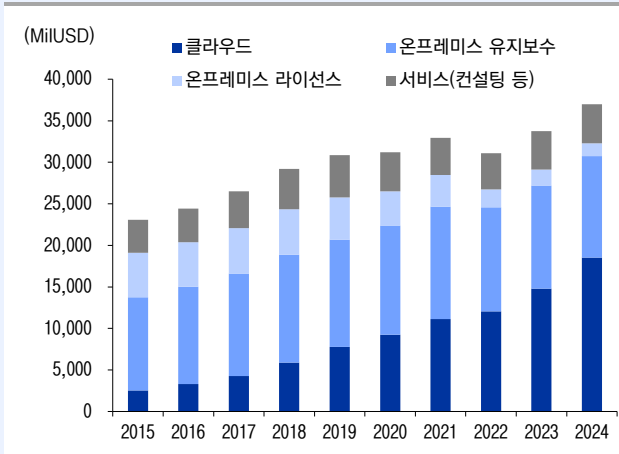


자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

- 기존의 금융부문 망분리 환경에서는 전산실에서 생성형 AI 웹앱 활용 불가
- 금융부문 내 AI 활용 수요 증가에 따라 정보 시스템에서 생성형 AI 활용이 가능하도록 규제 개선 중

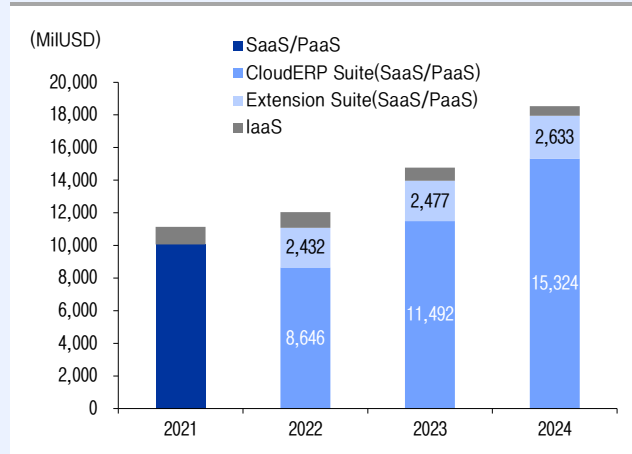
Key Charts

SAP 부문별 매출 구성



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

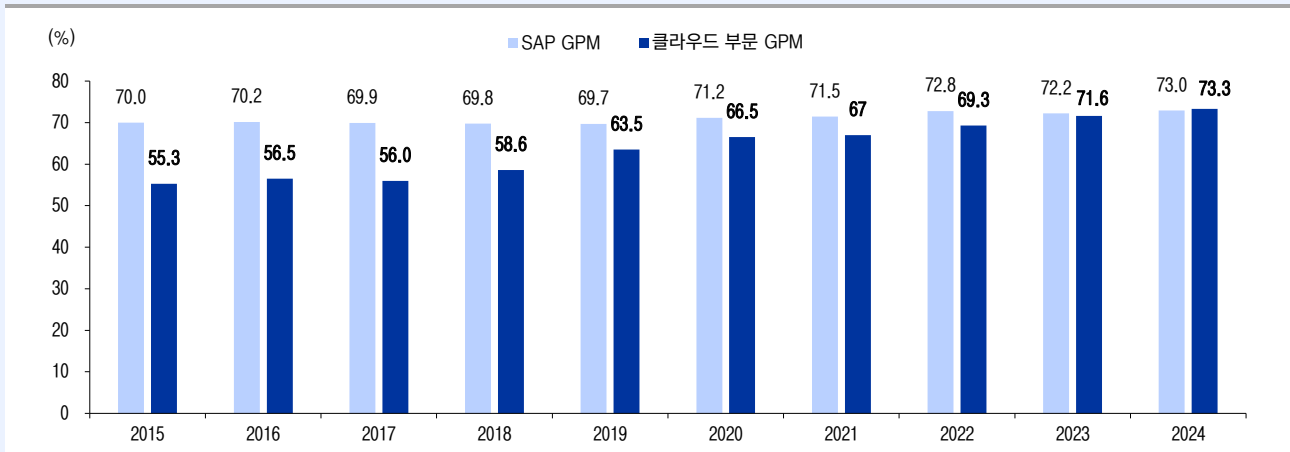
클라우드 사업부 내 매출 구성



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, 주: 2022년부터 세부사항 공표

- SAP 주도의 민간 부문 클라우드 전환 진행 중
- 2020 년 Cloud First, 2024 년 AI First 정책에 따라 2025 년부터 이익 회수 구간 진입

SAP 연간 GPM 추이

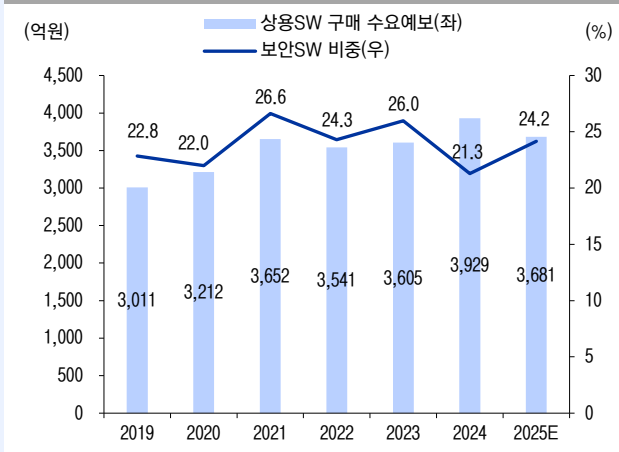


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 클라우드 사업의 정상 궤도에서 높은 GPM 실현, 2024 년부터 전사 GPM 상향 중
- 클라우드 전환 흐름에서 주식보상비용 & 구조조정비용 발생, 온프레미스 유지보수 매출액이 줄어들면서 이익률 증가 가능

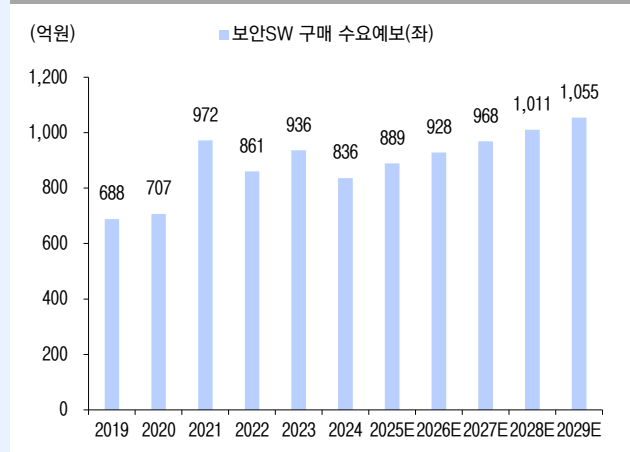
Key Charts

공공부문 상용 SW 구매 수요예보 및 보안 SW 비중



자료: SWIT, LS증권 리서치센터

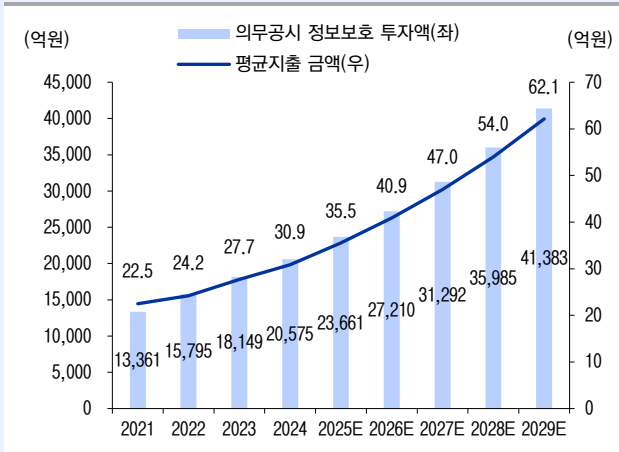
보안 SW 구매 수요예보 내 지니언스 매출액 비중 추정



자료: SWIT, LS증권 리서치센터

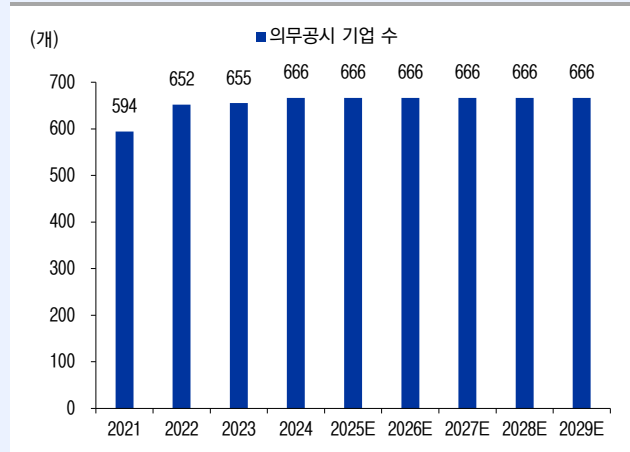
- 공공부문 클라우드 전환에 높은 보안 수준 요구 → 2026년부터 정부 전 기관에 제로트러스트 적용
- 공공부문 상용 SW 시장에서 보안 SW 비중 증가 전망

의무공시 정보보호 투자액 및 기업 당 평균 지출 금액



자료: KISA, LS증권 리서치센터

정보보호 의무공시 기업 수

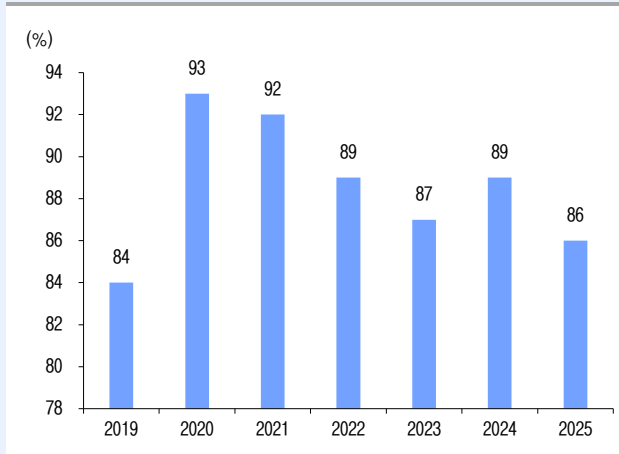


자료: KISA, LS증권 리서치센터

- 국내 민간 보안시장 규모는 연간 CAGR 15% 성장 흐름
- 글로벌 보안 사고 및 민간 부문 클라우드 전환에 따라 보안 인식 강화 → 기업당 평균 보안 지출금액 증가

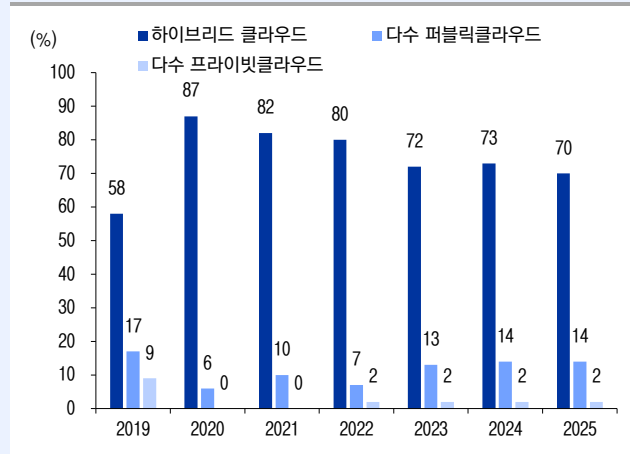
Key Charts

글로벌 멀티 클라우드 활용률



자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

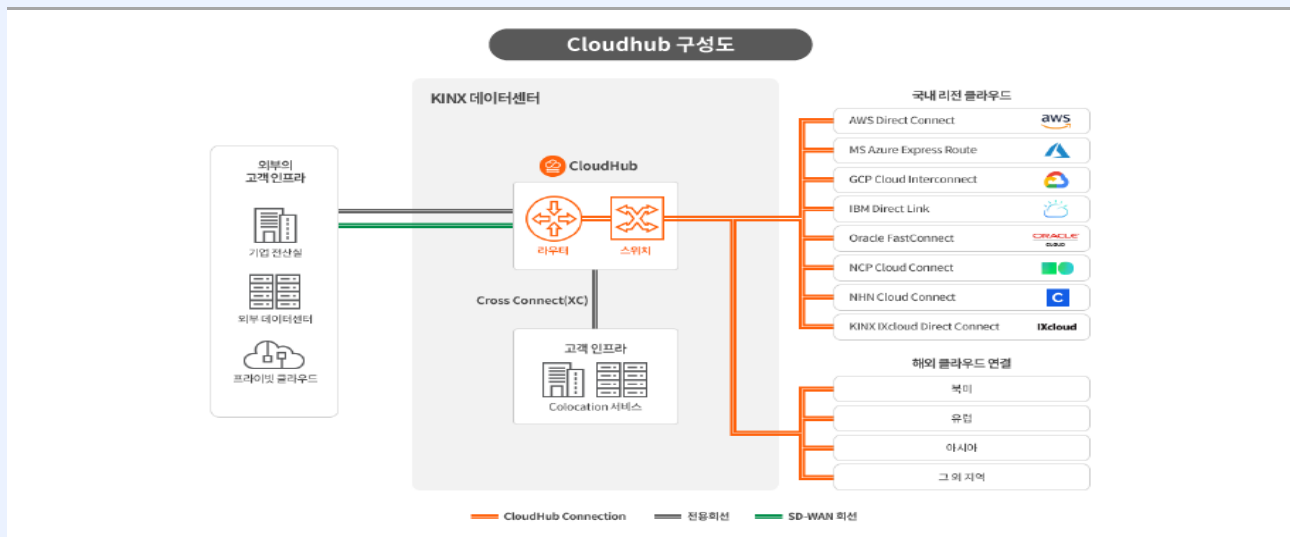
글로벌 멀티 클라우드 활용 형태 비중



자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

- 팬데믹 이후 멀티 클라우드 활용 형태 중 “다수의 퍼블릭 클라우드 활용” 비중 증가
- 국내 클라우드 전환 흐름에서 다수의 퍼블릭 클라우드 간 전용 고속회선 서비스인 클라우드 허브 서비스 수요 증가 전망

클라우드 허브 구성도



자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

Industry In depth

Mid-Small Cap

Overweight

바꿀 때 됐다

클라우드 전환 수혜주 찾기

Contents

Part I 클라우드 전환 101 & 이슈 정리	10
----------------------------	----

Part II 클라우드 전환 수혜 부문 분석	19
--------------------------	----

기업분석

더존비즈온 (012510)	28
----------------	----

엠로 (058970)	37
-------------	----

케이아이엔엑스 (093320)	46
------------------	----

지니언스 (263860)	56
---------------	----

SAP SE (SAP)	65
--------------	----

Part I

**클라우드 전환
101 &
이슈 정리**

클라우드 전환 101

클라우드 & 온프레미스

온프레미스(On-Premise)란 기본적인 기업 활동(회계, 영업, 마케팅, R&D 등)에 필요한 IT 인프라를 회사 건물 내에 구비한 것을 의미한다. 반면 클라우드(Cloud)는 회사 건물 밖에 있는 IT 인프라를 회사 내에서 활용할 수 있도록 한 것이다. 이때 사용되는 주요 기술은 가상화(Virtualization) 기술로서 IT 인프라가 마치 회사 위에 구름이 떠 있는 것처럼 존재한다고 하여 가상화 기술을 활용한 IT 운용 환경을 클라우드로 부르게 되었다.

좀더 엄밀히 말해서 회사 건물 내에 구비한 IT 인프라를 다양한 클라우드 기술(가상화 등)을 활용하여 운용한다면, 이는 온프레미스가 아닌 프라이빗 클라우드(Private Cloud)라고 할 수 있다. 다만, 본 장에서 표현의 간결성을 위해 클라우드는 회사 건물 밖에 구축된 것으로 본다.

클라우드 전환이란?

클라우드 전환(Cloud Migration)은 IT 인프라에서 처리되는 기업 활동 연관 워크로드(Workload)를 온프레미스에서 클라우드로 이전하는 것을 의미한다. 예를 들어 하나의 PC를 배정받은 직원이 업무망(인터넷 불가), 외부망(=외부 인터넷망, 인터넷 가능)을 동시에 사용한다면 인터넷 통신이라는 기업 내 워크로드를 클라우드 전환한 것으로 볼 수 있다. 이는 하나의 예시일 뿐이며 다양한 범위(업무망 내 가상 스토리지 활용 등)의 클라우드 전환 방식이 있다.

기업 차원에서 클라우드 활용 형태에 따라 다양한 종류의 용어로 해당 환경을 칭할 수 있는데, 만약 한 기업이 온프레미스와 클라우드를 연동하여 활용하면, 이를 하이브리드 클라우드(Hybrid Cloud)를 운용한다고 한다. 또한, 2개 이상의 클라우드를 활용하면 멀티 클라우드(Multi Cloud)를 운용한다고 한다.

이 외에도 단순히 가상화된 외부망에서 SaaS 제품을 활용하여 기업 활동을 하는 것을 넘어서, 가상 컴퓨팅 환경에서 클라우드의 경쟁력인 자동화, 확장성, 탄력성을 최대한으로 활용하는 것을 클라우드 네이티브(Native)라고 한다. 네이티브라는 명칭은 IT 인프라가 클라우드 기술을 마치 원어민이 모국어를 효율적으로 구사하는 것처럼 잘 활용한다는 내용이 반영된 것으로 보면 된다.

예를 들어 컨테이너에서 다양한 SaaS 제품의 이미지를 삽입해서 컨테이너 런타임을 활용하여 주기적으로 이미지를 업데이트하고 제품 수요에 맞게 컨테이너 메모리를 확장 또는 축소하는 것은 대략 클라우드 네이티브하다고 볼 수 있다.

망분리 시스템

망분리 시스템이란 기업 IT 환경에서 외부의 보안 공격에 따른 기업 내부정보 유출을 방지하기 위해 업무망과 외부망을 분리하는 것이다. 망분리 시스템에는 물리적 망분리, 논리적 망분리가 있다. 어떤 망분리 시스템이든 두 망을 연결해야 하는 경우(업무망에서 작성한 자료를 외부망에서 재가공하거나, 외부망에서 얻은 자료를 업무망 내 자료와 결합)가 생기는데, 이때 두 망을 연결하는 것이 **망연계 솔루션**이다.

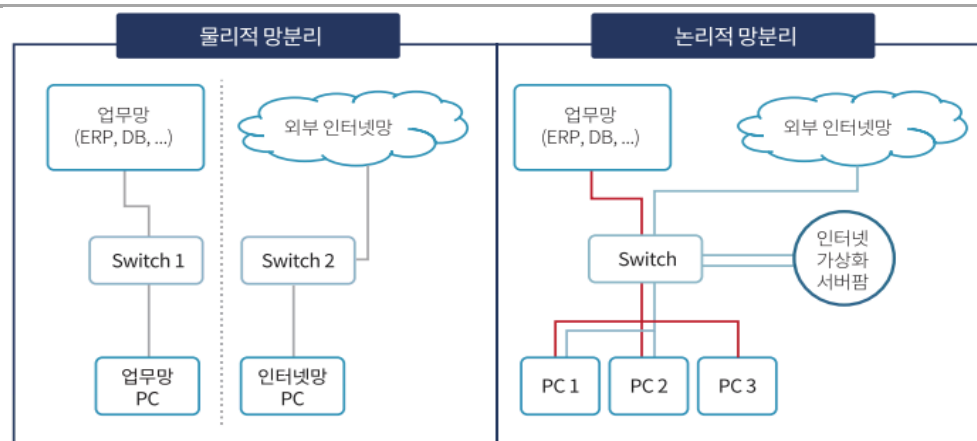
물리적 망분리 & 논리적 망분리의 차이

물리적 망분리는 각 망마다 하나의 컴퓨터를 할당하여 두 망을 분리한 것이고, 두 망은 유선(이더넷)으로 연결되어 있다. 논리적 망분리는 업무망 컴퓨터에서 가상화 SW로 외부망(클라우드 내 가상 머신)을 활용하는 것이며, 이때 두 망은 전용 회선으로 연결되어 있다. 두 시스템의 차이점은 크게 분리 방식(HW or SW+클라우드 IaaS)과 보안 체계로 나뉜다.

클라우드 전환의 의미는 기업의 망분리 시스템을 물리적 망분리 → 논리적 망분리로 전환한다는 것이다. 기업의 클라우드 전환에 수반되는 고민은 두 망분리 시스템의 차이점에서 발생한다. 우선 분리 방식의 차이에 따라 기존의 외부망 컴퓨터를 유지보수하는 비용과 클라우드 신규 활용에 따른 구축 비용 + 전용 회선 비용을 비교하는 것이 첫번째 고민이다.

두 번째로 보안 체계의 차이에 따라서 고민이 발생한다. 이는 논리적 망분리에서는 전통적인 인터넷 사용 경로(외부망 컴퓨터 ↔ 통신사 데이터센터)가 아닌, “내부망 컴퓨터 → 클라우드(외부망) ↔ 통신사 데이터센터”의 경로를 활용하기 때문이다. 즉, 클라우드 전환을 위해서는 기업 정보가 거쳐가는 Site 확대에 따라 클라우드 서비스 제공사의 보안 시스템을 검증해야 하는 것이다.

그림1 물리적 망분리와 논리적 망분리의 구조 비교



자료: 자본시장연구원, LS증권 리서치센터

표1 클라우드 관련 사업 목록

분류	사업내용	국내 기업	해외 기업
① 클라우드 인프라 구축 연관 사업			
코로케이션	데이터센터 내 공간 임대 및 회선 제공	통신사, 대형 SI, 케이아이엔엑스	Equinix, Digital Realty, 해외 통신사
자체 클라우드 구축 서비스	클라우드 전환 및 신규 구축에 필요한 기술(가상화, 모니터링, CI/CD 등)에 대한 기업용 솔루션 제공	통신사, SI, 이노그리드, 에티버스(국내, 비상장: VMWare 총판)	오라클, IBM/RedHat, 글로벌 세트사, 글로벌 CSP
MSP (Managed Service Provider)	CSP의 퍼블릭 클라우드 서비스에 대한 구축, 유지보수 서비스	메가존클라우드, 베스핀글로벌, NHN, SI 사	Rackspace, Cloudreach
② 클라우드 운영 연관 사업			
클라우드 허브 서비스	멀티 클라우드를 활용하는 기업에게 안정적/고속 데이터 전송이 가능하도록 전용 회선 제공	통신사, 케이아이엔엑스	Equinix, Digital Realty, 해외 통신사
가상화 제품 개발	클라우드 환경 구축을 위한 가상화 제품 개발	-	Microsoft, VMWare, RedHat, Oracle
CDN 서비스	캐싱, 분산 스토리지 기술을 활용해 게임, 미디어 등의 대용량 데이터를 최종 고객에게 전송	통신사, 가비아, 케이아이엔엑스, 씨디네트웍스	Akamai, Cloudflare, 글로벌 CSP
클라우드 모니터링 제품 개발	하이브리드 클라우드 환경에서 Kubernetes, WAS, 웹서버, 로그 등 IT 인프라를 통합 모니터링하는 제품 개발	엑셈, 와탭랩스	Datadog, Cisco, Dynatrace
클라우드 보안 제품 개발	클라우드 환경 내 보안 포인트(계정/접근 권한, 서버 보안, API 보안, 네트워크 보안, 앱 보안 등)에 대한 보안 제품 개발	안랩, 지니언스, 파수, 라온시큐어	Palo Alto Networks, CrowdStrike, Zscaler, Fortinet
③ 퍼블릭 클라우드 사업			
IaaS (Infrastructure as a service)	서버, 스토리지, 네트워크 등 IT 인프라 자원을 임대하는 서비스	네이버, KT, NHN	AWS, Google, Microsoft, Oracle
PaaS (Platform as a service)	어플리케이션 개발/배포를 위한 DBMS, WAS 등 미들웨어를 제공(IaaS와 별개의 서비스).	네이버, KT, NHN	AWS, Google, Microsoft, Oracle
SaaS (Software as a service)	파일을 온프레미스에서 설치, 구축 없이 웹 환경에서 실행할 수 있도록 한 소프트웨어를 제공.	더존비즈온, 가비아, 한글과컴퓨터, 네이버, 카카오	소프트웨어 기업 다수

자료: LS증권 리서치센터

공공 및 금융 클라우드 전환 정책 현황

공공 부문 클라우드 전환 정책 및 글로벌 CSP 공공 부문 보안 인증

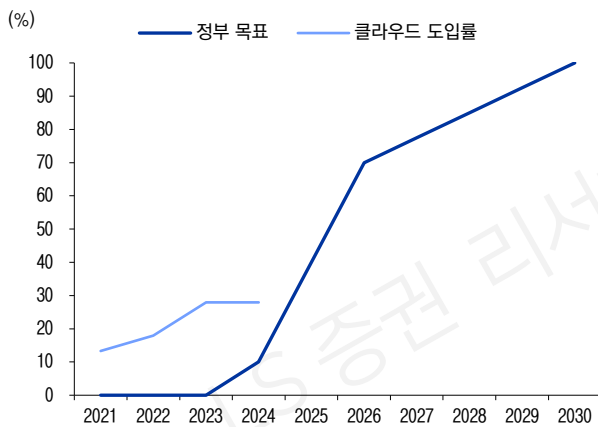
공공 부문의 망분리 규제는 개인 정보, CCTV 등 민감 정보에 대해서는 여전히 엄격한 수준이나, 금융 부문 대비 완화 흐름이 가시적이다.

역대 클라우드 기본계획은 공공기관 민간 클라우드 허용(제1차: 2016~) → 정부·지자체 민간 클라우드 허용(제2차: 2019~) → 공공부문 민간 클라우드 우선이용 원칙 제시(제3차: 2022~)의 흐름으로 공공부문의 민간 클라우드 활용률을 강화시켜 왔다. 그 결과 공공부문의 민간 클라우드 도입 건수는 2021년 345건 → 2022년 449건 → 2023년 2,269건(2024년 미공개)으로 크게 증가했다.

2024년에 발표된 제4차 클라우드 기본계획(2025~2027)에 정부혁신평가에 2025년부터 민간 클라우드 이용실적을 포함하겠다는 내용이 발표되면서 신규 시스템의 민간 클라우드 채택 및 기존 시스템의 민간 클라우드 전환이 기대된다. 또한, 클라우드 보안, 기능 측면에서 경쟁력이 높은 것으로 인정받는 글로벌 CSP가 공공 클라우드 시장 진출을 위한 보안 인증(CSAP '하' 등급: 각각 Azure 2024.12, GCP 2025.02, AWS 2025.04)을 취득하면서 국내 민간 클라우드 사업자 점유율이 높은 공공 부문 내 경쟁이 심화될 것으로 보인다.

참고로 공공부문 클라우드 진출을 위해서는 CSAP 인증, 국정원 보안 인증, ISMS-P 인증을 받고 입찰 경쟁에서 이겨야 한다. 이때까지는 CSAP 인증이 글로벌 CSP들에게 진입장벽으로서 작용하였으나 어느 정도 해소된 것이고, 이는 단순히 글로벌 CSP의 일방적인 시장 침투가 아닌 당국의 국산 클라우드 경쟁력 제고를 위한 정책의 일환으로 파악된다. 정부는 최종적으로 행정·공공기관의 정보시스템 90%를 클라우드 네이티브화 하겠다는 계획이다.

그림2 정부의 클라우드 전환 목표와 실제 클라우드 도입률



자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터

주: 2024년 클라우드 도입률은 클라우드 도입 시스템 수 미공개로 산출 불가

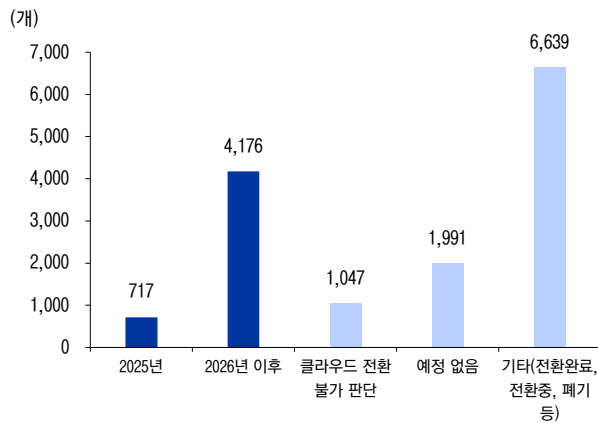
표2 행정·공공기관 클라우드컴퓨팅 사업의 수요정보 조사결과

지표	2021	2022	2023	2024
전체 시스템 수	16,836	17,243	19,563	16,622
응답 시스템 수	13,570	14,036	16,504	14,570
클라우드 도입 시스템 수	2,240	3,100	5,465	4,643
민간클라우드 활용	345	449	2,269	1,928
G 클라우드 활용	899	1,526	1,826	1,551
자체클라우드 활용	996	1,125	1,370	1,164
클라우드 도입률(%)	13.3	18.0	27.9	27.9
민간클라우드 비중(%)	15.4	14.5	41.5	41.5

자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터

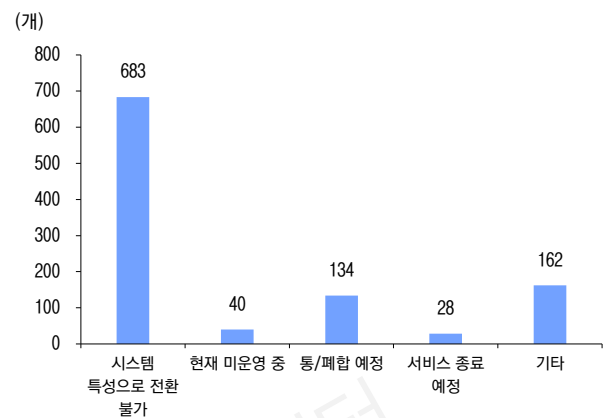
주: 정부 목표는 2026년 클라우드 도입률 70%, 2030년 90% 이상

그림3 행정·공공기관의 클라우드 전환 시스템 수 및 예정 시기



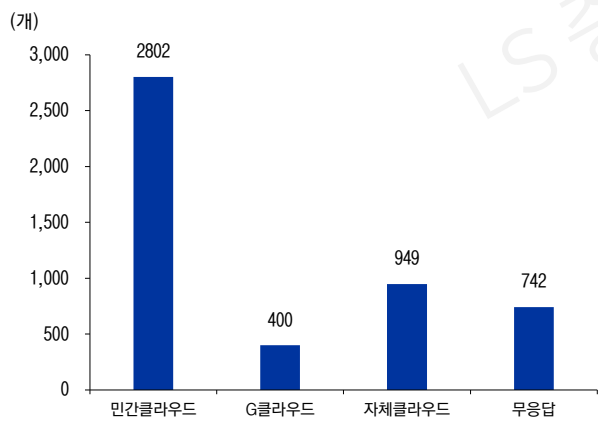
자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터
주: 응답 시스템 14,570개 중

그림4 클라우드 전환이 어려울 것으로 판단한 사유



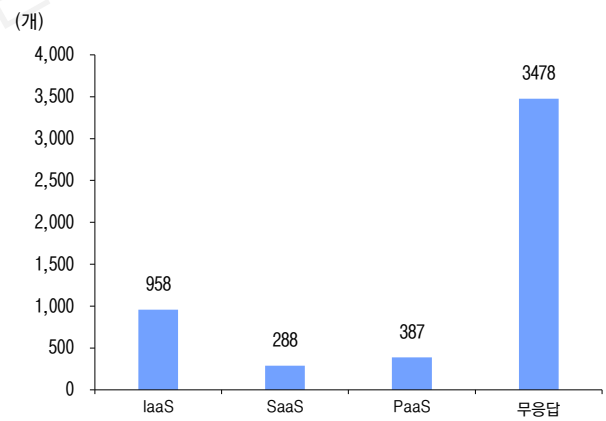
자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터
주: 전환 불가 판단 시스템 1,047개 중

그림5 클라우드 이용 예정 유형



자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터
주: 클라우드 전환 예정 시스템 4,893개 중

그림6 클라우드 이용 예정 유형



자료: 행정안전부/한국지능정보사회진흥원, LS증권 리서치센터
주: 클라우드 전환 예정 시스템 4,893개 중

위 그림은 매년 2월에 공개하는 “행정공공기관 클라우드컴퓨팅 수요예보조사 결과 세부내역”에서 발췌한 2024년 말 기준 데이터를 기반으로 작성한 자료이다.

그림7 클라우드 도입 수준별 주요 내용

분야	주요 내용
① SaaS (SaaS 단독)	○ 행정공공기관과 민간기업이 수요자·공급자로서 신규 SaaS 발굴·적용 예) 활용도가 높은 업무·행정용 또는 대국민 서비스를 SaaS 단독 전환 또는 다수의 SaaS를 이용하여 전환
② 네이티브 1단계 (컨테이너(필수) + SaaS(선택))	○ 클라우드컴퓨팅의 장점을 최적으로 활용할 수 있는 클라우드 네이티브(컨테이너 등) 환경으로 기관 단위 전체시스템 전환 (SaaS 포함 가능) 예) 컨테이너 기반 다수 시스템 전환·통합 및 향후 최신의 기술 (AI, 빅데이터, MSA 등)을 활용·확장할 수 있는 기반 조성
③ 네이티브 2단계 (MSA(필수) + 컨테이너(필수) + SaaS(선택))	○ 정보시스템 내 기능별 MSA 적용 및 향후 공통기능 SaaS화 가능하도록 MSA 개발표준 정립 예) 개별기관이 직접 네이티브 전환하기 어려운 시스템의 전환 ※ 개발 규모(FP)를 고려하여 올해 사업으로 전환 완료할 과제와 상세설계 컨설팅만 할 과제를 구분하여 추진

자료: 행정안전부 디지털자원정책과, LS증권 리서치센터

그림8 클라우드 컴퓨팅 서비스 분야별 예시

분야	주요 특징
① SaaS (SaaS 단독)	○ 다수 기관에서 동일 서비스/기능을 제공하는 정보시스템을 구축·운영하고 있는 경우 ▶ 동일 SaaS를 이용하여 다수 기관(유관기관 등)의 동일 정보시스템을 일괄·통합·전환 < 기존 > 기관 1 A 시스템 B 시스템 기관 2 A 시스템 B 시스템 기관 3 A 시스템 B 시스템 < 전환 > 기관 1 기관 2 기관 3 민간SaaS A 서비스 B 서비스 ○ 정보시스템을 자체 구축 또는 기능 개발을 통해 적기 서비스 제공이 어려운 경우 ▶ 정보시스템을 다양한 SaaS 서비스를 이용하여 전환 < 기존 > 정보시스템 A 기능 B 기능 C 기능 (모놀리식구축) < 전환 > 정보시스템 (사례1) A 서비스 (기존 SaaS) B 서비스 (기존 SaaS) C 서비스 (기존 SaaS) 정보시스템 (사례2) A 서비스 (신규 SaaS) B 서비스 (기존 SaaS) C 서비스 (기존 SaaS) 정보시스템 (사례3) A 기능 (AP 전환) B 서비스 (기존 SaaS) C 서비스 (신규 SaaS)
② 네이티브 1단계 (컨테이너(필수) + SaaS(선택))	○ 기관 운영 다수(주요) 정보시스템의 서비스 안정성 강화가 필요한 경우 - 장애 발생 시 복구를 위해 서비스가 중단되는 경우 - 특정 시점에 트래픽 증가로 서비스 지연 등이 발생 ○ 향후 대국민 서비스 강화 등을 위해 디지털 신기술 융합 서비스 제공이 필요한 경우 - AI/빅데이터/블록체인 등 신기술 적용이 필요한 경우
③ 네이티브 2단계 (MSA(필수) + 컨테이너(필수) + SaaS(선택))	○ 기관 운영 다수(주요) 정보시스템 서비스(기능)의 신속 대응이 필요한 경우 - 수시 정책 또는 업무 요건 변화에 신속 대응이 필요한 경우 - 신속한 서비스 개발 및 제공을 위해 개발/운영 협업이 필요한 경우 - 현행 시스템 기능개선 등의 기간 단축이 필요한 경우

자료: 행정안전부 디지털자원정책과, LS증권 리서치센터

금융 부문 망분리 정책 현황

국내 금융 당국은 2013년 대규모 금융전산 사고 이후 마련한 물리적 망분리 규제를 시행한 이후, 금융 R&D 환경 개선 및 다양한 SaaS 사용에 대한 업계의 호소에 따라 단계적으로 규제를 완화해왔다. 최근에는 생성형 AI가 대부분 인터넷 환경에서 웹 앱 형태로 제공되는 반면, 금융권에서 다루는 고객의 개인 정보를 생성형 AI에 적용하지 못하는 문제가 부각되었다. 이에 금융 당국은 금융기관의 생성형 AI 활용을 허용하면서도, 보안 이슈를 고려한 단계적인 완화 정책을 도입하고 있다.

2024년 8월에 금융위원회는 금융분야 망분리 Task Force 운용에 따른 실태 점검 사항이 종합 반영된 망분리 개선 로드맵을 발표하였다. 구체적인 내용은 [그림9~10]이 망라하고 있는데, 기존에는 ①업무망에서 화상회의, 인사관리 등 비중요 업무에서만 SaaS를 제한적으로 활용할 수 있고, ②물리적으로 분리된 연구개발망에서도 개인신용정보를 활용할 수 없고, ③전산실에서 외부망에 접근할 수 없다.

망분리 개선안에 따르면 ①업무자동화, 고객관리 영역에서도 고객 정보를 가명화하면 고객 개인정보를 SaaS에서 처리할 수 있으며, ②연구개발망에서 가명화된 개인신용정보를 활용할 수 있고 망분리 수준을 논리적 망분리로 완화하며, ③전산실에서도 생성형AI를 위한 전용 연결 방식을 통하여 제한적으로 접근이 가능해진다. 생성형AI를 위한 연결 방식은 (1)전산실 → IaaS ↔ 상용 AI SaaS 혹은 (2)전산실 ↔ 금융회사 전용 영역 & 상용 AI SaaS이다.

당국은 향후 샌드박스 운영 성과와 안전성이 검증되면, 빠르면 2025년에 2단계 샌드박스를 추진하여 개인의 실명 개인정보를 직접 처리할 수 있도록 규제 특례의 고도화를 처리할 계획이다. 또한, 당국은 2025년 중에 법안을 제출하고 2026년부터 시행을 목표로 하고 있다. 해당 법안은 금융보안 위반에 대해 매출액의 3%를 최대 과징금(상한선 200억원)으로 하는 내용이 포함되어 있다.

그림9 금융부문 망분리 현황

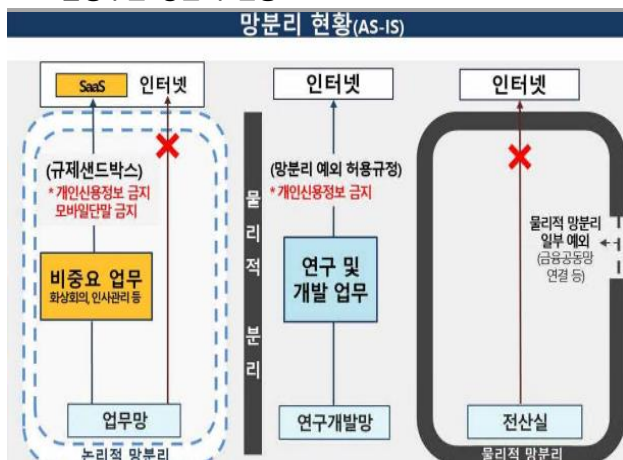


그림10 금융부문 망분리 개선안

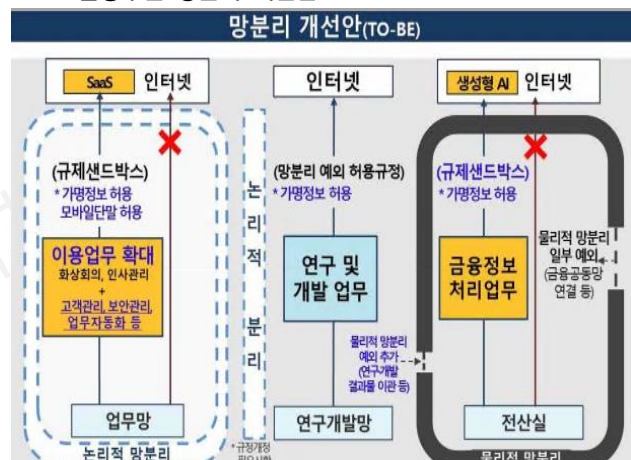


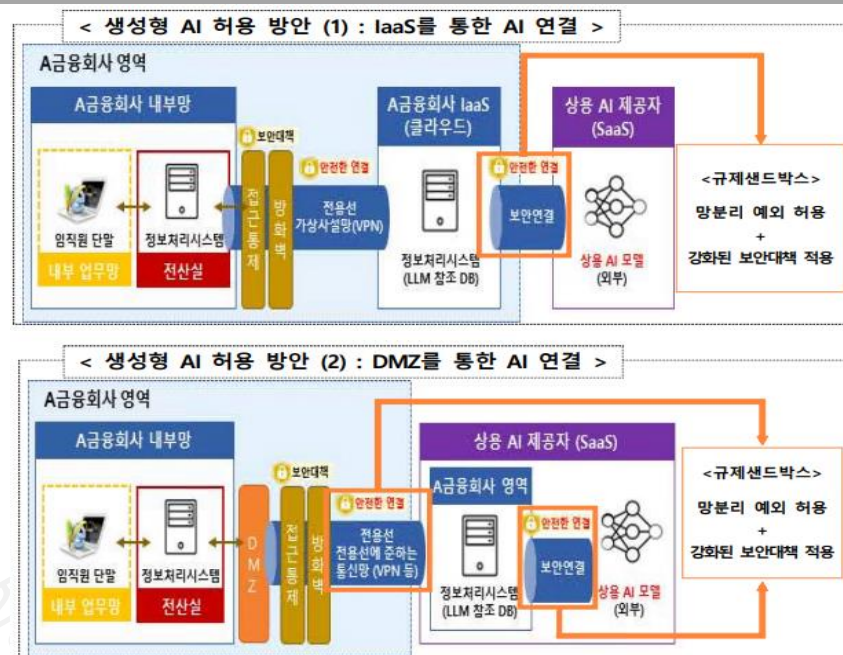
그림11 향후 계획

구 분	~`24.3Q	~`24.4Q	~`25.上	~`25.下
① 생성형 AI 활용	규제샌드박스 접수 및 허용		규제샌드박스 성과 검증	규제샌드박스 정규 제도화
② 업무망에서의 SaaS 이용	규제샌드박스 접수 및 허용		규제샌드박스 성과 검증	규제샌드박스 정규 제도화
③ SaaS 이용절차 개선	클라우드 이용절차 관련 「전자금융 감독규정」 개정		규제샌드박스 성과 검증	규제샌드박스 정규 제도화
④ 연구개발 분야 망분리 개선	연구개발 관련 「전자금융 감독규정」 개정		규제샌드박스 성과 검증	규제샌드박스 정규 제도화
⑤ 제3자 리스크 관리 강화	1단계 2단계	정보처리 업무위탁제도 정비방안 마련		
⑥ 新 금융보안 체계 구축	연구용역 발주	「디지털 금융보안법(안)」 마련	「디지털 금융보안법(안)」 발의	입법 추진(계속)

3단계

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

그림12 생성형 AI 허용 방안



* 허용 방안 (1), (2)는 구성 가능한 대표적인 사례로 금융회사별 세부 구성 방식은 달라질 수 있음

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

Part II

클라우드 전환 수혜 부문 분석

더 높은 보안 수준 요구: 제로 트러스트

클라우드 전환의 두 가지 양상: 제로 트러스트 & 모니터링 수요 증가

클라우드 전환은 크게 두 양상으로 발생하는데 하나는 임직원 및 연구개발인력이 사내에서 클라우드 서비스(IaaS, SaaS 등)를 활용할 수 있도록 하는 것(클라우드 소비)이고 다른 하나는 조직의 IT 제품을 온프레미스가 아닌 클라우드 환경에서 SaaS로 공급하는 것(클라우드 생산)이다. 공공 부문의 클라우드 전환은 두 양상이 동시에 나타나고 있고, 금융 부문은 클라우드 소비의 양상이 보다 두드러지게 발생하고 있다.

클라우드 소비 측면에서 조직원의 클라우드 접근에 대한 인증 및 접근 제한을 위한 NAC(Network Access Control) & 제로 트러스트(Zero-Trust) 기술에 대한 수요가, 클라우드 생산 측면에서는 안정적인 클라우드 서비스 운영을 위한 하이브리드 클라우드 모니터링에 대한 수요가 높아질 수 있다. 또한, 금융 등 대형 기업의 클라우드 전환에 따라 더존비즈온, 엠로와 같은 기업용 소프트웨어 기업의 SaaS 제품(구축형 대비 ASP 높음) 매출 확대가 가능하다.

새로운 보안 개념

과거의 보안 모델(경계 보안 모델, Legacy Perimeter Security)은 기업 IT 인프라에 접근할 수 있는 사람은 임직원밖에 없음을 가정하고, 인터넷 환경에서 기업 데이터에 대한 외부 침입을 방지하는 데에 초점을 두었다. 이러한 보안 체계가 유지 가능했던 이유는 조직 내 전산실에 대부분의 디지털 자원이 포함되어 있었기 때문이다. 다만, 최근 클라우드 전환 및 원격 업무 수요에 따라 기업 데이터가 사무실 밖에서 처리되면서 기업 IT 인프라에 접근하는 사람이 정말 임직원이 맞는지 검증하는 절차의 필요성이 대두되고 있다.

이러한 흐름에서 발생한 보안 철학을 제로 트러스트 모델(이하 ZT 모델)이라고 한다. 과기정통부 & KISA는 국내 조직이 ZT 모델을 도입하고 적용할 수 있도록 돕기 위한 지침서로 ZT 가이드라인 2.0을 발표하였다. 이에 따르면 ZT 모델을 구현하는 ZT 아키텍처의 기본 원칙은 "모든 종류의 접근에 대해 신뢰하지 않을 것(명시적인 신뢰 확인 후 리소스 접근 허용)"이다. 여기서 접근은 기업망에 존재하는 가치 있는 리소스에 대한 모든 접근 시도를 의미한다.

ZT 아키텍처의 핵심 요소에는 ZTNA(Zero Trust Network Access), SWG(Secure Web Gateway), CASB(Cloud Access Security Broker), NGFW(New Generation Fire Wall)가 있다. 참고로 Gartner는 이상의 보안 핵심 요소를 서비스형 보안 기능으로 칭하고 VPN, SD-WAN 등의 네트워크 기능을 통합한 클라우드 네트워크 서비스 모델을 SASE(Secure

Access Service Edge)라는 용어로 명명했다. 즉, 클라우드 전환에 따라 형성되는 신규 네트워크가 SASE인데, 보안 측면에서는 ZTNA, SWG, CASB, NGFW 수요가 증가하는 것이다.

ZTNA는 NAC(네트워크에서 비인가 단말기 연결 차단 등)를 보완/대체하는 것으로 기존의 네트워크 사용자가 인가된 단말기 & 단말기 내 인증만으로 기업 네트워크에 대한 자유로운 접근 권한을 얻었던 것과는 달리, ①지속 & 다중 인증(MFA: 지문, OTP 등) 요구, ②네트워크 → 앱 단위의 제한적인 권한 접근, ③실시간 보안 패치 상태, 위협 행위 탐지 등의 요소가 추가된 것이다. 따라서 이는 클라우드 인프라 보안 강화를 위한 필수 요소에 해당한다.

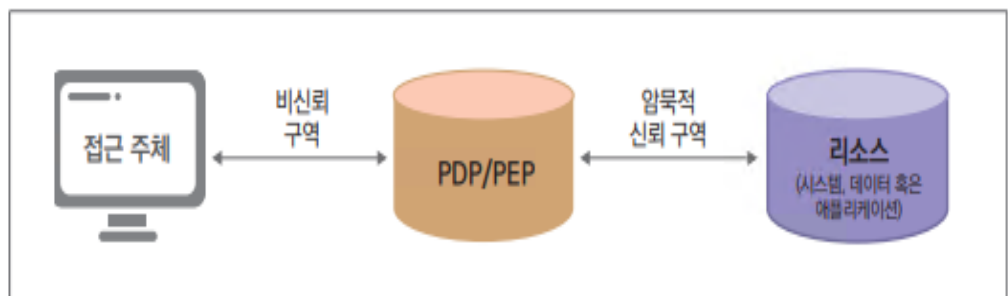
이 외에 SWG는 URL 필터링 및 웹 콘텐츠 검사 등 인터넷 접속 시 보안 게이트 역할 제공, CASB는 SaaS 앱 사용 통제, NGFW는 기업 내부에서 특정 외부 IP/포트 접속을 통제하는 것이다.

이 외에 ZT 가이드라인 2.0에서는 식별자·신원(ICAM: Identity & Credential & Access Management), 기기 및 엔드포인트(EDR, XDR), 네트워크(형적 이동 공격 방지: 매크로/마이크로 세그멘테이션, 소프트웨어 정의 네트워킹 & 위협 탐지 및 대응: IDS/IPS, VPN), 시스템(접근 제어: RBAC, ABAC & 권한 관리: PAM), 애플리케이션 및 워크로드, 데이터(DLP), 가시성 및 분석(SIEM), 자동화(SOAR) 등의 ZT 성숙도 수준 평가 요소를 제시하고 있다.

가이드라인을 토대로 SASE의 각 서비스형 보안 기능이 어느 영역의 성숙도를 높여주는지 분류해보면, ZTNA는 네트워크 및 식별자·신원 영역, SWG & NGFW는 네트워크 영역, CASB는 앱 및 워크로드(스토리지 SaaS 사용 시)으로 분류될 수 있다.

그림13 제로트러스트 개념도

그림 2-1 제로트러스트 접근의 개념 모델



자료: 과기정통부 제로트러스트 가이드라인 2.0, LS증권 리서치센터

표3 제로트러스트 아키텍처 적용을 위한 기업망 핵심 요소 6 가지 & 교차 기능 2 가지

기업망 핵심 요소	설명
식별자·신원	정의: 사람, 비인간개체(서비스 혹은 IoT 기기 등)를 고유하게 설명할 수 있는 속성 혹은 속성의 집합을 의미 ▶기업은 식별자를 가진 사람 혹은 기기가 리소스에 접근하고자 하면 강한 인증 방식을 사용하여 해당 식별자를 검증하고 세밀한 접근제어 규칙에 따라 적절한 시간 내에 해당 리소스에 접근을 보장
기기 및 엔드포인트	정의: IoT 기기, 휴대폰, 노트북, PC, 서버 등을 포함하여 기업망에 연결하여 데이터를 주고받는 모든 하드웨어 기기 ▶일반적으로 기업 소유이나 BYOD와 같은 개인 기기일 수도 있음 ▶기업은 기기에 대한 목록을 유지하여야 하며, MDM 등의 기술을 활용하여 리소스에 접근하려는 기기에 대한 신뢰도를 평가하는 등 허가받지 않았거나 신뢰할 수 없는 기기가 리소스에 접근하는 것을 막을 수 있어야 함
네트워크	정의: 기업망의 유무선 네트워크, 클라우드 접속을 포함하는 인터넷 등 데이터를 전송하기 위해 사용되는 모든 형태의 통신 매체를 포함 ▶기업은 네트워크 환경을 작은 단위로 나누어 접근을 제어하고, 내외부 데이터 흐름을 관리할 수 있어야 하며, 특히 공격자가 접근해서는 안 되는 네트워크로 이동하는 것을 방지할 수 있어야 함
시스템	정의: 중요 애플리케이션을 구동하거나 중요 데이터를 저장하고 관리하는 서버들을 포함하며, 온프레미스(On-Premise) 및 클라우드에 구축 운용 중인 모든 서버 시스템들이 여기에 해당 ▶시스템의 주요 파일의 읽기 및 쓰기, 주요 명령어 사용 등 시스템 리소스 접근에 관한 세밀하고 상세한 접근제어 필요 ▶매 세션마다 다중인증(MFA) 등 강력한 신원 확인 및 위험 관리 절차를 포함하여야 함
애플리케이션 및 워크로드	정의: 기업망 관리 시스템, 프로그램, 온프레미스 및 클라우드 환경에서 실행되는 서비스를 포함하며, 데이터를 주고받기 위한 인터페이스 제공 ▶기업에서는 애플리케이션 계층 및 컨테이너, 가상 머신 등을 보호·관리하고 데이터의 안전한 전달을 보장할 수 있어야 함
데이터	정의: 가장 최우선으로 보호해야 할 리소스 ▶기업은 데이터 목록을 작성, 분류 및 레이블 지정하고, 필요에 따라 암호화 기법을 적용하여 저장 혹은 전송 중인 데이터를 보호하며 허가받지 않은 데이터 유출에 대응하기 위한 기법을 적용하여야 함
가시성 및 분석 (교차 기능)	정의: 사용자 혹은 기기, 애플리케이션 및 워크로드의 상태 확인 등 중요하고 상황에 맞는 세부 정보를 이용하여 분석하고 가시성을 제공하는 교차 기능 ▶기업은 기업망 내부에서 벌어지는 비정상 행위에 대한 탐지를 개선하고, 보안 정책 및 접근제어 결정을 동적으로 적용하는 데 활용 ▶네트워크 트래픽을 패킷 단위로 직접 캡처하고 분석함으로써, 네트워크를 통해 진입하는 모든 종류의 위협을 관찰하고 지능화된 방어 기법을 적용하여야 함
자동화 및 통합 (교차 기능)	정의: 기존에 수동적으로 적용하던 보안 프로세스를 개선하여 자동화된 정책 기반 보안 프로세스를 적용함으로써 보다 신속한 보안 조치를 가능하게 하는 교차 기능 ▶SIEM 및 기타 자동화된 보안 솔루션 통합, SOAR 적용 등의 방법을 통하여, 기업망의 모든 환경에서 정의된 프로세스와 일관된 보안 정책을 시행함으로써 자동화된 통합 보안 대응 가능

자료: 과기정통부 제로트러스트 가이드라인 2.0, LS증권 리서치센터

하이브리드 클라우드 모니터링

공공/금융 부문 클라우드 전환에 따라 하이브리드 클라우드 모니터링 솔루션 수요가 증가할 수 있다. 금융기업 IT 시스템의 경우 ①실시간 금융 거래를 처리하는 **계정 시스템**, ②계정 시스템 데이터를 기반으로 분석·보고 업무를 수행하는 **정보 시스템**, ③Web/Mobile 인터페이스 시스템인 **채널 시스템**, ④내부 업무처리를 지원하는 **업무 시스템**(ERP 등), ⑤전사 IT 인프라의 성능 및 보안을 담당하는 **공통 인프라 시스템**으로 구분할 수 있다.

이 중에서 고객의 민감 정보가 교환되어 높은 수준의 보안 규제가 적용되는 계정 시스템의 경우 클라우드 전환 가능성이 낮다. 다만 현재 금융부문 망분리 개선안을 보면 **업무 시스템**(외부망에서 SaaS 허용)과 **정보 시스템**(연구개발부서 및 금융정보업무에서 생성형 AI 허용)의 클라우드 전환이 발생하고 있는 것을 확인할 수 있다.

또한, 홈페이지나 금융 어플리케이션을 담당하는 채널 시스템의 UI 부분 역시 클라우드 환경에서 제공하는 것이 안정적인 IT 환경 운용면에서 유리한 점이 있다. 다만, 채널 시스템 내에서도 고객 인증, 계좌 개설 등 업무를 처리함에 있어서 계정 시스템과 연동되는 부분은 클라우드 전환이 쉽지 않다. 이처럼 하나의 채널 시스템이 하이브리드 클라우드 형태로 운영되는 경우 기술적으로 진보된 모니터링 솔루션이 필요하다.

이와 같은 측면에서 업무 시스템, 정보 시스템, 채널 시스템에서 발생하는 클라우드 ↔ 온프레미스 간 데이터 교환 등의 기업 활동을 통합적으로 모니터링하는 하이브리드 클라우드 모니터링 솔루션의 수요가 증가할 전망이다. 동 솔루션은 공통 인프라 시스템에 공급되는 것이며, 공통 인프라 시스템이 온프레미스에서 운영되면 구축형 모니터링 솔루션, 클라우드에서 운영되면 모니터링 SaaS가 관련 수요를 대응하는 구조이다.

그림14 금융 IT 시스템 개념도



자료: 수출입은행, LS증권 리서치센터

기업용 소프트웨어: 구축형 → SaaS 전환

클라우드 전환과 관련한 정부의 정책적인 움직임뿐만 아니라 민간 부문에서도 클라우드 전환이 급속도로 이루어지고 있다. 글로벌 기업용 솔루션 기업인 SAP의 클라우드 매출 비중은 2020년 29.6% → 2021년 33.8% → 2022년 38.7% → 2023년 43.8% → 2024년 50.2% → 1Q25 55.4%로 매년 증가하는 흐름이다. 이는 동사의 공격적인 온프레미스 유지보수 중단 정책과 클라우드 전환 인센티브 정책에 의한 것이다.

국내 ERP 선도 기업인 더존비즈온의 매출액 내 SaaS 전환 흐름을 보면 국내 민간 부문의 클라우드 전환 수요를 확인할 수 있다. 더존비즈온은 중소기업 타겟 온프레미스 제품(스마트A)에 대한 유지보수를 2025년까지만 지원하는 것으로 Lite ERP 부문에서 완전한 클라우드 전환을 계획 중이다. 또한, 중견기업 타겟 SaaS(아마란스 10) 매출액 흐름은 2023년 196억원 → 2024년 526억원 → 1Q25 161억원으로 중견 기업들의 클라우드 전환에 대한 수요가 강한 상황으로 파악된다.

다만, 대기업 타겟 사업부인 Extended ERP 부문에서는 고객이 자체 전산실 및 IT 인력을 운영하고 있는 경우가 많아 구축형 솔루션에 대한 수요가 건재한 상황이다. 한편 2027년부터 SAP의 온프레미스 유지보수 중단 정책에 따라 Extended ERP 부문에서 더존비즈온의 양방향 수혜가 발생할 수 있다. 이유는 SAP의 SaaS 전환에 따라 여전히 온프레미스 ERP를 고수하고자 하는 고객을 더존비즈온이 Win-Back할 수 있으며, 기존 고객의 SaaS 전환으로 Standard ERP 부문에서처럼 ASP 상승 효과를 누릴 수 있기 때문이다.

현재 국내 민간부문 클라우드 전환은 SAP 주도의 대기업 클라우드 전환, 더존비즈온 주도의 중견·중소기업 클라우드 전환이 동시에 발생하고 있는 상황이다. ERP에서 촉발된 클라우드 전환 흐름은 비단 ERP 시장에만 머물지 않을 것으로 보인다. 이유는 ERP SaaS 활용 경험은 국내 기업가들이 이론상으로만 알고 있던 클라우드 IT 환경의 총소유비용 이득을 처음으로 체감해보는 경험이 될 것이며 다른 SaaS 채택을 위한 의사결정의 레퍼런스가 될 것이기 때문이다.

이에 기업용 솔루션을 구축형으로만 공급하다가 SaaS로 공급하는 기업들의 실적이 향후 5년간 정상적인 성장 흐름 이상의 수준에 도달할 수 있을 것으로 판단한다. 이유는 ①국내 기업의 SaaS 활용도 상승 흐름, ②고객의 온프레미스 환경 유지비 일부를 마진으로 획득, ③민감한 기업 정보를 공유 & 장기간 커스터마이징으로 얻은 파트너십을 활용하여 AI 등 최신 기술을 기존 솔루션에 접목하는 데에서 오는 마진을 획득할 수 있기 때문이다.

국내 민간 부문에서 특정 시장 내 지배적인 점유율을 가지고 있는 기업용 솔루션 기업은 앞서 확인한 보안 부문에서 지니언스, 모니터링 부문에서 엑셀, 이 외에도 SRM 부문에서 엠로, ERP 부문에서 더존비즈온이 있다.

표준 클라우드 활용 형태 = 멀티클라우드 → 허브 서비스 ↑

기업의 클라우드 전환

클라우드를 막 활용하기 시작하는 기업은 우선 인터넷에서 SaaS를 활용하는 것으로 시작한다. 이후 퍼블릭 클라우드에서 IaaS를 활용하면서 본사 내 전산실을 일부 축소한다. 이처럼 기업 활동의 일부 워크로드는 IaaS에서, 나머지는 자체 전산실에서 처리하는 모습을 하이브리드 클라우드라고 부른다.

이후 컨테이너 및 가상화 기술을 활용하여 자체 전산실을 클라우드 네이티브한 프라이빗 클라우드로 전환하거나, 다른 퍼블릭 클라우드를 동시에 활용하게 된다면 하이브리드 & 멀티 클라우드를 운용하는 것이며, 최종적으로 클라우드의 이점(유연성, 탄력성, 확장성)을 최대한으로 누릴 수 있게 된다.

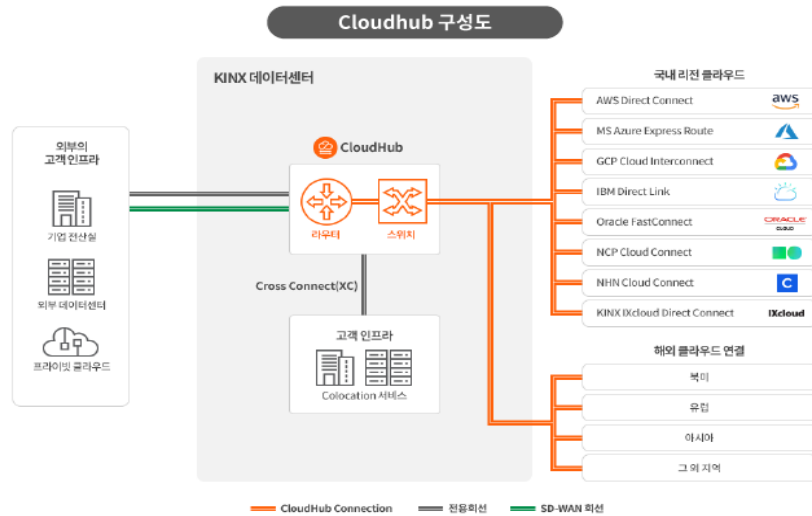
멀티 클라우드 단계에서 클라우드 허브 서비스 수요 확대

일반적으로 클라우드 서비스는 타 B2B 사업과 마찬가지로 고객의 많은 주문량에 대한 가격 어드밴티지를 볼륨 디스카운트(Volume Discount)의 명목으로 제공한다. 기업은 여러 개의 클라우드를 동시에 운용하는 멀티 클라우드 구축을 위해 이러한 볼륨 디스카운트를 일정 부분 포기하면서 다른 이점을 취할 수 있다. 해당 이점은 특정 CSP에 대한 의존도 감소, 장애 대응 능력 향상, 다양한 기능에 대한 접근성으로 성능 최적화 등이 있다.

한편 멀티 클라우드 구축에 따른 안정성을 높이기 위해 기업에서는 여러 지역에 있는 클라우드 인프라를 통합/연계할 수 있는데, 해당 과정에서 여러 클라우드 사이의 데이터 교환을 원활하기 위해 전용 회선을 설치할 수 있다. 그러나 직접 각 클라우드를 연결하기에는 통신 인프라 건설 및 회선 조달 과정을 직접 거쳐야 하므로, 기업은 국내 통신사 혹은 중립 회선 조달 기업(케이아이엔엑스)의 통신 인프라를 서비스 형태로 활용할 수 있는데 이를 클라우드 허브 서비스라고 한다.

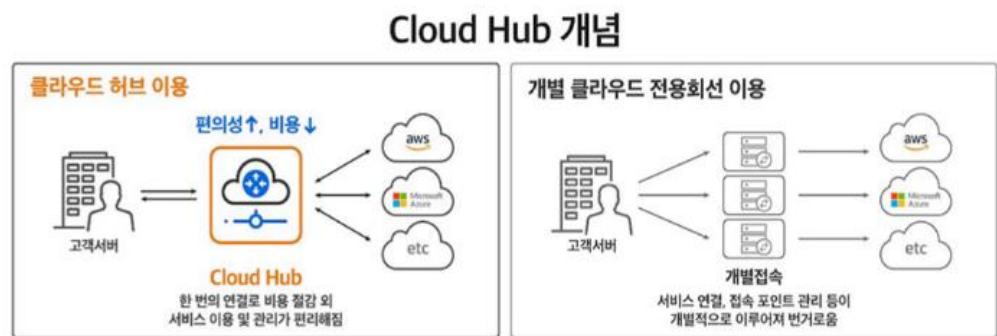
향후 공공, 금융 부문 클라우드 전환에 따라 멀티 클라우드 구축이 증가하면 클라우드 허브 서비스 수요가 증가할 가능성이 있는데, 특히 중립 데이터센터 사업자인 케이아이엔엑스는 각 통신사로부터 경쟁입찰 방식으로 회선을 조달하여 고객이 특정 통신사에 종속되는 상황을 방지할 수 있다.

그림15 케이아이엔엑스 CloudHub 구성도



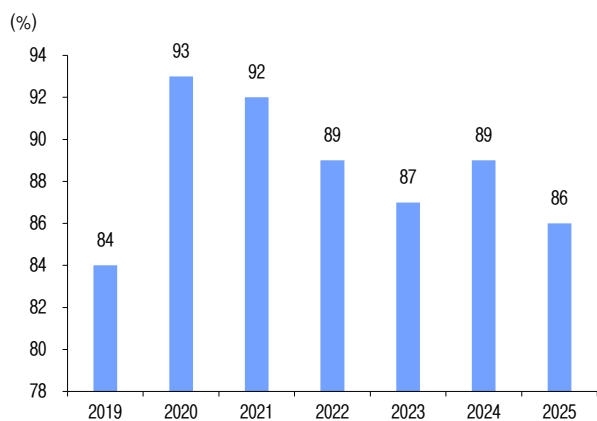
자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림16 SKT CloudHub 개념도



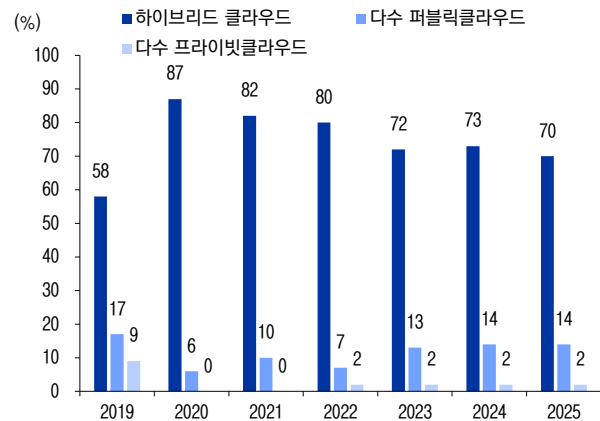
자료: SKT, LS증권 리서치센터

그림17 글로벌 멀티 클라우드 활용률



자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

그림18 글로벌 멀티 클라우드 활용 형태 비중



자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

클라우드 미전환 → 온프레미스 AI 수혜

개인 정보 on Prompt: AI의 가치: 그럼에도 가장 안전한 온프레미스 환경

AI의 가치는 ①사람이 하는 일을 자동화하고(AICC 등), ②사람이 할 수 있는 일을 더 잘 하거나(복잡한 수식 연산 등), ③사람이 엄두도 못내는 것을 해내는 것에 있다(빅데이터 분석 등). 공공, 금융 부문에서 아직 제도적으로 도입하지 못한 영역은 사람이 하기 힘든 수 천만 건의 개인 정보에 대한 빅데이터 분석이다.

공공, 금융 부문 클라우드 전환은 편리한 웹 앱 사용뿐만 아니라, 빅데이터 분석을 통해서 얻을 수 있는 서비스 고도화 및 상품 개발 인사이트 획득 등 예상되는 가치를 얻을 수 있는 것으로 볼 수 있다. 한편, AI의 강력한 기능성과 기성 클라우드 보안 제품이 가능함에도 불구하고 클라우드 전환이 완전히 이루어지지 않은 이유는 AI 활용에 따른 개인정보 유출 사고에 대한 책임 소재가 여전히 도입 주체에 있기 때문이다.

실제로 국내 금융당국의 망분리 개선 로드맵 내용에는 디지털 금융보안법을 별도로 마련하여 자율보안-결과책임 원칙에 입각한 금융보안체계를 구축해 나갈 것이라는 내용을 포함하였다. 이는 금융기관의 도덕적 해이를 방지하고자 High Risk(보안 리스크), High Return(AI 활용 등 클라우드 전환의 이점)의 인센티브 구조를 확립하고자 한 것으로 해석된다. 공공 부문 규제도 마찬가지로 예상되는 것으로 보인다. 만약 양 부문의 클라우드 전환이 늦어지면 보안 정책을 유지하면서 AI 도입 속도를 높일 수 있는 방안이 채택될 수 있다.

이에 국내에서 온프레미스 AI 구축 사업을 진행하는 솔트룩스, 코난테크놀로지, 더존비즈온 등이 수혜를 받을 수 있다.

기업분석

더존비즈온 (012510)	28
엠로 (058970)	37
케이아이엔엑스 (093320)	46
지니언스 (263860)	56
SAP SE (SAP)	65

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
더존비즈온	Not Rated	Not Rated
엠로	Buy(신규)	66,600 원(신규)
케이아이엔엑스	Buy(신규)	114,000 원(신규)
지니언스	Buy(신규)	27,000 원(신규)
SAP SE	Not Rated	Not Rated

더존비즈온 (012510)

2025. 7. 8

스몰캡

클라우드 전환, One AI, 그 다음은?

Analyst 정우성

wsjung@ls-sec.co.kr

클라우드 전환에 수익성 개선

동사가 Lite ERP & Standard ERP 부문에서 클라우드 전환에 성공함에 따라 동사의 클라우드 매출 비중은 2022년 22.6% → 2023년 28.5% → 2024년 38.2%로 증가하였다. 이에 팬데믹 이후 개발자 인건비 상승에 따라 악화되었던 OPM(별도 기준)이 2021년 22.3% → 2024년 26.3%로 회복하면서 수익성 증대 구간에 접어들었다.

One AI 사업

동사의 One AI 사업은 기존 클라우드 플랫폼에 결합할 수 있는 AI 모듈로서, 국내 ERP 시장 내 높은 점유율에 기반 단가 인상 정책으로 GPM을 끌어올릴 수 있는 요소이다. 또한, 금융권 망분리 규제 개혁 흐름에서 고객 수 & 평균 구독 매출액 확대가 기대된다.

인력 구성 효율화와 밸류에이션 고변동성

긍정적인 클라우드 전환 흐름에도 더 높은 마진율을 위해서는 동사의 인력 구성 효율화가 필요하다. Extended ERP 부문에서 더딘 클라우드 전환에 따라 동사는 클라우드 전문 인력과 온프레미스 제품 개발 및 유지보수 인력을 동시에 운용해야 하는데, 현 상황은 마진율 개선에 한계로 작용할 수 있다. 중요한 점은 동사가 Extended ERP 고객에게 제품 공급의 형태를 SaaS로 강제할 수 없다는 데에 있다. 다만, 2027년 이후 발생할 수 있는 국내 민간 부문의 전반적인 클라우드 전환 흐름에 따라, 동사의 클라우드 매출 비중 증가와 인력 구성 효율화가 순전히 외부 요인에 의해 달성될 Risk가 존재한다.

동사의 One AI 사업 흐름은 고객 수 측면에서 긍정적이나, 월 구독료 범위가 25만원 ~ 300만원으로 매우 넓은(AI 서비스 사용량에 따른 과금 체계)에 따라 실적 추정 불확실성이 높다. One AI 고객사 당 평균 매출액 가정에 따라 투자자별 예상 One AI 매출액이 4~5배 정도의 격차를 보일 수 있으며, 이는 주가 변동성을 키우는 요소이다. 참고로 동사의 TTM EPS 기준 PER은 45.0x이다.

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **79,500 원**

상승여력 **-**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (07/07)	3,059.47 pt
시가총액	24,154 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가/최저가	88,000 / 46,700 원
90 일 일평균거래대금	183.79 억원
외국인 지분율	9.6%
배당수익률(25.12E)	0.6%
BPS(25.12E)	18,469 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 9.2%
	6개월 -3.5%
	12개월 -4.4%
주주구성	김용우 (외 11인) 22.8%
	신한밸류 (외 1인) 10.3%
	국민연금공단 (외 1인) 10.2%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2023	353.6	69.1	45.4	34.3	1,082	51.4	105.8	26.7	10.4	2.1	8.2
2024	402.3	88.1	95.4	78.0	1,907	76.2	125.4	33.4	16.7	3.7	12.2
2025E	426.8	103.6	79.7	60.4	2,165	13.5	140.2	36.7	18.1	4.3	10.9
2026E	454.7	115.8	91.9	69.7	2,494	15.2	151.6	31.9	16.4	3.9	11.6
2027E	487.8	129.4	105.5	80.0	2,863	14.8	165.0	27.8	14.7	3.6	12.0

자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

더존비즈온은 국내 세무 & 회계 기준에 맞게 회사의 자원을 전산에서 관리할 수 있게 하는 ERP(Enterprise Resource Planning) 솔루션을 주력으로, 국내 고객에게 주요 기업용 솔루션(ERP, 그룹웨어, 문서중앙화 등)을 공급하는 기업이다. 동사는 고객사의 자체 서버에 제품을 구축하거나, 동사가 소유한 춘천 소재 데이터센터를 활용하여 SaaS 형태로 서비스를 공급한다. 동종 기업으로는 SAP, 영림원소프트랩이 있다.

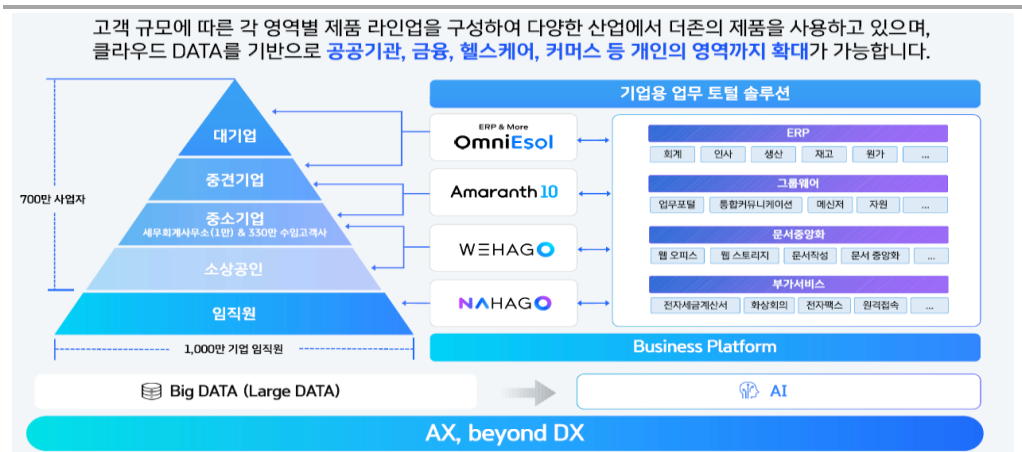
제품별 특징

Lite ERP: 동사의 Lite ERP 제품은 대부분 종업원수가 5~50인 정도인 중소기업에 대해 구축형 제품은 스마트A, SaaS 제품은 위하고(2019년 출시)라는 브랜드명으로 공급하는 것이다. Lite ERP 제품의 고객사 수는 약 6만개사에 달하나, 동사의 고객인 1만여개의 세무회계 사무소의 수입고객사 수를 고려하면 실질적인 제품 침투율은 매우 높은 것으로 파악된다.

Standard ERP: 동사의 Standard ERP 제품은 종업원수가 50~100인 정도인 중견기업에 대해 구축형 제품은 iCUBE, SaaS 제품은 아마란스 10(2023년 출시)이라는 브랜드명으로 공급하는 것이다. 아마란스 10은 동사의 그룹웨어 제품과 ERP를 한 플랫폼에서 제공하는 것으로 기존 구축형 제품 대비 ARPU가 30% 정도 높은 것으로 파악된다.

Extended ERP: 동사의 Extended ERP 제품은 종업원수가 100인 이상인 대형 기업에 대해 구축형 제품은 ERPiU & ERP10, 비즈니스 플랫폼 제품은 옴니이솔(OmniEsol, 2024년 출시)이라는 브랜드명으로 공급하는 것이다.

그림19 제품 라인업



자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

테크핀레이팅스: 기업 CB 서비스 & 기업금융중개서비스

동사가 테크핀 사업 진출을 위해 2022년 설립한 테크핀레이팅스(구 더존테크핀, 더존비즈온이 지분 46.0% 보유)는 AI 기술을 활용해 더존비즈온의 ERP 데이터로 기업 신용평가 데이터를 단시간에 조화할 수 있게 하는 기업 CB(Credit Bureau, 관련기업: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가) 사업을 영위한다.

동사는 2024년부터 신한은행(지분 45.0% 보유), 서울보증보험(지분 9.0% 보유)과 협업하여 매출채권 유동화 사업을 추진 중이다. 이에 더존비즈온은 해당 사업을 통해 대상 자산 규모의 일정 비율을 수수료 매출로 인식할 수 있으며, 테크핀레이팅스의 순이익 발생에 따라 지분법 이익을 인식하는 구조이다. 향후 구매자금 대출 및 재고자산 담보대출 등 다양한 금융 상품으로 사업을 확대할 계획이다.

제주은행 인수

동사는 2025년 4월 제주은행 지분 14.99%(법적 한도 수준)을 인수하면서 2대 주주가 되었다. 이는 더존비즈온의 ERP बैं킹(ERP 시스템을 활용한 매출채권 유동화, 월급 관리 등 금융 서비스 지원 플랫폼) 사업 추진의 일환으로 테크핀레이팅스의 CB 및 매출채권 유동화 사업의 고객을 자회사로서 확보한 것이다.

그림20 테크핀레이팅스 사업 개요

- 원천데이터를 보유한 더존비즈온과 금융시스템을 보유한 신한은행, 금융상품력 강화를 위한 서울보증보험 3사가 (주)테크핀레이팅스 합작법인 설립
- 테크핀레이팅스 2024년 5월 29일 기업등급제공업 신규 라이선스 본인가 및 기업정보조회업 이전에 대한 허가 취득
- 2024년 하반기부터 기업 CB서비스 및 기업 금융중개 사업 본격화



자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

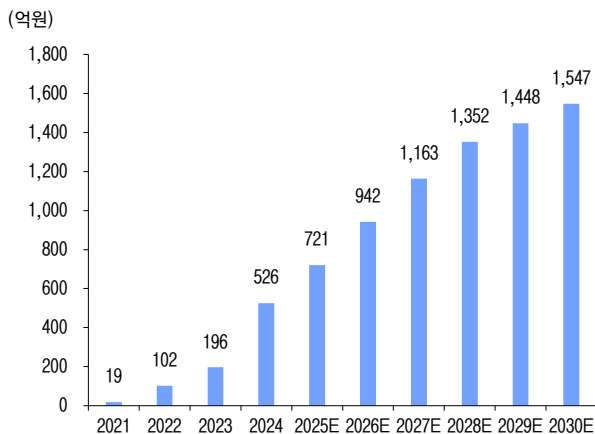
투자포인트 ①: 클라우드 전환 흐름에 수혜

클라우드 전환 효과: 동사의 제품 믹스 차원에서 클라우드 전환은 지속되고 있다. 이에 동사의 비용구조는 인건비 → IT 설비 유지비로 전환되는 흐름이나, 구축형 솔루션과 SaaS 솔루션의 이익률 차이는 대동소이한 것으로 파악된다. 다만, 고객사 입장에서는 자체 전산실에 대한 유지보수 비용이 절약되는 측면이 있어, SaaS 제품의 가격이 구축형 솔루션 구매/유지 비용 대비 높아도(130% 수준) 여전히 SaaS 전환이 합리적인 선택이다.

동사의 클라우드 전환 정책: 동사는 스마트A에 대한 유지보수를 2025년까지만 지원하는 것으로 Lite ERP 부문에서 완전한 클라우드 전환을 계획 중이다. 다만 자체 전산실 및 IT 인력을 운영하고 있는 고객사(중견기업 이상)들의 구축형 솔루션에 대한 수요가 상존하여, Standard & Extended ERP 부문에서 클라우드 전환 정책은 Lite ERP 부문에서만 공격적이지 않다. 다만, 아마란스 10의 매출액 흐름은 2023년 196억원 → 2024년 526억원 → 1Q25 161억원으로 중견 기업들의 클라우드 전환에 대한 수요가 강한 상황으로 파악된다.

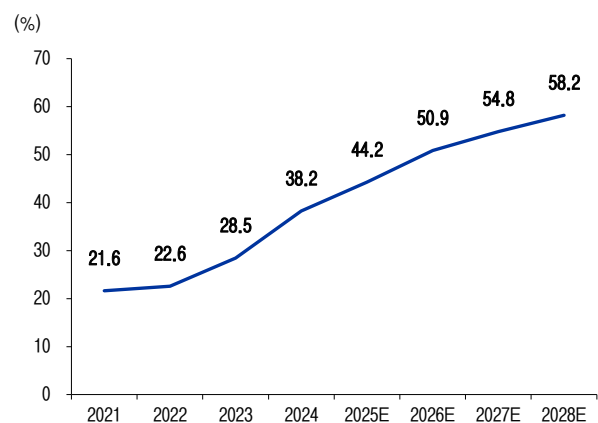
한편 2027년부터 SAP의 SaaS Only 업데이트 및 구축형 솔루션 신규 공급 중단 정책에 따라 Extended ERP 부문에서 더존비즈온의 양방향 수혜가 발생할 것으로 보인다. 이유는 SAP의 SaaS 전환에 따라 여전히 온프레미스 ERP를 고수하고자 하는 고객을 더존비즈온이 Win-Back할 수 있으며, 기존 고객의 SaaS 전환으로 Standard ERP 부문에서처럼 ASP 상승 효과를 누릴 수 있기 때문이다.

그림21 아마란스 10 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림22 클라우드 매출 비중



자료: LS증권 리서치센터

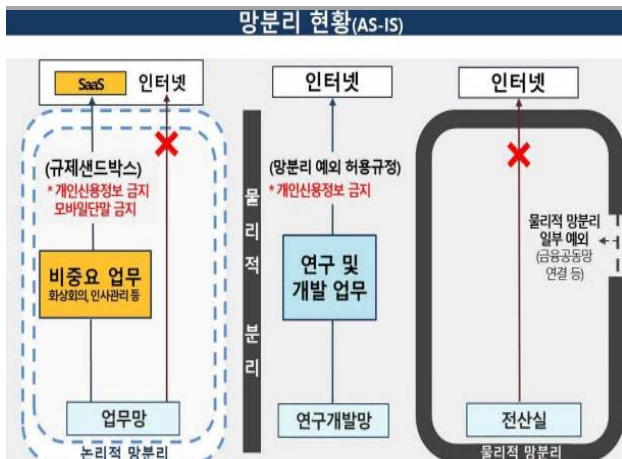
투자포인트 ②: 금융권 망분리 규제 개혁에 One AI 외연 확대 가능성

One AI: One AI(2024년 6월에 출시)는 ERP, 그룹웨어 등 동사의 솔루션에서 생성되는 데이터를 수집(문서 중앙화 시스템: OneChamber, Oneoffice)하여 ChatGPT API로 BI 서비스를 제공하는 것이다. 동 제품은 고객사의 API 사용량에 따라 월 25~300만원의 월정액 요금제로 과금하는 것이며, 2025년 5월 말 기준 3,800개 고객사를 확보하였다. 이 중 고객사 규모별 비중은 2024년 말 기준으로 Standard ERP사용 고객 35%, Lite ERP 사용 고객 65% 수준으로 중견기업 고객군의 One AI 채택율이 높은 것으로 파악된다.

금융권 망분리 로드맵: 2024년 8월에 금융위원회는 금융분야 망분리 Task Force 운용에 따른 실태 점검 사항이 종합 반영된 망분리 개선 로드맵을 발표하였다. 구체적인 내용은 [그림 23~24]이 망라하고 있는데, 이에 따르면 ①업무자동화, 고객관리 영역에서도 고객 정보를 가명화하면 고객 개인정보를 SaaS에서 처리할 수 있으며, ②전산실에서도 생성형AI를 위한 전용 연결 방식을 통하여 제한적으로 접근이 가능해진다.

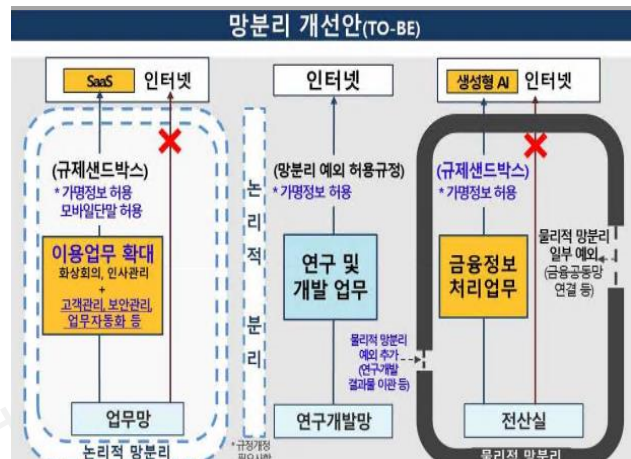
당국에 따르면 2025년 하반기에 디지털 금융보안법 발의 및 추진이 계획되어 있는데, 향후 더존비즈온의 옴니이슬 플랫폼을 통하여 금융권으로 One AI 제품 공급이 가능할 것으로 보인다. 현재 One AI는 API 패킷 사용량에 비례한 월별 25~300만원 과금 체계를 시행 중이며 주요 고객이 중견기업임을 가정하면 각 기업당 월 25만원 매출액이 기대되고 있다. 금융기업의 임직원 수 및 IT 인프라 규모는 중견기업 수준을 월등히 넘는 것으로 파악되는데, 이에 더존비즈온은 기존 과금 체계에서 벗어난 수준의 계약금액을 제시할 수 있을 것으로 보인다.

그림23 금융부문 망분리 현황



자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

그림24 금융부문 망분리 개선안



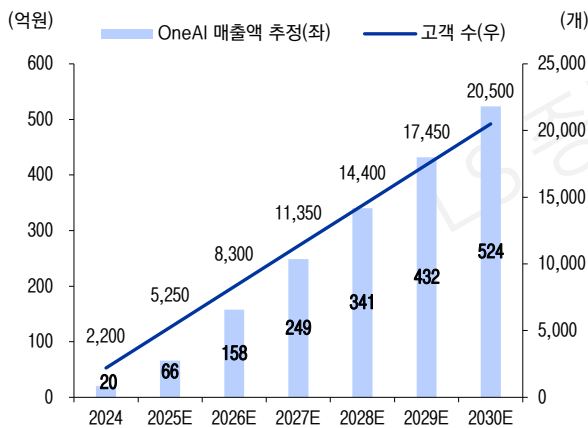
자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

One AI PE(Private Edition) 공급으로 규제 변화에 중립적인 AI 사업 추진 중

동사는 OpenAI의 GPT API를 활용하는 ONE AI 외에도 온프레미스에서 AI를 구축하여 고객 인프라 내부에 AI 서비스를 구축하는 ONE AI PE 사업을 추진하고 있다. 동사는 ONE AI PE용 AI 모델로 한 llama Douzone 70B(오픈소스 LLM인 llama3.3 70B 모델을 한국어에 특화한 것)를 활용하거나, LG AI연구원이 개발한 LLM인 엑사원을 활용하여 고객에게 다양한 제품 구성을 제시하고 있다.

이에 동사는 디지털 금융보안법의 향방에 관계없이 금융권에 AI 서비스를 공급할 수 있다. One AI의 경쟁력은 단순히 AI API 서비스를 유통하는 것이 아니라, 더존비즈온의 비즈니스 플랫폼에 결합되어 복잡한 통합 작업 없이 고객의 데이터를 AI 모델에 입력할 수 있다는 점에 있다. 또한, 향후 2027년 이후에 본격적으로 발생할 것으로 보이는 옴니이솔 플랫폼 공급 확대에 따라 Extended ERP 부문 고객의 One AI 접근성이 더욱 높아질 것으로 전망된다.

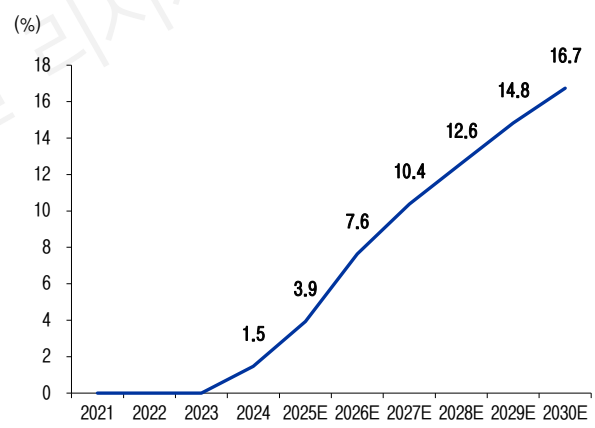
그림25 OneAI 부문 매출액 및 고객 수



자료: LS증권 리서치센터

주: 아마란스 고객 중 50%, 위하고 고객 중 25% 구독 가정, 최저 요금제 가정

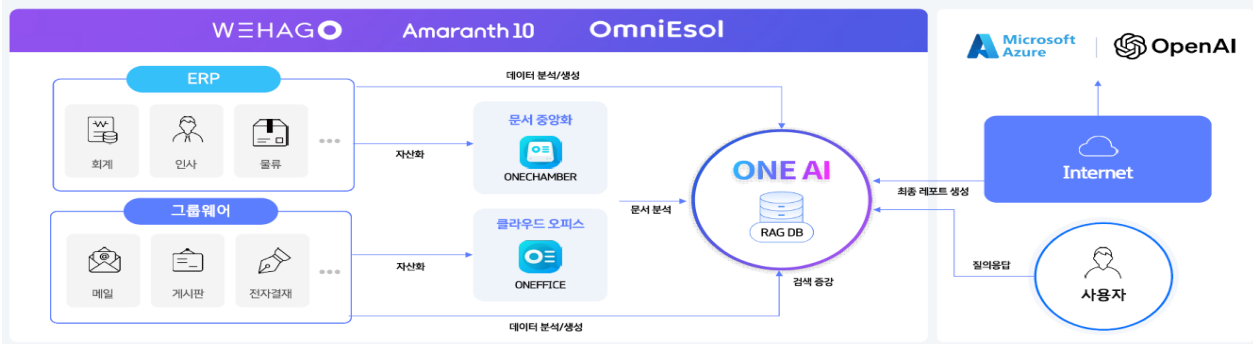
그림26 클라우드 매출액 중 One AI 매출액 비중



자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

그림27 One AI 구조도

- RAG AI기술을 통해서 내부 데이터를 외부 유출 없이 ONE AI가 분석하여 안전한 기업 업무 환경 조성
- 내부 데이터 분석을 통해 기업에 최적화된 답변 제공으로 신속한 의사결정 지원
- 기업의 데이터를 별도 학습하지 않는 기업용 서비스에 최적화된 Microsoft Azure Service 연계



자료: 더존비즈온, LS증권 리서치센터

표4 연간 실적 추정 (연결 기준)

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,536	4,023	4,268	4,547	4,878	5,162
YoY	16.2%	13.8%	6.1%	6.5%	7.3%	5.8%
라이트 ERP	915	930	958	987	1,016	1,047
스마트 A	377	279	202	132	111	91
위하고	449	558	661	763	811	862
기타	89	94	95	93	94	94
스탠다드 ERP	1,063	1,178	1,247	1,319	1,397	1,478
아이큐브	435	322	240	158	77	14
그룹웨어	355	271	210	150	89	41
아마란스	196	526	721	942	1,163	1,352
보안	75	59	75	70	68	71
익스텐디드 ERP	828	865	904	944	1,030	1,061
OneAI	0	0	66	158	249	341
기타	526	588	617	648	680	714
종속법인 매출액	215	463	477	491	506	521
YoY						
라이트 ERP	8.2%	1.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
스마트 A	-25.5%	-26.1%	-27.5%	-34.8%	-15.5%	-18.4%
위하고	89.5%	24.2%	18.4%	15.4%	6.4%	6.3%
기타	-13.3%	5.0%	1.7%	-2.7%	1.3%	0.1%
스탠다드 ERP	2.9%	10.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
아이큐브	-1.2%	-26.0%	-25.4%	-34.1%	-51.7%	-82.1%
그룹웨어	-11.1%	-23.8%	-22.3%	-28.8%	-40.4%	-53.7%
아마란스	92.3%	167.6%	37.1%	30.6%	23.5%	16.3%
보안	-16.8%	-21.6%	27.0%	-6.9%	-2.7%	4.4%
익스텐디드 ERP	26.8%	4.5%	4.5%	4.5%	9.1%	3.0%
OneAI				138.6%	58.1%	36.7%
기타	18.2%	11.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
종속법인 매출액	224.1%	115.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
% of Sales						
라이트 ERP	25.9%	23.1%	22.4%	21.7%	20.8%	20.3%
스마트 A	10.7%	6.9%	4.7%	2.9%	2.3%	1.8%
위하고	12.7%	13.9%	15.5%	16.8%	16.6%	16.7%
기타	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
스탠다드 ERP	30.1%	29.3%	29.2%	29.0%	28.6%	28.6%
아이큐브	12.3%	8.0%	5.6%	3.5%	1.6%	0.3%
그룹웨어	10.0%	6.7%	4.9%	3.3%	1.8%	0.8%
아마란스	5.6%	13.1%	16.9%	20.7%	23.8%	26.2%
보안	2.1%	1.5%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%
익스텐디드 ERP	23.4%	21.5%	21.2%	20.8%	21.1%	20.6%
OneAI	0.0%	0.0%	1.5%	3.5%	5.1%	6.6%
기타	14.9%	14.6%	14.5%	14.2%	13.9%	13.8%
종속법인 매출액	6.1%	11.5%	11.2%	10.8%	10.4%	10.1%
영업이익	691	881	1,036	1,158	1,294	1,400
% of sales	19.5%	21.9%	24.3%	25.5%	26.5%	27.1%
% YoY	51.7%	27.5%	17.7%	11.8%	11.8%	8.1%

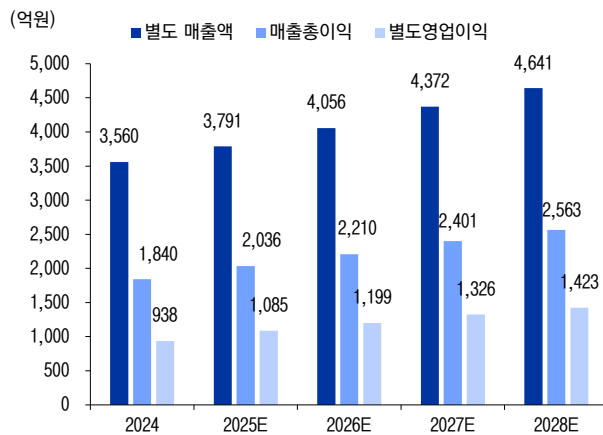
자료: LS증권 리서치센터

표5 분기 실적 추정 (연결 기준)

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	944	994	970	1,115	986	1,033	1,017	1,232
YoY	16.0%	17.0%	14.5%	8.7%	4.4%	3.9%	4.8%	10.5%
라이트 ERP	225	233	226	246	249	236	243	252
스탠다드 ERP	275	300	282	321	296	317	288	340
익스텐디드 ERP	210	201	225	228	220	218	235	232
기타	234	260	237	319	221	261	251	411
YoY								
라이트 ERP	5.5%	5.1%	-6.3%	3.0%	10.6%	1.3%	7.3%	2.3%
스탠다드 ERP	3.3%	10.7%	19.3%	11.0%	7.5%	5.9%	2.1%	5.8%
익스텐디드 ERP	6.2%	-3.0%	4.4%	10.4%	4.9%	8.5%	4.5%	1.7%
기타	71.1%	74.0%	54.1%	6.2%	-5.5%	0.2%	6.0%	28.9%
% of Sales								
라이트 ERP	23.8%	23.5%	23.3%	22.1%	25.2%	22.9%	23.9%	20.5%
스탠다드 ERP	29.1%	30.1%	29.1%	28.8%	30.0%	30.7%	28.3%	27.6%
익스텐디드 ERP	22.3%	20.2%	23.2%	20.5%	22.4%	21.1%	23.1%	18.8%
기타	24.8%	26.2%	24.4%	28.6%	22.4%	25.3%	24.7%	33.4%
영업이익	181	204	201	294	216	232	220	369
% of sales	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	21.9%	22.4%	21.6%	30.0%
% YoY	28.8%	23.6%	34.7%	24.9%	19.2%	13.5%	9.3%	25.3%

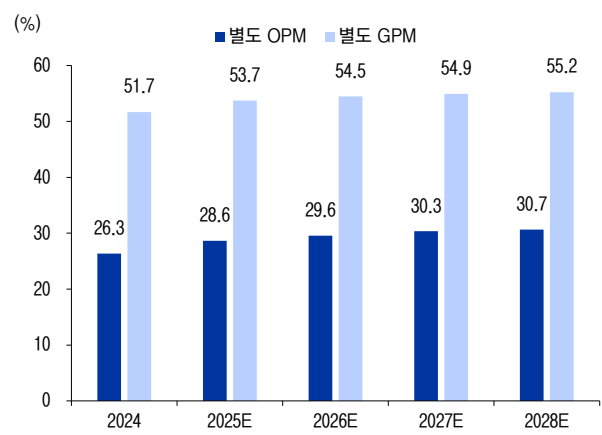
자료: LS증권 리서치센터

그림28 연간 실적 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

그림29 연간 마진율 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	125.6	215.9	259.9	316.1	378.3
현금 및 현금성자산	54.1	121.4	164.7	217.1	274.7
매출채권 및 기타채권	48.7	53.9	54.5	58.0	62.2
재고자산	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
기타유동자산	21.7	39.3	39.4	39.6	39.8
비유동자산	757.7	821.7	820.9	824.1	832.2
관계기업투자등	33.3	78.7	83.5	89.0	95.5
유형자산	372.8	361.1	350.3	339.8	329.6
무형자산	104.4	125.6	115.2	105.7	96.4
자산총계	883.3	1,037.6	1,080.8	1,140.2	1,210.5
유동부채	415.5	204.3	204.8	207.5	210.8
매입채무 및 기타채무	37.4	41.2	41.7	44.4	47.6
단기금융부채	271.9	43.1	43.1	43.1	43.1
기타유동부채	106.2	120.1	120.1	120.1	120.1
비유동부채	22.5	278.5	278.6	278.8	279.0
장기금융부채	7.0	258.3	258.3	258.3	258.3
기타비유동부채	15.5	20.1	20.3	20.5	20.6
부채총계	438.0	482.8	483.4	486.3	489.7
지배주주지분	427.1	538.9	581.4	637.9	704.8
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	226.5	474.5	474.5	474.5	474.5
이익잉여금	285.9	132.1	174.6	231.1	298.0
비지배주주지분(연결)	18.2	16.0	16.0	16.0	16.0
자본총계	445.3	554.8	597.3	653.9	720.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	101.2	103.6	82.3	87.6	94.3
당기순이익(손실)	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
비현금수익비용가감	78.3	59.7	21.8	18.9	15.3
유형자산감가상각비	25.8	26.0	26.2	26.2	26.2
무형자산상각비	11.0	11.4	10.4	9.5	9.3
기타현금수익비용	41.5	22.3	-14.7	-16.8	-20.2
영업활동 자산부채변동	3.6	-11.0	0.0	-0.9	-1.1
매출채권 감소(증가)	2.2	-5.1	-0.5	-3.6	-4.2
재고자산 감소(증가)	0.6	0.1	0.0	-0.1	-0.1
매입채무 증가(감소)	0.0	0.5	0.5	2.7	3.2
기타자산, 부채변동	0.8	-6.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-68.5	-34.5	-20.3	-21.3	-22.7
유형자산처분(취득)	-24.8	-14.9	-15.3	-15.7	-16.0
무형자산 감소(증가)	-11.1	3.3	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-11.4	-14.3	-5.0	-5.6	-6.7
기타투자활동	-21.1	-8.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-32.7	-6.4	-18.7	-13.9	-13.9
차입금의 증가(감소)	-3.6	4.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-29.4	-12.1	-18.7	-13.9	-13.9
배당금의 지급	7.2	11.4	-18.7	-13.9	-13.9
기타재무활동	0.3	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	0.0	62.8	43.3	52.4	57.7
기초현금	54.1	58.5	121.4	164.7	217.1
기말현금	54.1	121.4	164.7	217.1	274.7

자료: 더존비즈온, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	353.6	402.3	426.8	454.7	487.8
매출원가	200.8	218.3	223.2	233.7	247.7
매출총이익	152.8	184.0	203.6	221.0	240.1
판매비 및 관리비	83.7	95.9	100.0	105.2	110.7
영업이익	69.1	88.1	103.6	115.8	129.4
(EBITDA)	105.8	125.4	140.2	151.6	165.0
금융손익	-13.4	-13.7	-13.9	-13.9	-13.9
이자비용	14.5	14.7	14.7	14.7	14.7
관계기업등 투자손익	-0.7	25.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.5	-4.7	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	45.4	95.4	79.7	91.9	105.5
계속사업법인세비용	11.1	17.3	19.3	22.2	25.5
계속사업이익	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	78.0	60.4	69.7	80.0
지배주주	35.2	58.8	61.2	70.4	80.8
총포괄이익	34.3	78.7	60.4	69.7	80.0
매출총이익률 (%)	43.2	45.7	47.7	48.6	49.2
영업이익률 (%)	19.5	21.9	24.3	25.5	26.5
EBITDA 마진률 (%)	29.9	31.2	32.8	33.3	33.8
당기순이익률 (%)	9.7	19.4	14.2	15.3	16.4
ROA (%)	4.1	6.1	5.8	6.3	6.9
ROE (%)	8.2	12.2	10.9	11.6	12.0
ROIC (%)	8.5	11.4	12.4	13.9	15.5

주요 투자지표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	26.7	33.4	36.7	31.9	27.8
P/B	2.1	3.7	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA	10.4	16.7	18.1	16.4	14.7
P/CF	8.1	14.6	30.4	28.3	26.2
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	16.2	13.8	6.1	6.5	7.3
영업이익	51.7	27.5	17.7	11.8	11.8
세전이익	45.3	110.0	-16.4	15.3	14.8
당기순이익	48.8	127.3	-22.5	15.3	14.8
EPS	51.4	76.2	13.5	15.2	14.8
안정성 (%)					
부채비율	98.3	87.0	80.9	74.4	67.9
유동비율	30.2	105.7	126.9	152.3	179.5
순차입금/자기자본(x)	48.5	29.3	19.9	10.1	1.2
영업이익/금융비용(x)	4.8	6.0	7.1	7.9	8.8
총차입금 (십억원)	278.9	301.4	301.4	301.4	301.4
순차입금 (십억원)	216.0	162.4	119.0	66.4	8.5
주당지표(원)					
EPS	1,082	1,907	2,165	2,494	2,863
BPS	13,570	17,118	18,469	20,265	22,389
CFPS	3,578	4,375	2,614	2,813	3,029
DPS	217	477	477	477	477

엠로 (058970)

2025. 7. 8

스몰캡

가파른 수주잔고 증가 + 클라우드 전환 흐름

Analyst 정우성

wsjung@ls-sec.co.kr

수주잔고 누적으로 예정된 고성장

동사의 연간 구축용역+라이선스 매출액은 1분기 구축용역+라이선스 매출액에 3월 말 수주잔고(수주 후 6~8개월 간 매출 인식)의 80% 정도를 합산하는 것을 통해 예상할 수 있다. 동사의 1분기 구축용역+라이선스 매출액은 158억원, 2025년 3월 말 수주잔고는 1,040억원으로, 이를 통해 예상한 연간 구축용역+라이선스 매출액 전망치는 990억원(+61.2% yoy)이다.

클라우드 전환에 유리한 인력 구성

동사의 온프레미스 제품 공급에 따른 비용은 임직원 급여와 외주용역비로 구성되어 있는데, 총 인건비 중에서 외주용역비가 45% 정도의 비중을 차지하고 있는 상황이다. 이러한 인력 구조는 현재 제품 공급 형태 측면에서 클라우드 전환 중인 기업이 막대한 구조조정비(퇴직금 등)를 감당하고 있는 것을 고려했을 때, 상대적으로 클라우드 전환에 유리한 것이다.

국내 전반적으로 클라우드 전환 흐름이 이어지는 가운데 2027년 이후 매출원가 내 외주용역비를 감소시키면서 가파른 영업이익률 성장이 기대된다. 당사는 동사의 영업이익률에 대해 2024년 10.8% → 2025E 15.9% → 2026E 19.8% → 2027E 25.2%의 흐름을 전망한다.

투자 의견 매수, 목표주가 66,600원 커버리지 개시

엠로에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 66,600원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 1Q25 수주 잔고에 따른 연간 매출액 성장이 반영된 2025E EPS 1,279원에 동종 기업(SAP, Servicenow) 2025F PER 평균값인 Target PER 52x를 반영하여 산출하였다.

동사의 3월말 수주잔고 기준 신규 수주액은 2023년(2Q22~1Q23) 395억원 → 2024년 526억원 → 2025년 939억원 → 2026E 1,080억원 → 2027E 1,242억원의 흐름이다. 참고로 동 수치의 2026년부터의 성장률은 SRM 산업 평균 성장률인 15%(최근 3개년 간 신규수주액 상승 흐름 대비 완만)를 적용하였다.

Buy (신규)

목표주가 (신규) **66,600 원**

현재주가 **49,800 원**

상승여력 **33.7 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (07/07)	778.46 pt
시가총액	6,143 억원
발행주식수	12,335 천주
52 주 최고가/최저가	83,000 / 39,100 원
90 일 일평균거래대금	49.99 억원
외국인 지분율	2.2%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	8,572 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -1.6%
	6개월 -37.9%
	12개월 -37.1%
주주구성	삼성에스디에스 (외 2인) 39.9%
	국민연금공단 (외 1인) 8.2%
	엠로우리스주 (외 1인) 1.2%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2023	63.2	4.7	-27.1	-26.5	-2,385	적전	8.1	-28.9	100.2	27.3	-67.7
2024	79.5	8.6	19.6	18.6	1,531	흑전	11.5	42.1	66.4	8.9	31.9
2025E	120.6	19.2	18.6	15.8	1,296	-15.4	22.1	38.4	26.9	5.8	16.4
2026E	125.7	24.9	24.3	19.8	1,630	25.8	27.8	30.5	20.7	4.9	17.4
2027E	144.5	36.4	35.8	28.5	2,347	44.0	39.3	21.2	14.1	4.0	20.6

자료: 엠로, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

엠로는 기업 내 구매 업무용 소프트웨어인 SRM(Supplier Relationship Management, 제품명: SMARTsuite, Caidentia SaaS)을 개발하여 국내 주요 산업(전자/전기, 자동차, 정유/화학, 건설 등 대형 제조사 위주)에 공급하는 소프트웨어 기업이다. 동사의 직접적인 고객사는 대기업 계열 SI사, 지주사이며, 제품 구축 영역에 필요한 인건비는 자사 임직원 인건비와 외주용역비가 55:45의 비율(2024년 기준)로 인력 채용 흐름 대비 가파른 수주 확대에 따라 외주용역비 비율이 높아지는 구조이다.

동사의 매출은 SW 라이선스 Fee, 구축/컨설팅 용역비, 기술지원 로열티(라이선스 Fee의 18% 매년 발생)로 구분된다. 동사의 경쟁 제품은 SAP Ariba(미국)의 On Demand Suite과 Microsoft(미국)의 Excel이 있다.

실적동향

동사의 매출액은 2021년 470억원 → 2022년 586억원 → 2023년 632억원 → 2024년 795억원으로, 구매 업무의 디지털 전환 흐름에 따라 동사가 대기업 위주로 제품 공급해오면서 외형 확대 흐름을 보이고 있는 것이다.

동사는 1Q25에 매출액 206억원(+41.0% yoy), 영업이익 10억원(+9억원 yoy), 순이익 11억원(+66.1% yoy)을 기록했다. 이는 정상적인 연간 매출액 성장 흐름에 더해 1Q25부터 시작된 삼성전자 차세대 SRM 시스템 구축(계약 규모 494억원, 2024. 06~2025. 10)이 반영되면서 분기 최대 실적을 달성한 것이다.

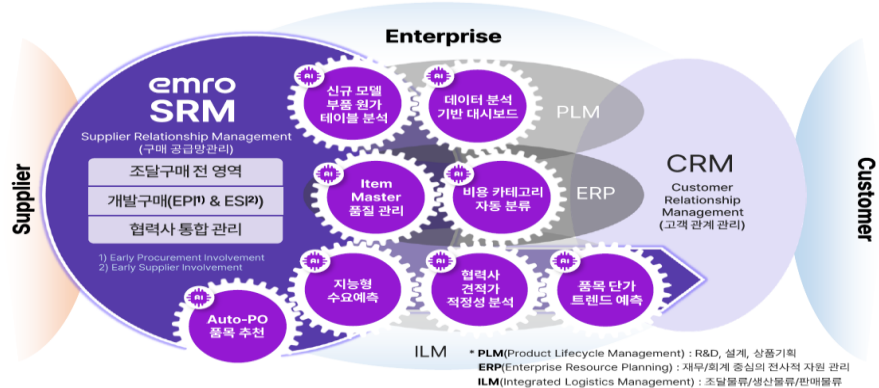
그림30 사업 내용

Direct Procurement	Spreading Auto-PO	Supplier Management
		
■ 양산제조 특화 구매조달 시스템 ■ 공급망 계획 및 공급망 실행과 밀접하게 연계 ■ 제품 기획/개발 단계부터 전사적인 원가 관리	■ AI 기반의 아이템 마스터 품질 관리 ■ 품목 프로파일링 및 'Should-be' PO 품목 유형 분석을 통한 AI 기반 Auto-PO 품목 추천 ■ AI 가격 예측 및 외부 시장가 비교를 통한 지속적인 계약 단가 적정성 체크	■ 품목 카테고리 별 다양하고 유연한 공급사 온보딩 프로세스 ■ 전략적인 협력사 성과 평가 ■ 협력사 차별화 관리 및 역량 강화

자료: 엠로, LS증권 리서치센터

그림31 사업 영역

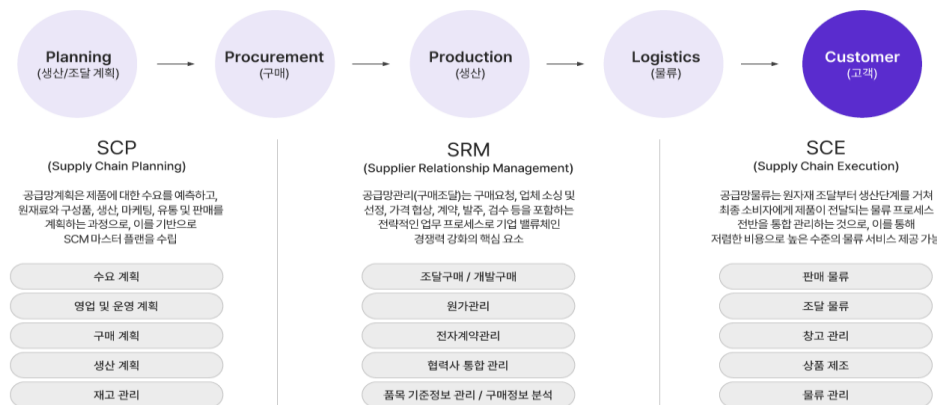
엠로는 SRM(구매 공급망관리) 전 영역을 사업 범위로 하고 있으며
엠로만의 AI 소프트웨어를 통해 기업의 구매 업무 혁신과 디지털 전환을 주도



자료: 엠로, LS증권 리서치센터

그림32 SCM의 이해

SCM Supply Chain Management



자료: 엠로, LS증권 리서치센터

그림33 주요 레퍼런스

공급망관리 소프트웨어 업계의 확고한 시장 선도자로서
다양한 산업군의 공급망관리 및 AI 기반 디지털 혁신 SW 구축 사례를 다수 보유



자료: 엠로, LS증권 리서치센터

투자포인트 ①: SRM SaaS 수출 확대 흐름

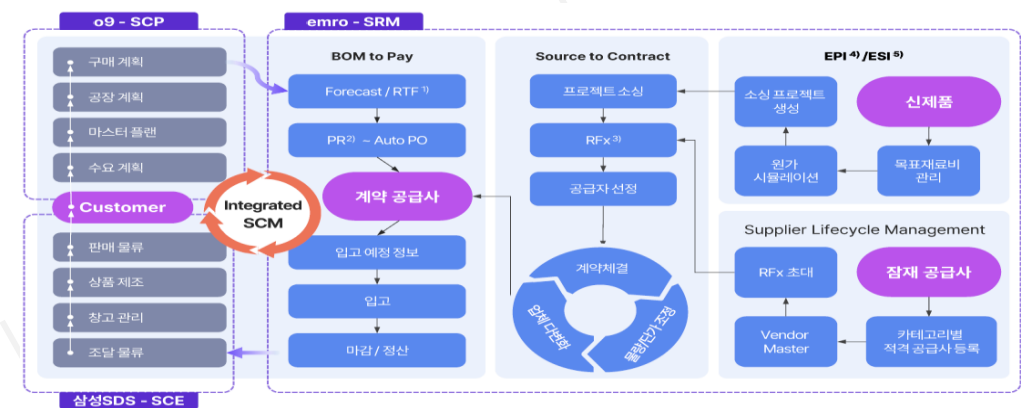
삼성SDS로 피인수: 엠로는 삼성SDS를 비롯한 국내 대기업 계열 SI에 자사의 SRM 솔루션을 모듈 형태로 공급해왔는데, 2023년 3월 15일 삼성SDS로부터 피인수 이후 삼성SDS Cello 솔루션 내 채택률이 증가한 것으로 추정된다. 이후 엠로의 3월 말 기준 구축용역+라이선스 수주 잔고는 2023년 3월 465억원 → 2024년 3월 610억원(+31.2% yoy) → 2025년 3월 1,040억원(+70.5% yoy)로 가파른 상승 흐름을 보였다.

북미 진출: 동사는 SRM SaaS 제품인 케이던시아를 개발하여 SRM 시장 규모가 국내 대비 10배 이상 큰 것으로 알려지는 북미 시장을 대상으로 영업 중이다. 시장 진출 방식은 협력사와의 공급망 솔루션 공동 제안(2023년 5월 협약 체결)하는 것으로 o9 Solution(미국, 비상장: SCP 솔루션 개발)와 삼성SDS(SCE 주력 개발 및 SCM 통합 솔루션 "Cello" 구축) 미국 법인이 케이던시아를 자사 솔루션과 결합하여 패키지로 제안하는 것이다.

o9 Solutions 개요: 협력사인 o9 Solutions는 2009년 미국에서 설립된 SCP SaaS(제품명: Digital Brain) 기업으로 미국 내 소비재 및 리테일 기업(Nestle, Walmart, Starbucks, Pepsico 등)을 주요 고객사로 두고 있으며, 자사 제품을 SAP IBP, Oracle SCM Cloud 등 기업용 SCM 솔루션에 SCP를 모듈 형태로 공급한다. 동사의 최근 매출액은 2021년 61백만 USD → 2023년(2022년 미공개) 121백만USD → 2024년 158백만USD로 CAGR +37.0%의 성장 흐름이다. 참고로 동사의 기업가치는 2023년 7월 시리즈 C 펀딩에서 3,700백만 USD 정도로 평가받았다.

케이던시아 레퍼런스: 엠로의 케이던시아 수주는 2024년 12월 Plexus(미국, EMS 사업), 2025년 3월 Modin(미국, HVAC 솔루션), 2025년 5월 미국 IT 세트사(미공개) 정도로 지속 확대 중이며, 향후 삼성SDS 및 o9 Solution의 글로벌 고객향으로 고객선이 확대될 가능성이 있다. 참고로 시장 자료에 따르면 2022년 미국 SRM SW 시장 규모는 2022년 12억 USD → 2030E 22억USD로 확대되며, 2024년부터 2030년까지 CAGR +8.3%의 성장 흐름을 보일 것으로 전망된다.

그림34 글로벌 SRM 프로세스(직접 구매 영역)



1) RTF: Response to Forecast 2) PR: Purchase Requisition 3) RFx: Request for Information / Quotation / Proposal
4) EPI: Early Procurement Involvement 5) ESI: Early Supplier Involvement

자료: 엠로, LS증권 리서치센터

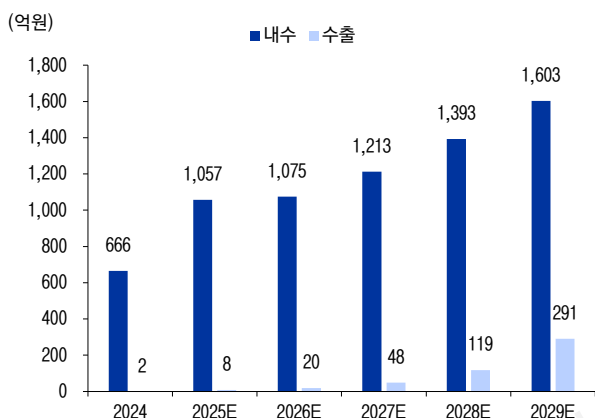
투자포인트 ②: 국내 클라우드 전환 흐름 → SaaS 전환 가속화

공공부문 클라우드 전환: 2024년에 발표된 제4차 클라우드 기본계획(2025~2027)에 정부혁신평가에 2025년부터 민간 클라우드 이용실적을 포함하겠다는 내용이 발표되면서 신규 시스템의 민간 클라우드 채택 및 기존 시스템의 민간 클라우드 전환이 기대된다. 또한, 클라우드 보안, 기능 측면에서 경쟁력이 높은 것으로 인정받는 글로벌 CSP가 공공 클라우드 시장 진출을 위한 보안 인증(CSAP '하' 등급: 각각 Azure 2024.12, GCP 2025.02, AWS 2025.04)을 취득하면서 국내 민간 클라우드 사업자 점유율이 높은 공공 부문 내 경쟁이 심화될 것으로 보인다.

금융부문 클라우드 전환: 국내 금융 당국은 2013년 대규모 금융전산 사고 이후 마련한 물리적 망분리 규제를 시행한 이후, 금융 R&D 환경 개선 및 다양한 SaaS 사용에 대한 업계의 호소에 따라 단계적으로 규제를 완화해왔다. 최근에는 생성형 AI가 대부분 인터넷 환경에서 웹 앱 형태로 제공되는 반면, 금융권에서 다루는 고객의 개인 정보를 생성형 AI에 적용하지 못하는 문제가 부각되었다. 이에 금융 당국은 금융기관의 생성형 AI 활용을 허용하면서도, 보안 이슈를 고려한 단계적인 완화 정책을 도입하고 있다.

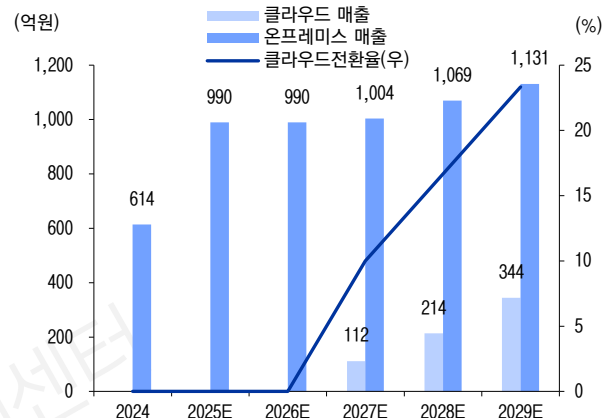
엠로의 누적 고객 600개사 중 의료/공공/금융 부문 고객사는 80여개로 현재의 공공/금융 부문 클라우드 전환에 엠로의 매출액이 유의미하게 영향을 받는다고 보기에 무리가 있다. 다만, 국내 기업 IT 환경 중 핵심부가 클라우드로 전환되는 과정에서 공공/금융 부문의 변화가 시발점이 될 것으로 보이며, 2027년 SAP의 온프레미스 제품 유지보수 중단 정책에 따라 클라우드 전환은 더 이상 미룰 수 없는 과제가 되었다. 이에 엠로가 제품 공급 형태의 SaaS 전환으로 수혜를 볼 것으로 기대된다.

그림35 지역별 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림36 대기업형 제품 형태별 매출액 추정



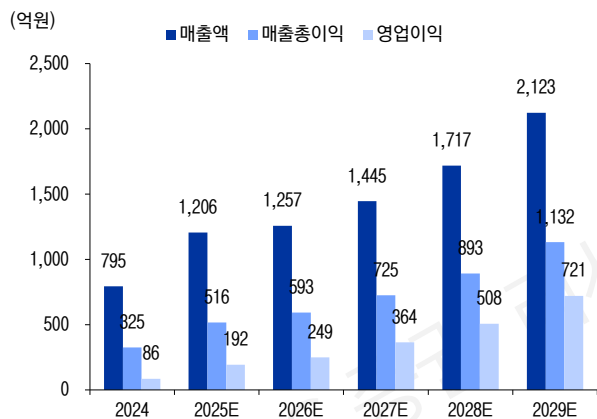
자료: LS증권 리서치센터

표6 연간 실적 추정

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	632	795	1,206	1,257	1,445
YoY	7.8%	25.8%	51.8%	4.2%	15.0%
구축용역	409	532	871	871	884
라이선스	78	83	119	119	120
기술지원	99	126	141	163	184
클라우드	46	54	75	105	257
내수	45	52	67	85	208
수출	0	2	8	20	48
YoY					
구축용역	12.8%	29.9%	63.9%	0.0%	1.5%
라이선스	-1.2%	5.6%	44.0%	0.0%	1.5%
기술지원	-0.2%	27.9%	11.7%	15.1%	13.1%
클라우드	0.4%	18.3%	38.4%	40.1%	145.6%
내수	0.2%	14.8%	28.3%	27.4%	145.7%
수출	33.3%	458.3%	300.0%	145.2%	145.2%
% of Sales					
구축용역	64.8%	66.9%	72.2%	69.3%	61.2%
라이선스	12.4%	10.4%	9.9%	9.4%	8.3%
기술지원	15.6%	15.9%	11.7%	12.9%	12.7%
클라우드	7.2%	6.8%	6.2%	8.3%	17.8%
내수	7.2%	6.5%	5.5%	6.8%	14.4%
수출	-	0.3%	0.7%	1.6%	3.3%
영업이익	47	86	192	249	364
% of sales	7.4%	10.8%	15.9%	19.8%	25.2%
% YoY	-28.1%	84.6%	123.3%	29.5%	46.3%

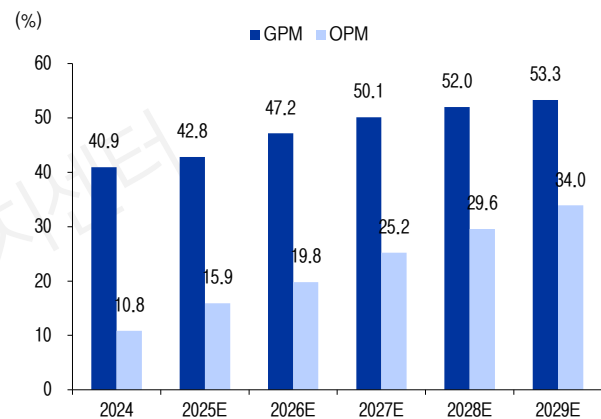
자료: LS증권 리서치센터

그림37 연간 실적 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림38 연간 마진율 추정



자료: LS증권 리서치센터

표7 엠로 PER Valuation

항목	2021	2022	2023	2024	2025E
Target PER(x)					52.1
EPS(원)					1,279
발행주식수(천주)					12,335
지배주주순이익(억원)	54	64	-267	186	158
추정 시가총액(억원)					8,221
현재주가(원)					49,800
추정주가(원)					66,600
상승여력(%)					33.7

자료: LS증권 리서치센터

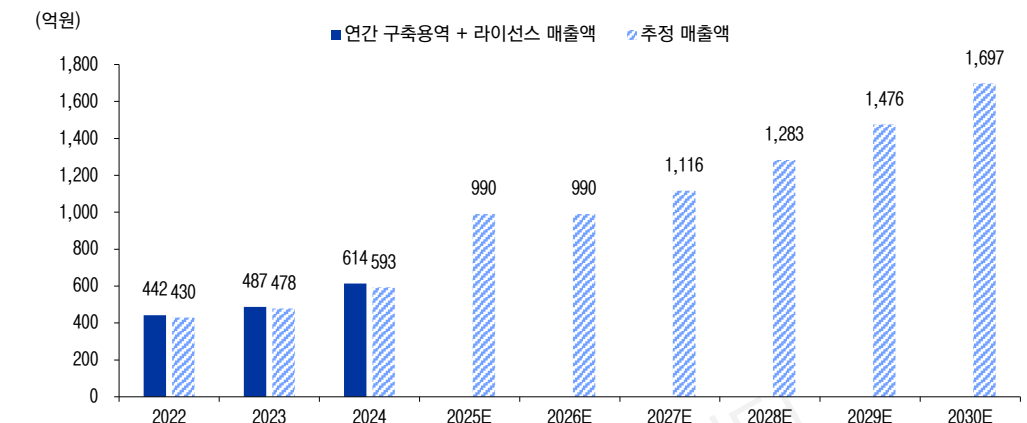
표8 기업용 소프트웨어 산업 내 PEER 실적 및 밸류에이션 컨센서스

(단위: 백만 USD)	사명	엠로	SAP	서비스나우	더존비즈온
티커		058970 (코스닥)	SAP (독일)	NOW(미국)	012510 (코스피)
시가총액		482	369,628	216,251	1,659
주가수익률	1 개월	10.0	-6.2	1.4	24.2
	3 개월	-0.4	16.5	42.0	44.7
	1 년	-10.5	36.4	29.5	0.2
매출액	2023	48	33,752	8,971	272
	2024	58	36,971	10,984	295
	2025E	89	44,204	13,020	324
	2026E	100	49,390	15,463	353
	2027E	114	55,651	18,368	386
영업이익	2023	4	6,272	762	55
	2024	6	5,046	1,364	65
	2025E	14	12,160	3,973	73
	2026E	20	14,123	4,859	83
	2027E	29	16,606	5,945	97
OP margin(%)	2023	7.4	18.6	8.5	20.4
	2024	10.8	13.6	12.4	21.9
	2025E	15.9	27.5	30.5	22.6
	2026E	19.8	28.6	31.4	23.5
	2027E	25.2	29.8	32.4	25.2
PER(x)	2023	n/a	43.1	82.6	19.8
	2024	40.0	88.2	150.9	29.4
	2025E	38.4	41.2	63.0	33.8
	2026E	30.5	34.8	52.7	29.2
	2027E	21.2	29.5	43.8	25.6
ROE(%)	2023	-67.7	14.7	27.3	4.8
	2024	31.9	7.1	16.5	15.8
	2025E	16.4	15.2	22.4	12.4
	2026E	17.4	16.7	20.2	13.1
	2027E	20.6	18.1	19.5	13.1

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

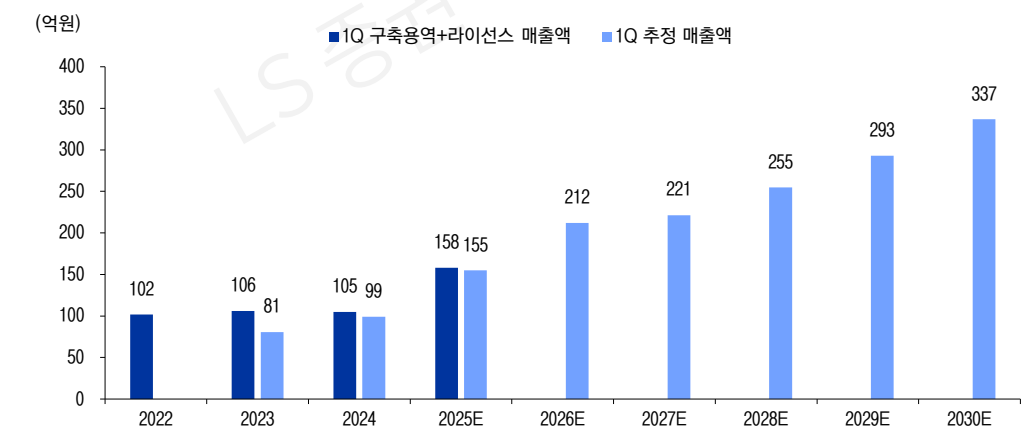
주: 2025년 7월 7일 종가 기준, 엠로는 당사 추정치 기준

그림39 연간 구축용역 + 라이선스 매출액 추정



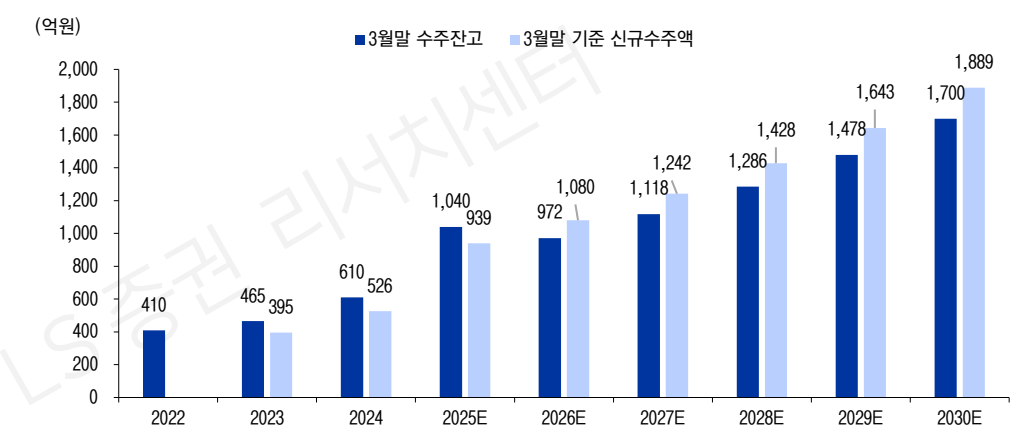
자료: LS증권 리서치센터, 주: 추정값 = 1Q 구축용역 + 라이선스 매출액 + 3월말 수주잔고 * 80%

그림40 1Q 구축용역 + 라이선스 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터, 주: 1Q 구축 & 라이 추정값 = 작년 3월말 수주잔고 * 10% + 3월말 기준 신규수주액 * 10%

그림41 3월말 수주잔고 및 신규수주액 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터, 주: 3월말 수주잔고 = 작년 3월말 수주잔고 10% + 3월말 기준 신규수주액 - 1Q 구축&라이 매출액

엠로 (058970)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	27.5	36.9	39.6	60.1	83.2
현금 및 현금성자산	11.1	21.7	21.4	41.4	62.9
매출채권 및 기타채권	6.4	8.1	11.0	11.5	13.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.9	7.1	7.1	7.1	7.1
비유동자산	64.1	65.5	84.6	84.4	91.6
관계기업투자등	3.3	1.6	2.5	2.6	3.0
유형자산	12.7	14.4	12.5	10.7	8.9
무형자산	6.7	8.7	7.7	6.6	5.5
자산총계	91.6	102.4	124.2	144.5	174.8
유동부채	59.5	9.2	15.2	15.7	17.4
매입채무 및 기타채무	9.6	5.3	11.2	11.7	13.5
단기금융부채	47.1	0.7	0.7	0.7	0.7
기타유동부채	2.9	3.3	3.3	3.3	3.3
비유동부채	3.2	4.2	4.3	4.3	4.3
장기금융부채	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	1.7	2.6	2.6	2.7	2.7
부채총계	62.7	13.4	19.4	19.9	21.7
지배주주지분	28.3	88.5	104.2	124.0	152.5
자본금	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	21.4	65.6	65.6	65.6	65.6
이익잉여금	-7.2	11.2	27.0	46.8	75.3
비지배주주지분(연결)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	28.9	89.0	104.7	124.6	153.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	6.7	14.2	0.6	20.1	21.8
당기순이익(손실)	-26.5	18.6	15.8	19.8	28.5
비현금수익비용가감	38.0	-3.2	-18.3	0.4	-6.7
유형자산감가상각비	1.1	1.8	1.8	1.8	1.8
무형자산상각비	2.3	1.1	1.1	1.1	1.1
기타현금수익비용	34.6	-6.2	-21.2	-2.6	-9.7
영업활동 자산부채변동	-4.4	-0.1	3.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	2.4	-1.1	-2.9	-0.5	-1.7
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.5	-1.3	6.0	0.5	1.8
기타자산, 부채변동	-6.3	2.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-2.7	-8.2	-0.8	-0.1	-0.4
유형자산처분(취득)	-1.2	-5.3	0.0	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-1.3	-2.5	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.2	0.0	-0.8	-0.1	-0.4
기타투자활동	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	3.5	4.5	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	3.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	7.4	10.6	-0.2	20.0	21.4
기초현금	3.7	11.1	21.7	21.4	41.4
기말현금	11.1	21.7	21.4	41.4	62.9

자료: 엠로, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	63.2	79.5	120.6	125.7	144.5
매출원가	39.0	46.9	69.0	66.4	72.0
매출총이익	24.2	32.5	51.6	59.3	72.5
판매비 및 관리비	19.5	23.9	32.4	34.4	36.1
영업이익	4.7	8.6	19.2	24.9	36.4
(EBITDA)	8.1	11.5	22.1	27.8	39.3
금융손익	-1.1	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
이자비용	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.6	11.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-27.1	19.6	18.6	24.3	35.8
계속사업법인세비용	-0.6	1.0	2.8	4.5	7.3
계속사업이익	-26.5	18.6	15.8	19.8	28.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-26.5	18.6	15.8	19.8	28.5
지배주주	-26.7	18.6	15.7	19.8	28.5
총포괄이익	-26.7	17.5	15.8	19.8	28.5
매출총이익률 (%)	38.2	40.9	42.8	47.2	50.1
영업이익률 (%)	7.4	10.8	15.9	19.8	25.2
EBITDA 마진률 (%)	12.8	14.5	18.3	22.1	27.2
당기순이익률 (%)	-41.9	23.4	13.1	15.7	19.8
ROA (%)	-32.4	19.2	13.9	14.8	17.9
ROE (%)	-67.7	31.9	16.4	17.4	20.6
ROIC (%)	5.7	12.5	21.6	24.4	33.7

주요 투자지표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-28.9	42.1	38.4	30.5	21.2
P/B	27.3	8.9	5.8	4.9	4.0
EV/EBITDA	100.2	66.4	26.9	20.7	14.1
P/CF	67.1	51.1	n/a	30.1	27.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	7.8	25.8	51.8	4.2	15.0
영업이익	-28.1	84.6	123.3	29.5	46.3
세전이익	적전	흑전	-4.9	30.4	47.4
당기순이익	적전	흑전	-14.9	25.0	44.4
EPS	적전	흑전	-15.4	25.8	44.0
안정성 (%)					
부채비율	217.5	15.1	18.6	16.0	14.2
유동비율	46.1	400.8	260.6	383.6	478.0
순차입금/자기자본(x)	129.3	-21.9	-18.3	-31.5	-39.6
영업이익/금융비용(x)	4.1	8.5	19.0	24.5	35.9
총차입금 (십억원)	48.5	2.3	2.3	2.3	2.3
순차입금 (십억원)	37.3	-19.5	-19.2	-39.2	-60.7
주당지표(원)					
EPS	-2,385	1,531	1,296	1,630	2,347
BPS	2,524	7,276	8,572	10,202	12,549
CFPS	1,029	1,263	n/a	1,656	1,793
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

케이아이엔엑스 (093320)

2025. 7. 8

스몰캡

신규 데이터센터 실적 기대감 + 클라우드 전환

Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

과천데이터센터 실적 반영 & 이익 규모 대비 낮은 감가상각비

동사는 총 수전용량 20MW(고객제공 10MW, 나머지는 냉각 및 UPS 등 설비 전용)에 달하는 과천데이터센터(건설 기간: 2022. 02~2024. 08)를 활용하여 상면 매출액 기준 3.5배에 달하는 실적을 달성할 수 있게 되었다. 동 센터의 감가상각 증분과 3Q23 대비 늘어난 600억원 정도의 차입금에 대한 연간 이자는 총 86억 원 규모로 2025년은 BEP, 2026년부터 본격적으로 이익 기여할 것으로 보인다.

국내 전반적인 클라우드 전환 흐름에 클라우드 허브 수혜 기대

공공·금융·민간 부문이 클라우드 전환을 진행하면 재해 복구, 다양한 서비스 이용 등의 목적으로 멀티 클라우드를 운용할 가능성이 크다. 실제로 멀티 클라우드는 2024년 기준 글로벌 클라우드 활용 조직 중 86%가 활용하고 있을 정도로 표준적인 활용 행태이다. 이에 멀티 클라우드 이용 고객에게 IDC 간 전용 고속회선 서비스를 제공하는 동사의 클라우드 허브 사업이 수혜를 입을 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 114,000원으로 커버리지 개시

케이아이엔엑스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 114,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산출한 142,000원에 에스피소프트의 연결 영업이익 중 장기 예상 기여분인 20%를 할인하였다.

동사의 과천 데이터센터가 Full CAPA에 도달하는 시점을 2027년으로 가정하고, 이에 대한 상면 매출액 규모를 기존 상면 매출액 대비 2.5배인 263억원 수준으로 두고 2025년~2027년 기간 동안 일정 수준으로 증가하는 것으로 추정하였다.

또한, 동 센터의 회선 매출액 흐름은 동사 실적의 Risk에 해당하는데, 이에 대해서는 2029년에 상면 매출액과 회선 매출액이 동일해진다고 가정하고 추정하였다. 참고로 2024년의 기존 설비 상면 매출액 대비 회선 사용료 매출액은 약 4.5배 수준이다. 클라우드 허브 부문의 경우 공공 부문의 클라우드 전환 및 금융부문 망분리 관련 제도 개선이 예상되는 2026년부터 매출액 성장률 20%(과거 yoy 성장률 범위 12.1%~59.8%로 추정됨)를 적용하였다.

Buy (신규)목표주가 (신규) **114,000 원**현재주가 **87,400 원**상승여력 **30.4 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (07/07)	778.46 pt
시가총액	4,265 억원
발행주식수	4,880 천주
52 주 최고가/최저가	99,900 / 61,200 원
90 일 일평균거래대금	24.05 억원
외국인 지분율	30.7%
배당수익률(25.12E)	0.7%
BPS(25.12E)	42,187 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 7.4%
	6개월 4.6%
	12개월 2.1%
주주구성	가비아 (외 6인) 39.9%
	Utilico Emerging 5.3%
	자사주 (외 1인) 0.9%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2023	122.7	26.6	33.3	26.9	5,104	-3.2	41.6	19.5	11.0	2.9	15.8
2024	138.9	23.7	22.0	18.3	3,736	-26.8	41.9	20.5	9.7	2.0	10.1
2025E	155.1	26.5	26.5	20.7	4,037	8.0	47.6	21.7	9.3	2.1	9.9
2026E	180.1	39.6	39.6	30.7	6,020	49.1	60.7	14.5	6.8	1.8	13.3
2027E	201.2	47.7	47.7	36.9	7,316	21.5	68.7	11.9	5.5	1.6	14.2

자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

동사의 주력 사업인 IDC 사업(코로케이션 사업)은 자체 데이터센터를 설립하기 어렵거나 효율적인 클라우드 환경을 원하는 데이터 센터 수요자가 비용을 지불해서 얻은 서버와 장비를 보관·관리해주고 인터넷 회선에 연결, 기타 장비 임대를 해주는 것이다. 동사는 데이터센터 인프라와 네트워크 인프라를 기반으로 코로케이션, 클라우드 허브, IX, CDN, 퍼블릭 클라우드 서비스를 제공한다. 동사의 경쟁사는 국내 통신사, 국내 SI 기업, Equinix(미국), DigitalRealty(미국) 등이 있다.

동사는 회선을 자체 공급하는 것이 아닌 제3자(ISP, Internet Service Provider: 통신사 등)로부터 조달하는 중립 데이터센터 사업자이다. 이에 고객에게 경쟁 입찰을 통해 저렴하게 조달한 회선을 제공할 수 있다는 점이 동사의 경쟁력이다. 국내 클라우드 산업 규모의 확대와 중립 IDC 사업자로서 동사의 경쟁력은 매출액 지속 성장의 근거가 된다.

동사의 IX 사업은 MSO(Multiple System Operator: DLive, LG HelloVision, 현대HCN 등)에게 초고속인터넷 가입자용 상호연결 서비스를 제공하는 것이다. 해당 부문 매출액은 연간 100억원 수준으로 발생하고 있다.

표9 클라우드 관련 사업 목록

분류	사업내용	국내 기업	해외 기업
① 클라우드 인프라 구축 연관 사업			
코로케이션	데이터센터 내 공간 임대 및 회선 제공	통신사, 대형 SI, 케이아이엔엑스	Equinix, Digital Realty, 해외 통신사
② 클라우드 운영 연관 사업			
클라우드 허브 서비스	멀티 클라우드를 활용하는 기업에게 안정적/고속 데이터 전송이 가능하도록 전용 회선 제공	통신사, 케이아이엔엑스	Equinix, Digital Realty, 해외 통신사
CDN 서비스	캐싱, 분산 스토리지 기술을 활용해 게임, 미디어 등의 대용량 데이터를 최종 고객에게 전송	통신사, 가비아, 케이아이엔엑스, 씨디네트웍스	Akamai, Cloudflare, 글로벌 CSP
③ 퍼블릭 클라우드 사업			
IaaS (Infrastructure as a service)	서버, 스토리지, 네트워크 등 IT 인프라 자원을 임대하는 서비스	네이버, KT, NHN	AWS, Google, Microsoft, Oracle
PaaS (Platform as a service)	어플리케이션 개발/배포를 위한 DBMS, WAS 등 미들웨어를 제공(IaaS와 별개의 서비스).	네이버, KT, NHN	AWS, Google, Microsoft, Oracle
SaaS (Software as a service)	파일을 온프레미스에서 설치, 구축 없이 웹 환경에서 실행할 수 있도록 한 소프트웨어를 제공.	더존비즈온, 가비아, 한글과컴퓨터, 네이버, 카카오	소프트웨어 기업 다수

자료: LS증권 리서치센터

투자포인트 ①: 과천 데이터센터 완공으로 대형사 고객 확보

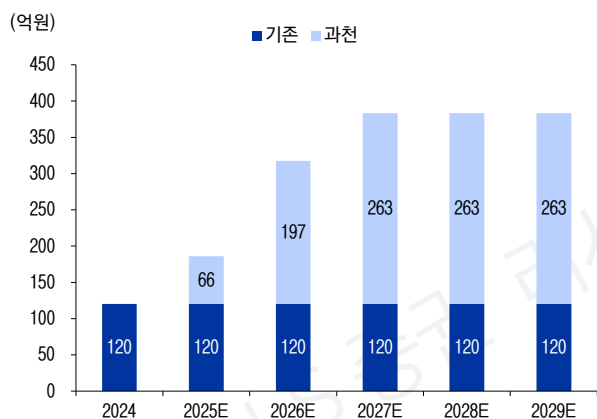
동사는 총 수전용량 20MW(고객제공 10MW, 나머지는 냉각 및 UPS 등 설비 전용)에 달하는 과천데이터센터(건설 기간: 2022. 02~2024. 08)를 활용하여 상면 매출액 기준 3.5배에 달하는 실적을 달성할 수 있게 되었다. 이는 동 센터의 면적은 동사의 기존 코로케이션 인 프라(임차 포함)와 유사한 정도이나, 전력량이 기존(4MW)의 2.5배 수준이기 때문이다.

상면 매출액 추정: 2Q25 기준 동 센터의 계약률은 50% 정도(1~2층 계약률 高)로 파악되며, 올해 말까지 80%(안정성을 고려한 Full Capa) 계약률을 달성하고 2027년에는 고객의 설비를 모두 입주하는 것이 동사의 계획이다. 동사의 계획이 달성된다면 상면 매출액은 2024E 120억원 → 2027E 383억원(증분 263억원 = 2024년 별도 매출액의 27.9%)로 증가할 수 있다.

손익분기점: 한편 동 센터의 감가상각 증분 70억원 및 3Q23 대비 늘어난 600억원 정도의 차입금(동사의 투자액은 878억원)에 대한 연간 이자 16억원 정도, 총 86억원의 연간 비용을 고려하면 2025년은 BEP 수준(과천IDC 한정)에 머무를 것으로 전망된다. 이유는 2025년 고객 설비 입주가 가동률 50% 수준으로 이루어지기 어려우며, 본격적인 설비 입주가 3Q25부터 이루어질 것으로 보이며, 손익분기 연간 가동률이 25% 수준으로 추정되기 때문이다.

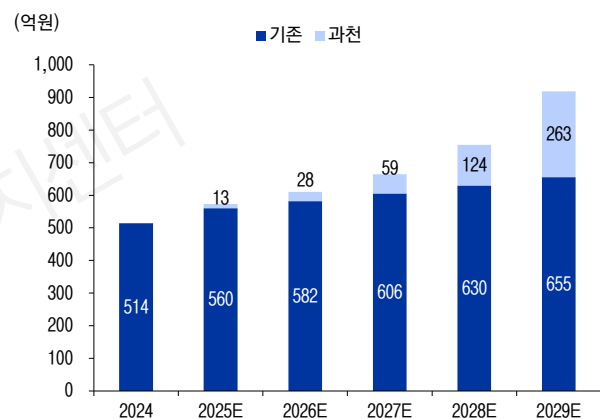
회선 매출액 추정: 한편 동 센터에서 발생할 회선 매출액은 고객의 네트워크 사용량에 대한 예측이 불가능 하므로 추정이 어려우며 Risk 영역으로 두는 것이 적절해 보인다. 다만 당사는 동 센터의 상면 매출액과 회선 매출액이 같아지는 시점이 2029년으로 가정한다. 해당 매출액 규모는 263억원(=기존 데이터 센터에서 발생할 것으로 추정되는 회선 매출액인 655억원 대비 40% 수준)으로 총 수전용량 차이와 비교해 상당히 낮은 수준이다. 참고로 네트워크 사용량과 수전용량 사이의 약한 양의 상관관계가 존재한다.

그림42 상면 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림43 회선 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터

투자포인트 ②: 글로벌 CSP 공공 진출 → 클라우드 허브 서비스 수혜

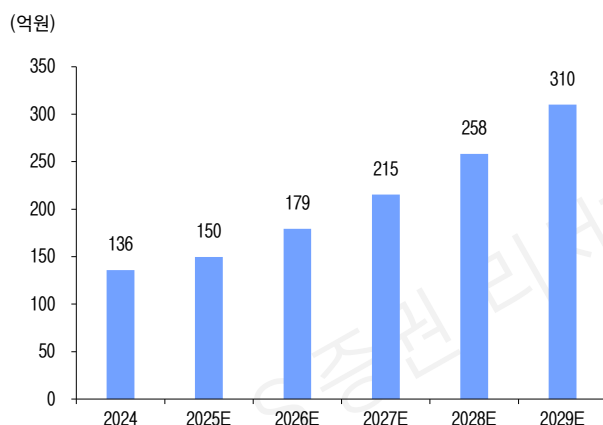
2024년에 발표된 제4차 클라우드 기본계획(2025~2027)에 정부혁신평가에 2025년부터 민간 클라우드 이용 실적을 포함하겠다는 내용이 발표되면서 신규 시스템의 민간 클라우드 채택 및 기존 시스템의 민간 클라우드 전환이 기대된다. 또한, 클라우드 보안, 기능 측면에서 경쟁력이 높은 것으로 인정받는 글로벌 CSP가 공공 클라우드 시장 진출을 위한 보안 인증(CSAP '하' 등급: 각각 Azure 2024.12, GCP 2025.02, AWS 2025.04)을 취득하면서 국내 민간 클라우드 사업자 점유율이 높은 공공 부문 내 경쟁이 심화될 것으로 보인다.

2023년 정부 IT 시스템 수 기준 공공 부문의 클라우드 활용률은 27.9%이며, 이 중 민간 클라우드 비중은 41.5%로 네이버, KT, NHN 등 국내 CSP의 서비스가 주로 활용되었다. 공공 부문 IT 담당자는 클라우드 전환의 가장 큰 고려 요소인 보안 측면에서 우수한 글로벌 CSP의 서비스를 추가 도입하는 것이 IT 인프라 운영상 안정적이기 때문에 향후 국산 클라우드 & 외산 클라우드의 멀티 클라우드를 운용할 가능성이 높다.

케이아이엔엑스는 멀티 클라우드 간의 데이터 이동을 안전하고(보안 포인트 확대, 재해복구 가능성 증대 등) 원활하게(고속 데이터 전송) 하는 전용망(공유망과는 달리 회선이 특정 기업 전용으로 사용됨) 서비스를 공급함에 따라 공공 부문에서 클라우드 허브 서비스 부문 매출액이 증가할 가능성이 있다. 다만, 공공부문 고객의 서비스 사용률 증가 흐름만으로는 유의미한 동 부문의 매출액 성장을 이끌어내기 힘든 것으로 파악된다.

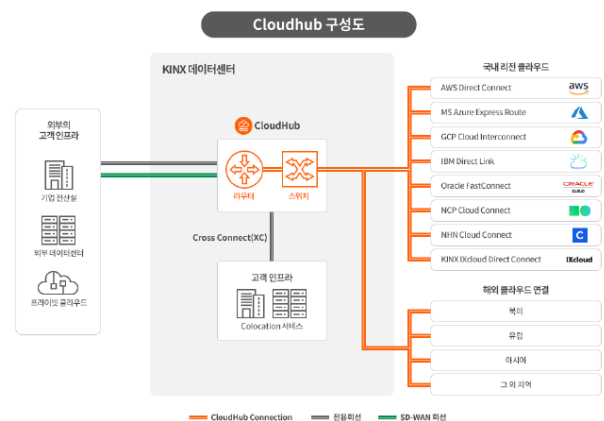
그러나 국내 전반적인 클라우드 전환 흐름은 동 부문의 매출액 흐름에 긍정적이다. 이유는 클라우드 전환이 확대될수록 멀티 클라우드 채택률이 증가하기 때문이다. 만약 단일 CSP를 활용하는 정책 하에서는 ①클라우드 사용량이 늘어날수록 특정 CSP의 정책에 대한 종속성이 높아지고, ②마켓플레이스 내 다양한 서비스에 대한 접근성이 떨어지며, ③유사시 대처 능력이 감소하기 때문이다. 이에 당사는 동 부문 매출액이 2020~2024년 CAGR +40%(추정) 이상의 성장 흐름을 보인 이후 2025년부터 매년 +20% 수준의 실적 성장 흐름을 유지할 것으로 전망한다.

그림44 클라우드 허브 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림45 클라우드 허브 개념도



자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

표10 연간 실적 추정

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,227	1,389	1,551	1,801	2,012
YoY	10.6%	13.2%	11.6%	16.1%	11.7%
IDC	725	770	909	1,107	1,263
코로케이션 등	604	634	759	928	1,048
상면 매출	120	120	186	318	383
기존	120	120	120	120	120
과천	0	0	66	197	263
회선 매출	483	514	573	610	665
기존	483	514	560	582	606
과천	0	0	13	28	59
클라우드 허브 서비스	121	136	150	179	215
IX	98	107	98	100	101
CDN	42	41	41	41	41
Cloud	11	13	13	13	13
종속기업(에스피소프트)	348	445	490	540	594
YoY					
IDC	15.8%	6.2%	18.0%	21.8%	14.1%
코로케이션 등	9.8%	5.0%	19.7%	22.2%	12.9%
상면 매출	0.3%	0.0%	54.7%	70.7%	20.7%
기존	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
과천				200.0%	33.3%
회선 매출	15.3%	13.1%	6.4%	6.5%	8.9%
기존	15.3%	13.1%	4.0%	4.0%	4.0%
과천				111.5%	111.5%
클라우드 허브 서비스	59.8%	12.1%	10.0%	20.0%	20.0%
IX	1.3%	8.4%	-8.2%	2.2%	0.7%
CDN	7.8%	-3.8%	0.0%	0.1%	0.9%
Cloud	-32.6%	25.3%	0.1%	-0.5%	-4.7%
종속기업(에스피소프트)	6.5%	27.9%	10.1%	10.1%	10.1%
% of Sales					
IDC	59.1%	55.4%	58.6%	61.5%	62.8%
코로케이션 등	49.2%	45.7%	49.0%	51.5%	52.1%
상면 매출	9.8%	8.7%	12.0%	17.6%	19.0%
기존	9.8%	8.7%	7.8%	6.7%	6.0%
과천	0.0%	0.0%	4.2%	11.0%	13.1%
회선 매출	38.8%	38.8%	37.0%	33.9%	33.0%
기존	38.8%	38.8%	36.1%	32.3%	30.1%
과천	0.0%	0.0%	0.8%	1.5%	2.9%
클라우드 허브 서비스	9.9%	9.8%	9.6%	10.0%	10.7%
IX	8.0%	7.7%	6.3%	5.6%	5.0%
CDN	3.4%	2.9%	2.6%	2.3%	2.0%
Cloud	0.9%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%
종속기업(에스피소프트)	28.4%	32.0%	31.6%	30.0%	29.6%
영업이익	259	266	237	265	396
% of sales	21.1%	19.1%	15.3%	14.7%	19.7%
% YoY	31.1%	2.7%	-10.7%	11.8%	49.3%

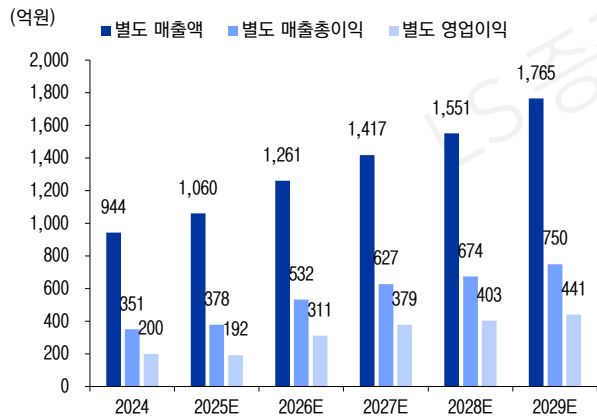
자료: LS증권 리서치센터

표11 분기 실적 추정

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	307	315	347	420	394	354	398	414
YoY	4.6%	0.3%	13.4%	34.1%	28.4%	12.5%	14.4%	-1.3%
IDC/CDN 등	281	289	320	391	365	330	373	389
IX	25	26	27	29	29	24	25	25
YoY								
IDC/CDN 등	5.0%	0.5%	14.0%	35.9%	29.7%	14.1%	16.4%	-0.6%
IX	-0.1%	-1.0%	6.1%	13.1%	14.4%	-5.8%	-9.0%	-11.8%
% of Sales								
IDC/CDN 등	91.7%	91.9%	92.2%	93.2%	92.6%	93.2%	93.8%	93.9%
IX	8.3%	8.1%	7.8%	6.8%	7.4%	6.8%	6.2%	6.1%
영업이익	59	62	57	59	49	45	68	75
% of sales	19.2%	19.8%	16.4%	14.1%	12.5%	12.6%	17.0%	18.2%
% YoY	-11.1%	-19.3%	-15.4%	7.9%	-16.2%	-28.2%	18.6%	27.9%

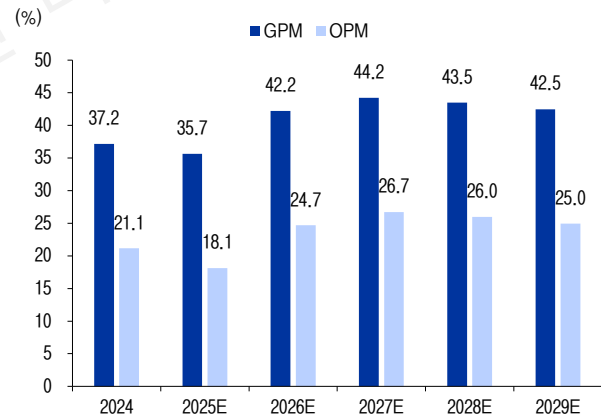
자료: LS증권 리서치센터

그림46 연간 실적 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

그림47 연간 마진율 추정 (별도 기준)



자료: LS증권 리서치센터

표12 DCF Valuation

(단위: 억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
세후 지배주주귀속당기순이익	181	195	291	354	379	420	
영업외손익	17	0	0	0	0	0	
세율	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	
NOPLAT	194	195	291	354	379	420	
비현금비용	181	211	211	211	211	211	
-순운전자본 증감	-59	7	-40	-15	-25	-27	
-CAPEX	-1,414	-145	-147	-149	-151	-153	
FCF	-1,098	267	315	401	414	450	456
Discount Factor		94.5%	89.3%	84.4%	79.8%	75.4%	
PV of FCF		252	281	338	330	340	
Σ PV of FCFs		1,542					
Terminal Value							
Terminal Growth Rate	0%						
WACC	5.80%						
TV	7,770						
Discount Factor	71.3%						
PV of TV	5,542						
EV & TP							
OA	7,084						
NOA	50						
EV	7,134						
순부채	208						
이자지급성부채	607						
현금성자산	399						
우선주	0						
주식연계채권(CB 등)	0						
현재 시가총액	4,348						
추정 시가총액	6,926						
발행주식수	4,880,000						
적정주가	113,538	에스피소프트의 연결 영업이익 중 기여분 20% 할인					
현재주가	87,400						
Upside Potential	29.9%						

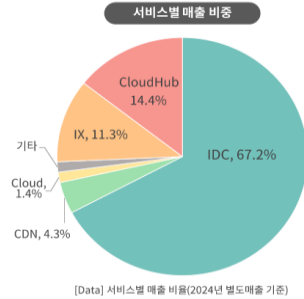
자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

그림48 사업 부문

KINX가 제공하는 인터넷 인프라 서비스는
IDC, CloudHub, IX, CDN, 클라우드 서비스로 구분할 수 있습니다.

최근 5년 동안은 IDC 서비스와 CloudHub 서비스를 중심으로 성장하고 있으며, 24년 기준 IDC 서비스는 전체 매출의 약 67%, CloudHub 서비스는 약 14%, IX 서비스는 약 11%를 차지하고 있습니다. 이와 함께 신규 과천 데이터센터를 통해 IDC 서비스의 매출 비중은 향후 대폭 증가할 것으로 예상됩니다. CloudHub 서비스는 IDC 서비스 내 네트워크 서비스로 분류하고 있었으나 2023년부터 IX 서비스 매출액을 넘어서며 추가 구분하였으며, 국내 클라우드 시장 성장과 함께 지속적으로 성장할 것으로 기대하고 있습니다.



Service Category	Share of Revenues (100% in total) *approximately	Sales/Cost Factor
IDC	67.2%	Rack power consumption, Network(Traffic)
CloudHub	14.4%	Network(Traffic)
IX	11.3%	Network(Traffic) *Port charge
CDN	4.3%	Contents capacity(storage), Network(Traffic)
Cloud	1.4%	Resource usage(VM), Network(Traffic)

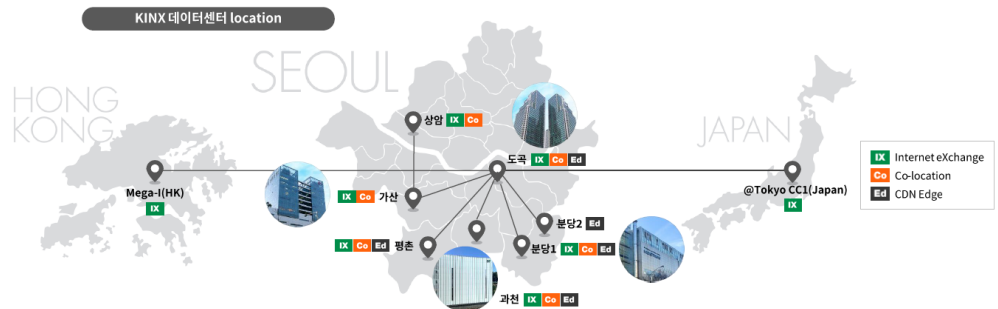
자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림49 데이터센터 인프라 현황

KINX의 데이터센터는 도곡센터를 시작으로 확장하고 있으며, 모든 센터는 네트워크로 연결되어 있습니다.

자가센터인 도곡센터를 중심으로 가산, 상암, 분당 지역에 LGCNS, 삼성SDS, Hostway와 같은 당사의 다양한 인프라 제공이 가능한 IDC사업자들의 IDC를 임차하여 고객에게 서비스를 제공하고 있습니다. 또, 일본과 홍콩에는 글로벌 네트워크 거점(PoP)을 두고 있습니다. 이와 함께, 인프라 추가 확장을 위해 과천에 신규로 자가 데이터센터 건설을 완료*하였습니다.

*2024년 8월 21일 준공 승인, 동년 12월 서비스 오픈 완료

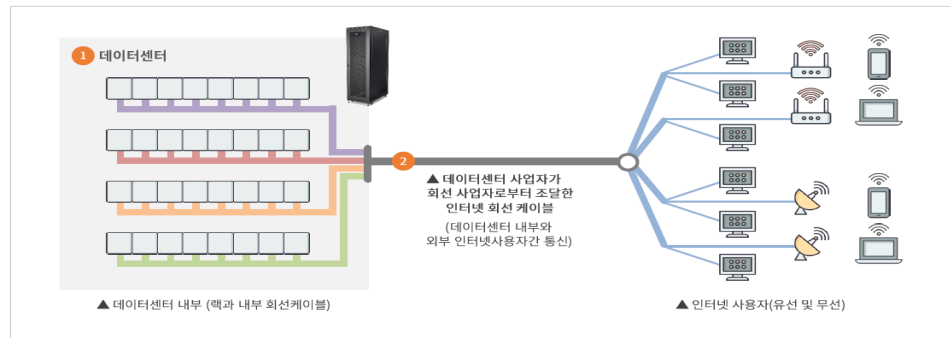


자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림50 IDC 서비스 요금 부과 구조

IDC 서비스의 요금 부과 구조는 크게 2가지로 볼 수 있습니다.

고객이 사용하는 랙(Rack)의 수량과 랙당 필요전력량에 따라 ① 공간사용료를 매월 부과하고, 고객의 전산장비와 인터넷 사용자 및 고객이 원하는 국내외의 추가 연결서비스 등 고객이 사용하는 각 연결서비스 당 트래픽량에 따라 ② 회선사용료를 매월 부과합니다. 즉, 고객이 사용하는 데이터센터 공간(상면, Numbers of Racks)과 연결 서비스 트래픽량(Network traffic)에 따라 매월 요금을 부과하는 구조입니다.

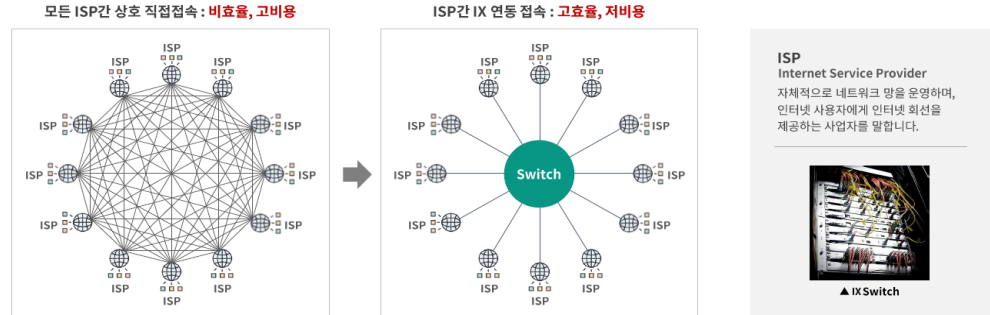


자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림51 IX 사업 개요

IX는 네트워크 망을 보유한 ISP들을
경제적이고 효율적으로 연결하는 인터넷통신 교환시설입니다.

물리적으로 '스위치(switch)'라는 통신장비를 운영하는 있는 시설입니다. IX 고객인 ISP는 자신의 네트워크 망과 연결된 회선을
스위치에 연결함으로써 스위치에 연결되어 있는 타 ISP와 경제적이고 효율적으로 인터넷 통신을 할 수 있게 됩니다.



자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림52 IX 사업 고객군

KINX IX 고객은 ISP를 기본으로
컨텐츠를 인터넷 사용자에게 전송하고자 하는 CP, CSP 고객들도 있습니다.

ISP에는 딜라이브, 현대HCN, LG헬로비전, ABN 등과 같은 MSO와 국내의 회선사업자가 있으며,
네이버, 카카오, 드림팩스와 같은 CP, 아마존, MS, 구글, 오라클, 네이버와 같은 CSP들이 있습니다.

www.peeringdb.com

PeeringDB		
Advanced Search Legacy Search		
Exchanges (1) KINX	Networks (2) KINX (2024) KINX Transit (2025)	Facilities (5) KINX Suwon KINX Seoul KINX Gyeongju KINX Daejeon KINX Suwon

국내 ISP(MSO/SO) 부문



국내 기타 ISP 부문



국내외 CP/CSP 부문



자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

그림53 과천데이터센터 개요

KINX는 과천 데이터센터를 바탕으로 더욱 큰 Step-Up을 기대하고 있습니다.

KINX는 새로운 데이터 센터를 통해 고객에게 대규모 자원운용 공간 뿐만 아니라 최첨단 인프라와 보다 강화된
고객맞춤형(중립적) 서비스를 제공할 수 있게 됩니다. KINX는 고사양의 데이터센터 인프라와 네트워크 집적도가 높은 전략적인
고객 유치를 기대하며 적극적으로 영업을 추진하고 있습니다. 본 센터를 통해 한 단계 더 비약적인 성장을 할 수 있는 기회가 될 것이며,
중립적 데이터센터 서비스 사업자로서의 포지셔닝을 보다 더 공고히 할 수 있을 것으로 기대합니다.



▲ 과천 신사옥과 데이터센터 조감도 (과천 지식정보타운 내)

과천 데이터센터 관련 추정 참고 정보

- 전체 투자비 : 약 1,800억원 규모**
가. 데이터센터에 해당하는 건물, 시설비 전체 예산규모임.
나. 자체 내부보유 현금 및 공사 기간 이익/현금흐름 및 지리의 산업시설대출로 전체 투자비 총당 가능
→ 2024년 12월 말 기준 차입금 약 715억원 (순차적으로 상환 진행 중)
- 건설 및 운영 규모**
가. 수전용량 20Mw 중 고객제공 전력량(IT Load) 10Mw, 별도 예비수전 20Mw(유사시에만 사용)
(고객제공 전력량 기준 기존 센터(도곡+가산+상암+분당) 전력량의 2.5배 수준)
나. 설계 PUE 1.3 (그린데이터센터 설계 인증, 기준 1.5~1.6 수준)
- 운영/수익 목표**
가. 2024년 12월 서비스 오픈 완료 → 2025년 말까지 80%(Full-CAPA) **계약** 목표
나. 감가상각비 연간 70억 수준 발생 → 2024년 9월부터 일부 발생, 12월부터 Fully 반영(월 6억원 대)

신규 데이터센터는 기존의 센터들을 유지하면서 추가로 증설되는 센터입니다.
해당 데이터센터는 부지 내 함께 지어지는 사무동 건물과는 구분되며, 데이터센터는 KINX가 전부 투자하여 건설하고 운영합니다.

자료: 케이아이엔엑스, LS증권 리서치센터

케이아이엔엑스 (093320)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	121.9	77.2	97.8	130.6	169.5
현금 및 현금성자산	31.0	25.2	45.1	73.4	108.5
매출채권 및 기타채권	22.2	26.8	27.3	31.7	35.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	68.7	25.2	25.4	25.5	25.6
비유동자산	132.9	259.6	256.2	254.8	252.7
관계기업투자등	21.2	22.7	25.3	29.4	32.9
유형자산	102.7	217.6	211.1	204.7	198.6
무형자산	5.0	13.4	13.2	13.0	12.7
자산총계	254.8	336.8	353.9	385.4	422.2
유동부채	40.0	44.6	45.1	50.3	54.7
매입채무 및 기타채무	26.0	31.7	32.2	37.4	41.8
단기금융부채	10.1	9.0	9.0	9.0	9.0
기타유동부채	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
비유동부채	30.1	62.3	62.3	62.3	62.3
장기금융부채	27.9	61.5	61.5	61.5	61.5
기타비유동부채	2.2	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	70.1	106.8	107.4	112.6	117.0
지배주주지분	167.5	189.2	205.9	232.1	264.6
자본금	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
자본잉여금	24.5	31.1	31.1	31.1	31.1
이익잉여금	142.1	157.2	173.8	200.0	232.5
비지배주주지분(연결)	17.2	40.7	40.7	40.7	40.7
자본총계	184.7	230.0	246.6	272.8	305.3

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	36.1	26.3	39.9	49.9	56.2
당기순이익(손실)	26.9	18.3	20.7	30.7	36.9
비현금수익비용가감	16.1	24.6	19.2	18.4	18.7
유형자산감가상각비	14.7	17.7	20.8	20.8	20.8
무형자산상각비	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	1.0	6.5	-1.8	-2.6	-2.4
영업활동 자산부채변동	-3.0	-12.2	0.0	0.8	0.7
매출채권 감소(증가)	-2.8	-2.9	-0.6	-4.4	-3.7
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.8	-6.1	0.5	5.2	4.4
기타자산, 부채변동	-0.9	-3.2	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-42.2	-48.9	-17.1	-18.7	-18.3
유형자산처분(취득)	-36.5	-52.7	-14.3	-14.5	-14.7
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-7.3	66.3	-2.7	-4.2	-3.6
기타투자활동	1.6	-62.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	3.8	16.4	-2.9	-2.9	-2.9
차입금의 증가(감소)	6.7	19.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
배당금의 지급	2.9	2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-2.2	-5.8	19.9	28.3	35.1
기초현금	33.2	31.0	25.2	45.1	73.4
기말현금	31.0	25.2	45.1	73.4	108.5

자료: 케이아이엔엑스, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	122.7	138.9	155.1	180.1	201.2
매출원가	76.6	93.1	106.0	114.4	124.7
매출총이익	46.1	45.8	49.1	65.7	76.5
판매비 및 관리비	19.5	22.1	22.6	26.1	28.8
영업이익	26.6	23.7	26.5	39.6	47.7
(EBITDA)	41.6	41.9	47.6	60.7	68.7
금융손익	2.4	1.5	0.0	0.0	0.0
이자비용	0.4	1.4	2.0	2.0	2.0
관계기업등 투자손익	2.7	0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	-4.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	33.3	22.0	26.5	39.6	47.7
계속사업법인세비용	6.4	3.6	5.9	8.9	10.8
계속사업이익	26.9	18.3	20.7	30.7	36.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.9	18.3	20.7	30.7	36.9
지배주주	24.7	18.1	19.5	29.1	35.4
총포괄이익	27.1	18.4	20.7	30.7	36.9
매출총이익률 (%)	37.6	33.0	31.7	36.5	38.0
영업이익률 (%)	21.7	17.1	17.1	22.0	23.7
EBITDA 마진률 (%)	33.9	30.2	30.7	33.7	34.2
당기순이익률 (%)	22.0	13.2	13.3	17.0	18.3
ROA (%)	10.9	6.1	5.7	7.9	8.8
ROE (%)	15.8	10.1	9.9	13.3	14.2
ROIC (%)	18.0	10.6	8.7	13.2	16.3

주요 투자지표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	19.5	20.5	21.7	14.5	11.9
P/B	2.9	2.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.0	9.7	9.3	6.8	5.5
P/CF	11.3	8.7	10.7	8.7	7.7
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	10.6	13.2	11.6	16.1	11.7
영업이익	2.7	-10.7	11.8	49.3	20.3
세전이익	-0.2	-34.0	20.7	49.3	20.3
당기순이익	-1.4	-31.9	12.7	48.5	20.2
EPS	-3.2	-26.8	8.0	49.1	21.5
안정성 (%)					
부채비율	37.9	46.5	43.5	41.3	38.3
유동비율	304.6	173.3	216.9	259.7	310.1
순차입금/자기자본(x)	-16.4	14.9	5.8	-5.2	-16.1
영업이익/금융비용(x)	71.1	16.5	13.3	19.8	23.8
총차입금 (십억원)	38.0	70.5	70.5	70.5	70.5
순차입금 (십억원)	-30.2	34.4	14.3	-14.1	-49.2
주당지표(원)					
EPS	5,104	3,736	4,037	6,020	7,316
BPS	34,331	38,780	42,187	47,559	54,216
CFPS	8,818	8,800	8,179	10,068	11,386
DPS	600	600	600	600	600

지니언스 (263860)

2025. 7. 8

스몰캡

제로 트러스트에 필수적인 NAC & EDR 강자

Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

공공 부문 클라우드 전환 → 보안SW 수준 증가에 수혜

공공 부문에서 발생하는 클라우드 전환 흐름 및 정부의 제로트러스트 채택 계획 추진에 따라 동사가 수혜를 볼 것으로 보인다. 과기부는 2024년 12월에 ZT 가이드라인 2.0을 발표하면서, 식별자-신원(ICAM: Identity & Credential & Access Management), 기기 및 엔드포인트(EDR, XDR) 등의 ZT 성숙도 수준 평가 요소를 제시하였다.

동사의 공공부문 내 제품별 시장점유율(2024년 조달청 기준 NAC 75%, EDR 49%)을 고려하면 동사의 공공부문 매출액은 공공 부문의 보안 SW 구매액에 연동하여 증가할 것으로 전망된다. 추가로, 향후 공공 부문의 ZT 보안 적용률 증가에 따라 동사의 ZTNA, EDR & XDR 제품 위주로 정부 보안SW 예산액 내 비중이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

글로벌 보안 사고 및 규제 강화에 민간부문 보안 투자액 증가에 수혜

정보보호 의무 공시 기업의 정보보호 부문 투자액은 2021년 1.3조원 → 2022년 1.6조원(+18.2% yoy) → 2023년 1.8조원(+14.9% yoy) → 2024년 2.1조원(+14.9% yoy)으로 시계열은 짧지만 민간부문 보안 관련 투자 흐름을 파악하는 데에 유용한 지표가 될 수 있다. 참고로 지니언스의 동기간 민간부문 제품 매출액(추정)은 2021년 140억원 → 2022년 135억원(-3.5% yoy) → 2023년 153억원(+13.4% yoy) → 2024년 195억원(+27.2% yoy)의 흐름이다.

투자 의견 매수, 목표주가 27,000원 커버리지 개시

당사는 지니언스에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 27,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산출하였다. 당사의 매출액 추정치는 공공, 민간 부문 매출액에 대해 각각 CAGR 12.0% & 15.0%의 성장 흐름을 가정한 것이다. 다만, 동사의 주력 제품별(제품별 매출액 비중은 미공개) 시장 성장률 전망은 NAC 13%, EDR 25%, ZTNA 36% 수준으로 당사의 부문별 추정치 대비 높은 수준임을 고려할 때, 보수적인 기준에서 목표 주가가 산출되었다고 판단된다.

Buy (신규)목표주가 (신규) **27,000 원**현재주가 **20,500 원**상승여력 **30.7 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (07/07)	778.46 pt
시가총액	1,870 억원
발행주식수	9,080 천주
52 주 최고가/최저가	22,500 / 8,520 원
90 일 일평균거래대금	24.82 억원
외국인 지분율	26.6%
배당수익률(25.12E)	1.2%
BPS(25.12E)	7,281 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 9.4%
	6개월 96.3%
	12개월 105.3%
주주구성	이동범 (외 4인) 39.3%
	Miri Capital 15.1%
	자사주 (외 1인) 5.0%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2023	42.9	6.5	6.5	6.2	724	-10.6	7.1	17.4	12.4	2.4	12.7
2024	49.6	9.8	11.5	10.9	1,264	74.6	10.6	7.4	4.6	1.5	20.3
2025E	56.8	10.9	12.0	11.5	1,331	5.2	11.7	15.5	12.1	2.8	18.7
2026E	63.6	12.4	13.5	12.9	1,491	12.0	13.1	13.8	10.1	2.4	18.0
2027E	71.3	14.0	15.2	14.4	1,668	11.9	14.8	12.3	8.2	2.1	17.4

자료: 지니언스, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요: NAC·EDR 주력의 보안 솔루션 개발 기업

지니언스는 특정 네트워크의 접근을 식별·인식·제어하는 NAC(Network Access Control) 및 단말기에서 알려지지 않은 위협을 탐지하는 EDR(Endpoint Detection & Response) 제품을 공급하는 보안 솔루션 사업을 영위하고 있다. 동사의 제품은 국내 2위 보안기업인 SK설더스 등 총판을 통해 민간 부문 고객에게 간접적으로 판매되고 있으며, 공공 부문에는 주로 직접 판매되고 있다.

동사의 2024년 기준 고객사는 NAC 3,000개 이상, EDR 198개로 국내 최대 고객을 보유한 것으로 파악된다. 또한, 글로벌 고객 143개(중동 비중 40%)로 NAC 제품 위주의 수출이 이루어지고 있다.

동사의 2024년 공공부문 M/S는 각각 NAC 75%, EDR 49%이다. 국내 NAC 경쟁기업은 엠엘소프트(비상장), 넷맨(비상장) 등이 있고, 국내 EDR 경쟁기업은 안랩, 이스트시큐리티, 클라우드스트라이크(총판사: 윈스) 등이 있다. 동사의 부문별 매출 비중은 2024년 공공 53%, 민간 47%이며, 4Q 매출액이 연간 매출액의 40% 수준을 차지하는 실적의 계절성이 존재한다.

NAC(Network Access Control)

NAC는 안전한 단말, 사용자만 기업 내부 네트워크에 접속할 수 있도록 제어하며, 접속 후에도 보안 취약점 여부를 지속적으로 통제하는 네트워크 보안 소프트웨어이다. 예를 들어 NAC는 단순히 미인증 기기를 사내 LAN에 접근하지 못하는 기능 외에도, 직원 특성별(정규직, 외부 계약직) 사내 네트워크 접근 권한을 세부적으로 설정할 수 있다. 또한, NAC는 소프트웨어이므로 단말기 개수와 상관없이 메인 서버에서 확장성 있는 관리가 가능하다. 추가로, NAC는 방화벽, 백신과 같은 기초적인 보안 요소는 아니었으나 높은 보안 수준이 요구되는 트렌드에서 기본적인 보안 요소가 되고 있는 것으로 파악된다.

EDR(Endpoint Detection & Response)

동사는 2017년에 구독형 보안 솔루션 EDR 제품을 개발하였다. EDR은 알려진 위협에 대한 보안 솔루션인 백신 소프트웨어와는 달리, 단말기에서 발생하는 알려지지 않은 위협을 AI 기술 기반으로 인식하고 차단 후 원인 분석 결과를 제공하는 것으로, 백신을 보완하는 보안 시스템이다. MDR(Managed EDR) 서비스는 EDR 제품을 서비스 형태로 제공하는 것이다. 참고로 동사는 EDR로 인식한 위협에 대한 대응이 가능한 XDR(eXtended Detection and Response) 제품을 개발 중이다.

투자포인트 ①: 클라우드 전환 → 제로트러스트 보안 강화 흐름에 수혜

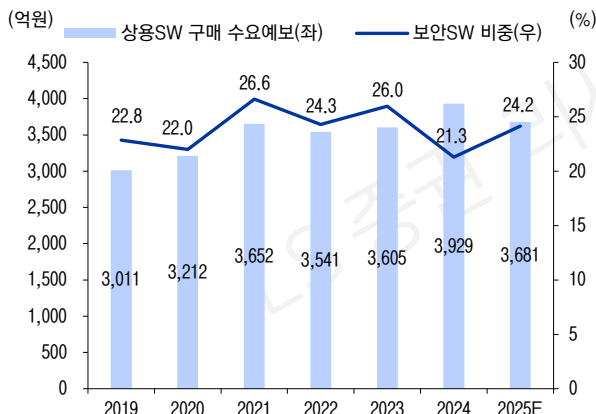
공공 부문에서 발생하는 클라우드 전환 흐름 및 정부의 제로트러스트 채택 계획 추진에 따라 동사가 수혜를 볼 것으로 보인다. 과기부는 2024년 12월에 ZT 가이드라인 2.0을 발표하면서, 식별자·신원(ICAM: Identity & Credential & Access Management), 기기 및 엔드포인트(EDR, XDR) 등의 ZT 성숙도 수준 평가 요소를 제시하였다. 동사의 공공부문 내 제품별 시장점유율(2024년 조달청 기준 NAC 75%, EDR 49%)을 고려하면 동사의 공공부문 매출액은 공공 부문의 보안 SW 구매액에 연동하여 증가할 것으로 전망된다.

최근 정부 정책 흐름: 정부 당국은 ①2023년 7월에 ZT 가이드라인 1.0 발표, 이후 “2024년부터 정부 부처별 시범적으로 제로 트러스트 적용, 2026년부터 정부 전기관에 적용” 공표, ②2024년 12월에 ZT 가이드라인 2.0 발표, ③2025년 5월 ZT 도입 시범사업 6개 컨소시엄을 선정하였다. 참고로 최근 시범사업 컨소시엄에 동사는 포함되지 않았는데, 이는 시범사업이 ZT 아키텍처를 실제로 구축하는 것에 초점을 맞추고 있는 점과 동사가 구축보다는 제품 개발 위주의 사업을 영위하고 있는 점 때문으로 파악된다.

지니언스의 ZT 관련 개발 흐름: ZT 아키텍처의 서비스형 보안 기능에는 ZTNA(Zero Trust Network Access), SWG(Secure Web Gateway), CASB(Cloud Access Security Broker), NGFW(New Generation Fire Wall)이 있다. 동사는 ZTNA를 구축형/SaaS 형태로 공급 중이며, SWG는 자체 개발하여 보유하고 있는 상태로 파악된다. 동사는 향후 국내 보안 기업과 협업을 통해 CASB, NGFW를 조달하여 ZT 아키텍처를 통합적으로 공급할 계획이다.

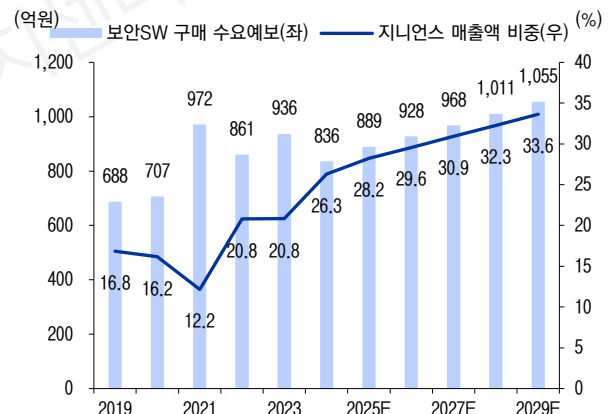
정부 보안SW 구매액: 과기부가 매년 3월에 발표하는 공공SW사업 수요예보 내 상용 보안 SW 구매액은 2019년 688억원 → 2020년 707억원 → 2021년 972억원 → 2022년 861억원 → 2023년 936억원 → 2024년 836억원 → 2025년 889억원의 흐름으로 2021년 이후 평균 900억원 수준에 머무르고 있다. 반면 지니언스의 공공부문 제품 매출액(추정)은 2019년 116억원 → 2024년 220억원으로 정부 보안SW 예산액 내 비중이 16.8%에서 26.3%로 증가하는 흐름이다. 향후 공공 부문의 ZT 보안 적용률 증가에 따라 동사의 ZTNA, EDR & XDR 제품 위주로 정부 보안SW 예산액 내 비중이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

그림54 공공부문 상용 SW 구매 수요예보 및 보안 SW 비중



자료: SWIT, LS증권 리서치센터

그림55 보안 SW 구매 수요예보 내 지니언스 매출액 비중 추정



자료: SWIT, LS증권 리서치센터

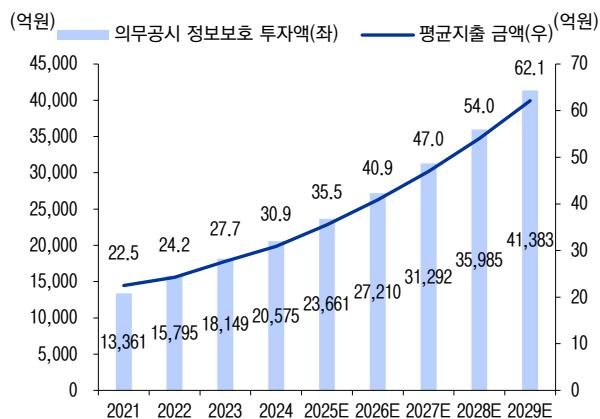
투자포인트 ②: 정보보호 의무 공시 기업 증가 & 실적 흐름 가시성 확보

정보보호 공시 제도: 정보보호 공시 제도는 이용자의 안전한 인터넷 이용 및 정보보호 투자 활성화를 위해 정보보호 투자·인력·인증·활동 등 기업의 정보보호 현황을 일반에 공개하는 자율·의무공시제도이다. 동 제도에 따라 공시 의무 대상 기업이 선정되는데, 그 대상은 ① 사업분야가 ISP, IDC, 상급종합병원, IaaS 이거나, ②CISO 지정·신고 상장사 중 매출액 3,000억원 이상이거나, ③ 정보통신서비스 일일평균 이용자 수 100만명 이상인 기업이 해당된다. 한편 공공기관, 소기업, 금융회사, 정보통신업 또는 도·소매업을 주된 업종으로 하지 않는 전자금융업자는 의무 공시대상에서 제외된다.

정보보호 투자액 흐름: 정보보호 의무 공시 기업의 정보보호 부문 투자액은 2021년 1.3조원 → 2022년 1.6조원(+18.2% yoy) → 2023년 1.8조원(+14.9% yoy) → 2024년 2.1조원(+14.9% yoy)으로 시계열은 짧지만 민간부문 보안 관련 투자 흐름을 파악하는 데에 유용한 지표가 될 수 있다. 참고로 지니언스의 동기간 민간부문 제품 매출액(추정)은 2021년 140억원 → 2022년 135억원(-3.5% yoy) → 2023년 153억원(+13.4% yoy) → 2024년 195억원(+27.2% yoy)의 흐름이다.

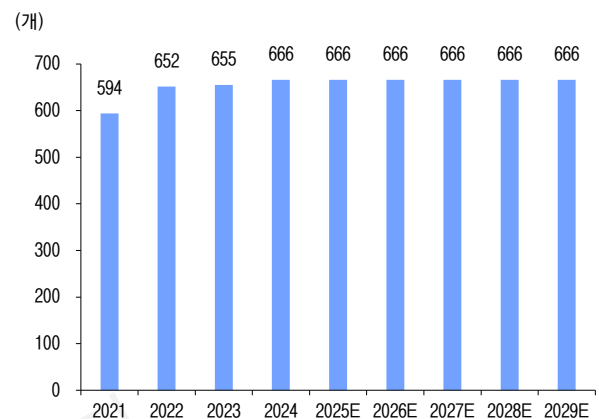
민간 부문 매출액 추정: 2025년 정보보호 투자액 2.1조원은 의무 공시 기업 666개사와 평균 지출 금액 31.3억원으로 분해할 수 있다. 당사는 의무 공시 기업 수의 변화에 대해서는 유지된다는 가정, 평균 지출 금액에 대해서는 사이버 보안 시장 성장 수치인 15% 성장률을 가정한다.

그림56 의무공시 정보보호 투자액 및 기업 당 평균 지출 금액



자료: KISA, LS증권 리서치센터

그림57 정보보호 의무공시 기업 수



자료: KISA, LS증권 리서치센터

표13 연간 실적 추정

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	429	496	568	636	713
YoY	11.5%	15.7%	14.5%	12.0%	12.0%
제품 매출	348	415	475	532	596
용역 매출	81	81	93	104	117
업권별 매출					
공공	195	220	251	274	299
민간	153	195	224	258	296
YoY					
제품 매출	10.8%	19.1%	14.5%	12.0%	12.0%
용역매출	14.7%	0.7%	14.5%	12.0%	12.0%
업권별 매출					
공공	8.9%	12.7%	14.1%	9.4%	9.2%
민간	13.4%	27.2%	15.0%	15.0%	15.0%
% of Sales					
제품 매출	81.2%	83.6%	83.6%	83.6%	83.6%
용역 매출	18.8%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
업권별 매출					
공공	45.5%	44.3%	44.1%	43.1%	42.0%
민간	35.7%	39.3%	39.5%	40.5%	41.6%
영업이익	65	98	109	124	140
% of sales	15.1%	19.8%	19.2%	19.4%	19.7%
% YoY	-6.5%	52.2%	10.7%	13.5%	13.4%

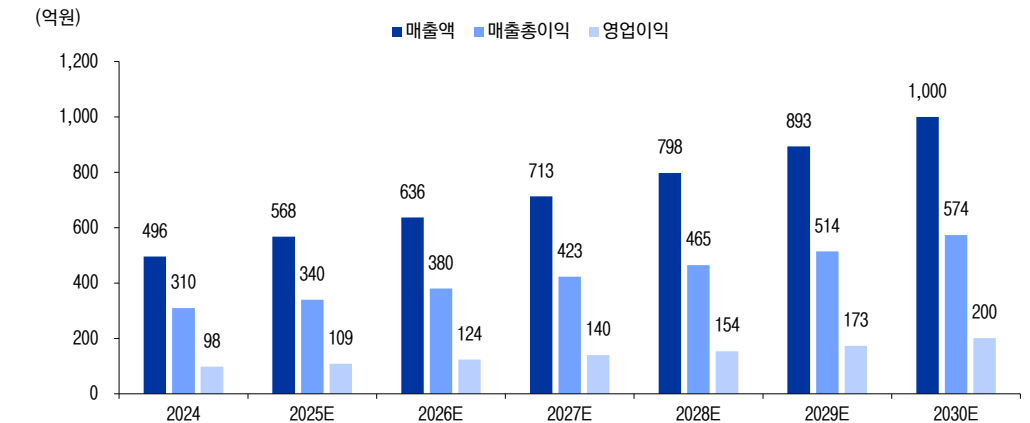
자료: LS증권 리서치센터

표14 분기 실적 추정

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	70	119	104	203	94	134	110	230
YoY	-22.9%	27.6%	34.9%	21.0%	33.9%	13.0%	6.0%	13.2%
제품매출	54	99	82	179	76	111	87	201
용역매출	16	20	21	24	17	23	23	29
YoY								
제품매출	-28.7%	37.8%	40.2%	26.4%	41.1%	11.8%	5.9%	12.3%
용역매출	6.4%	-7.2%	17.6%	-7.7%	9.1%	19.4%	6.3%	19.7%
% of Sales								
제품매출	77.4%	83.5%	79.4%	88.0%	81.6%	82.6%	79.3%	87.3%
용역매출	22.6%	16.5%	20.6%	12.0%	18.4%	17.4%	20.7%	12.7%
영업이익	-5	19	22	62	0	23	8	78
% of sales	-6.5%	15.7%	21.6%	30.4%	0.4%	16.9%	7.6%	33.7%
% YoY	적전	77.4%	660.8%	63.3%	흑전	22.1%	-62.7%	25.5%

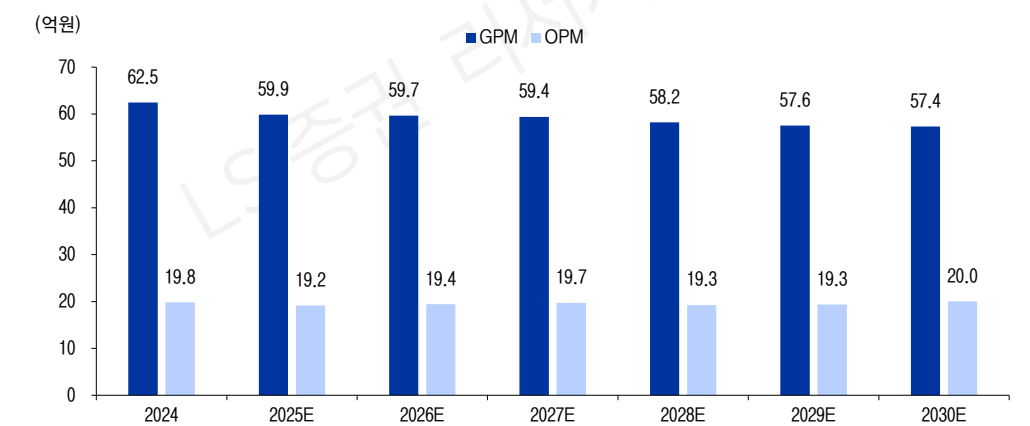
자료: LS증권 리서치센터

그림58 연간 실적 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림59 연간 마진을 추정



자료: LS증권 리서치센터, 주: GPM 하락 가정은 외주용역비와 연동되는 간접 판매(주로 민간 부문) 비중 증가를 고려한 보수적 추정

표15 DCF Valuation

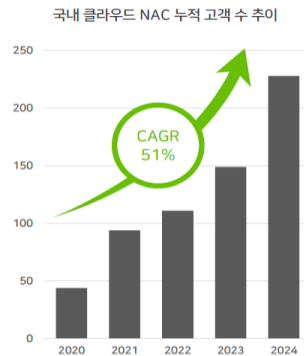
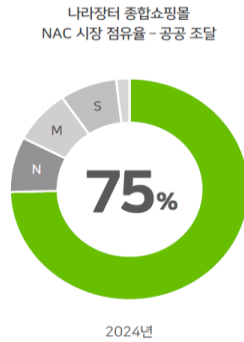
(단위: 억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
세후 지배주주귀속당기순이익	109	115	128	144	157	175	
영업외손익	-16	-11	-11	-11	-11	-11	
세율	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	
NOPLAT	96	106	120	135	148	166	
비현금비용	8	8	8	8	8	8	
-순운전자본 증감	-22	-11	-17	-15	-19	-20	
-CAPEX	-22	-8	-8	-8	-8	-8	
FCF	60	95	103	121	130	147	147
Discount Factor		94.0%	88.3%	83.0%	78.1%	73.4%	
PV of FCF		90	91	100	101	107	
Σ PV of FCFs		489					
Terminal Value							
Terminal Growth Rate	0%						
WACC	6.40%						
TV	2,290						
Discount Factor	68.9%						
PV of TV	1,579						
EV & TP							
OA	2,068						
NOA	32						
EV	2,100						
순부채	-360						
이자지급성부채	0						
현금성자산	360						
우선주	0						
주식연계채권(CB 등)	0						
현재 시가총액	1,861						
추정 시가총액	2,460						
발행주식수	9,079,600						
적정주가	27,093						
현재주가	20,600						
Upside Potential	31.5%						

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

그림60 NAC 사업 현황

제품 기획력, 시장 경쟁력, 산업 표준 솔루션으로 자리 매김
클라우드 NAC 고객 수 대폭 증가



Gartner 글로벌 톱5 NAC 업체



자료: 지니언스, LS증권 리서치센터

그림61 EDR 사업 현황

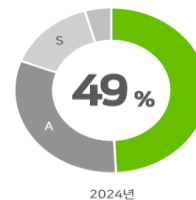
국내 최대 고객 확보 및 지속적 성장으로 최대 공급 노드 수 보유

연도별 Genien EDR 누적 고객 수

단위: 개



나라장터 종합쇼핑몰 EDR 시장 점유율 - 공공조달



양적 성장

- 국내 최대 고객 확보 (198곳)
- 6년 연속 시장 점유율 1위 (49%)

질적 성장

- 고객과 함께 발전하고 고객이 먼저 찾는 솔루션
- 시범사업에서 본 사업으로 확장

시장 지향적 제품 개발

- 클라우드 EDR 솔루션 개발 중
- 안티 멀웨어 등 신규 기능 탑재 예정

자료: 지니언스, LS증권 리서치센터

그림62 글로벌 사업 현황

- 36개국 63개 파트너사 확보
- 글로벌 누적 고객 27개국 143곳 (중동 비중 40%)

연도별 글로벌 누적 고객 수

단위: 개



글로벌 고객 분포도



Geniens USA 법인

- 글로벌 R&D센터 및 비즈니스 합병
- 전세계 주요 글로벌 파트너와 협업



Geniens UAE 사무소

- 중동, 유럽, 아프리카 지역 커버
- 사이버보안 국제협력 기술 개발 국제 과제 수주



Geniens 글로벌 기술지원 센터(India)

- 글로벌 기술 허브 구축
- 글로벌 성장 기회 신제품 포착 및 대응

자료: 지니언스, LS증권 리서치센터

지니언스 (263860)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	46.3	51.2	62.5	74.1	87.2
현금 및 현금성자산	4.2	7.6	16.8	26.2	36.8
매출채권 및 기타채권	8.9	10.6	11.1	12.5	14.0
재고자산	4.7	3.5	4.7	5.3	5.9
기타유동자산	28.5	29.5	29.8	30.1	30.4
비유동자산	17.3	18.1	18.5	18.8	19.2
관계기업투자등	7.8	6.6	7.6	8.5	9.5
유형자산	5.4	5.4	4.8	4.2	3.6
무형자산	3.4	4.8	4.6	4.4	4.2
자산총계	63.6	69.3	81.0	92.9	106.4
유동부채	12.5	9.6	12.0	13.1	14.4
매입채무 및 기타채무	9.5	7.2	9.6	10.7	12.0
단기금융부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1
비유동부채	0.6	2.9	2.9	2.9	2.9
장기금융부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	0.4	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	13.1	12.5	14.9	16.0	17.3
지배주주지분	50.5	56.8	66.1	76.8	89.1
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
이익잉여금	41.4	46.6	55.9	66.6	78.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	50.5	56.8	66.1	76.8	89.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	6.7	9.8	12.6	12.7	14.1
당기순이익(손실)	6.2	10.9	11.5	12.9	14.4
비현금수익비용가감	2.0	0.8	0.6	0.6	0.6
유형자산감가상각비	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	1.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
영업활동 자산부채변동	-2.3	-2.8	0.6	-0.8	-0.8
매출채권 감소(증가)	-1.0	-1.1	-0.6	-1.3	-1.5
재고자산 감소(증가)	-0.8	1.3	-1.2	-0.6	-0.6
매입채무 증가(감소)	1.1	-2.0	2.4	1.2	1.3
기타자산, 부채변동	-1.6	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-3.8	-5.0	-1.2	-1.2	-1.3
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-3.1	-2.6	-1.2	-1.2	-1.3
기타투자활동	0.0	-2.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-4.1	-1.4	-2.2	-2.2	-2.2
차입금의 증가(감소)	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.9	-1.7	-2.2	-2.2	-2.2
배당금의 지급	1.3	1.7	-2.2	-2.2	-2.2
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-1.2	3.5	9.2	9.3	10.7
기초현금	5.3	4.2	7.6	16.8	26.2
기말현금	4.2	7.6	16.8	26.2	36.8

자료: 지니언스, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	42.9	49.6	56.8	63.6	71.3
매출원가	17.1	18.6	22.8	25.7	28.9
매출총이익	25.8	31.0	34.0	38.0	42.3
판매비 및 관리비	19.3	21.1	23.1	25.6	28.3
영업이익	6.5	9.8	10.9	12.4	14.0
(EBITDA)	7.1	10.6	11.7	13.1	14.8
금융손익	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-1.2	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	6.5	11.5	12.0	13.5	15.2
계속사업법인세비용	0.3	0.6	0.5	0.6	0.8
계속사업이익	6.2	10.9	11.5	12.9	14.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.2	10.9	11.5	12.9	14.4
지배주주	6.2	10.9	11.5	12.9	14.4
총포괄이익	5.9	8.8	11.5	12.9	14.4
매출총이익률 (%)	60.1	62.5	59.9	59.7	59.4
영업이익률 (%)	15.1	19.8	19.2	19.4	19.7
EBITDA 마진률 (%)	16.6	21.4	20.5	20.6	20.7
당기순이익률 (%)	14.6	22.0	20.2	20.2	20.2
ROA (%)	10.1	16.4	15.3	14.8	14.4
ROE (%)	12.7	20.3	18.7	18.0	17.4
ROIC (%)	56.0	72.3	76.5	89.9	100.0

주요 투자지표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	17.4	7.4	15.5	13.8	12.3
P/B	2.4	1.5	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.4	4.6	12.1	10.1	8.2
P/CF	14.4	7.2	15.5	13.9	12.5
배당수익률 (%)	1.6	2.7	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	11.5	15.7	14.5	12.0	12.0
영업이익	-6.5	52.2	10.7	13.5	13.4
세전이익	-16.4	75.8	4.8	12.2	12.3
당기순이익	-12.6	74.6	5.2	12.0	11.9
EPS	-10.6	74.6	5.2	12.0	11.9
안정성 (%)					
부채비율	26.0	22.0	22.5	20.9	19.5
유동비율	370.5	533.1	522.6	564.8	605.2
순차입금/자기자본(x)	-61.5	-63.4	-68.8	-71.8	-74.2
영업이익/금융비용(x)	417.0	191.3	191.9	217.8	247.0
총차입금 (십억원)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
순차입금 (십억원)	-31.0	-36.0	-45.5	-55.1	-66.1
주당지표(원)					
EPS	724	1,264	1,331	1,491	1,668
BPS	5,348	6,254	7,281	8,460	9,808
CFPS	874	1,290	1,329	1,483	1,649
DPS	200	250	250	250	250

SAP SE (NYSE: SAP)

2025. 7. 8

Mid-Small Cap

ERP & SCM 솔루션 부문 글로벌 선도 기업

Analyst 정우성

wsjung@ls-sec.co.kr

기업개요

SAP는 ERP(재무관리 솔루션 등), SCM(SCP, SRM 등) 기술 역량을 기반으로 제조, 유통, 배송 등 물품을 취급하는 산업 고객에게 기업용 솔루션을 공급하는 소프트웨어 기업이다. 동사의 사업 부문은 클라우드, 온프레미스로 구분되는데, 클라우드 부문은 주로 동사의 기업용 솔루션을 SaaS로 공급하는 것이고 온프레미스 부문은 동사의 제품에 대한 라이선스 공급 후 기술지원 & 패치에 따른 유지보수를 제공하는 것이다.

실적동향: 클라우드 우선(2020), AI 우선 정책(2024)으로 외형 확대

동사의 매출액(Mil USD, 12월 결산)은 31,213(2020) → 32,931(2021) → 31,093(2022) → 33,752(2023) → 36,971(2024)의 흐름을 기록했다. 동사는 2020년부터 클라우드 우선 정책을 본격화하면서 기존 온프레미스 ERP(ECC, ERP Central Component)에 대한 지원을 2027년 12월까지 지원한다고 공표하였다. 이에 2021년부터 “RISE with SAP”이라는 기존 고객 클라우드 전환 패키지(첫 해 구독료 약 50% 할인 정책)를 판매하면서 점차 클라우드 부문 매출액 비중을 증가시켰다.

이에 동사의 온프레미스 라이선스 매출액(Mil USD)은 3,842(2021) → 2,166(2022) → 1,908(2023) → 1,513(2024)의 흐름으로 급감하였고, 유지보수 매출액도 감소 흐름을 보였다. 이후 동사는 2023년 9월에 ERP 플랫폼에서 활용할 수 있는 AI 코파일럿인 'Joule'을 클라우드 ERP 프로그램의 프리미엄 플랜 전용 기능으로 출시하면서 본격적으로 매출액 & 마진율 상승 흐름에 진입하였다.

구조조정비와 주식보상비용 우려를 불식시키는 클라우드 부문 GPM

동사는 이익률 개선을 위한 온프레미스 부문 감원, 클라우드 부문 증원 과정에서 막대한 구조조정비와 주식보상비용을 지출하고 있다. 한편 1Q25에 클라우드 부문 GPM이 74.5%를 기록하면서 최초로 전사 GPM(73.3%)을 1%p 이상의 격차로 상회하였다. 이는 동사의 신규 클라우드 매출 내 프리미엄 플랜(AI 기능) 비중 증가 흐름이 반영된 것이며, 2Q24 20% → 4Q24 50%의 흐름으로 긍정적이다.

Financial Data

(MilUSD)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	31,213	7,562	8243	5874	5.0	56.5	9,652	24.6	16.6	4.3	17.0
2021	32,931	5,511	8098	6217	5.3	2.5	7,610	28.0	25.1	3.8	15.3
2022	31,093	6,413	4753	2406	2.1	-30.2	8,066	31.0	16.1	2.8	5.8
2023	33,752	6,272	5779	6640	5.7	3.9	7,757	43.1	23.2	3.8	14.7
2024	36,971	5,046	5154	3379	2.9	-17.2	6,431	88.2	48.4	6.1	7.1

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Not Rated

목표주가 **Not Rated**현재주가 USD **303.72**블룸버그 컨센서스 목표주가 USD **330.79**투자의견 **매수** 71% **보유** 22% **매도** 6%

Stock Data

거래소	뉴욕 거래소
SPX (07/07)	6,279.35 pt
시가총액	3,697 억달러
발행주식수	1,228,504 천주
52 주 최고가/최저가	311.4/194.9 달러
90 일 일평균거래대금	40,167 만달러
기관투자자 유통주식	6.0 %
배당수익률(24.12)	1.72 %
SPX 대비 상대수익률	1개월 -5.3 %
	6개월 15.9 %
	12개월 33.2 %
주주구성 (Xetra 기준)	BlackRock 6.5 %
	자사주 5.0 %
	Hopp Dietmar 4.9 %

Stock Price



기업개요: ERP & SCM 솔루션 부문 글로벌 선도 기업

SAP는 ERP(재무관리 솔루션 등), SCM(SCP, SRM 등) 기술 역량을 기반으로 제조, 유통, 배송 등 물품을 취급하는 산업 고객에게 기업용 솔루션을 공급하는 소프트웨어 기업이다. 동사의 사업 부문은 클라우드, 온프레미스로 구분되는데, 클라우드 부문은 주로 동사의 기업용 솔루션을 SaaS로 공급하는 것이고 온프레미스 부문은 동사의 제품에 대한 라이선스 공급 후 기술지원 & 패치에 따른 유지보수를 제공하는 것이다.

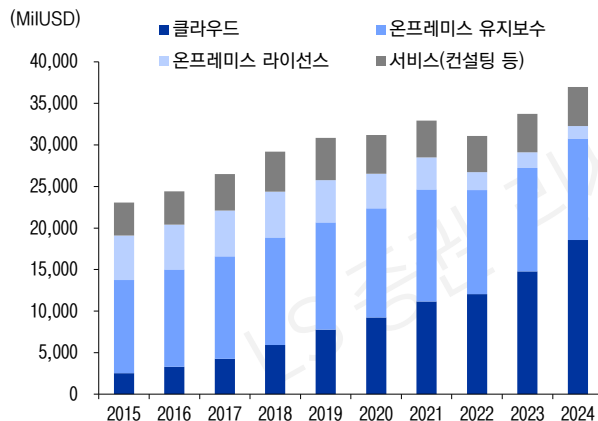
실적동향

동사의 매출액(Mil USD, 12월 결산)은 31,213(2020) → 32,931(2021) → 31,093(2022) → 33,752(2023) → 36,971(2024)의 흐름을 기록했다. 동사는 2020년부터 클라우드 우선 정책을 본격화하면서 기존 온프레미스 ERP(ECC, ERP Central Component)에 대한 기술 지원을 2027년 12월까지만 제공한다고 공표하였다. 이에 2021년부터 "RISE with SAP"이라는 기존 고객 클라우드 전환 패키지(첫 해 구독료 약 50% 할인 정책)를 판매하면서 점차 클라우드 부문 매출액 비중을 증가시켰다.

이에 동사의 온프레미스 라이선스 매출액(Mil USD)은 3,842(2021) → 2,166(2022) → 1,908(2023) → 1,513(2024)의 흐름으로 급감하였고, 유지보수 매출액도 감소 흐름을 보였다. 이후 동사는 2023년 9월에 ERP 플랫폼에서 활용할 수 있는 AI 코파일럿인 'Joule'을 클라우드 ERP 프로그램의 프리미엄 플랜 전용 기능으로 출시(AI 우선 전략)하면서 본격적으로 매출액 & 마진을 상승 흐름에 진입하였다.

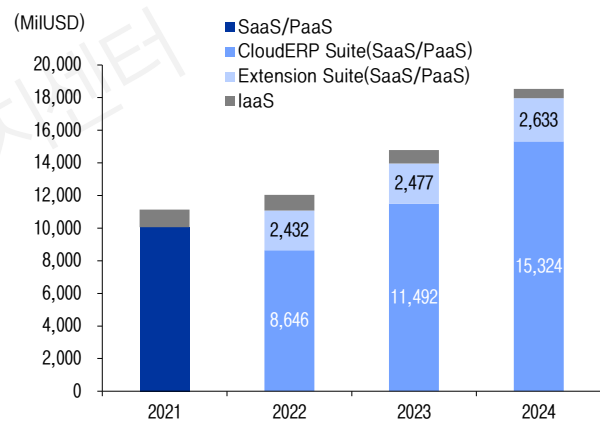
동사의 1Q25 실적(Mil USD)은 매출액 9,487(+8.7% yoy), 영업이익 2,456(흑자전환), 순이익 1,874(흑자전환)로 동사가 매 분기 공표하는 클라우드 수주잔고(구독 계약에 따라 향후 4분기 내에 발생 가능한 클라우드 매출액) 증가(+28.4% yoy) 흐름에 따라 실적 개선하였다.

그림63 SAP 부문별 매출 구성



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림64 클라우드 사업부 내 매출 구성



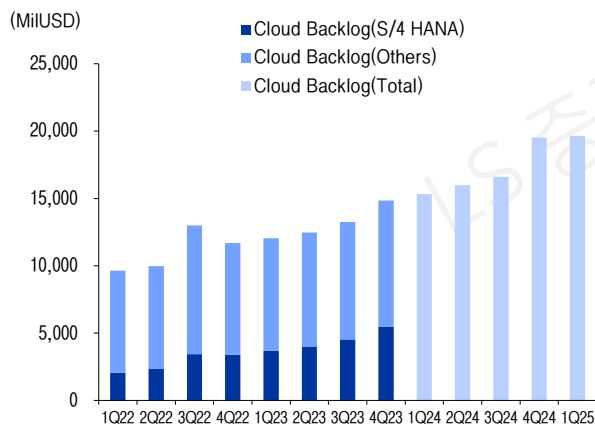
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, 주: 2022년부터 세부사항 공표

구조조정과 인당 매출액 증가 흐름

동사의 2024년 인당 매출액은 프리미엄 플랜 도입과 2024~2025년 2개년 간의 구조조정(1만명 감축)에 따라 33.9만USD(+6.6% yoy)를 기록하였다. 2024년부터의 구조조정은 기존의 구축형 제품에 대한 유지보수 인력을 감축하는 것이며, 그럼에도 임직원 수가 증가한 것은 클라우드 인력 확보의 결과이다. 최근의 인사 전략에 따라 ①퇴사자에게 지급하는 퇴직금 등의 구조조정 비용과 ②클라우드 인력 확보를 위한 주식보상비용이 발생하였다.

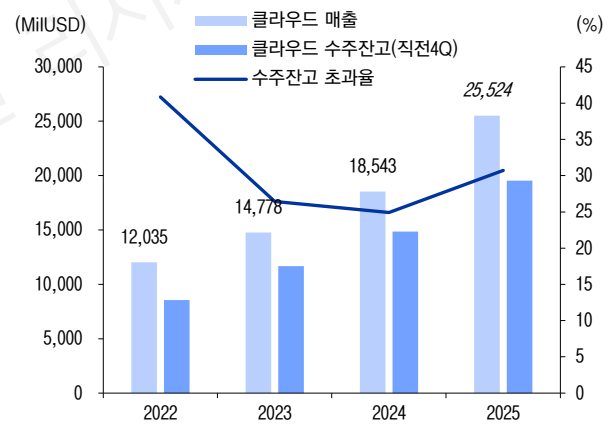
이에 SAP의 영업이익은 두 비용을 반영하여 영업이익을 산출하는 IFRS 회계 방식과 그렇지 않은 Non-IFRS 회계 방식(2023년부터 주식보상비용이 인건비에 반영되어 있는 것으로 보이며, 2024년에는 공식적으로 반영됨)에 따라 값이 다르다. 규모 면에서 동사가 발표하는 Non-IFRS 영업이익의 25~50% 정도의 구조조정 비용이 발생하여 IFRS 영업이익과 괴리가 발생할 수 있다. 참고로 2024년 IFRS 영업이익은 5,047Mil USD이며, 구조조정 비용인 3,144Mil EUR(3,300~3,400Mil USD)가 Non-IFRS 영업이익에서 제외되어 있다.

그림65 분기 클라우드 수주잔고 추이



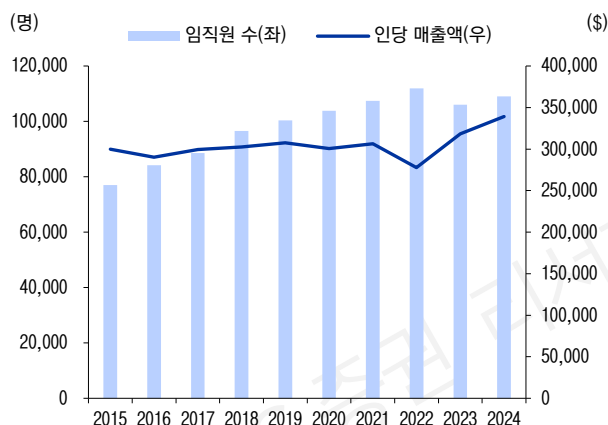
자료: SAP, LS증권 리서치센터, 주: 1Q24부터 세부사항 미공개

그림66 연간 클라우드 매출 & 수주잔고 연동 흐름



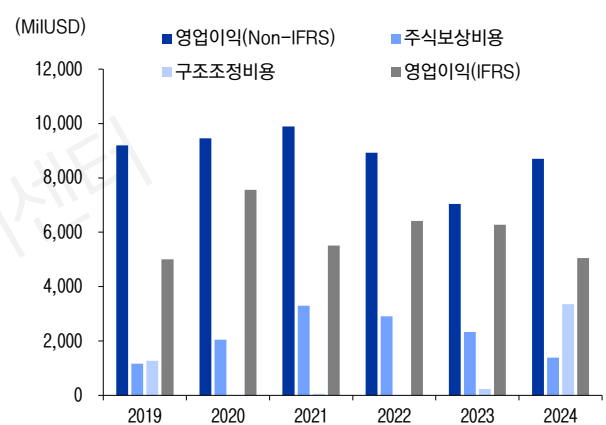
자료: Bloomberg, SAP, LS증권 리서치센터

그림67 임직원 수 및 인당 매출액 추이



자료: SAP, LS증권 리서치센터

그림68 IFRS OP vs Non-IFRS OP



자료: Bloomberg, SAP, LS증권 리서치센터

온프레미스 제품 유지보수 중단 정책

동사는 2005~2016년에 출시한 온프레미스 제품군인 ECC(ERP Central Component) 6.0 + Enhanced Package(1~8 버전 존재) 및 Business Suite 7(ERP + CRM, SCM, SRM 등 포함)에 대한 유지보수를 2027년 말까지만 지원할 계획이며, 구버전 ECC 6.0 EHP 0~5의 기한은 2025년 말이다.

유지보수 종료 시점 이후에도 제품 사용은 가능하나 제품 업데이트 계획이 없으며 기술지원이 미미해진다. 다만, 기존 유지보수 금액의 일정 부분(고객마다 상이)을 더 부담하면 2030년 말까지 제한적 유지보수(규제 대응 및 기술지원 위주, 제품 기능 업데이트 X)가 가능하다.

또한, 동사가 2015년에 출시한 S/4HANA(자사 DBMS만 지원, BI 기능 통합)의 온프레미스 버전은 2040년까지 유지보수를 지원한다. 동사는 2020년 2월에 이러한 유지보수 중단 계획을 발표했는데, 이는 ECC 및 Business Suite 등 기존 제품에서 S/4HANA 제품으로 전환하도록, 그 중에서도 클라우드 제품 위주로 전환하도록 유도하는 것이다. 그러면서 2021년 RISE with SAP(클라우드 전환 패키지)를 출시하였다.

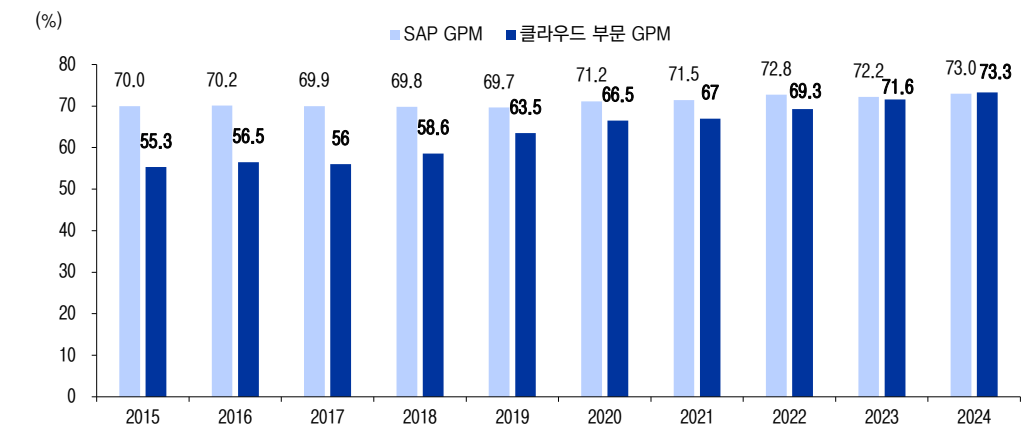
[그림 65]에서 보듯 동사는 1Q22부터 4Q23까지만 S/4HANA 데이터를 공개하였는데, 이는 RISE를 통해 1~2년간의 클라우드 전환 작업 이후 메인 ERP SaaS 공급 흐름이 발생하고 있다는 것을 의미한다. 동사는 이로써 기구축한 클라우드 ERP 플랫폼을 통하여 SuccessFactors(HCM), Ariba(SRM), IBP(SCM), Concur(FMS, Financial Management System), Fieldglass(VMS, Vendor-) 제품을 온프레미스 제품 대비 간소한 방식으로 공급할 수 있게 되었다.

클라우드 수주 잔고

RISE 패키지로 클라우드 전환을 진행하는 고객에 대해서는 RISE 계약 직후부터 유지보수 매출액이 발생하지 않고, 클라우드 계약금액 만큼이 수주 잔고로 쌓이게 된다. 클라우드 전환 작업이 완료된 후(작업 개시 후 6개월~18개월)에 실제 사용 시점부터 수주 잔고 차감, 클라우드 매출액(=ARR, Annual Recurring Revenue)으로 인식되는 구조이다.

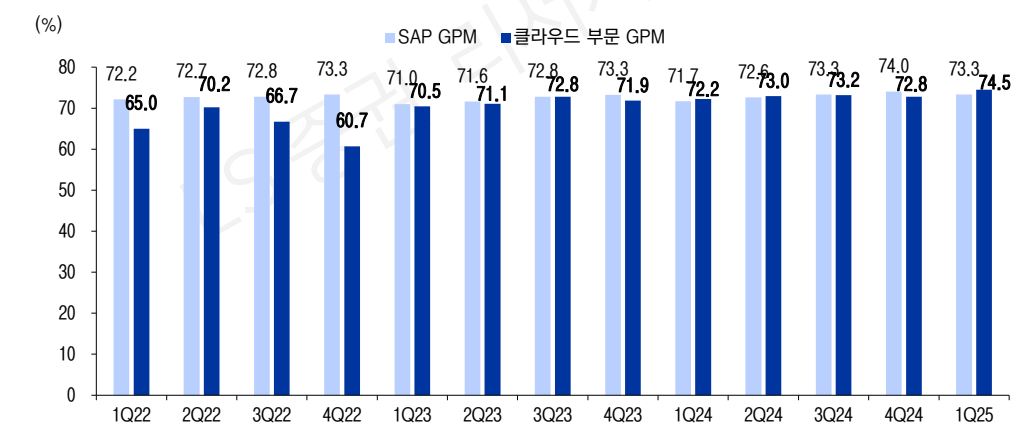
동사의 2020~2022년 연간 매출액은 32BilUSD 수준에서 소폭 변동하였는데, 2021년부터 RISE가 공급되었음에도 불구하고 매출액 변동이 크지 않았던 이유는 클라우드 전환 작업 기간에 의한 것으로 이해할 수 있다. 한편 4Q24 클라우드 수주 잔고 19.5BilUSD(+17.6 QoQ)의 계단식 증가 흐름은 동사의 향후 클라우드 매출액 증가 흐름에 긍정적이다.

그림69 연간 GPM 추이



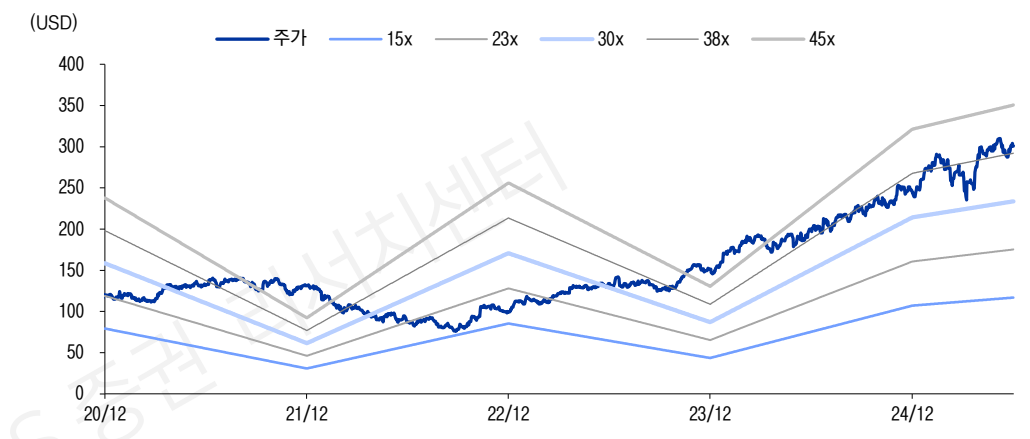
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림70 분기 GPM 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, 주: 4Q22, 4Q24 데이터 누락

그림71 SAP PER 밴드



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, 주: 연간 EPS로 Forward PE 단순 계산

SAP SE(NYSE: SAP)

재무상태표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	18,422	22,822	19,839	22,760	22,148
현금 및 현금성자산	8,408	13,212	10,500	12,688	11,556
매출채권 및 기타채권	7,578	6,703	6,193	6,519	6,448
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,235	1,471	1,629	1,902	2,050
비유동자산	53,060	58,211	57,451	52,846	54,561
관계기업투자등	4,127	6,904	5,828	6,357	7,607
유형자산	6,163	5,667	5,285	4,731	4,650
무형자산	42,770	45,640	46,338	41,758	42,305
자산총계	71,482	81,033	77,290	75,606	76,709
유동부채	15,699	18,372	18,694	16,199	19,745
매입채무 및 기타채무	1,989	2,881	3,311	3,231	3,709
단기금융부채	2,795	5,069	5,023	1,678	4,129
기타유동부채	10,916	10,423	10,360	11,290	11,907
비유동부채	19,196	15,382	12,701	11,382	9,557
장기금융부채	16,624	12,496	9,315	8,181	6,997
기타비유동부채	2,572	2,886	3,386	3,201	2,560
부채총계	34,895	33,755	31,395	27,580	29,302
지배주주지분	36,329	44,238	43,043	47,750	47,026
자본금 및 주식발행초과금	2,169	3,583	4,616	3,401	3,925
이익잉여금	39,152	42,153	39,007	46,974	44,404
비지배주주지분(연결)	258	3,040	2,851	275	381
자본총계	36,587	47,278	45,894	48,026	47,407

손익계산서

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	31,213	32,931	31,093	33,752	36,971
매출원가	9,003	9,397	8,466	9,381	9,999
매출총이익	22,210	23,534	22,627	24,371	26,972
판매비 및 관리비	9,661	11,750	9,727	11,023	11,386
영업이익	7,562	5,511	6,413	6,272	5,046
(EBITDA)	9,652	7,610	8,066	7,757	6,431
세전계속사업이익	8,243	8,098	4,753	5,779	5,154
당기순이익	5,874	6,217	2,406	6,640	3,379
매출총이익률 (%)	71.2	71.5	72.8	72.2	73.0
영업이익률 (%)	24.2	16.7	20.6	18.6	13.6
EBITDA 마진률 (%)	30.9	23.1	25.9	23.0	17.4
당기순이익률 (%)	20.3	20.8	13.5	13.7	16.3
ROA (%)	8.7	8.1	3.2	8.7	4.4
ROE (%)	17.0	15.3	5.8	14.7	7.1

현금흐름표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	8,215	7,359	5,947	6,849	5,645
당기순이익(손실)	5,874	6,217	2,406	6,640	3,379
감가상각&무형자산상각	2,091	2,099	1,653	1,485	1,385
기타비현금항목조정	-425	-1,292	2,151	-1,389	239
운전자본 변동	675	335	-232	-18	641
투자활동 현금흐름	-3,410	-3,623	701	980	-711
고정&무형자산 변동	-831	-839	-824	-742	-730
장기투자순변동	-2,055	-1,347	1,970	-2,876	1,225
인수 등으로 인한 순현금	-524	-1,436	-411	-1,362	-1,205
기타 투자활동	0	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-4,565	-66	-6,675	-8,365	-3,688
배당금의 지급	-2,128	-2,581	-3,018	-2,590	-2,775
차입금의 증가(감소)	-772	-764	-1,787	-4,759	1,376
자본의 증가(감소)	-1,703	0	-1,580	-1,026	-2,278
기타재무활동	39	3,279	-13	-15	-11
중단사업 현금흐름	0	0	-277	26	0

자료: Bloomberg, LS 증권 리서치센터

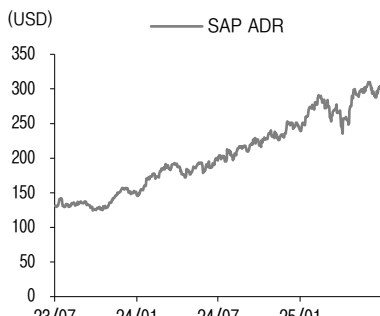
주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	24.6	28.0	31.0	43.1	88.2
P/B	4.3	3.8	2.8	3.8	6.1
EV/EBITDA	16.6	25.1	16.1	23.2	48.4
배당수익률 (%)	1.6	1.6	2.6	1.5	0.9
성장성 (%)					
매출액	-0.8	1.8	6.0	5.7	9.5
영업이익	48.1	-29.7	30.7	-4.8	-19.6
세전이익	57.1	-5.2	-34.1	18.4	-10.8
당기순이익	21.7	4.6	-31.6	7.7	30.1
EPS	56.5	2.5	-30.2	3.9	-17.2
주당지표 (\$)					
EPS	5.0	5.3	2.1	5.7	2.9
BPS	30.8	37.5	36.9	40.9	40.3
DPS	2.1	2.9	2.2	2.2	2.4

SAP SE 목표주가 추이

(USD)

— SAP ADR



투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2025.07.08 2025.07.08	변경 NR	정우성 NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치분부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3 단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	10.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2024. 7. 1 ~ 2025. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)