



지란지교시큐리티 (208350)

스몰캡

심의섭



02 3770 5719
euisseob.shim@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated
목표주가	N/A
현재주가 (8/3)	2,185원

시가총액	791억원
총발행주식수	39,934,582주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	253,609주
52주 고	3,135 원
52주 저	1,465 원
외인지분율	0.91 %
주요주주	지란지교 48.48

	1개월	3개월	12개월
절대	0.5	(5.0)	48.1
상대	1.3	4.3	20.8
절대(달려환산)	(0.3)	(9.3)	48.3

시대의 요구에 부합하는 보안 SW 전문 기업

메일, 문서, 모바일 보안 부문 M/S 1위 강자

'96년 설립된 지란지교소프트의 보안사업부문으로 시작, '14년 물적분할되어 설립. 지속적인 연구 인력 투자와 다양한 국책 과제 수행을 통해 경쟁력을 갖추며 성장해 왔으며, '16년 9월 KB제5호스팩과 합병을 통해 코스닥 시장에 상장. '02년 출시 이후 현재까지 독보적인 M/S 1위를 지키고 있는 메일 보안 사업을 중심으로 문서보안, 모바일 보안 사업에서도 M/S 1위를 차지. 주요 대기업 포함 약 3,800개의 국내 고객사 레퍼런스 보유. 매출액 비중은 '17년 별도 기준 메일 보안(44.0%), 모바일 보안(12.6%), 문서보안(11.4%)으로 구성

시대적 필요에 대응하는 신사업과 자회사 인수를 통한 사업 확장

동사는 새롭게 생겨나는 보안 이슈에 발맞추어 사업 분야 확장 중. 랜섬웨어·APT 공격 등에 대응하기 위해 CDR엔진 적용 솔루션 SaniTOX를 출시하였으며 동 기술을 적용한 메일 보안 제품 SpamSniper APT 출시. 또한 암호화폐 거래소 해킹 등에 대응하기 위한 지문인식 지원 암호화폐 하드웨어 콜드지갑 D'CENT를 8월 중 출시 예정에 있으며, 메일의 위변조를 방지하여 법적 논쟁을 미연에 차단할 수 있는 **블록체인 기반 메일 송수신 증빙 서비스**를 출시하고자 개발 중

신 시장 개척 및 사업 시너지를 위해 '17년 7월 VC파트너社 프리미어파트너스와 함께 취약점 진단 솔루션 및 모의 해킹 컨설팅 기업 '에스에스알'과 빅데이터 플랫폼 구축 및 스마트 ICT 솔루션 기업 '모비젠' 두 건의 M&A를 진행. 이후 경영진 및 내부 구조조정 없이 경영방식을 유지하면서 사업적 협업으로 시너지를 창출 중에 있으며, 에스에스알의 경우 성장동력을 위한 자금확보를 위해 IPO 추진, 금일 (8/6) 코스닥 시장 상장. 두 회사 모두 큰 폭의 성장이 전망됨에 따라 전사 실적 기여 기대

시장 성장 수혜 + 자회사 시너지 + 추가적 M&A로 지속 성장 기대

정보의 가치가 증대됨에 따라 보안 위험과 중요성 또한 증가하고 있으며, 보안 관련 규제와 투자는 지속적으로 증가할 전망. 현재와 4차 산업혁명 시대, 그 중점에서 성장 가능성이 높다고 판단되는 동사를 관심 기업으로 제시. 빠르게 사업분야를 확대해 나가는 동사 경쟁력과 사업 가치는 더욱 부각될 전망.

추가적인 M&A를 통해 사업 영역을 넓히고자 하는 의지를 적극적으로 내비치고 있어 M&A 기대 또한 유효. 성장성, 자회사 지분가치 및 시너지 등 반영 시 동사의 현 주가수준(시가총액 791억원, 2018E P/E 12.1x)은 충분히 매력적이라는 판단. 시장 성장에 따라 동사에 대한 관심 또한 커질 것으로 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E
매출액	96	155	199	436	580
영업이익	14	31	28	97	103
지배순이익	7	25	-19	59	65
EPS	25	91	-59	172	180
PER	79.9	25.5	-34.8	9.8	12.1
PBR	11.2	9.4	3.2	1.7	2.0
ROE	27.1	38.9	-13.2	20.0	15.7

자료: 유안타증권

편익의 반대 급부

편익이 커지는 만큼 중요성은 부각될 것. 인식이 커지는 만큼 투자는 늘어날 것

4차 산업혁명 시대로 나아가고 있는 오늘날 우리는 셀 수 없이 많은 정보(데이터)를 생산·유통·소비하고 있다. 또한 빅데이터, 클라우드, IoT, 5G, 자율주행, AI, 블록체인 등 새로운 IT 기반 기술이 상용화됨에 따라 이러한 정보는 양적·질적으로 커지고 있으며, '정보의 가치' 또한 증대되고 있다. 그러나 이를 해커 입장에서 해석하면 '해킹을 통해 얻을 수 있는 이득'의 크기가 커지고 있음을 의미하며, 정보 이용자 입장에서는 '보호해야 할 정보 및 데이터의 가치'가 커짐을 의미한다. 다시 말하자면, 초연결 사회에서 우리가 누리는 편익과 비례해 정보 보안의 위협과 중요성 또한 증가하고 있는 것이다.

실제로 정보 보안에 대한 관심과 투자는 지속적으로 증가하고 있다. 과학기술정보통신부가 발표한 '2017년 정보 보호 실태조사'에 따르면 정보 보호 예산을 편성한 기업이 전체의 48%를 상회해 전년 대비 15.6%p 증가하였으며, 보안제품 이용 등 실질적인 정보보호 조치가 전반적으로 증가한 것으로 나타났다. 랜섬웨어가 글로벌 문제로 급부상하면서 예방 관련 활동이 증가하였으며, 공공·금융·방산업체 등에 망분리 의무화까지 시행되면서 정보 보안에 대한 관심과 투자가 증가한 것으로 해석된다. 데이터 손실은 곧 자산 손실과 같기 때문에 보안에 대한 투자는 향후에도 지속 증가할 것으로 전망된다.

하지만 이러한 관심과 노력에도 불구하고 보안 사고는 여전히 빈번하게 발생하고 있는 실정이다. SK인포섹에 따르면 1H18 약 26만건의 해킹 공격이 국내에서 발생해 세계 3위를 차지했으며, 평창 올림픽 해킹, 각종 암호화폐 거래소 해킹 등 중대한 피해를 야기하는 사고가 발생해 문제가 되기도 하였다.

향후에도 이러한 보안 사고는 빈번히 발생할 것으로 전망된다. 초연결 사회에서 범람하는 정보를 관리하기는 쉽지 않을 것이며, 보안 인프라 구축 및 관리 비용 또한 증가할 것이다. 또한 최근 생겨나는 IT스타트업 및 암호화폐 거래소 등 중소형 업체의 경우 최소한의 보안 시스템 구축을 위한 투자조차 제대로 이루어지지 않은 업체들이 대부분이다. 결국 해킹 공격과 더불어 보안에 대한 니즈와 규제는 다방면으로 증가할 것으로 예상된다.

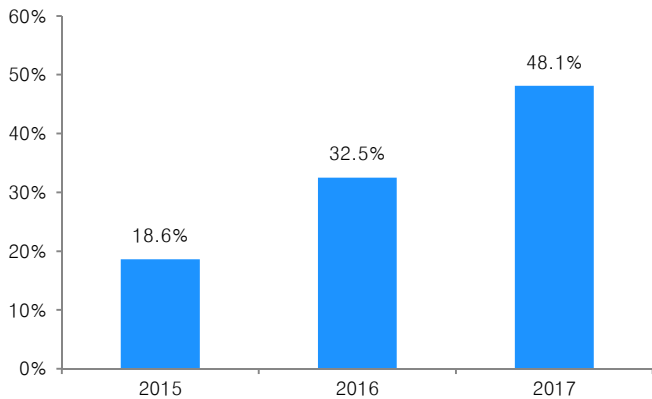
정보 보안 산업은 공격과 방어를 통해 정반합(正反合)을 이루며 발전할 것이다. 현재와 4차 산업혁명 시대, 그 중점에서 성장 가능성이 높다고 판단되는 동사를 관심 기업으로 제시한다. 다수의 보안 기업들이 가지각색의 제품을 출시하고 있지만 높은 M/S를 기반으로 사업 영역을 빠르게 확대해 나가는 동사의 경쟁력과 사업 가치는 더욱 부각될 것으로 전망된다.

[그림 1] 1H18 국내 보안 사고



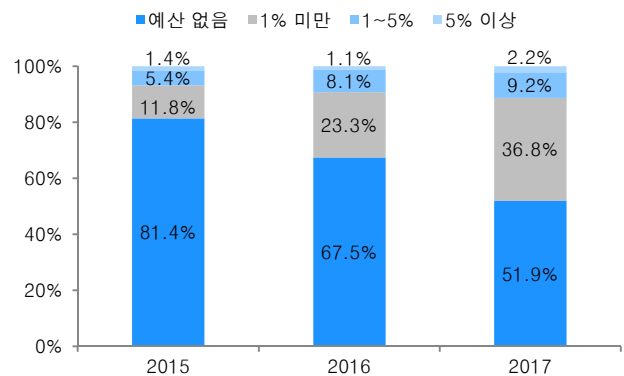
자료: SK 인포섹, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 기업부문 정보보호 예산 편성률 추이



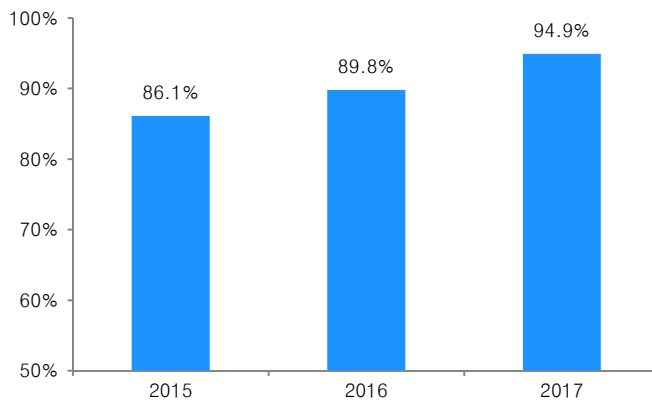
자료: 과학기술정보통신부, KISA, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 기업부문 정보보호 예산 수립률



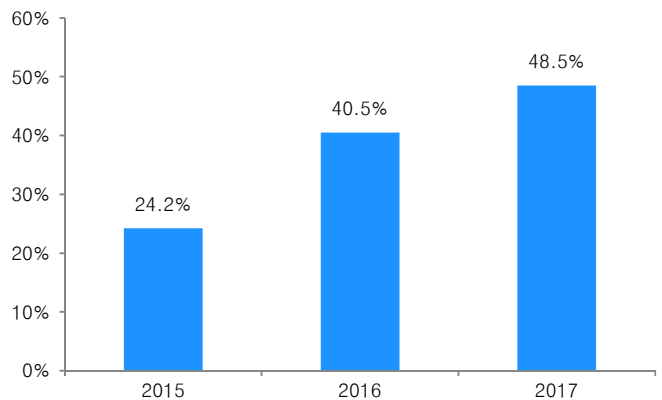
자료: 과학기술정보통신부, KISA, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 정보보호 제품 이용률



자료: 과학기술정보통신부, KISA, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 정보보호 서비스 이용률



자료: 과학기술정보통신부, KISA, 유안타증권 리서치센터

시대의 요구에 부합하는 보안 SW 전문 기업

지란지교시큐리티는 '96년 설립된 지란지교소프트의 보안사업부문으로 시작하여 '14년 물적분할 되어 설립되었으며, '16년 9월 KB제5호스팩과 합병을 통해 코스닥 시장에 상장하였다. '02년 출시 이후 현재까지 독보적인 M/S 1위를 지켜오고 있는 메일 보안 사업을 중심으로 문서보안, 모바일 보안 사업에서도 M/S 1위를 차지하고 있다.

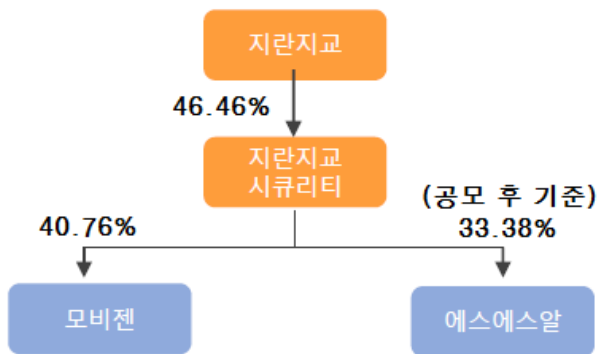
또한 동사는 새롭게 생겨나는 보안 이슈에 발맞추어 사업 분야를 넓히고 있다. 랜섬웨어·APT 공격 등에 대응하기 위해 파일 내 액티브 콘텐츠를 무해화하여 안전한 파일로 재조합하는 CDR 엔진을 적용한 솔루션 SaniTOX를 출시하였다. 또한 암호화폐 거래소 해킹 등에 대응하기 위한 지문인식 지원 암호화폐 하드웨어 콜드지갑 D'CENT를 8월 중 일본 출시 예정에 있으며, 메일의 위변조를 방지하여 법적 논쟁을 미연에 차단할 수 있는 **블록체인 기반 메일 송수신 증빙 서비스**를 출시하고자 개발 중에 있다.

동사는 지속적인 연구 인력 투자와 다양한 국책 과제 수행을 통해 경쟁력을 갖추며 성장해 왔다. 삼성, LG, SK 등 대기업을 포함, 약 3,800개의 국내 고객사 레퍼런스를 보유하고 있으며, SK인포섹, 에스원 등 대기업 계열 보안회사들과 협력을 통해 자체 기술력을 증명한 바 있다.

이와 더불어 '17년 7월 인수한 에스에스알과 모비젠을 통해 보안 인프라 취약점 진단 컨설팅·솔루션 제공 및 빅데이터 분석, 스마트 ICT 솔루션 분야까지 사업 영역을 확장해 나가고 있으며, 계열사간 협력을 통해 시너지 극대화를 꾀하고 있다.

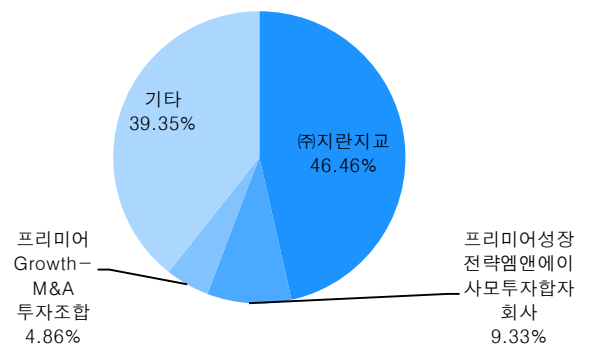
향후에도 동사는 M/S 1위 사업의 레퍼런스, R&D 기술력, M&A를 통한 시너지 등을 바탕으로 사업 영역을 확대해 나갈 것으로 전망된다.

[그림 6] 지란지교시큐리티 관련 기업 지분 현황



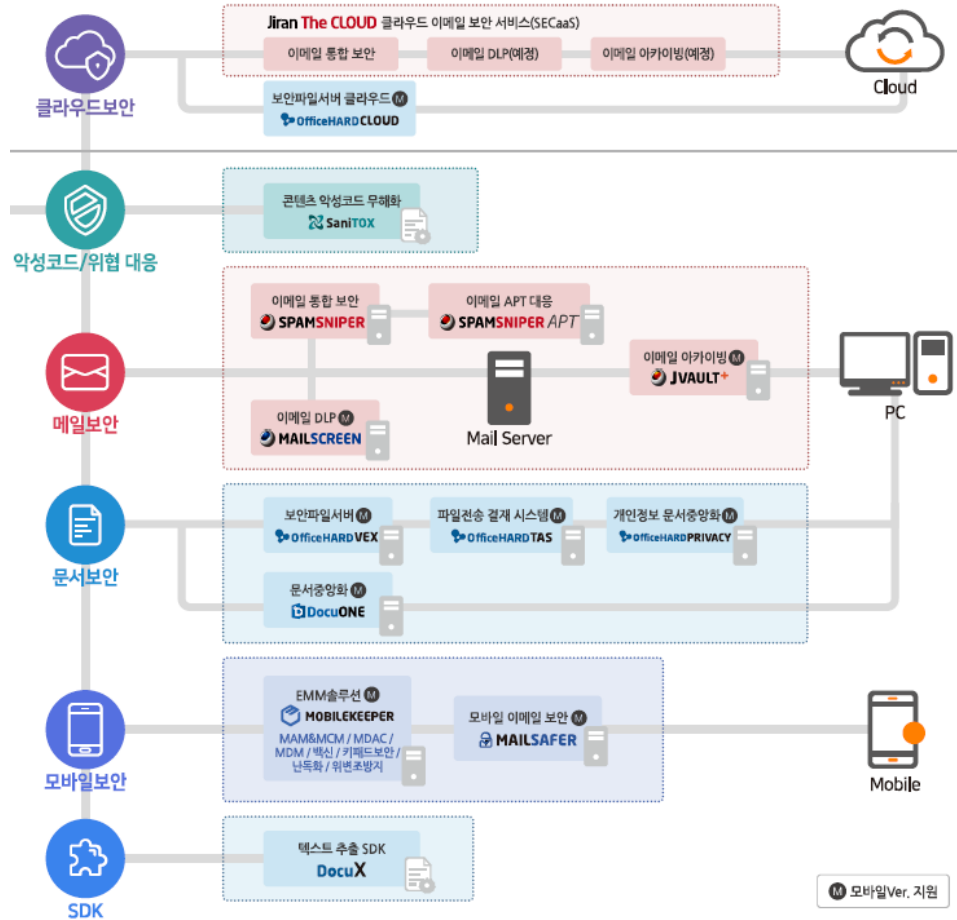
자료: Dart, 에스에스알, 유안타증권 리서치센터
 주: 에스에스알 지분율은 공모 후 기준, 그 외는 1Q18 분기보고서 기준

[그림 7] 주주 구성(1Q18 분기보고서 기준)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 지란지교시큐리티 사업 영역(본사 기준)



[그림 9] 고객사 레퍼런스 현황(국내 기준 약 3,800 개사, 1,130 만 사용자)

금융 Finance	우리카영	신안은행	NH농협은행	BNK 부산은행	한국수출입은행	LOTTECARD	비씨카드
	KDB산업은행	동양생명	KB증권	KB국민카드	Hyundai Life	NICE정보	MetLife
	SK증권	KEB하나은행	신한금융투자	금융감독원	현대해상	KI bank	현대증권
기업 Enterprise	LS	JW 중화그룹	DAELIM	HYUNDAI MOTOR GROUP	Hanulha Corporation	SK	SAMSUNG 삼성물산
	KCC	동화약품	DAEKYO 대표	kt	Homeplus 홈플러스	Palmseone	대우건설
	emart	SHINSEGAE	LS유통플랫폼	MAJUMI 한미인도제	현대상호증권	HYUNDAI AutoEver	AhnLab
공공 Government	국토교통부	국세청	기획재정부	문화체육관광부	미래창조과학부	조달청	선출력센서시스템도움센터
	한국원자력통제기술원	국군사이버사령부	EBS	금융감독원	우정사업본부	KISX 한국인터넷진흥원	대한적십자사
	한국수력원자력	한국도로공사	삼원전력공사	대림산업	현대물리전자	새중특성직사	서울지방경찰청
교육 Education	서울대학교	KAIST	연세대학교	고려대학교	홍익대학교	숙명여자대학교	서울시립대학교
	KGU 경희대학교	부산대학교	CNU 충남대학교	세종대학교	전남대학교	단국대학교	동국대학교
	막상여자대학교	삼육대학교	명지대학교	한양대학교	강원대학교	동원대학교	백석대학교

자료: 지란지교시큐리티, 유엔타증권 리서치센터

본사: 산업 혁명군의 방패

M/S 1위 라인업

동사의 사업 부문은 메일 보안, 문서 보안, 모바일 보안 및 올해 신설된 신기술 융합 사업부로 나뉘어 있다. '17년 별도 기준 매출액에서 차지하는 비중은 메일 보안(44.0%)이 가장 높으며, 모바일 보안(12.6%), 문서보안(11.4%) 순이다. 국내 M/S 측면에서는 '02년 출시 이후 지금까지 M/S 1위를 지켜오고 있는 메일 보안(67%)과 더불어, 문서 보안(60%), 모바일 보안(90%) 모두 독보적인 1위를 차지하고 있다. 동사의 사업 부문에 대해 자세히 살펴보면 다음과 같다.

①**메일 보안:** 이메일 통합 보안 솔루션인 'SpamSniper'는 '02년 출시 이후 현재까지 독보적인 M/S 1위를 유지하고 있으며, 업계 최다 DB를 보유하고 있는 주력 제품이다. 전 세계적으로 일 평균 1,000억 건 이상 업무상 메일이 오가며, 앞으로도 지속 증가할 것으로 전망되는 상황에서 이메일 공격은 점차 지능화, 고도화 되고 있다. 특히 랜섬웨어 및 APT 공격이 창궐하면서 보안 사고 주 원인이 이메일로 지목되어 이메일 보안 수요가 크게 증가하였고, 동사 또한 이에 대응하기 위해 SK인포섹, 안랩등과 협력을 통해 CDR(Content Disarm & Reconstruction; 파일 내 액티브 콘텐츠를 무해화하여 안전한 파일로 재조합) 기술을 적용한 제품 'SpamSniper APT'를 출시하여 올해부터 국내외로 본격적으로 판매하고 있어 매출기여도가 증가할 것으로 전망된다.

②**문서 보안:** 주요 제품으로 보안파일서버 'OfficeHARD'와 문서 중앙화 솔루션 'DocuONE'을 보유하고 있다. OfficeHARD의 경우 파일 접근 권한을 통제하여 직접편집기능 및 백업 기능을 제공하여 랜섬웨어에 효과적으로 대응할 수 있다. 현대차그룹에 제공하고 있으며, 해외법인까지 확장해 나가고 있다. DocuONE은 업무데이터를 중앙 서버에 집중화하여 버전 관리를 통한 협업 지원과 동시에 사용자 PC로부터의 정보 유출을 원천적으로 차단하는 솔루션이다. 개인정보 보호 규정 강화로 인해 반출 방지 솔루션으로 주목을 받고 있다.

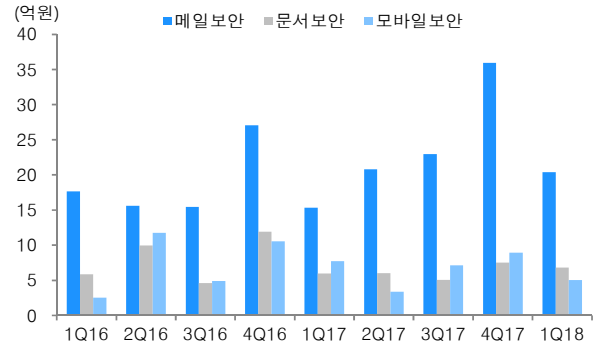
③**모바일 보안:** 스마트 오피스 확대로 모바일 기기를 통한 업무 비중이 증가함에 따라 모바일 보안에 대한 니즈도 증가하고 있다. 동사의 'MobileKeeper'는 국내 최초 iOS 적용을 시작으로 M/S 및 BMT 1위를 유지하고 있다.

[그림 10] 부문별 M/S



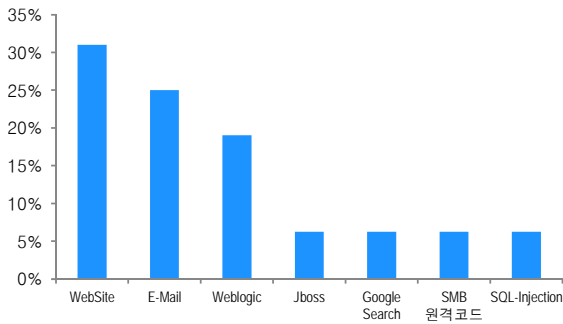
자료: 지란지교시큐리티, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 부문별 매출 추이



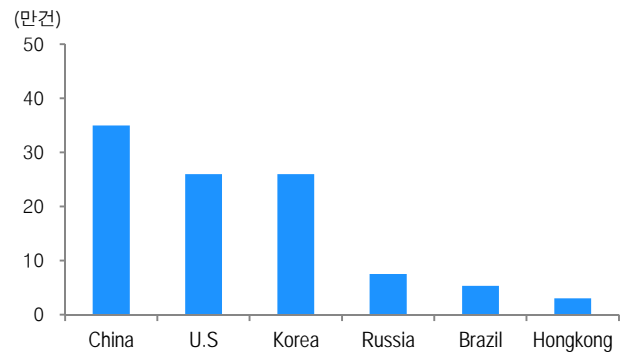
자료: 지란지교시큐리티, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 1H18 주요 해킹 사고 원인 및 취약점 : E-Mail 이 2위를 차지



자료: SK 인포섹, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 1H18 해킹 공격 국가 Top 5 및 공격 건수 : 한국이 3위를 차지



자료: SK 인포섹, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 관련 기업 및 주요 제품

	〈메일 보안〉		〈문서 보안〉		〈모바일 보안〉	
	기업명	제품명	기업명	제품명	기업명	제품명
국산	지란지교시큐리티	SpamSniper, SpamSniperAPT	지란지교시큐리티	OfficeHARD, DocuOne	지란지교시큐리티	MobileKeeper
	크리니티	Spambreaker	모코엠시스	엠파워 보안파일서버	SKT	SSM
	이월리서치	Smart Filter	이스트소프트	Internet Disk	글로벌텔레콤	MDM Service
	엘림넷	eNETer AntiSpam	사이버다임	Destiny ECM/ 클라우드움	더보안	에어스캔 스마트
	에어키	Email Security Appliance	브레인즈스큐어	SECUDRIVE File Server	라운시큐어	터치엔엠가드
	모니터랩	통합 이메일 보안	C2i소프트	비즈파일러	익스트러스	EXAFE
	디프소프트	Wblock	넷아이디	Cloudoc	제이컴정보	e-펜타곤MDL
	소만사	Mail-i	파수닷컴	랩소디	마크애니	Aegis SAFER
	다우기술	Terrace Mail Watcher				
	외산	파이어아이	FireEye EX			VM웨어
시만텍		Email Security.Cloud			시트릭스	XenMobile
트렌드마이크로		DeepDiscovery Email Inspector			마이크로소프트	MS EMS
블루코트		통합보안솔루션 (Proxy 3G)				

자료: 지란지교시큐리티, 유안타증권 리서치센터

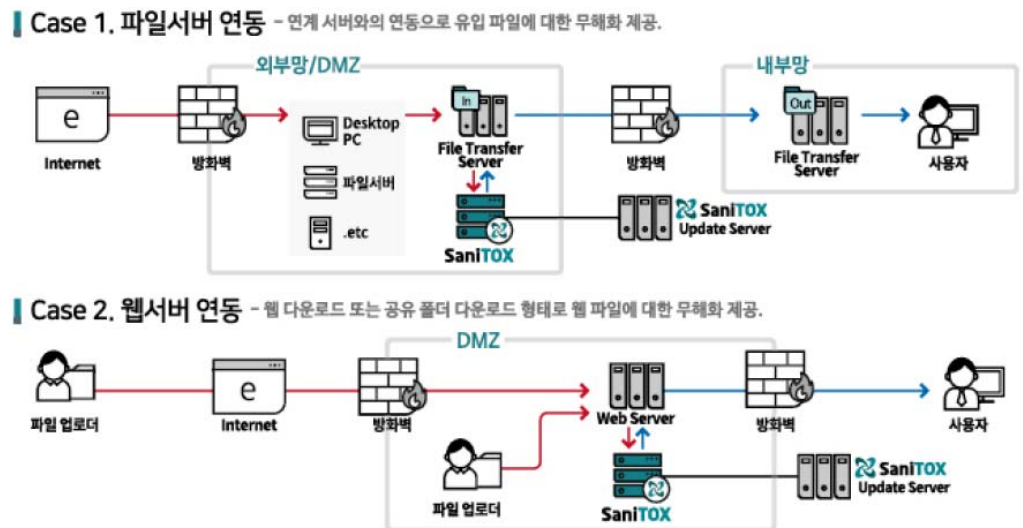
다양하고 새로운 방패

동사는 올해 신기술융합사업부를 신설하여 새로운 트렌드에 발빠르게 대응하고 있다. 지난 3월 자체 개발한 CDR 엔진을 탑재한 콘텐츠 악성코드 무해화 솔루션 'SaniTOX'를 출시하였다. CDR 방식을 통해 기존 백신이 탐지하지 못했던 액티브 콘텐츠 방식 문서 구조 악성코드와 제로 데이(Zero-Day) 공격까지 무해화 할 수 있도록 개발하여 기존 제품들의 한계를 보완하며 경쟁력을 한층 더 강화시키고 있다.

또한 암호화폐 거래·보관 보안 니즈에 대응하기 위해 아이오트러스트社와 협업하여 암호화폐 하드웨어 콜드월렛 D'CENT를 8월 중 출시 예정에 있다. 관심이 높아지고 있는 암호화폐 보안 지갑에 생체인증 및 P2P 거래지연, 모바일 동기화 등의 보안 기능을 추가하였다. 5개 종류의 코인 거래를 지원할 예정이며 지속적으로 늘어갈 예정이다. 향후 카드 형태 및 모바일용 Micro SD 제품도 출시하고자 개발 중에 있어, 이르면 연말에 출시될 수 있을 것으로 기대된다.

향후 동사는 블록체인 분야에 집중하여 이를 활용한 **메일 송수신 증빙 서비스**를 출시할 예정이다. 메일의 위변조를 방지하여 법적 분쟁을 미연에 차단할 수 있을 것으로 기대되며, 동사의 강점인 메일 보안과 시너지를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 향후 문서인증, 메일스캠(Scam) 등 범용 분산 플랫폼 서비스를 상용화할 계획이다.

[그림 14] SaniTOX 시스템 구성도



자료: 지란지교시큐리티, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 암호화폐 콜드월렛 D'CENT



자료: 지란지교시큐리티, 유안타증권 리서치센터

[표2] 부문별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017	2018E
매출액	46	48	31	74	43	58	93	243	76	155	199	436	580
YoY %					-7	20	203	228	80	62	28	119	32
별도	46	48	31	74	43	58	45	70	40	155	199	216	240
메일보안	SpamSniper	13	13	12	23	12	17	18	29	16	50	60	76
	MailScreen	5	3	4	4	4	4	5	7	4	15	16	19
문서보안	OfficeHard	6	10	5	12	6	6	5	8	7	23	32	25
모바일보안	MobileKeeper	3	12	5	11	8	3	7	9	5	32	30	27
기타		0	1	1	1	3	5	2	3	4	1	4	12
상품매출		18	10	5	23	11	23	7	14	3	30	55	55
응역매출		1	0	0	0	0	0	1	1	1	3	2	2
에스에스알, 모비젠							47	173	36			220	340
매출비중 %													
별도	100	100	100	100	100	100	49	29	53	100	100	50	41
메일보안	SpamSniper	28	26	38	31	27	30	20	12	21	32	30	18
	MailScreen	11	6	12	5	9	6	5	3	5	10	8	4
문서보안	OfficeHard	13	21	15	16	14	10	5	3	9	15	16	6
모바일보안	MobileKeeper	6	24	16	14	18	6	8	4	7	21	15	6
기타		1	3	2	2	6	9	2	1	5	1	2	3
상품매출		40	20	16	31	26	39	8	6	5	19	28	13
응역매출		2	0	0	1	0	0	1	0	1	2	1	0
에스에스알, 모비젠							51	71	47			50	59
영업이익	9	8	-7	18	-3	1	-5	103	-42	31	28	97	103
OPM %	20	17	-24	24	-6	2	-5	42	-55	20	14	22	18
세전이익	10	9	-55	19	-2	1	-4	102	-43	29	-18	98	
지배주주순이익	9	8	-52	16	-2	1	2	58	-25	25	-19	59	65

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

자회사 - 든든한 우방

새로운 시장을 개척하고, 시너지를 내기 위해 '14년부터 함께하고 있는 VC 파트너사 프리미어 파트너스와 함께 '17년 7월 에스에스알(74.2%), 모비젠(40.8%) 두 건의 M&A를 진행하였다. 인수 규모는 총 312억원으로 동사 보유현금 182억원과 프리미어파트너스 대상 유상증자 및 EB 발행을 통해 130억원을 조달하여 구주를 인수하였다. 이후 경영진 및 내부 구조조정 없이 경영 방식을 유지하면서 사업적 협업으로 시너지를 창출하고 있으며, 에스에스알의 경우 성장동력을 위한 자금확보를 위해 IPO를 추진하여 금일(8/6) 코스닥 시장에 상장 예정이다.

에스에스알(275630, 투자의견 N/R)

국내 최다 화이트 해커를 보유한 전문가 집단으로 취약점 진단, 해킹방지 솔루션과 모의 해킹 컨설팅, 관리 컨설팅을 주 사업으로 영위하고 있다. 주요 대기업 레퍼런스를 바탕으로 취약점 진단 부문 국내 M/S 1위 지위를 확보하였으며, 피인수 후 경영진 및 내부 인력 교체 없이 사업 시너지를 확대하며 순항하고 있다.

실제로 침투를 하며 취약점을 진단하는 화이트 해커를 통해 다양한 분야의 **모의 해킹 컨설팅**을 진행하고 있으며, IoT 시장확대로 사업 영역은 지속 확장될 전망이다. **관리 컨설팅**의 경우 정보 보호관리체계 인증 의무 대상 등에 속한 기관 및 기업 대상으로 진행하고 있으며, 정보보호 인증 대상 기업 확대에 따라 동 분야 시장 및 매출은 지속적으로 확대될 것으로 예상된다. 또한 '16년부터 솔루션 부문으로 사업을 확장하여 진단·컨설팅 노하우를 솔루션으로 재창출하는 선순환 구조를 구축해 외형 성장 및 이익률 증가를 지속하고 있다.

주력 솔루션 제품인 **SolidStep**(IT 인프라 취약점 진단)과 **MetiEye**(웹 서버 해킹방지 솔루션)는 서버, 시스템 등의 취약점을 찾고 이를 개선하는 솔루션이다. SolidStep 은 인증 기준 및 국내 인프라 환경에 초점을 맞추어 외산 대비 경쟁력을 갖추고 있으며, 초고속 전수 진단 기술로 품질 우위도 점하고 있다. MetiEye 의 경우 실제 해커가 만들어 신규 해킹 기법 및 트렌드에 맞추어 빠르게 대응할 수 있는 강점을 가지고 있다. 또한 중소기업 및 해외시장을 타겟팅한 SolidStep Cloud 버전을 개발해 시장을 넓히고 있어 향후 M/S 및 매출 규모는 더욱 확대될 전망이다.

정보산업 고도화에 따라 정보보호 인증 의무 대상 기업은 매년 확대되고 있으며, 매년 취약점 컨설팅을 의무적으로 진단받아야 하기 때문에 소요되는 시간, 비용 등을 이유로 자동화 솔루션으로 대체되는 추세이다. 솔루션 매출 확대에 따라 전사 이익률 증가가 예상된다.

SW 기업 특성상 절반 이상의 매출이 4분기에 집중되는 구조를 가지고 있어 연말 높은 성장이 기대되며, 모그룹 지란지교의 SW 유통망과 모회사 지란지교시큐리티의 SW 개발 경쟁력, 레퍼런스 등을 활용한 사업 시너지 창출 및 해외진출에 대해서도 향후 기대할 수 있을 것이다.

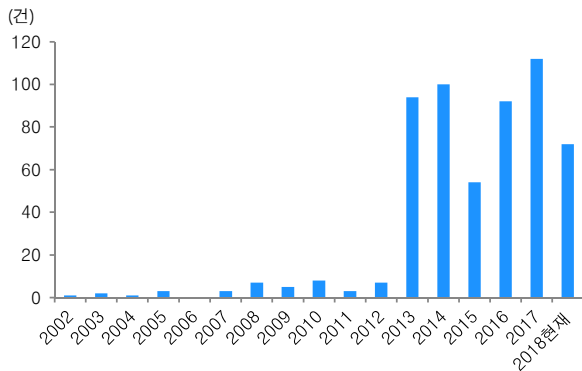
[자세한 내용은 당사 금일 발간(18.08.06)자료 '에스에스알(275630) - 매력적인 비즈니스에 수익성을 더한 보안 기업' 참고]

[그림 16] 에스에스알 사업: 솔루션과 컨설팅 두 축으로 구성



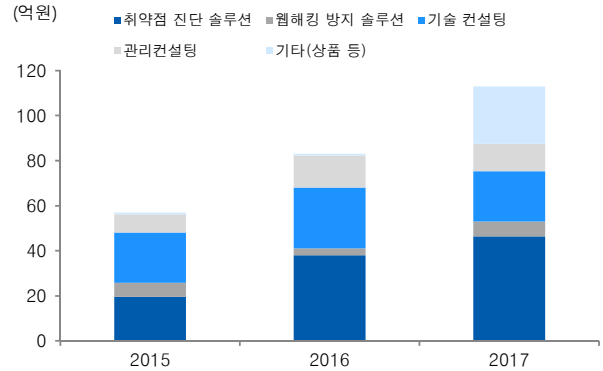
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 정보보호 관리체계(ISMS) 인증서 발급 현황: 발급 836 건, 유지 564 건



자료: 한국인터넷진흥원(KISA), 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 부문별 매출 추이



자료: 에스에스알, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 인력 현황: 총 직원수 93 명 중 기술인력 78 명



자료: 에스에스알, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 주주 구성

주주구성	주식 수	지분율	보호예수
지란티교시큐리티	1,889,907	33.38%	2년 6개월
대표이사 및 특수관계인	1,085,001	19.16%	2년 6개월
프리미어파트너스	1,225,059	21.63%	6개월
주관사 의무인수분	42,600	0.75%	3개월
공모주	1,420,000	25.08%	-
합계	5,662,567	100.00%	

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

모비젠(비상장)

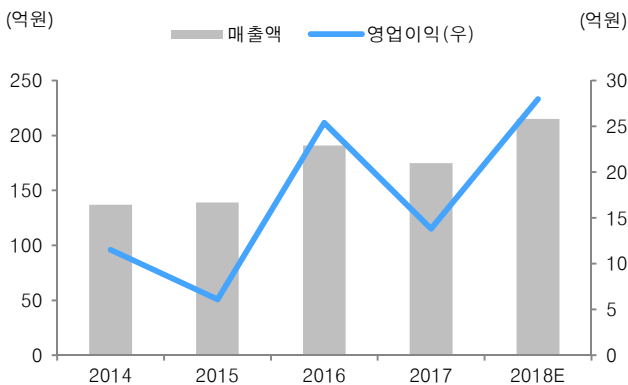
동사는 '빅데이터'라는 용어조차 없었던 2000년에 설립되어 통신사 대용량 과금 데이터 분석으로 시작해 오늘날 스마트 ICT 솔루션 기업으로 발전하였다. 독자적으로 개발한 빅데이터 플랫폼 구축과 차세대 운영지원시스템(OSS, Operating Support System), 비즈니스지원시스템(BSS, Business Support System) 솔루션을 제공하는 사업을 영위하고 있다.

주요 제품으로 빅데이터 기반 지능형 통합분석 플랫폼 IRIS가 있다. 주 고객사로 SKT를 포함한 SK그룹사가 있으며, 그 외 통신 3사, 삼성SDS, 각종 금융 기관 및 공공 기관을 고객사로 보유하고 있다. 지금까지 통신사향 중심으로 발전해 왔기 때문에 5G/IoT에서 요구되는 조건에 특화되어 있어 향후 5G 상용화에 따라 큰 폭의 성장이 예상된다.

또한 동사는 SKT 및 공공사업으로 쌓은 빅데이터 기반 운영기술 및 솔루션을 기반으로 글로벌 3위 이동통신사 바르티 에어텔의 차세대 운용 지원 시스템 인프라 구축 사업에 SKT를 통해 참여하고 있다. 또한 2020년까지 SKT-바르티 계약 만료 후에는 모비젠-바르티와 직접 계약이 진행될 것으로 전망되어 지속적인 성장이 예상된다.

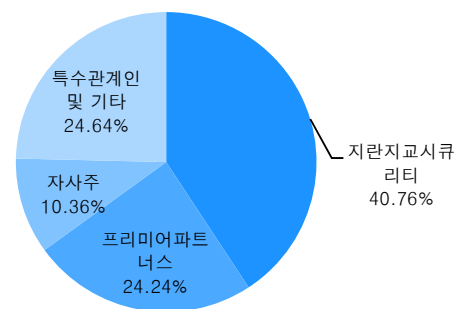
주 고객사 용역 매출이 4Q에 합산 정산되는 매출 구조를 가지고 있어 전체 매출 중 약 80%가 4Q에 인식될 예정이다.

[그림 21] 실적 추이 및 전망



자료: 지란지교시큐리티, 모비젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 모비젠 주주 구성



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터
주: '17년 감사보고서 기준

[그림 23] 모비젠 사업 영역



자료: 지란지교시큐리티, 모비젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 경쟁력



자료: 지란지교시큐리티, 모비젠, 유안타증권 리서치센터

Investment Point: 꾸준한 성장은 지속될 것

시장 성장과 더불어 사업 영역 확대로 성장세 지속 및 기업 가치 상승 전망

서두에 언급했듯이 초연결 사회, 4차 산업혁명 시대에서 우리가 누릴 수 있는 편익은 지금보다 더욱 증대될 것이며, 이에 비례해 정보 보안 위협과 중요성 또한 더욱 증가할 것이다. 해킹 기술 또한 고도화 될 것으로 전망되어 앞으로는 해킹을 피하기 위한 간단한 솔루션을 넘어 원천적으로 차단할 수 있는 고도화된 기술이 요구될 것이다. 이에 오랜 업력과 독보적인 M/S 및 기술력, 레퍼런스 등을 보유한 동사의 수혜가 전망된다.

신기술융합사업부 신설을 통해 사업 역량을 집중하고 있는 블록체인 분야를 통해서도 추가적인 성장이 가능할 것으로 전망된다. 블록체인은 높은 보안성과 투명성을 기반으로 도입이 지연되고 있는 기술을 앞당길 것으로 기대되며, 이에 동사의 강점인 보안 분야와도 시너지를 낼 수 있을 것으로 판단된다. 향후 개발 중인 블록체인 기반 서비스 출시 및 확대 시 동사 기업 가치는 더욱 상승할 것으로 기대된다.

회사 간 시너지 또한 기대된다. 일본에서 15년째 SW 사업을 하고 있는 모그룹 지란지교의 유통망을 통해 동사 및 자회사의 경우 일본 시장에서 성과를 내고 있으며, 동사의 SW 개발능력 및 메일 보안 부문의 강점과 자회사 에스에스알의 해킹 기술을 결합한 제품 또한 금융권으로 매출이 발생한 바 있다. 향후 모비젠과의 협업을 통한 성과도 기대할 수 있을 것으로 전망됨에 따라 미래 지향적 시너지는 지속 창출될 수 있을 것으로 기대된다.

또한 추가적인 M&A 를 통한 사업 확장 의지를 적극적으로 내비치고 있어 이를 통한 외형 성장 및 추가적인 시너지에 대해서도 기대할 수 있을 것이다. 시대적 필요에 맞추어 빠르게 사업 영역을 확대해 나가는 동사의 경쟁력과 4차 산업혁명 시대가 원하는 사업분야 M/S 1위 사업자의 가치는 더욱 부각될 것이다.

현재와 4차 산업혁명 시대, 그 중점에서 성장 가능성이 높다고 판단되는 동사를 관심 기업으로 제시한다. 전방 산업의 성장성, 자회사 지분가치 및 시너지 등을 반영 시 동사의 현 주가 수준(시가총액 791억원, 2018E P/E 12.1x) 또한 충분히 매력적이라는 판단이며, 향후 보안 사고 이슈, 신제품 출시, 추가적인 M&A 등에 따라 동사에 대한 관심 또한 증대될 것이다.

지란지교시큐리티 (208350) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	96	155	199	436
매출원가	39	75	99	229
매출총이익	57	80	99	207
판매비	43	49	71	110
영업이익	14	31	28	97
EBITDA	22	35	32	109
영업외손익	-12	-2	-45	1
외환관련손익	0	0	1	-1
이자손익	-1	-1	1	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타	-11	-1	-47	3
법인세비용차감전순이익	2	29	-18	98
법인세비용	-5	4	2	10
계속사업순이익	7	25	-19	88
중단사업순이익	0	0	0	0
당기순이익	7	25	-19	88
지배지분순이익	7	25	-19	59
포괄순이익	7	24	-19	86
지배지분포괄이익	7	24	-19	57

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	53	96	254	381
현금및현금성자산	23	61	50	149
매출채권 및 기타채권	27	33	68	165
재고자산	0	0	5	0
비유동자산	17	19	27	316
유형자산	3	3	3	23
관계기업등 지분관련자산	0	0	2	2
기타투자자산	0	1	7	19
자산총계	71	115	281	696
유동부채	18	29	44	164
매입채무 및 기타채무	17	23	40	82
단기차입금	0	0	0	44
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	2	6	29	44
장기차입금	0	0	0	16
사채	0	0	22	0
부채총계	20	35	73	208
지배지분	50	80	208	383
자본금	12	12	32	39
자본잉여금	32	36	159	271
이익잉여금	7	30	10	63
비지배지분	0	0	0	105
자본총계	50	80	208	489
순차입금	-24	-61	-158	-94
총차입금	0	0	22	95

현금흐름표 (단위: 억원)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	18	27	4	64
당기순이익	7	25	-19	88
감가상각비	1	1	1	2
외환손익	0	-1	0	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
자산부채의 증감	-12	-12	-29	-60
기타현금흐름	22	13	51	34
투자활동 현금흐름	-9	-4	-17	-115
투자자산	0	0	-8	-248
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-1	-1	-2
유형자산 감소	0	0	0	0
기타현금흐름	-7	-3	-8	135
재무활동 현금흐름	15	14	2	150
단기차입금	-17	0	0	30
사채 및 장기차입금	0	0	0	70
자본	30	0	0	60
현금배당	0	0	0	-6
기타현금흐름	2	14	2	-4
연결범위변동 등 기타	0	1	0	-1
현금의 증감	23	38	-12	99
기초 현금	0	23	61	50
기말 현금	23	61	50	149
NOPLAT	44	31	30	97
FCF	38	18	4	36

*2017년부터 연결 재무제표

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

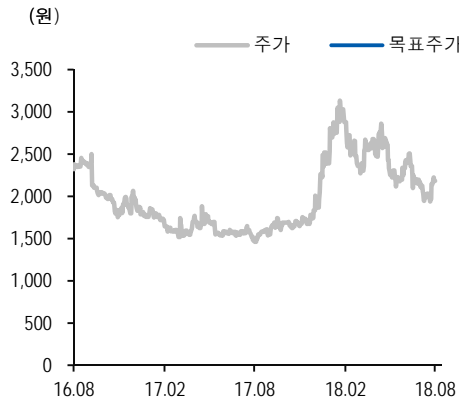
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A
EPS	25	91	-59	172
BPS	179	247	642	993
EBITDAPS	1,054	1,486	98	306
SPS	352	549	612	1,223
DPS	0	0	17	10
PER	79.9	25.5	n.a	9.8
PBR	11.2	9.4	3.2	1.7
EV/EBITDA	3.6	1.7	3.5	5.3
PSR	5.7	4.2	3.3	1.4

재무비율 (단위: 배, %)				
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 증가율 (%)	0.0	60.9	28.0	119.5
영업이익 증가율 (%)	na	129.0	-11.3	248.2
지배순이익 증가율 (%)	na	271.7	적전	-408.8
매출총이익률 (%)	59.1	51.8	50.0	47.4
영업이익률 (%)	14.2	20.1	14.0	22.1
지배순이익률 (%)	7.1	16.3	-9.6	13.5
EBITDA 마진 (%)	23.1	22.3	16.1	25.0
ROIC	439.0	152.0	111.5	40.5
ROA	19.4	27.4	-9.6	12.1
ROE	27.1	38.9	-13.2	20.0
부채비율 (%)	39.8	43.5	34.9	42.5
순차입금/자기자본 (%)	-48.4	-76.7	-75.8	-24.5
영업이익/금융비용 (배)	19.8	20.7	137.8	33.0

지란지교시큐리티 (208350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-06	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.5
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-01

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.