

엑셈(205100, KQ)

달리는 말은 뒤를 돌아보지 않는다.

| 시가총액 (억원) | 주가전망 | 적정주가 (원) | 현재주가 (원) | 상승여력 (%) |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 1,456 | Positive | 5,580 | 4,250 | 31.3%↑ |

비즈니스 이슈

AI, 빅데이터, 사물인터넷으로 대표되는 4차산업의 괄목할 만한 성장으로 인해 데이터베이스산업 역시 엄청난 성장세를 보여주고 있다. 이러한 상황에서, 국내 DB 성능관리 부문과 DB 보안관리, 빅데이터 플랫폼 부문에서 차별화된 강점을 가지고 있는 동사가 수혜를 받을 것으로 예상된다.

엑셈 및 KOSDAQ 주가 추이

(단위 : 원, pt)



투자포인트

- ① 동사는 DB 성능관리 SW MaxGauge, 빅데이터 플랫폼 Flamingo, DB 보안관리 SW Petra등을 주력으로 판매
- ② 빅데이터 산업의 급격한 성장에 따른 DB 시장의 팽창은 관련 사업인 DB 성능관리, DB 보안, 빅데이터 플랫폼 사업에 호재
- ③ 해당 사업을 통해 매출 부문의 지속 성장, 영업이익의 턴어라운드 달성
- ④ 4차 산업혁명의 핵심기술인 빅데이터 산업은 계속 발전할 전망, DB 관리 솔루션에 있어서 동사의 지위는 여전히 확고
- ⑤ 2017년 동사의 최종 매출액은 316.9억원, 2018년은 366.1억원으로 예측 (YoY +15%)
- ⑥ 동사의 Target PER 22.8, 예상 EPS 244.7을 적용하여 목표주가를 5,580원으로 제시함.

주주현황

매출구성 (2017.09.)

투자자 거래종합 (단위 : 주)

최근 공시 내용



| 날짜 | 개인 | 외국인 | 기관 | 날짜 | 내용 |
|-------|---------|---------|--------|-------|-----------|
| 02/09 | 16,698 | -44,164 | 6 | 11/14 | 분기보고서 |
| 02/08 | -89,530 | 31,432 | - | | 3Q17 실적공시 |
| 02/07 | 13,419 | -57,323 | 4 | 08/14 | 반기보고서 |
| 02/06 | -75,200 | 63,724 | - | | 1H17 실적공시 |
| 02/05 | -34,319 | 30,861 | -1,000 | 05/15 | 분기 보고서 |
| 02/02 | 31,131 | -25,153 | -8,758 | | 1Q17 실적공시 |

엑셈 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억원, 배, %)

| 구분 | 2016 | 2017E | YoY(16-17) | 2018E | YoY(17-18) | 2019E | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17E |
|-----------|-------|--------|------------|-------|------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 275.5 | 316.9 | 15% | 366.1 | 15.5% | 412.8 | 55.4 | 88.0 | 79.9 | 93.7 |
| MaxGauge | 71.6 | 103.1 | 44% | 118.8 | 15.2% | 130.8 | 16.2 | 26.7 | 32.6 | 27.6 |
| InterMax | 24.6 | 9.7 | -60.6% | 9.9 | 2% | 10.2 | 0.9 | 1.2 | 4.7 | 2.9 |
| Flamingo | 14.2 | 46.1 | 224.6% | 56.5 | 22.6% | 68.8 | 4.9 | 23.1 | 6.6 | 11.5 |
| Petra | 38.8 | 30.3 | -21.9% | 32.9 | 8.6% | 35.7 | 6.3 | 12.5 | 4.3 | 7.2 |
| 유지보수, 컨설팅 | 69.2 | 118.5 | 71.2% | 137.4 | 15.9% | 155.3 | 20 | 24.1 | 31.5 | 42.9 |
| 기타 | 45.5 | 9.2 | -79.8% | 10.6 | 15.2% | 12.0 | 7 | 0.4 | 0.2 | 1.6 |
| 영업이익 | 13.8 | 14.9 | 8% | 61.4 | 312.1% | 94.9 | -14.4 | 9.5 | 7.2 | 12.6 |
| 영업이익률 | 5% | 4.7% | - | 16.8% | - | 23% | -25.92% | 11.07% | 9.04% | 13.5% |
| 순이익 | 25.6 | -10 | - | 81.35 | - | 98.75 | -23.2 | -9.2 | 9.4 | 13 |
| EV/EBITDA | 21.26 | 53.6 | - | 19.6 | - | 13.5 | -77.05 | -179.6 | 63.23 | 90.7 |
| PER | 43.27 | -111.4 | - | 22.8 | - | 19.6 | 149.37 | -93.18 | 60.1 | 103.6 |



이 조사는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 (www.researcharum.com)에서도 이용하실 수 있습니다.

관련 용어 설명

| | |
|--|---|
| DB 산업 | DB를 제작, 관리, 활용, 유통 등의 활동과 이와 관련된 서비스를 제공하는 산업 |
| DB 구축 | DB 설계, 공간자료 입력, 편집과 위상관계 설정, 자료 관리 등의 과정 |
| DB 컨설팅 | DB 관련 전문가 서비스를 제공하는 것 |
| DB 솔루션 | 이용자가 DB 안의 데이터를 저장, 삭제, 추가하는 등의 편리한 일처리를 하는 소프트웨어인 DBMS를 포함한 다양한 데이터를 통합된 DB로 관리하는 등의 사용자 의사 결정 툴을 제공하는 것 |
| DB 서비스 | 하나의 DB를 유사한 기능으로 여러 분야에서 유용한 정보 형태로 응용할 수 있도록 제공하는 것 |
| DB 성능 관리 | DB 및 애플리케이션의 실시간 감시, 진단 및 조치, 사후 분석 성능 튜닝 업무를 효과적으로 수행할 수 있도록 하는 것 |
| DB 보안 | 보호할 데이터와 보호할 필요가 없는 데이터를 구분하는 일을 시작으로 데이터 자체에 대한 보안을 진행하는 것으로 DB 접근제어와 DB 암호화로 나뉘어 있음 |
| DB 접근제어 | 네트워크 경로 상에서 인가자와 비인가자를 구별하고 인가 조건 등을 판별해 세션을 끊어내는 것 |
| DB 암호화 | 데이터 자체를 넘겨주지 않거나 보호화 되지 않은 상태로 데이터를 넘겨주는 것 |
| APM (Application Performance Management) | 최종 사용자에게 향상된 서비스를 제공하기 위해 애플리케이션의 흐름 모니터링과 성능 예측을 통해 최적의 애플리케이션 상태를 보장하고 관리하는 것 |
| Hadoop Eco System | 블록 구조 파일 시스템인 HDFS와 분산 컴퓨팅을 지원하는 업무인 Map-reduce작업과 같은 부분들을 쉽게 관리, 작성할 수 있게 도와주는 다수의 보조 시스템 |
| DB 모니터링 및 튜닝 | 시스템 자원을 활용하여 필요 정보를 적시에 추출할 수 있는 DB 환경의 성능 향상을 위한 컨설팅과 그런 일을 처리하는 소프트웨어 |
| UI | 사람과 컴퓨터 시스템, 프로그램 간 상호작용을 의미함 |
| WAS (Web Application Server) | 애플리케이션 실행 환경과 DB 접속 기능을 제고하고 트랜잭션을 관리하며 업무를 처리하는 비즈니스 로직을 수행하고, 다른 기종 시스템 간의 애플리케이션 연동 등을 수행하는 서버 |
| 트랜잭션 | ①상점에서의 고객의 주문이나 판매, 은행에서의 예금주의 입금이나 출금과 같은 하나의 외부거래를 기록하기 위해 컴퓨터 시스템 내부에서 완료되어야 하는 일련의 처리 동작 ②외부 거래를 기록하기 위해 단말기 등에서 생성하여 컴퓨터 시스템으로 전송되는 데이터(트랜잭션 데이터) |
| SaaS (Software as a Service) | 클라우드 환경에서 운영되는 애플리케이션 서비스, 소프트웨어 및 관련 데이터는 중앙에 호스팅 되고 사용자는 웹 브라우저 등의 클라이언트를 통해 접속하는 형태의 소프트웨어 전달 모델 |
| SQL 마스킹 | DB를 사용할 때, DB에 접근할 수 있는 DB 하부언어의 검출 등을 방해하는 것 |

DBMS 관리 시스템에서의 탄탄한 입지

국내 DB 성능관리 솔루션의 최강자

동사는 2001년 DB 성능관리 전문 업체로 설립되어 2015년 6월 한국거래소 코스닥시장에 상장되었다. DB 성능관리 사업은 데이터베이스산업(이하 “DB 산업”)에 속한다. DB 산업은 데이터베이스의 제작, 관리, 활용, 유통, 그리고 이와 관련된 서비스를 제공하는 산업을 말한다. DB 산업은 크게 DB 구축 시장, DB 전문 컨설팅 시장, DB 솔루션 시장 및 DB 서비스 시장 영역으로 나뉜다. 동사는 DB 솔루션 시장에 주력하고 있으며, 그중 DB 성능관리 부문에 집중하고 있다. 특히, 2001년 출시한 DB 성능관리 솔루션인 MaxGauge를 필두로 2008년 이래 DB 성능관리의 선두기업으로 자리매김하였다. 현재는 국내 금융권 DB 성능관리 시장의 90%를 점유하고 있으며 공공기관 또한 60%를 담당하고 있다.

DB 성능관리 이외에도 웹 어플리케이션 성능 관리(APM), 빅데이터 관련 프로그램, DB 보안 관련 프로그램 영위

동사는 DB 성능관리 전문 프로그램이자 동사의 대표 프로그램인 Max Gauge뿐 아니라 웹 서비스 전 구간의 성능을 관리하는 프로그램인 InterMax, Hadoop eco-system 전문 분석 프로그램인 Flamingo, DB 보안 관련 프로그램인 Petra가 주력 제품이다.

MaxGauge의 경우, Oracle 등 주력 글로벌 기업의 DBMS들을 관리하는 프로그램으로써 동사 제품이 관련 시장의 70%가량을 점유하며 독보적인 위치에 올라 있다. 또한, Oracle, DB2, MSSQL 등 다양한 DBMS를 지원함으로써 시장 점유율에 대한 안정적인 방어가 가능하다.

웹 애플리케이션 성능 관리(APM) 분야도 동사는 End-to-End 프로세스를 국내 최초로 시도한 InterMax를 통해 시장 점유율을 높이려는 노력을 기울이고 있다.

그 뿐만 아니라 급변하는 빅데이터 관련 시장의 위치를 선점하기 위해 Hadoop eco-system 전체를 관리할 수 있는 프로그램인 Flamingo를 통해 빅데이터 시장의 분석 및 컨설팅까지 꺾고 있다. 또한, 종속회사인 신시웨이의 기술력을 바탕으로 DB 보안 관련 프로그램인 Petra를 통해 해당 산업의 점유율 제고를 도모하고 있다.

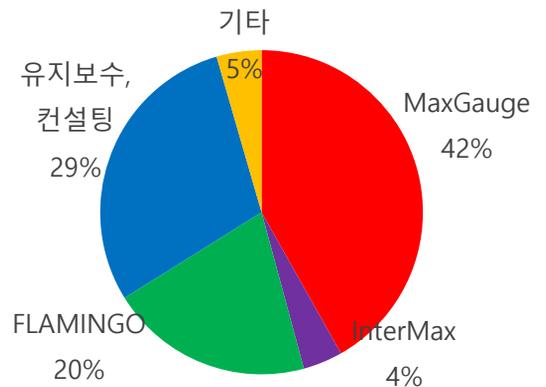
동사는 2014년부터 2016년까지 꾸준히 매출액이 증가해왔으며, 특히, 당기순이익은 2014년까지 13분기 연속 흑자를 기록했을 정도로 높은 성장세를 보였다. 2015년 6월 26일 교보위드스팩과 합병 과정에서 영업 외 손실실이 발생해 당기순이익이 마이너스로 전환되었지만, 2016년 곧바로 흑자로 전환되었다는 점에서 동사는 꾸준히 성장을 지속해 왔다.

[그림 1] 관계사 소개



자료 : DART, KB증권

[그림 2] 제품별 매출 구성 (단위 : %)



자료 : DART

MaxGauge, 당신은 도대체...

관리를 위한 관리, DBMS 솔루션

최근 데이터 관리의 중요성이 커짐에 따라 Data Base Management System(이하 DBMS) 시장 역시 큰 폭으로 성장하고 있다. 하지만 일반적으로 데이터 관련 용어는 거리감이 있는 것이 사실이다. 용어 구분을 확실히 하자면, 먼저 DB는 어떤 사람, 조직에 공유되어 사용될 목적으로 통합되어 관리되는 데이터 집합을 의미한다. 그리고 DBMS는 DB를 효율적으로 검색, 관리, 삽입, 삭제하는 프로그램을 의미한다. 마지막으로 DB 성능관리 솔루션은 일련의 DBMS 프로그램들을 일괄적, 효율적으로 관리하기 위한 프로그램을 뜻한다.

DB 성능관리 시장은 DBMS 시장 규모의 5%가량을 차지한다. 즉, DBMS 시장의 팽창은 DB 성능관리 시장의 필연적인 성장으로 이어질 것으로 판단된다. 실제로 최근 DBMS 시장이 커짐에 따라, 국내 DB 성능관리 시장 역시 2010년 129억에서 2016년 310억으로 약 2.4배 성장하였다.

DB 성능관리 분야의 압도적 원톱, MaxGauge

동사는 DB 성능관리 분야에서 선두기업으로서 위치를 공고히 하고 있다. 동사의 DB 성능관리 대표 솔루션인 MaxGauge는 DB 성능관리 중 핵심인 모니터링 및 튜닝 분야에서 국내 선두기업으로 자리 잡게 한 일등공신이다. 최근 4차산업과 더불어 데이터베이스 구축이 증가함에 따라, 대량의 데이터를 동시 다발적으로 처리하는 환경에서는 데이터베이스의 성능 저하와 기타 장애가 발생할 가능성이 크다.

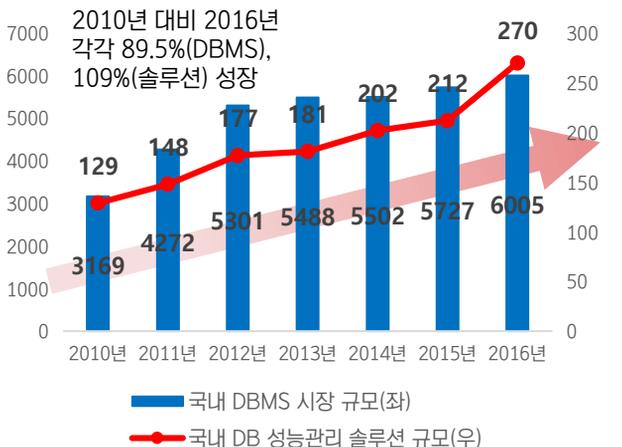
반면, MaxGauge는 모니터링 기법을 제공함으로써 문제 상황을 빠르게 인지하고, 애플리케이션의 병목 현상을 효과적으로 분석해 명확한 분석 자료를 제공하여 이러한 문제들을 해결해준다. 즉, 이를 통해 시스템의 가용성 및 성능을 효율적으로 관리하고, 튜닝을 통해 문제점들을 개선하는 작업을 한다.

이러한 MaxGauge는 DB 성능관리 분야에서 1위를 차지하고 있으며 금융권 수요의 90%, 대형사 450곳, 공공기관 수요의 60%를 점유하고 있다. 해당 시장에서 글로벌 기업인 델의 Foglight, 국내 기업 셸파소프트의 Sherpa 등이 경쟁하고 있으나 국내 솔루션 기업은 기업들의 요구에 유연하게 대응할 수 있다는 점과 파트너사와의 유통망 구축을 통한 영업력 강화로 글로벌 기업에 대한 경쟁우위를 가지고 있다. 나아가 MaxGauge는 Oracle, DB2 등의 다양한 DBMS를 지원하여 제품 범용성이 뛰어나며, 여러 종류의 DBMS를 Web UI를 이용해 하나의 화면에서 동시 모니터링이 가능한 우위를 가지고 있다.

증가하는 빅데이터 수요, 확대되는 DBMS 시장

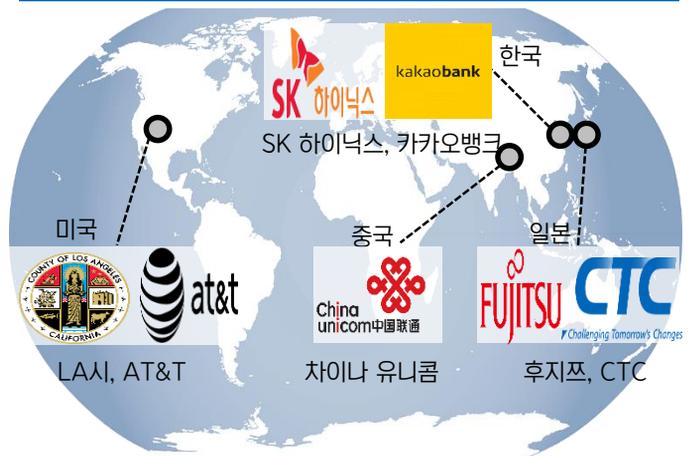
4차 산업혁명 시대에 접어들면서 모든 산업의 근간이 되는 데이터, 특히 데이터 분석과 더불어 데이터베이스 관리가 중요해졌다. 한국 데이터 진흥원에 따르면, 국내 기업들의 빅데이터 도입율은 2017년 현재 약 4.3% 수준으로 향후 빅데이터 수요는 전체 기업의 30.2%까지 상승할 것으로 예상됐다. 특히 2018년(77개)와 2019년(98개) 이후로 많은 기업이 빅데이터를 도입할 것으로 예측됐다. 이러한 상황에서, DBMS 시장 역시 더욱 커질 것으로 판단된다. 실제로 한국 IDC에 따르면, 국내 DBMS 시장은 연평균 5.2%의 성장률을 기록하여 2019년 6,830억 원 규모에 이를 것으로 분석됐다. 즉, 앞으로 빅데이터 수요의 증가는 데이터베이스 구축 수요를 늘리고 DBMS 시장을 더욱 확대 시킬 것으로 판단된다. 그리고 이는 DB 성능관리 부문의 성장으로 이어져 산업 내 가장 큰 점유율을 차지하는 MaxGauge가 가장 큰 수혜를 입을 것으로 전망된다.

[그림 3] DBMS 시장, DB 성능관리 시장 규모 (단위 : 억원)



자료 : DART, 한국IDC, 한국데이터진흥원

[그림 4] MaxGauge 주요 수주 내용



자료 : 엑셀, FinValue

특히, MaxGauge는 국내 뿐만 아니라, 29개국에 고객사를 보유하고 있으며 이베이, AT&T, 토요타 등의 글로벌 기업을 고객으로 두고 있다. AT&T가 동사의 미국 진출 전, 먼저 사용 의사를 전했다는 것만으로도 MaxGauge의 기술력은 이미 글로벌적으로 입증되었다는 것을 확인할 수 있다.

최초의 End-to-End 시장 개척

IT의 성장에 따라 APM 솔루션의 필요성도 증가

1990년대 이후, 급속한 인터넷 보급에 따라 기업의 환경은 사용자의 접근성을 높이기 위해 웹 기반 시스템으로 전환되어왔고, 그에 따라서 웹 애플리케이션 서버(이하 "WAS") 시장이 2000년대 초 가파르게 성장했다. 이 과정에서 서비스 응답시간의 지연 등의 문제가 나타나게 되었는데, 이에 대응하기 위해 애플리케이션 내부에서 일어나는 일련의 서비스 과정을 세밀하게 모니터링하는 APM 솔루션이 개발되었다. APM(Application Performance Management)이란 애플리케이션에 대한 성능관리 솔루션을 말하며, 구체적으로 부하량, 접속자 파악, 애러진단 등을 모니터링을 통해 파악한다. 이를 통해 IT 인프라에서 사용하는 애플리케이션 장애를 예측하고, 시스템을 안정적으로 운영할 수 있게 해준다.

레드오션 APM 시장, 엑셈의 강점은?

국내 APM 시장은 WAS 모니터링에 집중된 모습을 보여 왔다. 이중 제니퍼소프트가 65%의 점유율로 선두기업으로서 자리를 잡고 있으며, 그 외에는 티맥스소프트(11%), 엑셈(4%), 다보소프트(4%) 순서로 시장이 형성되어 있다. 즉, APM 시장은 제니퍼소프트가 독보적인 모습을 보이며 시장을 선점하고 있다. 또한, 최근 몇 년 간의 APM 시장의 매출액 성장률이 홍보하는 등 레드오션에 가까운 모습을 보이고 있다.

이 수치들로 판단해 보았을 때, APM시장에 대한 동사의 입지는 매우 작고, 산업 전망도 그다지 밝아 보이지는 않는다. 그럼에도 동사의 제품을 눈여겨봐야 하는 근거는 충분하며, 이 제품이 앞으로 동사의 미래 먹거리로서 가치가 있다는 점을 강조한다.

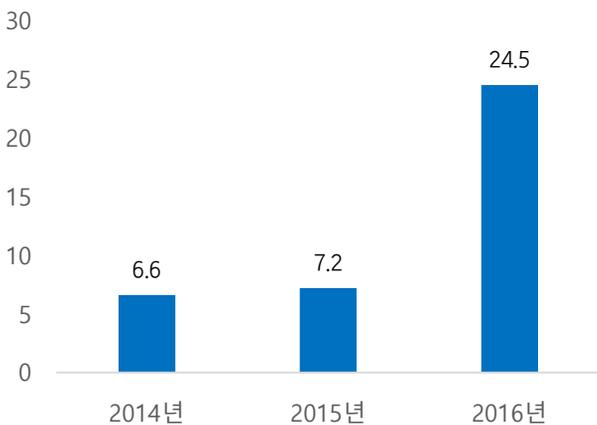
국내 최초의 통합 APM 솔루션 End-to-End

APM 시장을 포함해 모니터링 및 튜닝 분야에는 어느 정도의 문제점이 존재한다. MaxGauge와 같이 DB 성능관리를 전문적으로 하는 프로그램과 APM과 같이 WAS 성능관리를 전문적으로 하는 프로그램 등이 있지만, 이들 프로그램 개별 항목 간의 연결고리가 부족하여 문제가 발생한다. 즉, 시스템별 각각에 대한 모니터링 프로그램만을 고수하였을 때, 개별 시스템에서 나타나는 애러들을 실시간으로 파악하지 못해 비용이 발생한다.

그에 반해 동사의 InterMax는 WAS, DB뿐 아니라, 웹(WEB), TP 모니터, 클라이언트 등 각 항목 간에 연결고리를 만들어 통합 모니터링 함으로써 효율적이고 빠르게 문제 구간을 찾고 해결하는 솔루션이다. 동사의 InterMax를 주목해야 할 점이 여기서 나타난다. 기존 APM 시장을 지배해온 제니퍼소프트와 더불어 대부분의 기업은 모두 WAS에 국한되어 있지만, 동사의 InterMax는 통합 APM, 즉 End-To-End를 적용함으로써 산업 내 경쟁자들보다 우위의 기술력을 보인다. 이는 단순히 APM 시장이 아닌, 모니터링 및 튜닝 시장까지 영향력을 확대할 수 있다는 점에서도 매출확대의 기회가 있는 제품이다.

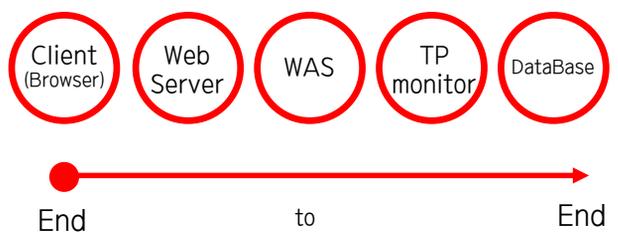
[그림 5] InterMax 매출 추이

(단위: 억원)



자료 : DART

[그림 6] End-to End 솔루션 체계



자료 : 엑셈

Intermax, 앞으로 더욱 기대된다.

InterMax가 2014년~2016년 267%의 성장률을 보이고 있는 것에 반해, APM 시장은 2013년부터 정체를 보인다. 즉, APM시장이 레드오션임에도 End-To-End를 적용한 InterMax는 높은 성장세를 보인다는 점을 확인할 수 있다. 2016년만 해도, 선도기업인 제니퍼소프트의 매출액이 전년 대비 5% 하락한 반면 동사의 InterMax는 약 270% 정도 매출이 증가하였다. 이렇듯, 기존 APM시장의 판도는 조금씩 변화하는 중이다.

그 이유는 다음과 같다. 먼저, 최근 4차 산업과 더불어 기업 IT 시스템의 규모가 커지고 복잡해짐에 따라 클라우드 이েন্ট, WAS, DB 등 시스템을 구성하고 있는 각 구간을 End-To-End로 통합 모니터링하여 신속하게 문제 구간을 찾고 해결하는 솔루션에 대한 수요가 늘어남에 따라 InterMax에 대한 수요가 점점 확대되고 있는 것이다. 즉, 여러 산업의 IT시스템 도입이 InterMax 수요 증가의 가장 큰 요인이라고 할 수 있으며, 앞으로 데이터 산업이 더욱 다변화함에 따라 수요는 더욱 증가할 것으로 판단된다.

특히, 트랜잭션 흐름이 많고 복잡한 금융권 기업들은 서비스의 지연이 발생할 경우 타격이 크기 때문에 서비스 제공 시 어떤 곳에서 문제가 발생했는지 파악하는 것이 중요하다. 그에 더해 즉각 대응할 수 있는 솔루션이 필요하다는 점에서 이들에 의한 수요도 앞으로 확대될 것으로 판단된다. 이를 여실히 증명한 것이 2017년 국내 최초 인터넷 전문은행인 K뱅크와 카카오뱅크에 수주를 성공한 것이다. 또한, 2017년 1월 13일 SK하이닉스와 InterMax의 공급계약을 체결하였는데, 공장 자동화 시스템을 목적으로 한다는 점에서 앞으로 공장 자동화 부문에서까지 InterMax의 사업이 확대될 것으로 예측된다.

또한, 앞에서 언급한 DBMS 수요 확대에 InterMax 또한 수혜를 입을 것으로 보인다. 나아가 최근 핀테크, 공장 자동화, 인공지능과 관련해 수주를 얻은 점에서 4차 산업과 연관성이 크며, 앞으로 4차산업과 관련해 기술력이 확대됨에 따라 큰 수혜를 받을 것으로 전망된다.

클라우드 버전으로 전 구간을 모니터링

2016년 7월 동사는 미래창조과학부에서 시행하는 SaaS 육성사업에 최종 선정되었는데, 이는 국내 최초의 WAS-DB 전 구간 시스템 성능관리 SaaS 개발을 골자로 한다. 시스템 모니터링 관련 기술을 이제는 클라우드 환경에서도 구현하는 것을 목표로 하고 있다. 해외 SaaS 형 제품들이 인프라의 일부만 클라우드로 운영한다는 것에 비해 동사의 과제는 전 구간 서버를 SaaS로 구현해 운영의 편의성을 극대화한다는 차이가 있다. 개발비용은 정부에서 지원하며, 동사는 클라우드 선도기업 중 아마존 웹서비스(이하 "AWS")와 개발, 사업화 등을 함께 추진하고 있다. 넷플릭스, BMW, 웹젠, 블루홀 등 많은 기업들이 모두 AWS를 도입하여 활용하고 있을 정도로 그 영향력은 굉장한 수준이다.

현재 MaxGauge의 클라우드 버전이 출시된 상태이며 이를 통해 DB 성능관리 1위 제품인 MaxGauge가 AWS 환경도 확장지원 할 수 있게 되었다. 또한, AWS 퍼블릭 클라우드에서 동작하는 APM이 현재 개발되고 있다. 이 클라우드 기반 SaaS APM이 개발된다면 글로벌 시장에서도 인정받을 수 있는 발판이 될 것이다.

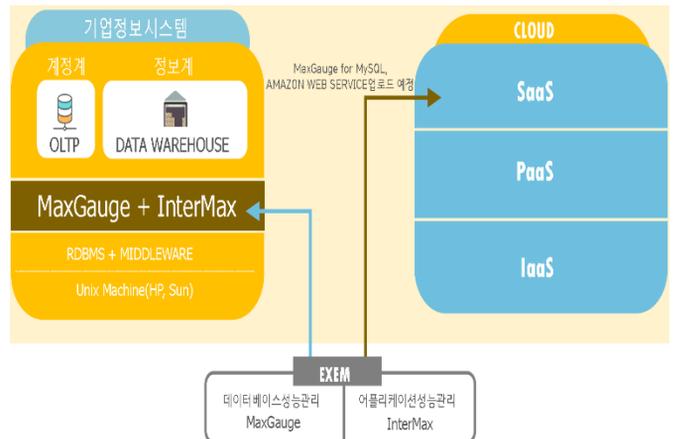
즉, 동사는 해당 시장 점유율이 높은 MaxGauge와 End-To-End 통합 모니터링의 강점을 가진 InterMax의 시너지효과를 통해 데이터 솔루션 분야에서의 입지를 더욱 굳건히 하고 있다. 또한, 클라우드 환경에서의 적용을 통해 글로벌 기업으로 거듭나려는 준비 중이다.

[그림 7] MaxGauge & Intermax 금융권 점유율(단위: %)



자료 : DART

[그림 8] 엑셈의 MaxGauge & InterMax 청사진



자료 : EXEM IR BOOK 2016

Flamingo를 통해 빅데이터 생태계에서의 입지 구축

빅데이터 시장의 성장, Flamingo에겐 호재

앞에서 언급하였듯, 최근 빅데이터 분야의 성장은 그 속도를 가능하기 어려울 정도다. 그 중, 빅데이터 솔루션의 기본적인 기능은 기업이 보유하고 있는 정형 데이터와 비정형 데이터를 분석하여 가치 있는 자료를 뽑아내는 것이다. 하지만 상대적으로 분석하기 쉬운 정형 데이터와 달리, 전체 데이터의 90%에 달하는 비정형 데이터는 전문 기술 없이 분석하기 매우 어렵다. 즉, 빅데이터 솔루션의 존재 의의는 비정형 데이터의 분석이라는 결론에 도달하게 된다.

현재 빅데이터는 오픈소스인 Apache Hadoop을 중심으로 시스템이 구성되어 있다. Hadoop은 현재 빅데이터 관련하여 전 세계적으로 통용되고 있는 시스템이며, 국내에서도 민간과 공공 모두 Hadoop을 이용하고 있다. 이러한 Hadoop을 보완하는 여러 가지 프로젝트들까지 포괄하여 Hadoop eco-system이라 부른다. 하지만 동 시스템의 가장 큰 문제점은 여러 프로젝트의 일괄적인 관리가 어렵다는 것이다. 동사의 Flamingo가 수행하는 빅데이터 플랫폼이라는 역할은 이러한 문제점을 해소하기 위해 다양한 Hadoop eco-system 내의 프로젝트들을 하나로 통합하여 저장, 운영, 분석하는 것이라고 할 수 있겠다.

클라우드 소프트웨어로 급격한 성장을 이룬다.

Flamingo의 강점은 바로 클라우드 소프트웨어라는 것이다. 클라우드 등 경쟁사의 경우, 특정 분야에 집중된 알고리즘에 주력하는 반면, 동사의 Flamingo는 다목적으로 적용할 수 있는 범용 알고리즘 형성에 집중했다. 또한, 외산 플랫폼은 대부분 개발자를 위한 툴을 전면에 내세우고 있지만, Flamingo의 경우 운영자를 위한 툴까지 포함하고 있다는 큰 차이점을 가진다.

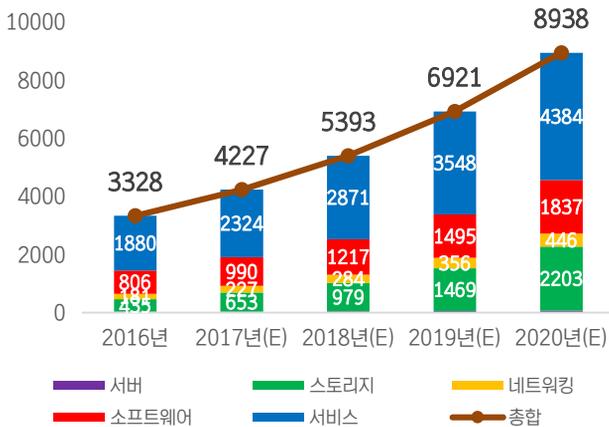
또한, 동사의 핵심기술인 JVM Java Agent를 통해 Map reduce, Hive, Pig 등 Hadoop eco-system 내의 분산 데이터베이스를 효율적으로 관리, 모니터링함으로써 경쟁사와 비교하면 우위를 점하고 있다.

이러한 기술적 우위를 통해 Flamingo는 최근 가파른 성장세를 이어 나가고 있다. 기존 Flamingo 개발 업체인 클라우드인은 2014년 Flamingo 1.0을 출시 이후, 이듬해 Flamingo 2.0을 출시하며 빅데이터 관련 기업으로 입지를 굳혀 나갔다. 그러나 동사와 합병 이전 클라우드인의 Flamingo 매출액은 2016년 1월부터 6월까지 기준으로 1억 9천만 원에 불과했다. 하지만 동사와 합병 이후, Flamingo의 매출액은 10억 3천만 원 가량 증가하였고 2017년 3분기까지의 Flamingo 매출액은 34억 원까지 큰 폭으로 상승하였다.

국내의 탄탄한 저변, 해외의 장밋빛 미래

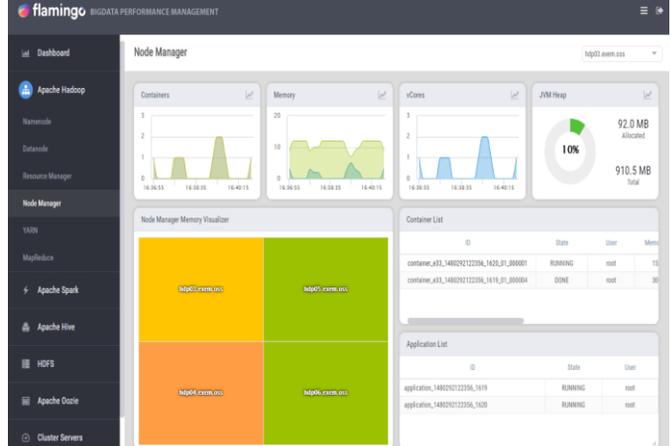
Flamingo는 현재 국내에서 탄탄한 입지를 가지고 있다. 450개 이상의 기업을 고객사로 확보하고 있는 동사의 영업망을 발판으로 이미 주택금융공사, 한국전력공사, 삼성전자 등 100여 개의 기업에 납품하였다. 장기적으로는 300여 기업에 Flamingo를 납품함으로써 해당 분야에서의 1위 위치를 굳힐 전망이다. 또한, 미국, 일본, 중국 국의 법인에서의 영업을 통해 10억 원의 해외 매출을 기록할 계획이다. 비록 2017년 Flamingo의 매출은 전액 내수에서 나왔을 정도로 해외 판매가 부진했지만, 오픈소스&범용 알고리즘이라는 장점을 적극적으로 활용한다면 해외 판매에서도 새로운 판로를 뚫을 수 있을 것으로 판단된다.

[그림 9] 국내 빅데이터 시장 전망 (단위 : 억원)



자료 : 한국데이터진흥원

[그림 10] 플라밍고 실시간 모니터링 뷰



자료 : 엑셈

신시웨이의 PETRA, DB 보안시장에서의 약진

DB 보안시장, 아직 드러나지 않은 방산의 일각

DB 보안시장은 빅데이터 시장처럼 언론의 지대한 관심을 받고 있지 않지만, DB 보안시장 역시 우리의 삶과 매우 밀접한 시장이다. DB 보안이란 DB에 저장된 정보에 대한 불법적 접근을 차단하는 것인데, 최근 정보의 중요성이 증대됨에 따라 DB 보안의 중요성도 커지고 있다. 이러한 상황은 수치로도 나타나는데, 국내 DB 보안관리 솔루션 시장의 규모는 2010년 294억 원에서 2015년 1,021억 원으로 약 3.5배, 연평균 28.3% 성장하였다. 또한, 2014년 8월부터 개인정보보호법 개정안이 시행됨에 따라 해당 분야에 대한 기업들의 수요가 꾸준히 증가할 것으로 판단된다. 또한, IDC의 연구결과에 따르면 보안시장에 대한 기업들의 투자의 40%가 방화벽 등 네트워크 보안에 투자되고 있음에도, DB 보안에 대한 투자는 아직 19%에 불과한 만큼 발전 가능성이 큰 시장이라고 할 수 있겠다.

Petra의 기술력

신시웨이는 위에서 언급한 DB 보안관리와 관련한 솔루션을 제공하는 전문 업체다. DB 보안 관리 시장은 국내 기업이 90% 이상의 높은 점유율을 유지하고 있으며, 크게 DB 보안관리 시장과 DB 암호화 시장으로 나뉜다. 신시웨이는 각각의 시장에서 PETRA와 PETRA CIPHER라는 제품을 납품하고 있다.

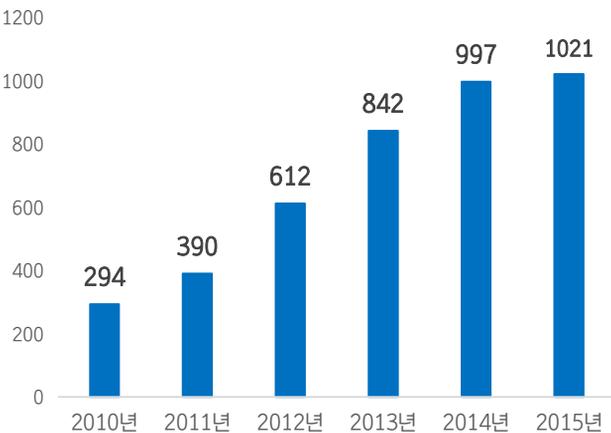
먼저, PETRA는 DB 접근제어 솔루션으로 불법 사용자의 DB 접근을 억제하기 위해 만들어진 소프트웨어이다. 수많은 기업의 DBMS 환경에 최적화된 접근제어와 자체 개발한 메모리를 기반으로 초고속 규칙 처리를 제공한다. 즉, 대량의 트랜잭션이 발생하여도 빠른 규칙 적용을 통해 시스템 부하를 최소화함과 동시에 다수의 서버에 대한 실시간 모니터링이 가능하다. 또한, SQL 마스킹으로 암호화 없이도 주민등록번호 등 중요 정보에 대한 권한이 없는 내부 사용자에게 정보가 치환 후 제공되어 불법사용이 불가능하도록 보호한다. 이렇듯 시장 내에서 PETRA는 특허 7종, CC 인증, GS인증을 보유한 국내 기술력 1위의 제품이라는 점에서 기술적 경쟁우위를 가지고 있다

PETRA CIPHER는 DB 암호화 솔루션으로, 기업들이 취급하고 있는 개인정보를 안전하게 관리할 수 있는 프로그램이다. 개인정보 유출에 대한 사건이 증가함에 따라 개정된 개인정보보호법으로 처벌이 강화되어 기업들의 개인정보 유출 방지에 관한 관심은 날로 커지고 있다. PETRA CIPHER는 이러한 기업들의 수요에 가장 적합한 제품으로 개인정보 등의 암호화 데이터에 대한 철저한 보안이 가능하다. DB 암호화 솔루션 중 최초로 국정원으로부터 CC 인증을 획득하였을 정도로 기술력이 뛰어나며 PETRA와도 연동이 되어 더욱 강화된 보안 시스템을 형성할 수 있다는 점이 강점이다.

경쟁심화에도 불구하고, 수주 폭년

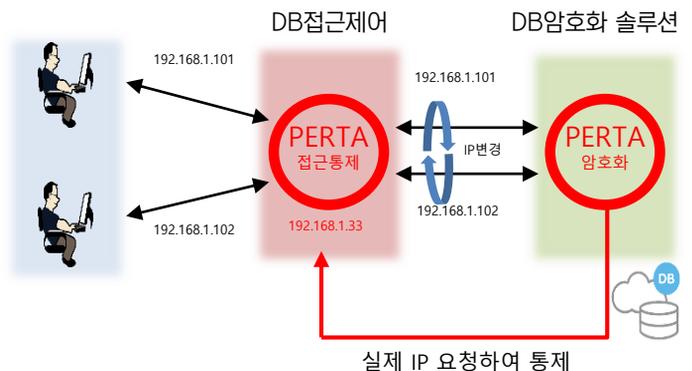
DB 보안정보 시장은 DB 접근제어와 DB 암호화 모두 소수의 기업에 의해서 과점시장을 이루고 있다. 특히, 암호화 솔루션은 진입장벽이 낮고, 개인정보보호법 시행으로 개인정보에 관한 관심과 수요가 커져 경쟁이 심화될 것으로 전망된다. 그럼에도 신시웨이의 최근 움직임은 앞으로의 산업 내에서의 경쟁력과 기술적 우위를 예측하게 해준다. 이는 몇 년 사이 국내 주요 금융권과 공공기관에 제품을 수주하는 성과를 이룬 것에서 확인할 수 있다. 2015년에만 대법원과 농협에서 품질성능평가시험 1위로 수주하였고, 2017년에도 검찰청, NH농협 등에 수주하는 등 공공기관과 금융권에서의 관심이 매우 높음을 확인할 수 있다.

[그림 11] DB 보안 관리 솔루션 시장 규모 (단위 : 억 원)



자료 : 한국데이터진흥원

[그림 12] DB접근제어와 DB암호화 솔루션의 연동



자료 : 엑셀, FinValue

나아가, 최근 정부의 보안정책 강화에 대응하기 위해 타 금융기관에서도 신시웨이의 제품에 대한 품질성능평가시험이 이루어지고 있어, 금융권으로부터 더 많은 수주가 예상된다. 그 뿐만 아니라, 농협외의 비정형 데이터와 관련한 이번 수주를 통해 다시 한 번 기술력을 인정받았으며, DB 및 비정형 데이터 암호화 시장에서 필수 인프라로서 앞으로 더욱 각광 받을 것을 전망할 수 있는 대목이다. 2017년 금융권 수주로 전년 대비 매출액이 60% 이상 성장한 신시웨이는 앞으로 금융권의 핀테크 움직임이 더욱 가속화되고 고도화됨에 따라 기술력과 두터운 수요층을 바탕으로 성장세가 더욱 확대될 것으로 전망된다.

밸류에이션 - 매출, 실적 및 이익 전망

목표주가 5,580원,
투자의견 Positive

InterMax와 기타 상품 매출을 제외한 2018년 동사의 매출은 최저치 310.6억원, 중간치 345.6억원, 최고치 383.7억원으로 예상된다. 이는 2017년 동사의 매출을 298억원으로 계산했을 때 중간치 기준 약 16%의 성장치이다. 타겟 시장이 성숙기에 접어든 InterMax가 APM시장의 평균 성장률(2013~2016년 CAGR 2.6%)을 추종하고, 책자 등의 기타 매출은 동사 제품의 매출성장률을 추종한다고 가정한다면 2018년의 예상 매출액은 366.1억원으로 2017년 대비 15.5% 성장한 수치로 예측된다. 동사의 영업이익 역시 2017년 14.9억원에서 2018년 61.4억원으로 급등할 것으로 예상된다. 지난 2년간 신시웨이, 클라우드인 등과 M&A 절차를 밟으면서 그에 따른 초기 투자비 발생으로 영업이익이 크게 감소하는 모습을 보였지만, 회사 경영이 정상 궤도에 오르고 상승한 매출액 증가 등의 호재가 발생함으로 인해 영업이익은 급등할 것으로 보인다.

따라서, 2018년 EPS 추정치 244.7원에 Target PER 22.8을 곱하여 구한 목표주가는 5,580원이며, 현재주가 4,250원 대비 31.3%의 상승여력이 있다고 판단하여 투자의견 Positive를 제시한다.

밸류에이션 - 설정 논리

전체적 설정 논리

동사가 속한 IT 산업의 경우, 계절적 요인보다는 정부의 과제 및 프로젝트 수주 여부가 매출에 큰 영향을 미친다. 해당년도 2/4분기와 3/4분기의 경우 정부의 프로젝트가 많았고, 4/4분기의 경우 정부의 프로젝트가 상대적으로 적었기 때문에, 관련 시장의 성장성과 동사의 경쟁력과는 별개로 매출이 소폭 하락하였다고 가정하였다. 기본적으로 가까운 시장의 분위기를 중시하되, 정부 프로젝트 수준을 고려하여 17Q 3분기에 0.5, 2분기에 0.3, 1분기에 0.2의 가중치를 적용하여 4/4분기의 매출을 구하였다.

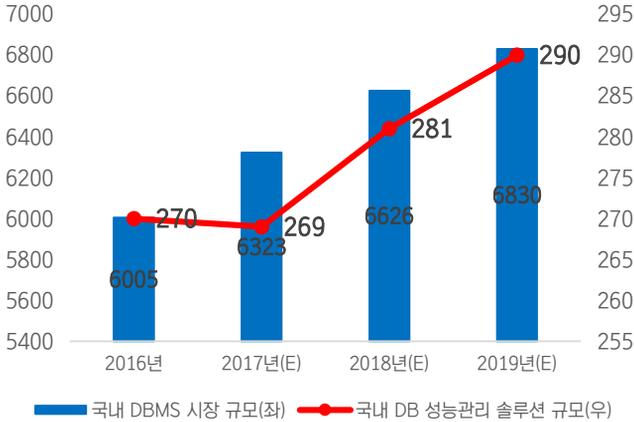
가장, 먼저 동사의 핵심 매출부문을 4개로 나누어서 미래 매출을 예측하였다. 동사의 경우, MaxGauge, Petra & Petra Cipher, Flamingo, 유지보수&컨설팅의 네 부문에서 대부분의 매출(2017년 기준 93.9%)이 발생하며 또한 발생할 것으로 판단되어지는 바이기 때문에, 이 네 부문으로 나누어 전체 매출을 합산하는 식으로 동사의 향후 매출을 측정해보았다. 해당 분석을 시행함에 있어, 각각의 섹터의 중간값과 예상되는 최소, 최대값을 각각 계산하여 매출액 범위를 설정하였다. 해당 분석들을 시행하던 중, 일종의 거시적 지표인 해당 산업의 예상 성장률의 경우 변동을 주지 않고 고정값으로 계산하였는데, 그 이유로는 해당 산업의 실제 성장률이 과거에 한국 IDC, 한국 데이터진흥원이 시행한 빅데이터 각 부문의 예상 성장률 보다 오히려 5%~10% 상회하는 수치를 보였기 때문에, 예상 성장률 부문이 부풀려지지 않았다는 결론을 내릴 수 있었기 때문이다. 다만 어느 정도 보수적으로 계산하기 위해 상회하는 비율은 적용시키지 않았다.

MaxGauge,
2018년 대비 2019년
15.2% 성장 예상

첫번째로, MaxGauge의 경우, 가장 먼저 국내의 DBMS시장과 DB 성능관리 시장이 향후 모두 성장한다는 예상치를 반영하였다(그림13).이런 상황 하에, 해당 제품의 핵심 기술이자 독점적 시장 지위를 얻고 있는 SQL Logging이 2015년에 상용화됐고 5년의 수명주기를 가지고 있기 때문에 2020년까지 시장에서의 높은 점유율을 유지할 것이라고 예상된다. 다만, 최근 4년간의 매출현황을 살펴볼 때, 우상향하는 안정적 모습이 아니라 불안정한 흐름을 보였기 때문에 시장의 성장 정도에 비해 해당 제품 특유의 성장률을 유지하여 결국 낮은 점유율을 차지하는 상황을 최저치로 가정하였다. 또한, 중간치로는 MaxGauge가 DB 성능 컨설팅시장에서 평균적으로 유지해왔던 점유율인 60%를 유지한다는 가정을 적용하였고, 최고치로는 최근 동사가 사업 보고서, 기사에서 언급하는 65%~70%의 시장점유율을 향후 유지한다는 가정을 적용하였다.

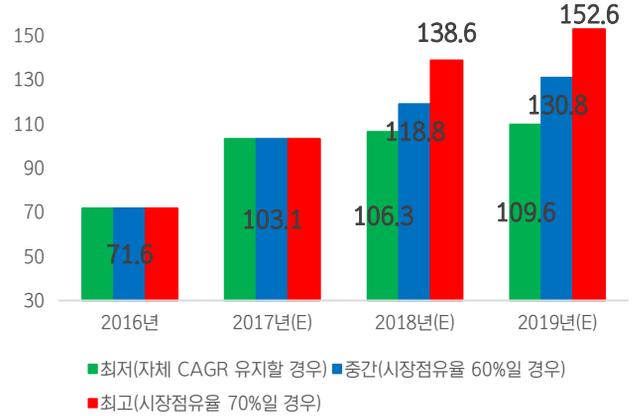
그 결과, 최저치로 적용한 해당 제품의 연평균 성장률로 매출이 성장하는 경우 2018년엔 106.3억원, 2019년엔 109.3억원을 기록할 것으로 예상됐다. 중간치를 적용한 60%의 시장점유율을 유지하는 경우 2018년엔 118.8억원, 2019년엔 130.8억원을 기록할 것으로 전망됐다. 마지막으로, 최고치를 적용한 70%의 시장점유율을 유지하는 경우 2018년엔 138.6억원, 2019년엔 152.6억원을 기록할 것으로 예측됐다(그림 14).

[그림 13] DBMS&DB성능관리 시장 성장 전망 (단위 : 억 원)



자료 : 한국데이터진흥원, 한국IDC, FinValue

[그림 14] MaxGauge 매출 전망 (단위 : 억 원)



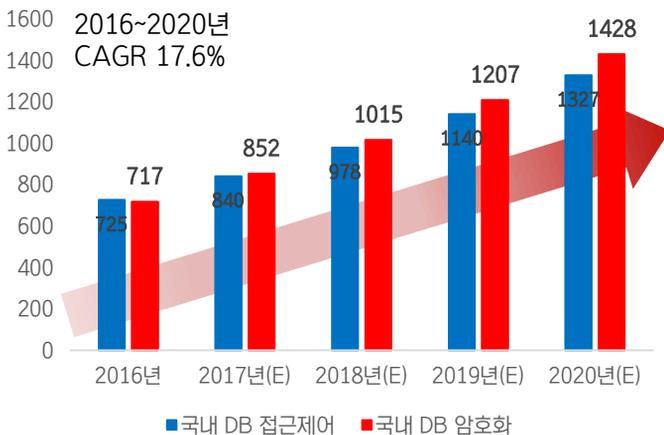
자료 : 한국데이터진흥원, EXEM IR BOOK 2016, FinValue

Petra & Petra Cipher,
2017년 대비 2018년
8.6% 성장 예상

해당 제품군이 속한 DB 보안시장은 데이터베이스 관련 사업 중 가장 큰 성장이 기대되는 시장이다. 2018년 1월 1일까지 100만명 이상의 고객을 보유한 회사의 경우 개인정보 보호가 의무화되기 때문에 시장의 파이가 급격히 커질 것으로 보이며, 또한 인터넷 전문은행 및 은행 비대면 서비스가 본격적으로 시작되면서 비정형 데이터 관련 암호화 사업이 매우 커질 것으로 예상할 수 있다. 이로 인해 국내 DB 보안시장은 2016년부터 2020년까지 연평균 17% 가량 성장할 것으로 보인다(그림 15). Petra와 Petra cipher의 경우 삼성전자, 한국전력, 국정원, 금융기관 등에 납품할 정도로 기술력 부문에서 인정을 받고 있고, 현재 일정 수준의 시장점유율(8.5%)을 확보하고 있다. 따라서 시장하는 성장 속 점유율이 어떻게 변화할지를 세분화하여 평균, 최고, 최저 매출 예상치를 산출하였다.(그림 16). 구체적으로, 급성장하는 시장 속에서 점유율을 유지하지 못하고 2011년부터 2017년까지 유지했던 CAGR인 -2.3%로 마이너스 성장해 나갈 상황을 최저치로 잡았고, 2015년까지의 평균점유율인 8.5%를 유지해 나갈 상황을 중간치로 잡았다. 최고치로는 동사가 Petra의 기대 성장률로 제시한 12%로 실제 매출액이 상승할 경우로 가정하였다.

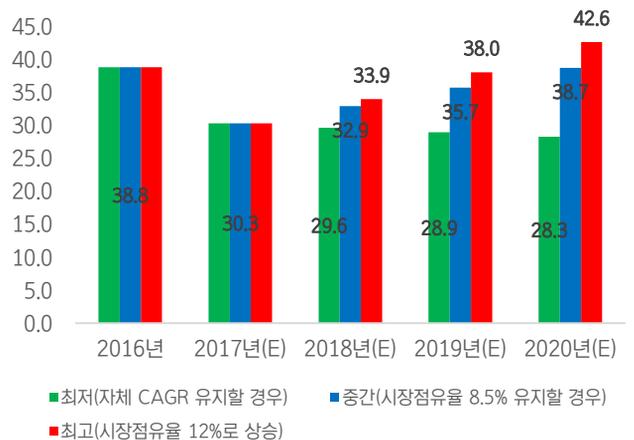
그 결과, 최저치로 제시한 제품 자체 CAGR을 유지할 경우엔 2018년 53억원, 2019년 56.2억원, 2020년 59.6억원의 매출을 기록할 것으로 예측됐다. 평균치로 제시한 시장점유율 8.5%를 유지할 경우에는 2018년 54.3억원, 2019년 58.9억원, 2020년 63.8억원의 매출을 기록할 것으로 전망됐다. 마지막으로, 최고치로 제시한 시장점유율을 12%로 끌어 올릴 경우에는 2018년 56억원, 2019년 62.7억원, 2020년 70.2억원으로 전망됐다.

[그림 15] DB보안시장 성장 전망(단위 : 억 원)



자료 : 한국데이터진흥원, FinValue

[그림 16] Petra & Petra Cipher 매출 전망 (단위 : 억 원)



자료 : EXEM IR BOOK 2016, FinValue

Flamingo,
2017년 대비 2018년
22.6% 성장 예상

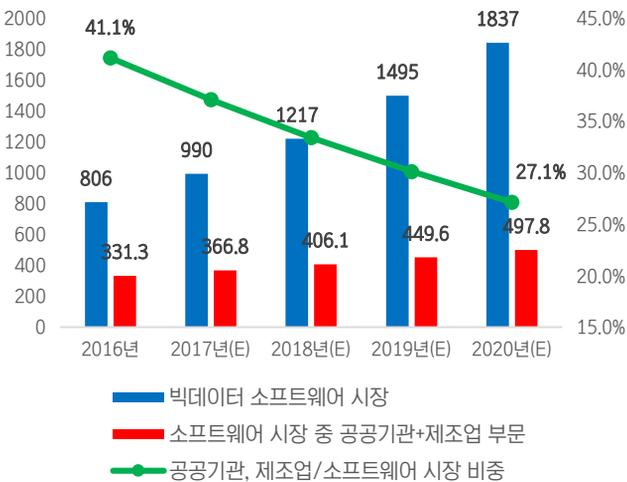
해당 제품군이 속한 빅데이터 소프트웨어 시장은 2015년부터 급격히 성장했다. 향후 정부, 공공기관, 금융권을 중심으로 빅데이터의 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예측되는 바, 빅데이터 시장과 0.99의 상관관계를 가지는 것으로 산출된 빅데이터 소프트웨어 시장 역시 팽창할 것으로 예상된다. 또한, 한국정보화진흥원의 조사 결과 2016년 현재 4.3%였던 기업의 빅데이터 도입율도 수직 상승하여 2020년까지 30.2%에 도달할 것으로 예측됐는데, 그 중 Flamingo의 주고객인 공공기관과 제조업이 각각 6.9%에서 26.7%로, 4.2%에서 27%로 변화되는 도입율을 2020년까지 기록할 것으로 보인다.(그림 17) 이러한 상황을 바탕으로 Flamingo의 향후 매출을 가정해보자면, Flamingo의 경우 매출 표본도 2년으로 매우 적고, 최근 급격한 성장을 보인 탓에, 자체적으로 분석할 만한 내부 성장자료의 신뢰성이 떨어진다고 평가하여 Flamingo의 타겟 시장이 어떻게 변할 것인지에 따라 최저, 중간, 최고치를 산출하였다.(그림 18)

먼저 최저치의 경우, 2016년 기준으로 전체 빅데이터 매출의 29%를 차지했던 공공기관과 12.1%를 차지했던 제조업이 2020년에는 전체 빅데이터 매출의 각각 16.1%, 11%를 차지한다는 결론이 나오기 때문에(시장 전체 매출이 7배 커지는 상황에서 공공기관과 제조업의 매출은 각각 3.9배 상승, 6.4배 상승), 이를 앞서 언급했던 빅데이터 소프트웨어 시장에 곱하여 Flamingo의 주요 고객층인 공공기관, 제조업의 잠재적 타겟 시장을 구해본다면 2016년 기준 331.2억원(공공기관 233.7억원, 제조업 97.5억원)에서 2017년 366.8억원, 2018년 406.1억원, 2019년 449.6억원, 2020년 기준 497.8억원(공공기관 295.8억원, 제조업 202억원)으로 변동하게 된다. 여기에 2017년 현재 Flamingo의 해당시장 점유율인 12.6%(플라밍고의 2017년 매출인 46.1억원/해당시장인 331.2억원)을 곱하게 된다면 Flamingo의 매출액 최저치는 2018년 51.2억원, 2019년 56.7억, 2020년 62.7억으로 예측된다.

하지만 이는 장차 늘어날 수도 있는 잠재적 고객, 특히 현 정부 하에서 빅데이터 사용을 적극적으로 독려 받는 공공기관을 과소평가했다고 반박할 수 있겠다. 따라서, 공공기관과 제조업 역시 소프트웨어 시장의 성장(CAGR 25%)을 추종하는 상황을 중간치로 제시하였다. 그 결과, Flamingo의 매출액 중간치는 2018년 56.5억, 2019년 68.8억, 2020년 83.7억으로 전망됐다.

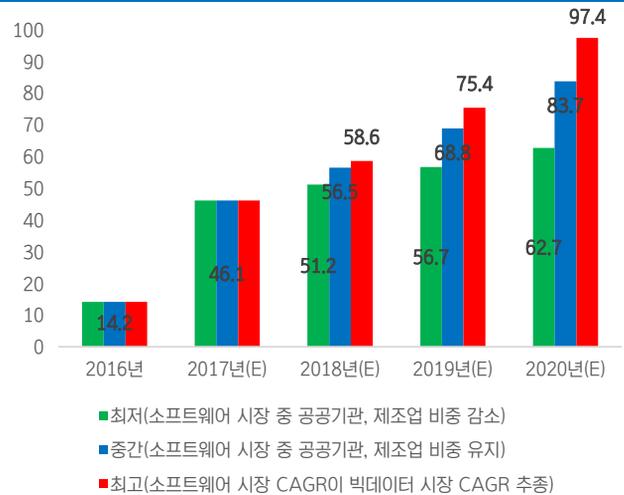
마지막으로, 한국의 경우 미국, 독일 등의 선진국(2016년 기준 30~32%)에 비해 전체 빅데이터 시장에서 소프트웨어 시장이 차지하는 비율이 2016년 기준 24.2%로 낮았기에, 향후 빅데이터 시장이 선진화되면 소프트웨어 시장의 성장폭이 더 커질 것이라고 예측할 수 있다. 그렇기에 소프트웨어시장의 성장률이 빅데이터 전체 시장의 성장률(CAGR 27.8%)과 같아지는 상황을 가정하여 최고 매출액으로 계산하였다. 그 결과, Flamingo의 매출액 최고치는 2018년 58.6억원, 2019년 75.4억원, 2020년 97.4억원으로 예측됐다.

[그림 17] 빅데이터 소프트웨어 시장 성장 전망(단위 : 억 원, %)



자료 : 한국데이터진흥원, 한국정보화진흥원, 산업은행, FinValue

[그림 18] Flamingo 매출 전망 (단위 : 억 원)



자료 : 산업은행, FinValue

**유지보수&컨설팅,
2017년 대비 2018년
15.9% 성장 예상**

동사의 경우, 평균적으로 소프트웨어 매출의 8~12%를 유지보수 매출로 얻는다. 동사는 공시 등 대외적으로 매출을 발표할 때 유지보수 매출과 컨설팅 매출을 한 카테고리 묶어서 발표하기 때문에, 컨설팅 매출을 계산하기 위해선 유지보수 매출을 필수적으로 알아야 한다. 따라서 동사의 유지보수 매출을 10%로 산정하고 계산한다면, 2015~2017.3Q까지 컨설팅 매출은 유지보수 매출의 5.6배, 즉 소프트웨어 매출의 56%로 집계됐다.(그림19) 이에 따라 동사의 향후 컨설팅 매출을 이용함에 있어 동사의 제품인 MaxGauge, Flamingo, Petra & Petra Cipher의 미래 매출을 이용하였음을 밝힌다(InterMax의 경우 컨설팅 매출이 미미하기에 계산에 포함시키지 않았음).(그림20)

그 결과는 다음과 같다. 2018년 동사의 유지보수&컨설팅 매출은 최소 123.5억원, 최대 152.5억원이며, 중간치는 137.4억원이다. 그리고 2019년에는 최소 128.8억원, 최대 175.6억원이며, 중간치는 155.3억원이다.

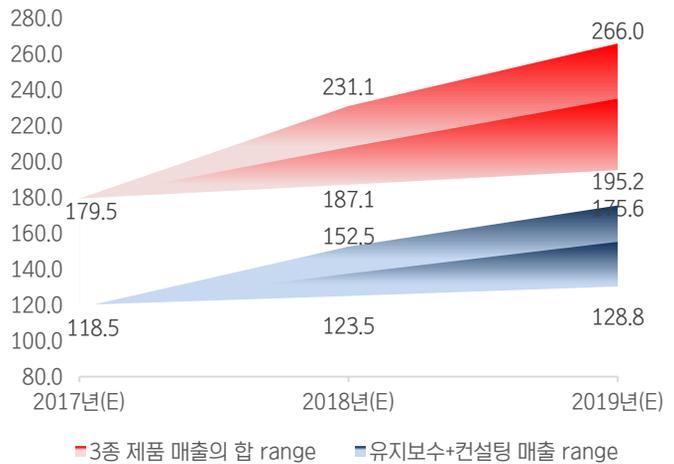
[그림 19] 엑셀 소프트웨어&유지보수&컨설팅 관계 (단위 : 억 원, 배)

| | 2015년 | 2016년 | 2017/1Q | 2017/2Q | 2017/3Q | 총합 |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|
| sw매출 | 133.2 | 134.9 | 23.4 | 38.0 | 41.4 | 370.9 |
| 유지보수 | 13.3 | 13.5 | 2.4 | 3.8 | 4.1 | 37.1 |
| 컨설팅 | 81.8 | 59.7 | 17.7 | 20.3 | 27.4 | 206.9 |
| 컨설팅/유지보수 | 6.1배 | 4.4배 | 7.7배 | 5.3배 | 6.7배 | 5.6배 |

*동사의 컨설팅/유지보수의 평균이 5.6배로 나왔기에, 향후 동사 컨설팅 매출을 구할 때 5.6이라는 수치를 이용했음을 밝힙니다.

자료 : DART, FinValue

[그림 20] 유지보수 & 컨설팅 매출 전망 (단위 : 억 원)



자료 : FinValue

밸류에이션1 - SOTP 기법을 참고

예상 매출액

먼저, 동사의 예상 매출액을 구하기 위해 SOTP 기법을 참고하였다. 동사의 경우 데이터베이스 관련 사업을 영위한다는 점에서 사업부 간 큰 차별성이 있진 않지만, MaxGauge와 Flamingo, Petra 등의 제품은 각각 상이한 시장을 타겟으로 하고 있다. 따라서, 사업부별 예상 매출액을 구하는 기법인 SOTP를 참고하여, 제품별 예상매출액을 구하는 방식으로 동사의 예상 매출액을 구하였다,

밸류에이션2 - Target PER 추정

Target PER 추정 논리

현재까지 동사와 같이 DB 성능관리 사업을 영위하고 있는 기업 중 상장되어 있는 국내 기업은 동사가 유일하다. 따라서, Target PER 추정을 위한 PEER 선정을 위해 IT 소프트웨어를 제공하는 기업들 중, 동사와 유사하게 DB와 관련한 솔루션 사업을 영위하는 기업을 선정하였다. 뿐만 아니라, 글로벌 기업 중 DB성능관리 사업을 영위하고 있는 기업들을 함께 고려함으로써 수치의 객관성을 높였다.

Target PER 추정을 위해 국내기업 중에서 선정한 동사의 PEER은 '퓨전데이터'와 '더존비즈온'이다. 이 두 기업은 IT 소프트웨어 사업을 영위하는 기업으로서, DB 성능관리 분야와는 조금은 다르지만, 같은 소프트웨어 산업에 속해 있다는 점에서 공통점이 있다.

동사의 Peer 선정 근거

퓨전데이터는 웹 기반 가상화 시스템 통합관리 솔루션 제품을 제공하고 있다. 이를 통해, 가상화 시스템을 모니터링하고 통합 관리 할 수 있으며, DB관리, 전원제어 등의 기능을 제공한다. 특히, 동사가 최근 주 제품을 클라우드 환경에서 제공하기 위해 제품 개발에 나선만큼, 퓨전데이터의 사업영역과 공통점이 있다고 판단하였다. 나아가, 소프트웨어 제공에 따른 기술지원 및 유지보수 서비스 제공을 주 사업으로 영위한다는 점에서도 동사와 수익구조가 비슷하다고 판단하였다.

더존비즈온은 기업용 소프트웨어를 개발 및 판매하는 사업을 영위하고 있으며, 특히, 클라우드, 기업 보안 등과 관련한 제품을 제공하고 있다. 국내 대표 IT기업으로서 기업정보화 분야에서 독보적인 시장지배력을 보이고 있으며 클라우드 플랫폼을 통한 모니터링, 보안, 유지보수 등의 인프라를 제공하고 있다는 점에서 동사와의 공통점이 있다고 판단하였다.

Target PER 추정을 위해 해외기업 중에서 선정한 동사의 PEER은 Oracle, CA Technologies 이다. 이 두 기업 모두 DB 성능관리, APM, DB 보안등의 사업을 영위하고 있다. 이들은 동사가 현재 국내 시장에서 선두권을 유지하는 것과 마찬가지로, 해외시장에서 선두권을 유지하는 기업들이라는 점에서 공통점이 있다. 또한, 동사와 마찬가지로 DB산업과 소프트웨어 산업의 성장에 따라 수혜를 입을 것이라 판단되며, 동사와 사업영역이 동일한 기업들이란 점에서도 비교할 필요성이 있다고 판단했다.

다만, 국내 기업들의 Forward PER의 평균에 10%를 할인하였고, 해외 기업들의 Forward PER의 평균에는 당기순이익과 시가총액 규모의 차이가 큰 것을 감안해 20%의 할인율을 적용하였다. 그리고 이 두 수치를 단순 평균하여 Target PER을 추정하였다. 동사의 경우 앞으로 매출액 성장이 더욱 가속화될 것으로 판단해 추가적인 할인은 하지 않았다.

[그림 21] 국내 & 해외 PEER (단위 : 배)

| 기업 | 국가 | 2018 Forward PER |
|-----------------|------|------------------|
| Oracle | 미국 | 15.3 |
| CA Technologeis | 미국 | 13.8 |
| 퓨전데이터 | 대한민국 | 17.1 |
| 더존비즈온 | 대한민국 | 32.7 |

자료 : 네이버금융, NASDAQ

[그림 22] 엑셀 목표주가 (단위 : 원, 배, %)

| | |
|-------------|-------|
| Target PER | 22.8 |
| 2018 예상 EPS | 244.7 |
| 목표주가 | 5,580 |
| 현재가 | 4,250 |
| 상승여력 | 31.3% |

자료 : FinValue

예상 질문과 그에 대한 답변

Q1. 시장 전체 성장률을 적용하는 데 있어 특정 기관의 예상치를 그대로 사용하였는데, 시장이 실제로 그렇게 성장할 것이라고 어떻게 보장하는가?

2018년 현재 4차산업혁명은 거스를 수 없는 시대의 물결이 되었다. 사물인터넷 부문은 통신사와 제조업 부문에서, AI 부문은 공공기관, 금융 부문에서, 그리고 빅데이터 부문은 공공기관, 금융업, 제조업, 유통업, 운송업 가릴 것 없이 광범위하게 적용되고 있는 것이 현실이다. 그 중, 빅데이터 부문은 영세사업자를 제외한 산업 전 부문에서 매우 폭넓게 이용되고 있고, 향후 경기가 안 좋아지더라도 이러한 추세는 1, 2, 3차 산업혁명 당시처럼 계속 이어질 것으로 보인다. 또한, 분석 보고서에 언급한 자료들의 출처인 IDC, 한국데이터진흥원, 한국정보화진흥원이 과거에 발표한 수치들을 봤을 때, 오히려 실제 시장의 성장치가 그들의 예상치보다 5~10% 높았다는 점은 그들이 과거에 예상치를 발표할 때 수치를 부풀리지 않았다는 반증이 된다.

이러한 이유로 인해 그들이 제시한 성장치가 타당한 수치라고 판단하여 해당 자료를 사용하였다.

Q2. 원자재 가격과 환율 변동에 따른 영향은 어떻게 되는가?

동사는 IT 소프트웨어 제품 및 용역을 생산하는 회사이므로, 원자재의 영향을 받는 생산품을 만들지 아니한다. 따라서, 원자재 가격 변동에 따른 리스크는 극히 미미하다고 판단하는 바이다.

한편 동사는 국제적으로 영업활동을 영위하기 때문에 외환위험, 그 중에서도 달러화와 엔화의 환율 변동에 따른 리스크에 노출되어 있다. 동사의 2017년도 9월 공시자료에 따르면 미국 달러/원이 10% 상승할 시 약 1.8억원의 세후이익을 얻게 되고, 10% 하락할 시 동일한 금액의 세후손해를 입게 된다. 또한, 일본 엔/원이 10% 상승할 시 약 0.9억원의 세후이익을 얻게 되고, 10% 하락할 시 동일한 금액의 세후손해를 입게 된다.

Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 김소진, 오유용, 조현준, 정운영)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

엑셀 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

| 날짜 | 적정주가 | 주가전망 |
|-------------|--------|----------|
| 2018.02.09. | 5,580원 | Positive |



독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다



동사는 정확한 가치분석을 통해 저평가된 주식을 발굴하는 데 앞장서겠습니다.

광주광역시 북구 용봉로 77
경영대 1호관 205호

TEL : 010-3218-0987