

KOSDAQ | 상업서비스와공급품

드림시큐리티 (203650)

보안에 더해지는 렌탈과 국방부문 성장

체크포인트

- 당사는 PKI(공개 키 기반 구조, Public Key Infrastructure) 기술 기반 보안-인증 솔루션을 공급하는 기업. 자회사로 한국렌탈, 시드코어, 드림디엔에스 보유
- 연결 기준 매출 비중 80%인 자회사 한국렌탈은 B2B렌탈 사업 영위. 국방부문 사업 영위하는 자회사 시드코어와 드림디엔에스는 신규 및 교체 수요 증가하며 활발히 사업 전개 중
- 2023년 매출 2,491억원(+11.1% YoY), 영업이익 334억원(+32.2% YoY) 전망. 전 사업부문에 걸친 외형성장으로 영업 레버리지 효과 기대. 영업이익률 13.4%(+2.1%p YoY) 전망

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

드림시큐리티 (203650)

연구원 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr
연구위원 백종석 jongsukbaek@kirs.or.kr

KOSDAQ

상업서비스와공급품

사업부문은 본업 보안부문, 자회사의 렌탈, 방산부문으로 구분

동사 사업부문은 드림시큐리티 별도로 영위하는 보안·인증부문, 자회사 한국렌탈의 렌탈부문, 시드코어와 드림디엔에스의 방산부문으로 구분. 보안·인증부문의 경우 PKI(공개 키 기반 구조, Public Key Infrastructure) 기술 기반 솔루션을 공급하며 공공기관, 금융기관, 통신사, 제조기업 등 전 산업 분야 고객사 보유. 렌탈부문의 경우 연결 기준 매출 비중 80%를 차지하며 OA 기기(사무 자동화 기기), 고소작업대, 계측기, 로봇 등 B2B렌탈 영위. 방산부문의 경우 국내 방산 대기업에 실시간 임베디드 시스템 등 납품

전사업부문 실적 호조 기대

보안·인증부문은 DID(분산신원관리)와 전자지갑 연구 개발, 한국은행 CBDC(중앙은행 디지털화폐) 모의실험 연구사업 등 지속적으로 신규 솔루션 개발 중. 클라우드 보안솔루션은 국내 대형 포털 및 공공기관을 고객사로 확보, 본격적으로 CSP(Cloud Service Provider)들의 추가 보안 수요 확대 시 수혜 예상. 자회사 한국렌탈의 렌탈부문은 95% 이상 연간 거래 유지율을 보이는 OA와 조선포, 물류창고 건설 등 다양한 응용처의 고소작업대 수요가 실적 견인할 전망. 시드코어와 드림디엔에스의 국방부문은 고객사와 무기 체계 시스템 개발 사업을 진행하는 등 활발히 사업 전개 중

전사 외형성장으로 영업 레버리지 효과 기대

2023년 매출 2,491억원(+11.1% YoY), 영업이익 334억원(+32.2% YoY) 전망. 보안부문, 국방부문 고객사 발주 증가와 렌탈부문 높은 가동율로 인하여 전 사업부문의 외형성장이 예상되며 이로 인한 영업 레버리지 효과 기대. 영업이익률 13.4%(+2.1%p YoY) 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	288	1,584	1,895	2,242	2,491
YoY(%)	1.8	449.7	19.6	18.3	11.1
영업이익(억원)	18	131	177	252	334
OP 마진(%)	6.1	8.2	9.3	11.3	13.4
지배주주순이익(억원)	25	49	128	97	174
EPS(원)	64	97	253	191	343
YoY(%)	-22.7	53.3	159.9	-24.7	79.7
PER(배)	43.0	40.3	16.9	14.4	9.2
PSR(배)	3.8	1.3	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	49.0	5.2	5.3	4.0	3.5
PBR(배)	2.2	2.9	3.0	1.6	1.6
ROE(%)	5.7	7.4	18.1	12.2	18.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/3)	3,145원
52주 최고가	3,790원
52주 최저가	2,360원
KOSDAQ (8/3)	920.32p
자본금	51억원
시가총액	1,592억원
액면가	100원
발행주식수	51백만주
일평균 거래량 (60일)	98만주
일평균 거래액 (60일)	33억원
외국인지분율	1.76%
주요주주	법진규 외 7인 37.78%



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.9	-9.1	-7.2
상대주가	-13.9	-24.3	-17.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA 마진율', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

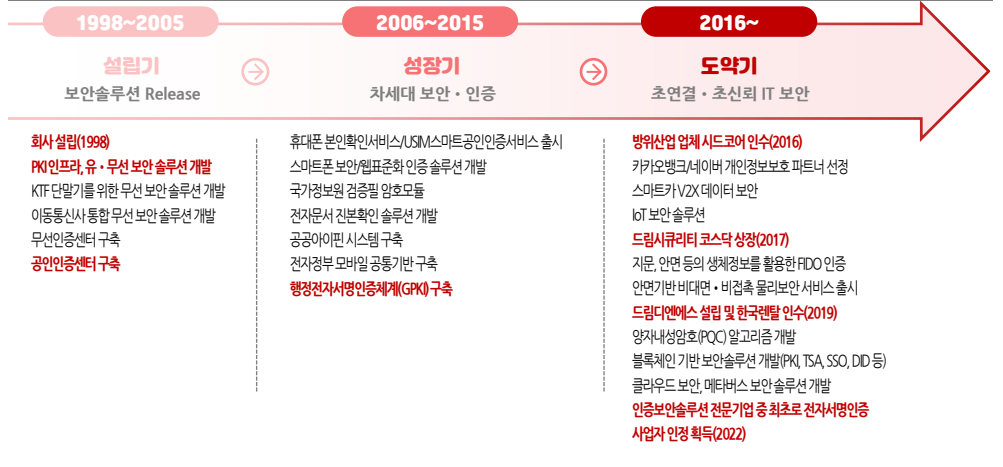
1 PKI(Public Key Infrastructure) 기반 보안·인증 전문기업

PKI 기술 기반 보안·인증
솔루션 및 서비스 공급업체

드림시큐리티는 1998년 8월 1일 황석순 창업주가 설립하였다. 설립 초기 공인인증센터 구축에 참여하였고, 본격적으로 PKI(Public Key Infrastructure, 공개 키 기반 구조, 공개 키 알고리즘을 통한 암호화 및 전자서명을 제공하기 위한 복합 보안 시스템 환경)를 비롯한 유·무선 보안 솔루션을 개발해 행정전자서명인증체계(GPKI)구축 사업자로 선정되어 행정전자서명 인증시스템을 운영한 바 있다. 이러한 레퍼런스를 바탕으로 공공기관 및 금융기관 고객사를 확보하였고, 제조업, 통신업을 비롯하여 전 산업 분야로 고객사를 확장하였다.

2016년 방위산업 업체인 시드코어를 인수하였고, 2017년 SPAC 합병을 통해 코스닥 시장에 상장했다. 2019년 1월 드림시큐리티의 사업부문 중 장비사업부문을 단순물적분할로 분리하여 (주)드림디엔에스를 설립하였고, 동해 11월 한국렌탈주의 지분 43.4%를 취득하였다. 2021년 7월 한국렌탈주의 지분 56.42%를 추가 취득하기 위하여 제2회 전환사채(400억원 규모)를 발행한 바 있다. 2022년 2월 '드림인증'이라는 간편인증 서비스를 출시하였으며 2022년 8월 간편인증 통합중계서비스 'EZ-iOK'를 출시하였다.

연혁



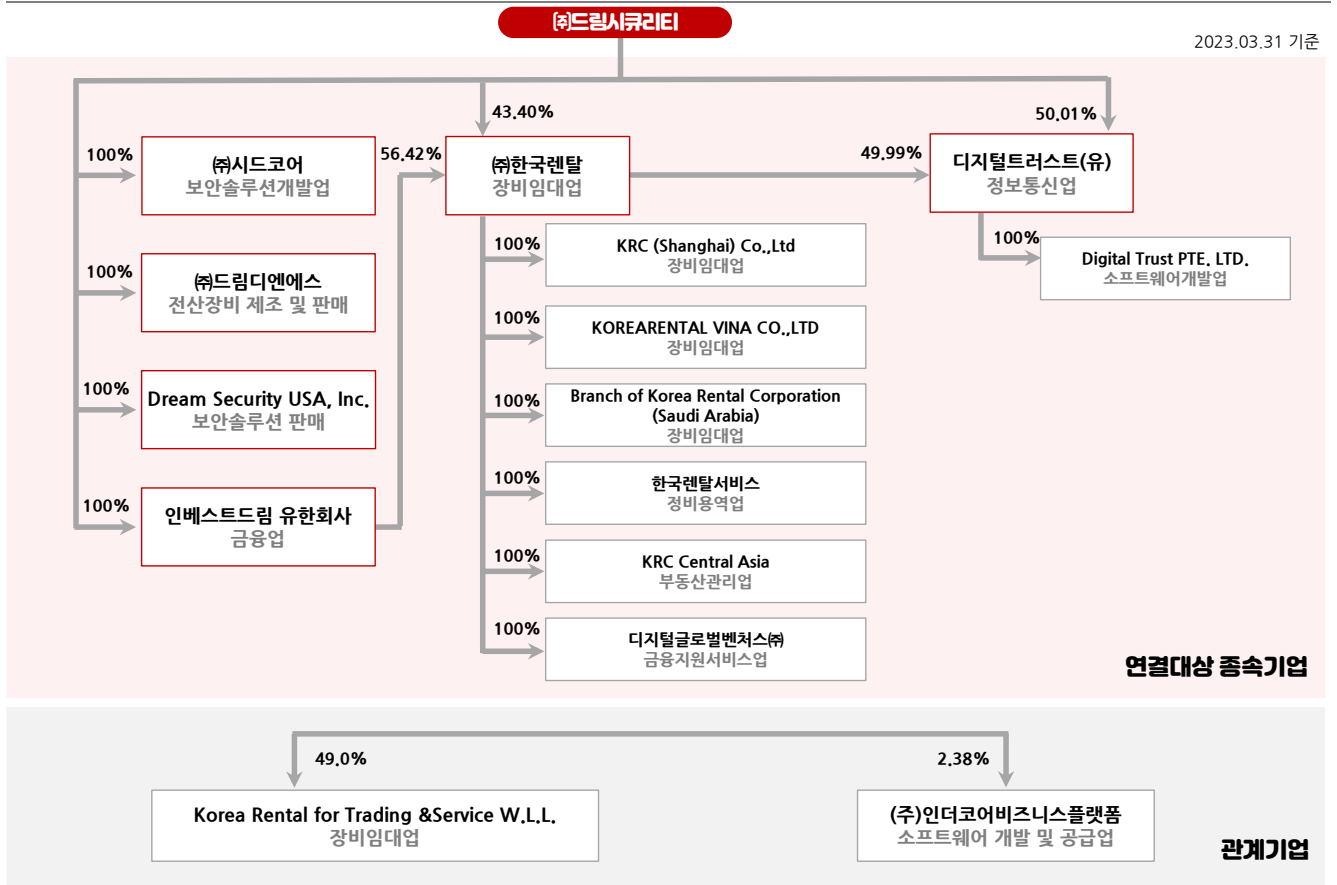
자료: 드림시큐리티, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 자회사

주요 자회사로 한국렌탈,
시드코어, 드림디엔에스 보유

동사는 주요 연결중속 기업으로 한국렌탈, 시드코어, 드림디엔에스를 보유하고 있으며 자본법 적용 대상 관계기업으로는 Korea Rental for Trading & Service W.L.L., 인더코어비즈니스플랫폼이 있다. 주요 연결중속 기업인 한국렌탈이 한국 외 중국, 베트남, 사우디, 우즈베키스탄에 중속회사를 두고 있는 바, 동사가 간접지배회사로서 모두 중속회사로 편입하였다.

관계사 지분 및 사업



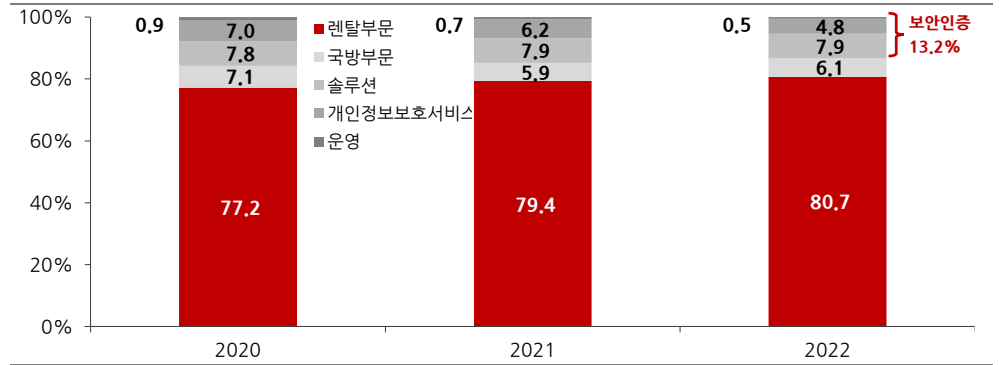
자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 매출 구성 및 주요 사업

2022년 연결기준 매출 비중
 보안·인증부문 13.2%,
 국방부문 6.1%,
 렌탈부문 80.7%

동사의 사업은 연결기준으로 크게 보안·인증부문, 국방부문, 렌탈부문으로 구분된다. 드림시큐리티 별도 기준으로는 보안·인증부문 사업을 영위하며, 정보보안 솔루션, 개인정보 보호서비스, 운영으로 나눌 수 있다. 2022년 기준 연결 매출 비중은 보안·인증부문 13.2%(솔루션 7.9%, 개인정보보호서비스 4.8%, 운영 0.5%), 국방부문 6.1%, 렌탈부문 80.7%이다.

연결기준 매출 비중 추이



자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터

보안·인증부문

보안·인증부문은 솔루션, 개인정보보호서비스, 운영으로 구분

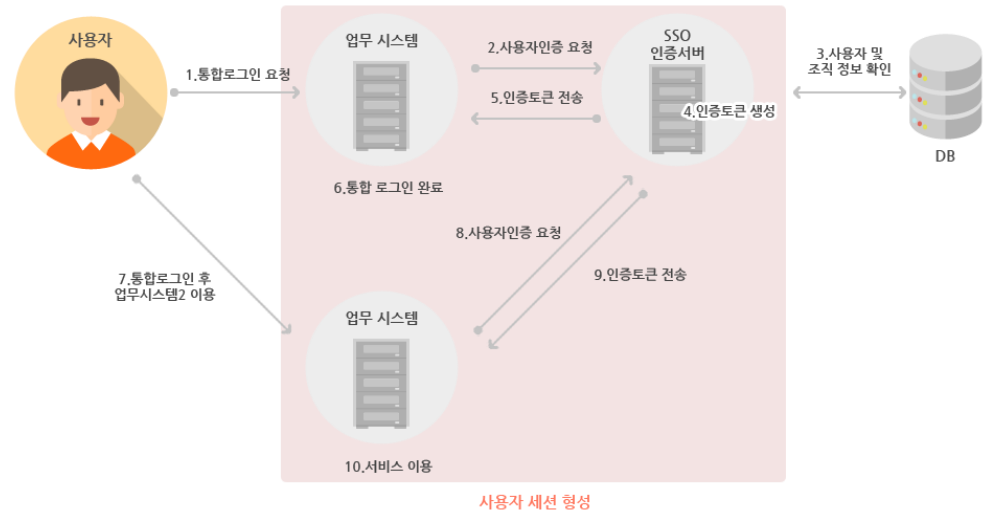
드림시큐리티의 보안·인증 사업은 주된 매출이 PKI 기반 솔루션 및 서비스에서 발생한다. 제품은 크게 솔루션, 개인정보보호서비스, 운영으로 구분할 수 있고, 2022년 기준 매출 비중은 솔루션 60%, 개인정보보호서비스 36%, 운영 4%이다. 공공기관, 금융기관, 통신사, 제조기업 등 전 산업 분야에 고객사를 두고 있다.

1) 솔루션

드림시큐리티는 PKI를 활용한 다양한 솔루션을 개발하여 고객사의 요청에 따라 단일 솔루션을 공급하거나 여러 솔루션을 패키지 형식으로 커스터마이징하여 제공한다. 솔루션 내 주요 제품 및 서비스는 PKI기반의 인증서 발급, 전자서명, 사용자 인증, 웹 구간 암호화, 공인인증 등의 서비스를 제공하는 암호화 솔루션이다. PKI(Public Key Infrastructure, 공개 키 기반 구조)란 공개 키 암호화를 사용하여 유무선인터넷 상에서 거래상대방의 신원을 확인하거나 거래내용을 암호화하여 개인정보와 거래 관련 내역을 보호해주는 기술이다. 고객은 이를 활용한 솔루션을 사용해 거래상대방의 신원을 확인하여 정보 전달 과정에서 위변조 여부를 확인할 수 있고, 정보 자체를 암호화하여 제3자가 침입하는 것을 막아 정보의 기밀성을 유지할 수 있다. 또한 정보 제공자가 정보 제공사실에 대해 부인할 수 없게 한다. 이처럼 고객은 PKI 솔루션을 사용하여 사이버 공간에서 상호신뢰관계를 구축할 수 있다.

최근 많은 고객사에서 요청하는 솔루션은 Magic SSO, Magic TSA 등이 있다. Magic SSO(Single Sign On)는 하나의 아이디로 여러 사이트를 편하게 이용할 수 있는 시스템이다. 사용자가 하나의 아이디로 업무시스템을 로그인하면 DB에 있는 사용자 및 조직 정보를 확인하여 SSO인증서버를 통해 인증 토큰이 생성되고, 이 인증 토큰으로 접근이 허용된 다른 업무시스템에 사용자가 편하게 액세스하여 업무를 수행할 수 있다. 이 때 인증 토큰은 매번 새로 생성되어 외부의 공격으로부터 자유롭고, 사용자에게 사전에 부여된 접근권한에 따라 업무시스템별 접근 통제가 가능하며, 사용자는 단일로그인으로 편리하게 업무 시스템을 사용할 수 있다는 장점이 있다.

Magic SSO 구성도



자료: 드림시큐리티, 한국IR협의회 기업리서치센터

Magic TSA(Time Stamp Authority)는 시점확인 서비스 규격을 준용하여 특정 시각에 특정 전자문서나 전자서명이 존재했는지를 증명해주는 솔루션이다. 시점 확인 증명 데이터인 Time Stamp Token을 생성하여 해당 문서가 특정 시각에 존재했다는 것을 증명해주며, 이를 통해 데이터의 위조 여부 및 데이터의 정확성을 판단할 수 있다. 이런 PKI 기반 보안·인증 사업 외에도 IoT 환경을 이용한 안면인증 플랫폼 서비스, FIDO(Fast IDentity Online) 표준 생체인증 서비스 등 새로운 인증 기술을 지속적으로 개발하며 시장을 확대 중이다.

2) 개인정보보호서비스

개인정보보호서비스는 휴대폰 본인 확인 서비스, 스마트 인증, 인증보호서비스 등의 형태로 공급된다. 휴대폰 본인 확인 서비스는 통신사나 어플리케이션을 통한 본인 확인 목적의 SMS를 이용하는 경우, 모바일 뱅킹 이용 시 1원 계좌 인증을 하는 경우 등에 사용된다. 스마트 인증은 금융거래 및 전자결제 등 전자서명이 요구되는 경우 저장매체로 유심에 저장된 인증서를 사용할 때 이용된다. 인증보호서비스의 경우 별도의 어플리케이션을 통하여 암호화된 일회성 난수번호(Random Number)를 추가 입력함으로써 강화된 인증 서비스를 제공할 때 사용된다.

3) 운영

고객사의 요청에 따라 솔루션을 커스터마이징하여 제공하거나, 개인정보보호서비스를 제공하는 경우 발생하는 SI(System Integration) 매출이다. 구축된 솔루션 및 서비스에 대하여 발생하는 매출로써 매년 큰 변동 없이 발생한다.

드림시큐리티 보안·인증부문 주요 고객사

공공기관	금융기관	제조·통신·의료 등

자료: 드림시큐리티, 한국IR협의회 기업리서치센터

국방부문

자회사인 시드코어와 드림디엔에스가 영위하는 사업 부문이다. 시드코어는 국방 무기 체계, 우주항공 등 까다로운 환경에서 안정적으로 운용 가능한 실시간 임베디드 시스템을 개발하며, 일반적으로 고객사에 하드웨어 및 소프트웨어를 함께 공급한다. 드림디엔에스는 보안 솔루션 및 시스템, 보안 전산장비, 보안 시스템 구축 컨설팅 등을 고객사에 공급하고 있다.

시드코어 제휴 고객사

자료: 시드코어, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림디엔에스 제품군

<p>키 관리시스템 IoT KMS</p> <p>키를 안전하게 생성, 발급, 주입하고 관리의 편의성을 보장</p>	<p>키 주입기 DS PORT KEY INJECTOR</p> <p>키 관리시스템과 암호장치 간의 안전한 키의 저장 및 전달</p>
<p>KCMVP 암호호화 모듈 DS Port CRYPTO</p> <p>KCMVP 기반 영상 및 데이터 암호호화 모듈로 KC 인증제품</p>	<p>랜섬웨어 차단 장치 DS Port Ransom</p> <p>특허 받은 USB 기반의 저장장치 회피 기술을 적용한 랜섬웨어 차단 장치</p>

자료: 드림디엔에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

렌탈부문

자회사인 한국렌탈에서 영위하는 사업부문이다. 국내 렌탈 시장은 크게 B2B와 B2C로 구분되는데 한국렌탈의 경우 B2B향으로 사업을 전개 중이다. IT기기, 고소작업대, 계측기 등 기존 산업용 장비 렌탈 솔루션에 더해 서빙 및 배송 로봇, 안내로봇, 방역로봇, 물류로봇 등 로봇 렌탈과 공유오피스 등으로 사업 영역을 확장하고 있다. IT기기,

고소작업대의 경우 경쟁사로 롯데렌탈, AJ네트웍스 등이 있으며, 계측기의 경우 동사와 롯데렌탈에서 렌탈 비즈니스를 영위 중이다.

IT기기의 경우 공공기관, 금융업, 숙박업, 연구소 등 전 산업 분야에 2,600여개 고객사를 확보했으며, 계측기는 공공기관, 연구소, 해외 기업 등 800여개, 고소작업대는 건설업, 조선업 등의 산업에 2,100여개 고객사를 보유하고 있다.

한국렌탈 고소작업대 제품



자료: 한국렌탈, 한국IR협의회 기업리서치센터

한국렌탈 계측기기 제품



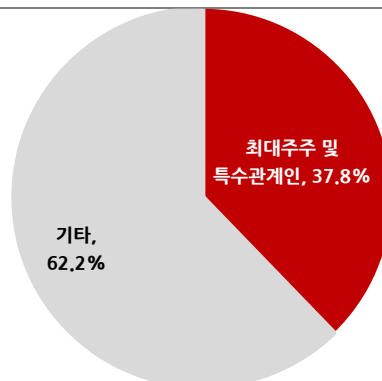
자료: 한국렌탈, 한국IR협의회 기업리서치센터

최대주주

최대주주 및 특수관계인 지분 37.8%

드림시큐리티의 최대주주는 범진규 대표이사로 지분 35.5%를 보유 중이며, 특수관계인을 포함한 지분은 37.8%이다. 현재 드림시큐리티는 범진규, 문진일 각자대표이사 체제로 경영되고 있다. 범진규 대표이사는 2008년 창업주였던 황석순 전 대표로부터 지분을 넘겨받고 대표이사가 되었고, 2020년부터는 자회사인 한국렌탈(주)의 대표이사 또한 역임하고 있다. 문진일 대표이사는 과거 티베로, 대보정보통신, 포시에스 등에서 대표이사로 재직한 바 있으며, 2021년 신규 취임하였다.

드림시큐리티 주주 구성



자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 2023년 3월 31일 기준

🏭 산업 현황

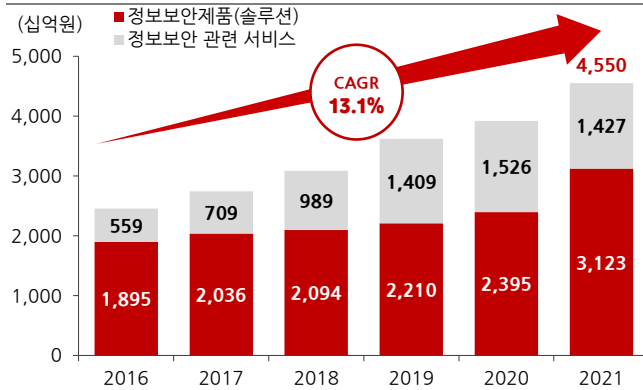
1 지속 성장 중인 정보 보안 산업

**글로벌 정보보안시장은
구조적 성장 중**

COVID-19 이후 전산업에서 디지털화가 진행되며 전세계 정보 보안 시장은 구조적으로 성장 중이다. 이런 흐름 속에서 국내 정보 보안 산업 역시 성장세를 이어가고 있다. 한국정보보호산업협회의 국내 정보보호산업 실태조사에 따르면 국내 정보 보안 시장은 2016년 2.5조원에서 2021년 4.5조원으로 연평균 13.1% 성장했다. Statista Market Insights에 따르면 동기간(2016년~2021년) 글로벌 정보보안(사이버 보안) 시장은 2016년 834억달러에서 2021년 1,379억달러로 연평균 10.6% 성장했으며, 2022년 1,474억달러, 2023년 1,620억달러, 2028년 2,566억달러로 성장세를 이어갈 것으로 전망된다(2023년~2028년 예상 CAGR 9.6%). 국내 정보 보안 산업 역시 이러한 글로벌 추세에 맞춰 지속적으로 성장할 것으로 기대된다.

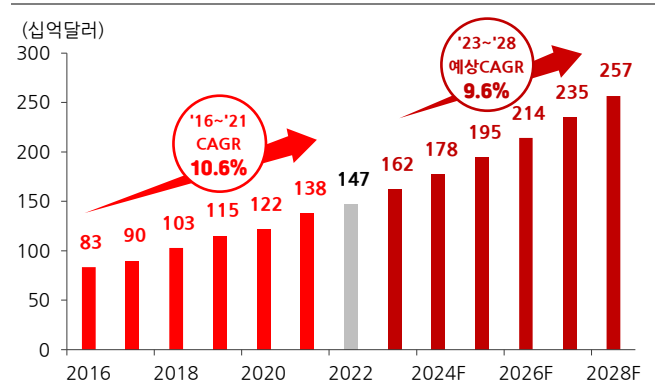
정보 보안 산업은 크게 정보보안제품(솔루션)과 정보보안 관련 서비스로 구분되며, 2021년 국내 정보보안 제품(솔루션) 매출은 3조 1,231억원(+30.4% YoY), 정보보안 관련 서비스 매출은 1조 4,267억원(-6.5% YoY)을 기록했다. 정보보안 관련 서비스 매출의 경우 COVID-19으로 인한 대면 서비스 제약으로 인해 감소한 것으로 보이며, 2023년에는 예년의 성장세를 회복할 것으로 전망한다.

국내 정보보안 시장 규모 추이



자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

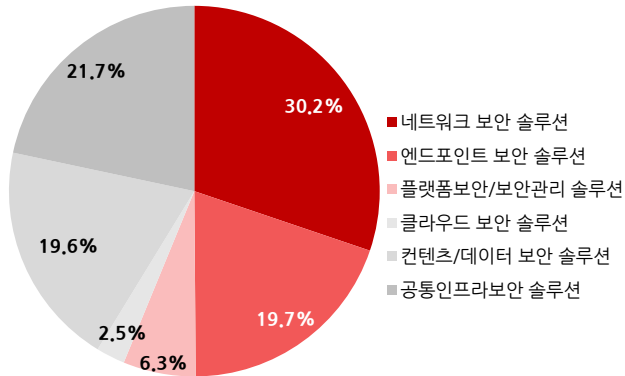
글로벌 사이버보안 시장 규모 추이 및 전망



자료: Statista Market Insights, 한국IR협회의 기업리서치센터

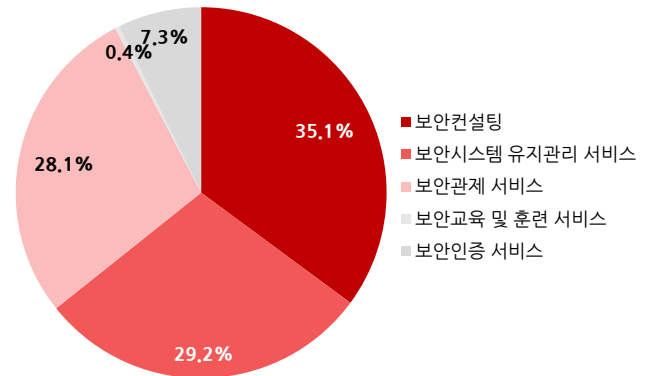
2021년 국내 정보보호산업 실태조사에 따르면 국내 정보보안제품(솔루션)에서 큰 비중을 차지하고 있는 솔루션은 네트워크 보안 솔루션(30.2%), 공통인프라보안 솔루션(21.7%), 엔드포인트 보안 솔루션(19.7%) 등이 있으며, 정보보안 관련 서비스 매출에서 큰 비중을 차지하고 있는 서비스는 보안컨설팅(35.1%), 보안시스템 유지관리 서비스(29.2%), 보안관제 서비스(28.1%)이다.

2021년 기준 정보보안제품(솔루션) 내 세부 매출 비중



자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 기준 정보보안 관련 서비스 내 세부 매출 비중



자료: 한국정보보호산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

정보 보안 산업의 경우 지속적으로 새로운 기술이 개발되고 변화하는 산업의 특성으로 인하여 제품 및 서비스 간의 통합 및 융합이 매우 빠른 속도로 진행된다. 이러한 이유로 하나의 회사가 단일 제품이나 단일 서비스만을 영위하는 경우는 극히 드물다. 드림시큐리티의 경우 엔드포인트 보안 솔루션, 콘텐츠/데이터 보안 솔루션, 공동인프라 보안 솔루션 등을 주력 사업분야로 영위 중이다.

정보보안 산업 세부 분류별 정의

대분류	중분류	설명	국내 플레이어
정보보안 제품 (솔루션)	네트워크 보안 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 인가되지 않은 노출, 변경, 파괴로부터 네트워크, 네트워크 서비스, 네트워크상의 정보를 보호하는 정보 보호 활동 총칭 암호화, 전자서명, 접근통제, 데이터 무결성, 인증 교환 등의 보안 메커니즘을 활용한 정보보안 시스템 세부 제품으로는 웹방화벽, 방화벽(네트워크 방화벽, UTM, NGFW 등), 침입방지시스템(IPS), DDoS 차단시스템, 가상사설망(VPN), 네트워크 접근제어(NAC), 무선 네트워크 보안, 망분리(일방향게이트웨이), 데스크톱 가상화(VDI, DaaS 등), 네트워크 위협 탐지 및 대응(NDR) 등 	휴네시온, 시큐아이, 윈스, 지니언스, 엑스게이트 등
	엔드포인트 보안 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 네트워크와 연결되는 개별 단말(디바이스 의미. 컴퓨터, 스마트폰, IoT기기 등)의 보안 수준을 향상시킴으로써 외부 공격에 대응하기 위한 시스템 세부 제품으로는 악성코드/랜섬웨어 대응, 엔드포인트 탐지 및 대응(EDR), 컨테츠 악성코드 무해화 기술(CDR), APT 대응, 모바일 단말 보안 등 	안랩, 지란지교 시큐리티, 드림시큐리티, 지니언스 등
	플랫폼 보안 / 보안관리 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 플랫폼 보안은 여러 위협을 분석하고 대응할 수 있도록 다양한 보안 솔루션들이 하나의 플랫폼으로 작동하여 보안성을 유지할 수 있도록 함 보안관리 솔루션은 비인가된 접근으로부터 통신 네트워크 및 시스템, 응용서비스 등을 보호하기 위한 관리기능을 갖춘 제품 세부 제품으로는 서버 접근 통제, 취약점 분석 시스템, 위협 관리 시스템, 디지털 포렌식 시스템, SOAR, XDR(eXtended Detection & Response), TI(Threat Intelligence) 등 	안랩 등
	클라우드보안 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 클라우드 시스템 자체를 보호하기 위한 각종 기술 및 관리적 수단, 솔루션 등을 포함하는 정보보안 시스템 세부 제품으로는 워크로드 보안(CWPP), 보안 형상관리(CSPM), CASB, 가상화 관리, SASE(SD-WAN) 등 	안랩, 윈스 등
	컨텐츠 / 데이터 보안 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 디지털콘텐츠 불법 복제 및 유통 방지를 위한 기술적, 관리적 수단이나 내부 기밀정보의 유출을 탐지하고 차단하는 기능을 제공하는 정보보안 시스템 세부 제품으로는 DB보안, DB암호, 보안 USB, 디지털저작권관리(DRM), DLP(네트워크 DLP, 단말 DLP 등), 인쇄물 보안, 개인정보 비식별화 솔루션, 문서중앙화 솔루션, 완전삭제 솔루션 등 	드림시큐리티, 파수 등
	공통인프라 보안 솔루션	<ul style="list-style-type: none"> 암호, 인증, 접근제어, 로그관리, 백업 등을 포괄하는 개념으로 각종 보안 솔루션에 포함되어 기능을 할 수 있는 다양한 제품군을 총칭 세부 제품으로는 사용자 인증, 공개키기반구조(PKI), 통합접근관리(EAM), 통합계정관리(IM/IAM, 싱글 사인온(SSO), 차세대인증(FIDO, DID, IDoT 등), 백업/복구관리시스템, 로그관리/분석시스템, SIEM 등 	드림시큐리티, 라온시큐어, 한국정보인증 등
정보보안 관련 서비스	보안컨설팅 서비스	<ul style="list-style-type: none"> 조직의 목적을 달성하는데 있어 전산시스템과 네트워크 등 모든 IT자산과 조직에 일어날 수 있는 위협을 분석하고 이에 대한 대책을 수립함으로써 관리자와 조직이 그 대책을 실현할 수 있도록 지원하는 독립적인 전문 자문 서비스 세부 제품으로는 정보보호 평가/인증(ISO, ISMS, CC 등), 진단 및 모의해킹, 개인정보보호컨설팅, 정보감사(내부정보 유출방지 컨설팅 등), 보안 SI 및 보안 ISP 컨설팅, 기타 보안컨설팅(소스코드 진단, IR서비스 포함) 등 	시큐아이, 지란지교시큐리티, 파수 등
	보안시스템 유지관리/ 보안성 지속 서비스	<ul style="list-style-type: none"> 보안시스템 유지관리 서비스는 사용자가 구매한 정보보안 제품을 최적의 상태에서 활용, 유지할 수 있도록 하기 위해 제공되는 제품지원, 기술지원, 사용자 지원 등의 서비스를 통칭 보안성 지속 서비스는 정보보안 제품을 활용하여 정보의 훼손, 변조, 유출 등을 방지하기 위해 지속적으로 요구되는 기술기반의 서비스로 사이버위협에 따른 보안 업데이트, 보안정책관리, 위험 및 사고분석, 보안성 인증효력 유지, 보안기술자문 등으로 구분 	시큐아이, 윈스 등
	보안관제 서비스(MSS)	<ul style="list-style-type: none"> 고객의 IT자원 및 보안시스템에 대한 운영 및 관리를 전문적으로 아웃소싱하여 각종 침입에 대해 중앙 관제센터에서 365일 24시간 실시간으로 감시 및 분석, 대응하는 서비스 	안랩, 이글루, 파이오링크 등
	보안교육 및 훈련 서비스	<ul style="list-style-type: none"> 정보보안에 대한 다양한 교육훈련 프로그램을 통해 대학생, 기업 보안 관리자의 전문성 강화와 기업 내 임직원들의 정보보안에 대한 인식 강화를 통해 각 기관의 전반적인 보안수준을 향상시키는 서비스 	이글루, 파수 등
	보안인증 서비스	<ul style="list-style-type: none"> 통신망을 통하여 컴퓨터에 접속하는 사용자가 등록되어 있는 정당한 사용자인지의 여부를 신뢰할 수 있도록 제공(개방형 망에서 특히 중요) 중심 부분은 인증 서버라는 소프트웨어로 사용자의 이름과 패스워드 등을 일괄 관리하며 인증 서버는 서비스를 제공하는 프로그램에 대해서 패스워드를 이용한 인증용의 프로토콜을 사용하여 사용자가 허가 받은 본인이라는 사실을 인증함 세부 제품으로는 공동인증, 간편인증, 기타 신기술을 활용한 인증 서비스, 본인확인서비스/본인인증서비스 등 	한국정보인증, 한국전자인증 등

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 한국정보보호산업협회의 정보보호산업실태조사 분류체계에 따라 재구성

2 순항 중인 B2B 렌탈 시장

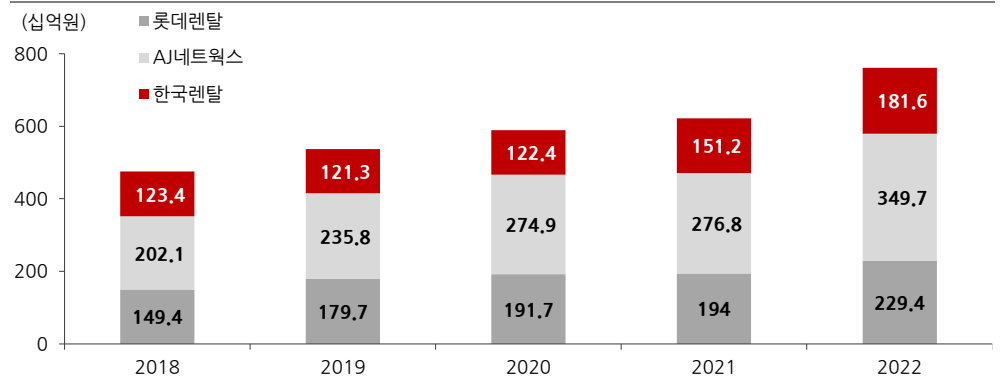
경기민감도가 낮은
B2B 렌탈시장은
건조한 수요가 이어지는 중

국내 렌탈 산업은 해마다 성장을 거듭하고 있다. KT경제경영연구소에 따르면 2012년 20조원 규모였던 국내 렌탈 시장은 2020년 40조원을 돌파한 것으로 추정된다(2017~2020년 연평균 성장률 11.8%). 국내 렌탈 산업은 크게 B2B 시장과 B2C 시장으로 구분되는데, B2B 시장의 경우 B2C 시장에 비해 취급하는 품목이 비교적 한정적이며 시장 내에서 경쟁하는 렌탈 전문 업체의 수가 비교적 적다. B2B 시장의 주된 품목은 노트북, 태블릿, 복합기 등의 일반 OA와 고소작업대, 지게차(리프트), 계측기, 로봇 등의 산업재 등으로 구성된다. 국내 시장에서는 드림시큐리티의 자회사인 한국렌탈과 롯데렌탈, AJ네트웍스가 B2B 시장의 주요 렌탈 전문 업체라고 할 수 있다.

B2B 시장의 경우 경기 민감도가 비교적 낮으며, COVID-19 이후 건조한 수요를 보이고 있다. 경기가 비교적 안정적인 시기나 호황기에는 기업들의 사업 확장에 따른 렌탈 수요 증가가 렌탈 업체들의 실적을 뒷받침하고, 불황기에는 기업들이 비용 부담을 줄이기 위하여 구매보다 렌탈을 선호하는 경향이 있다. COVID-19 시기에는 비대면 비즈니스 환경이 확산되면서 노트북을 중심으로 한 일반 OA 부문의 성장세가 두드러지게 나타났다. 특히 COVID-19 초기에는 팬데믹 종식 시기에 대한 불확실성으로 인해 비교적 단가가 높은 단기 렌탈의 비중이 높아지며 호실적을 이끌었다.

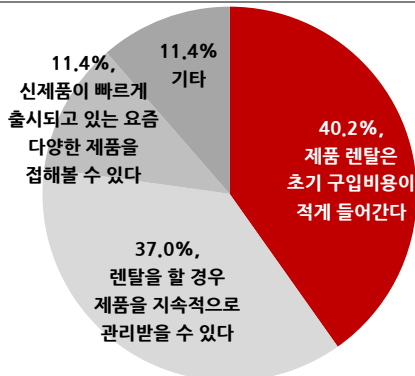
향후에도 B2B 시장에서 기업들이 구매보다는 렌탈을 선호할 여러 요인들이 존재한다. 우선 IT기기들의 라이프사이클이 단축되며 고가의 신제품이 빠르게 출시되고 있는 상황에서 적시에 신제품을 이용할 수 있다. 또한 렌탈 업체가 대여 기간동안 주기적인 기기 점검 및 A/S 서비스를 제공해주기 때문에 기기 관리가 용이하다. 한국렌탈을 비롯한 국내 렌탈 업체들은 어느 팀에서 어떤 용도의 기기가 몇 대 가동되고 있는지 등 기기와 관련한 사항을 전산으로 집계해주는 자산관리시스템 또한 서비스로 제공하므로 운영 상 편의도 제공된다. 이러한 이유로 국내 B2B 렌탈 산업 내 고객사 수요는 꺾이지 않고 건조하게 지속될 것으로 보인다.

국내 주요 B2B 렌탈 기업의 OA 및 건설장비 렌탈 합산 매출액 추이



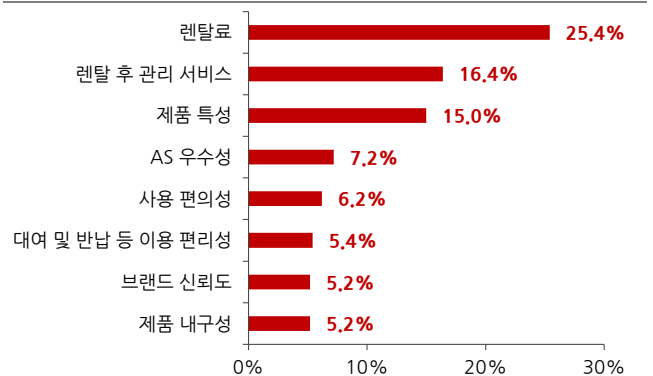
주: 롯데렌탈과 한국렌탈의 경우 일반렌탈(OA기기, 고소작업대, 측정기, 로봇 등), AJ네트웍스의 경우 IT기기 및 고소작업대(파렛트 제외) 렌탈 합산 매출임. 자료: 각 사 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

렌탈 서비스를 이용하는 이유



자료: 한국방송광고진흥공사, KA조사, 한국IR협회의 기업리서치센터

렌탈 이용 시 가장 중요하게 생각하는 요소



자료: 한국방송광고진흥공사, KA조사, 한국IR협회의 기업리서치센터

렌탈 산업 특성상 높은 부채비율은 필연적

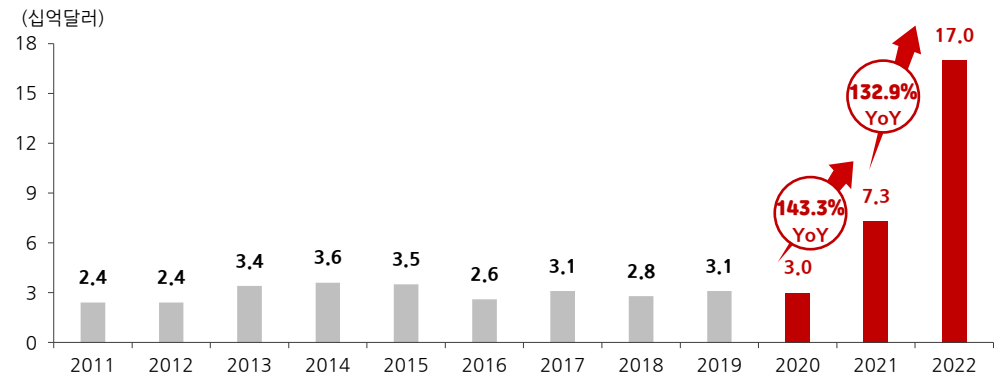
렌탈 산업의 경우, 성장을 위해서는 차입금 규모를 늘려 지속적으로 렌탈 자산을 추가 매입해야 한다. 이렇게 자산의 규모를 늘리면서 비즈니스를 영위해야 하므로 높은 부채비율은 필연적이다. 다만 고금리 환경일수록 이런 특성이 회사의 재무구조에 큰 부담으로 작용할 수 있으므로 최근 종합 렌탈 업체들은 부채비율과 신용등급을 관리하는 등 꾸준히 재무구조를 개선하려 하고 있다. 롯데렌탈의 경우 2021년 8월 진행된 IPO를 통해 유입된 공모액을 바탕으로 장기신용등급을 'AA- 부정적'에서 'AA- 안정적'으로 개선한 바 있으며, AJ네트웍스의 경우 자회사 지분 매각 등 계열 사업 구조조정을 통한 재무구조 개선을 단행하며 2022년 5월 'BBB+ 부정적'에서 'BBB+ 안정적'으로 신용등급을 개선하였다. 매크로 경기 둔화 등 외부 환경의 불확실성으로 인하여 개선된 등급을 유지하기 어려운 상황에서도 렌탈 업체는 안정적인 재무구조를 확보하려 할 것으로 판단된다.

3 각광받는 한국 방위산업

방위산업은 폭발적인 성장 중

한국 방위산업은 가격 경쟁력, 빠른 공급 대응, 검증된 성능 등의 강점을 바탕으로 빠르게 성장하고 있다. 스웨덴 스톡홀름국제평화문제연구소(SIPRI)에 따르면 전세계 무기 시장에서 한국의 비중은 2016년 1%에서 2021년에 2.8%로 상승하였다. 이러한 흐름은 한국의 방위산업 수출액이 2017년~2022년 연평균 성장률 40.5%를 기록하며 가파르게 성장한 것으로도 확인할 수 있다. 특히 방위산업 수출액은 2021년(+143.3% YoY), 2022년(+132.9% YoY)에 폭발적인 성장세를 기록하였다.

한국 방위산업 수출액



자료: 방위사업청, 한국IR협의회 기업리서치센터

KDI 경제정보센터의 보고서에 따르면 과거 아시아와 북미에 국한되었던 한국 방위산업의 수출 시장은 최근 중동, 유럽, 중남미 등 여러 대륙으로 확대되고 있으며, 품목도 과거 탄약과 함정 중심에서 전투기, 자주포 등으로 확대되고 있다. 이러한 한국 방산 산업의 성장세는 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 주요 무기 수출국인 미국 및 독일의 무기 대비 가격면에서 강한 경쟁력이 있으며, 2022년 7월 폴란드와 대규모 계약한 무기의 1차분(K2 전차 10대, K9자주포 8문)을 4개월 만에 납품하는 등의 레퍼런스를 통하여 빠른 공급 대응력을 인정받았기 때문이다.

2023년 방위산업 수출 주요 계약

국가	시기	품목	예상 금액
말레이시아	2023.05.23 최종계약	FA-50 18대	9억 2,000만 달러 (약 1조 2,000억원)
폴란드	2차 이행계약, 2023년 9월말 최종 계약 체결 예정	K2전차, K9자주포, 천무 다연장로켓 등	30조원 이상
호주	2023.07 한화에어로스페이스가 호주 정부 보병전투차량 도입 사업의 우선협상대상자로 선정됨	레드백 장갑차	약 10조원
이집트	협상 진행 중	FA-50 경공격기	약 2조원

자료: 언론취합, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 고금리 시대에 이어질 렌탈 부문 성장

상당기간 고금리 지속될 것으로
예상. 이런 상황에서
렌탈 수요는 견조히 유지될 것

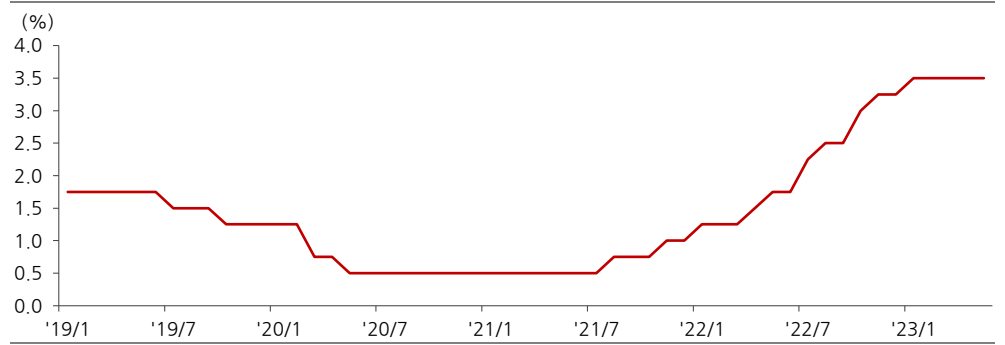
한국렌탈의 경우 IT기기로 구성되는 일반 OA와 건설에 사용되는 고소작업대 모두 수요가 견조할 것으로 보인다. B2B 렌탈 산업의 경우 주문이 들어오면 후행적으로 렌탈 자산을 구매하는 형태가 아니라, 통상 렌탈 자산을 선제적으로 구매한 후 고객의 요청에 대응하는 형태로 비즈니스가 전개된다. 이런 비즈니스 구조상 가동 중인 자산의 비중이 90%가 넘어가면 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황으로 판단하는데, 1Q23 기준 OA 렌탈 자산은 80~90%, 고소작업대의 경우 90%가량이 가동 중인 것으로 파악된다.

OA기기 보유 대수는 2018년 약 15만대에서 2022년 약 25만대로, 연평균 약 14% 증가하였다. 특히 COVID-19으로 인한 비대면 비즈니스 환경으로 인하여 2021년과 2022년에는 각각 전년대비 약 20%씩 증가하였으며, 성장을 견인한 주된 품목은 노트북이었다. 고소작업대의 경우 약 8,200대 정도를 보유하고 있으며, 올해 상반기에도 고객사의 수요에 선제적으로 대응하기 위하여 지속적으로 신규 발주를 내고 있다.

이러한 수요의 흐름은 올해 하반기까지 큰 변동 없이 이어질 것으로 기대한다. 한국렌탈의 경우 연간 거래 유지율을 수년간 95% 이상으로 유지 중이며, 고금리 환경에 노출된 기업들이 유동성 확보를 위하여 기존에 사용하던 렌탈 계정을 유지할 것으로 예상되기 때문이다. 통상 금리환경이 악화될수록 기업들은 유동성 확보나 단기 비용 절감을 위하여 구매 대체 목적의 렌탈을 선호하는 경향이 있다. 직접 구매하는 일시불 결제 비용에 비해 렌탈 이용 시에는 비용이 매달 나누어 발생되기 때문에 현금 흐름 측면에서도 더 선호되는 측면이 있다.

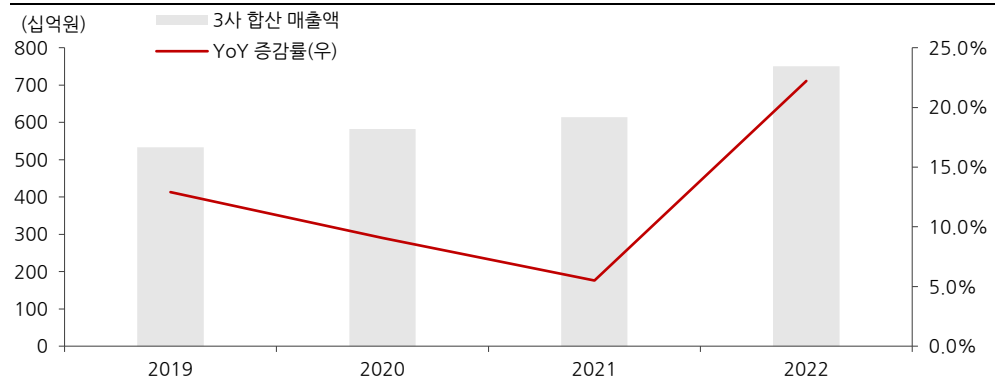
이러한 흐름은 한국은행 기준금리 추이와 B2B 렌탈 업체들의 합산 매출액 YoY 추이를 비교하면 확인할 수 있다. 지난 5년간 인수합병, 계열사 조정, 상장 등의 이벤트가 있었던 B2B 렌탈 업체들의 기업 고유 특성은 배제하고 시장 수요 자체만을 보기 위해서 대표 업체 3곳(한국렌탈, 롯데렌탈, AJ네트웍스)의 합산 매출액 YoY를 산출하여 비교하였다.

한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 한국IR협회의 기업리서치센터

B2B 렌탈 업체 3사(한국렌탈, 롯데렌탈, AI네트웍스) OA렌탈 및 건설장비 합산 매출액 및 매출액 YoY 추이



자료: 각 사 IR자료, DART, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 롯데렌탈의 경우 일반렌탈에서 소비재렌탈을 제외한 OA, 측정기, 건설 및 유통장비, 로봇, 레저 매출액이며, AI네트웍스의 경우 팔레트를 제외한 IT 렌탈과 건설장비 렌탈 매출액

이처럼 고금리 환경에서 기업들은 렌탈을 더욱 선호하는 경향을 보인다는 것을 확인할 수 있다. 한국렌탈의 실적 성장세는 고금리 환경과 연내 기준금리인하 불확실성, 1Q23 렌탈 기기 80~90% 수준의 높은 가동률, 95%의 연간 거래 유지율을 바탕으로 지속될 것으로 판단한다.

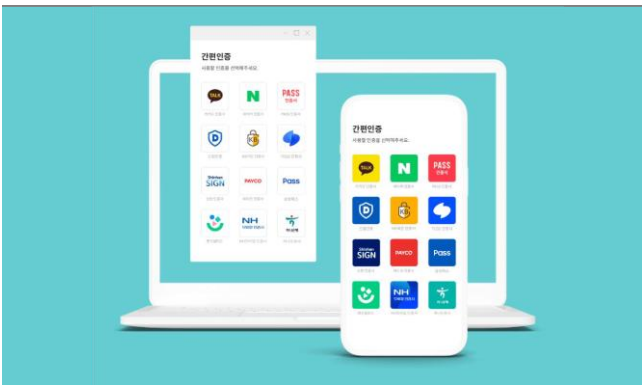
2 정부 정책과 지속적인 기술 개발이 이끌 본업 성장

디지털전환이 가속화되어
보안 중요성이 부각될수록
기술력 보유한 동사에 긍정적

정부 주도 정보보호산업 육성 정책과 블록체인 및 클라우드 환경의 보안 중요도가 부각되며 이로 인한 드림시큐리티 보안부문의 중장기적인 성장이 기대된다. 정부는 2020년 6월 제2차 정보보호산업 진흥계획(2021~2025년)을 통하여 디지털 경제 전환에 필수적인 정보보호산업을 육성해 안전한 디지털 신뢰사회를 구축하겠다고 발표했다. 이러한 정책의 일환으로 2023년에는 전년 대비 4.5% 증가한 2,928억원의 예산이 정보 보호 정책 사업에 편성되었다. 전년 대비 큰 폭으로 증가한 예산 부문은 전자 서명 인증부분으로, 45억원(+116.4% YoY)이 편성되었다.

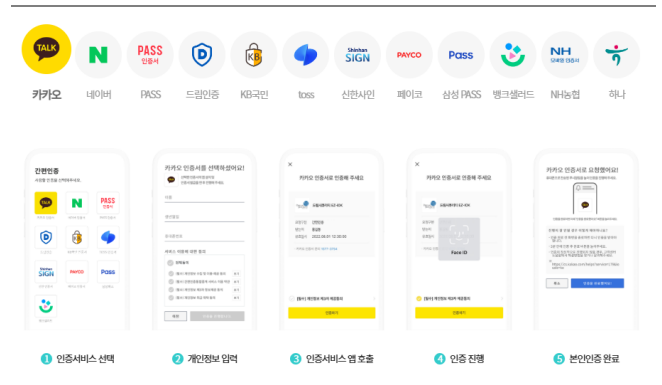
드림시큐리티의 경우 2022년 2월 인증 보안솔루션 전문기업 가운데 최초로 과학기술정보통신부와 한국인터넷진흥원으로부터 전자서명법에 따른 '전자서명인증 사업자'로 인정받았으며, 드림시큐리티의 드림인증 서비스는 국정원의 국내 암호모듈검증 제도(KCMVP)를 획득한 바 있다. 이는 드림시큐리티가 물리적, 관리적, 기술적 보안 기능과 전자서명 인증업무 운영 기준을 충족하는 기술력을 보유하고 있음을 의미하며, 이런 기술력을 바탕으로 2022년 9월에는 10여개 이상 사업자들의 간편인증 서비스를 하나로 모아 사용자의 편의성을 향상시킨 간편인증 통합 서비스 'EZ-iOK'를 런칭했다.

간편인증 통합중계서비스 'EZ-iOK'서비스 화면



자료: 드림시큐리티, 한국R협의회 기업리서치센터

간편인증 통합중계서비스 인증 프로세스



자료: 드림시큐리티, 한국R협의회 기업리서치센터

동사는 업계 내 인정받은 기술력을 바탕으로 블록체인 기반 보안솔루션, 클라우드 보안솔루션 등 신기술 도입 및 개발에 적극적으로 대응하고 있다. 일례로 블록체인의 주요 핵심 기술 중 DID(분산신원관리)와 전자지갑 연구 개발에 집중해온 것을 토대로 한국은행 CBDC(중앙은행 디지털화폐) 모의실험 연구사업의 파트너로 선정되어 2단계 모의실험까지 수행한 바 있다. 이 외에도 점차 보안의 중요성이 부각될 클라우드 환경에서도 현재 대형 포털 및 공공용으로 보안 솔루션을 제공하고 있다. 클라우드 환경이 보다 대중화되면서 보안에 대한 우려가 높아지게 되었고 그에 대한 해결책으로 CSP(Cloud Service Provider)들은 기존에 제공하던 자체 보안시스템에 더해 이중, 삼중으로 높은 보안 수준이 유지되도록 새로운 보안 솔루션을 추가적으로 이용하고 있다. 이러한 수요는 향후 드림시큐리티의 실적에 의미있는 성장을 더할 것으로 기대한다.

3 견조할 국방부문 매출 성장

**K-방산 수출 확대에 따른
동사 수혜 예상**

K-방산의 수출 확대와 함께 드림시큐리티 자회사인 시드코어와 드림디엔에스의 실적 성장이 기대된다. 시드코어는 하드웨어인 보안장비와 소프트웨어인 보안솔루션을 제품화하여 국내 방산 대기업 고객사에 납품하며, 미사일 기계 관련 1차 벤더인 것으로 파악된다. 이와 관련하여 고객사와 함께 미사일 탐지 레이더 등 무기 체계 시스템 개발 사업을 진행 중이며, 현재 국내 업체의 사우디향, 폴란드향 미사일 기계 관련 수주 건에 제품을 납품하고 있는 것으로 파악된다. 드림디엔에스의 경우 국방부문 보안 시스템 솔루션을 납품 중이며, 올해 초부터 신규 및 교체 계약이 증가하고 있는 것으로 보인다.

정부에서도 2022년 11월에 개최된 '2022 방산수출 전략회의'에서 방위산업 수출 전략 산업화 추진 과제 등을 밝히며 2027년까지 세계 4대 방산 수출국으로 도약하기 위해 방위산업 생태계 구축 및 경쟁력 강화를 위하여 1조원 이상을 투입할 것이라고 발표했다. 총 1,200억원 규모의 방산기술 혁신펀드 조성, 군의 주도적인 Post-Sales, 국방 R&D 환경 조성 및 규제 완화, 대상국의 산업협력 수요를 바탕으로 한 연관 산업과 연계하는 맞춤형 전략 등을 제공하는 것이 골자이다. 방위산업의 경우 국가 안보와 직결되는 사안인만큼 국가간(G2G) 협력이 중요한 특성을 지니는데, 정부의 지원이 강화될수록 향후 국내 방산업체들의 수출에 청신호로 작용할 것이라 기대하며, 이러한 우호적인 시장 환경은 시드코어와 드림디엔에스의 향후 성장세에 긍정적인 요소로 작용할 것으로 판단한다.

실적 추이 및 전망

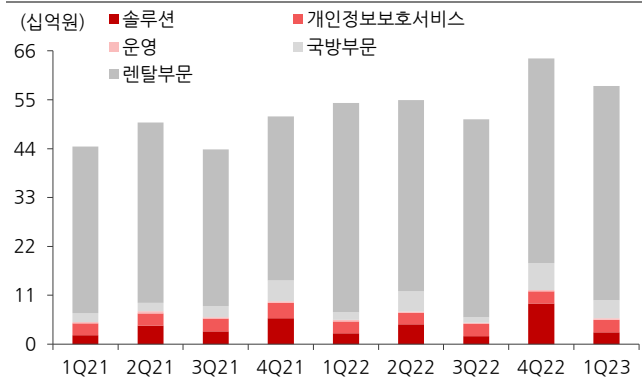
1 자회사가 견인한 2022년 실적

2022년 연결기준 매출액
2,242억원(+18.3% YoY),
영업이익
252억원(+42.9% YoY)

동사는 2022년 연결기준 매출액 2,242억원(+18.3% YoY), 영업이익 252억원(+42.9% YoY)을 기록하였다. 렌탈 부문(자회사 한국렌탈) 매출액이 1,808억원(+20.3% YoY), 국방부문(자회사 시드코어, 드림디엔에스) 매출액이 136억원(+22.0% YoY)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 실적 성장을 견인했다. 렌탈부문의 실적 성장은 COVID-19으로 인한 OA렌탈, 특히 노트북 렌탈 수요 증가에 기인했다. 또한 한국렌탈의 자회사 중 사우디아라비아법인의 실적이 돋보였다. 견조한 고소작업대 수요를 바탕으로 2022년 매출액 153억원(+42.5% YoY), 당기순이익 17억원(흑자전환 YoY)을 시현하며 턴어라운드 성공했다. 국방부문 실적 성장은 K-방산의 수출 호조로 인한 시드코어의 납품 물량 증가가 견인했다.

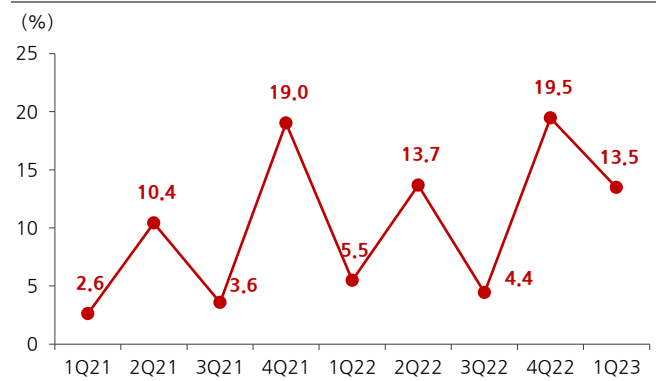
영업이익의 경우 전년 동기 대비 큰 폭(+42.9% YoY)으로 성장하였으며, 영업이익률은 11.3%(+2.0%p YoY)를 시현했다. 전 사업부문에서 외형 성장을 기록하였으며 이로 인한 영업 레버리지 효과가 발생했다. 지배주주순이익은 영업외비용의 증가로 인하여 전년 동기대비 -24.7% 감소한 97억원을 기록했다. 이는 자회사 한국렌탈 잔여지분 인수 목적으로 2021년에 발행한 전환사채로 인해 파생상품평가손실이 약 27억원 발생한 영향이다.

드림시큐리티 부문별 분기 매출액 추이



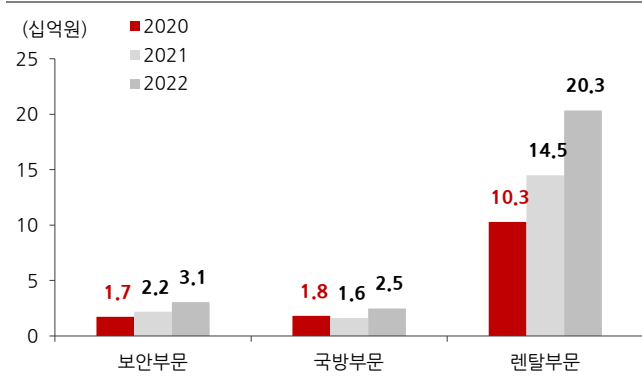
자료: 빅파이낸스, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림시큐리티 분기 OPM 추이



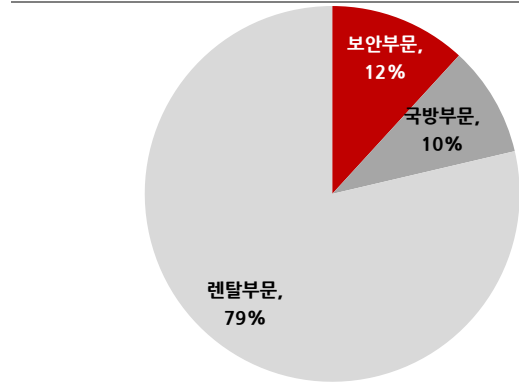
자료: 빅파이낸스, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림시큐리티 부문별 영업이익 추이



자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터
주: 내부거래 제거 전 수치

2022년 드림시큐리티 부문별 영업이익 비중



자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터
주: 내부거래 제거 전 수치

2 전사업부문 성장이 기대되는 2023년

1Q23 연결기준

매출액 581억원(+7.0% YoY),

영업이익 78억원(+162.8%

YoY)

동사는 1Q23 연결기준 매출액 581억원(+7.0% YoY), 영업이익 78억원(+162.8% YoY)을 기록했다. 부문별로 살펴보면 1)보안부문에서는 전통적 비수기인 1분기에 매출액 58억원(+5.6% YoY)을 시현했다. 이는 AI, 클라우드 분야 등의 성장으로 인한 보안 이슈에 선제 대응하기 위한 고객사의 발주 증가에 기인한다. 당분간 이러한 매출 증가세는 이어질 것으로 판단한다. 2)국방부문의 경우 전년 동기 대비 139.5% 증가한 41억원의 매출액을 기록했다. 드림디엔에스의 실적이 공공기관향 신규 및 교체 수요 증가로 인하여 크게 늘어난 영향으로 보인다. 3)렌탈부문의 경우 매출액 482억원(+2.4% YoY)을 기록했으며 국내 고소작업대 매출이 견조했다. 물류창고 증설, 조선 3사의 가동률 상승, 반도체 팹 증설 등 고소작업대의 응용처에서 수요 증가가 이어졌으며 가동률이 높은 수준으로 유지되었다.

2023년 매출액 2,491억원

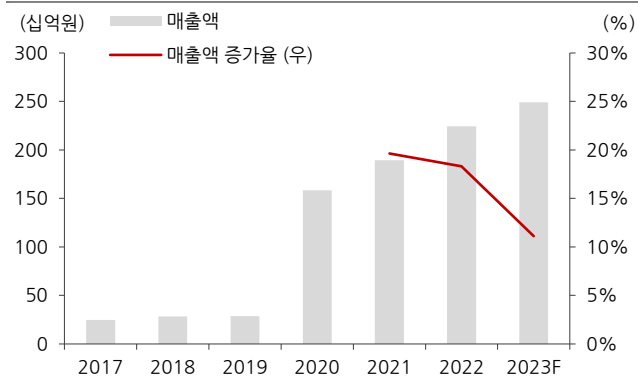
(+11.1% YoY), 영업이익

334억원(+32.2% YoY) 전망

연간으로 2023년 매출액 2,491억원(+11.1% YoY), 영업이익 334억원(+32.2% YoY)을 예상한다. 보안부문의 경우(+12.5% YoY) 보안에 대한 경각심과 정부의 정보보호산업 예산 편성 증가로 인하여 솔루션 매출이 호조를 보일 것으로 기대한다. 렌탈부문의 경우(+10.2% YoY) 국내 OA 렌탈 가동률 및 계정 유지율에 우호적인 고금리 환경이 당분간 이어질 것으로 예상하며, 고소작업대 가동률은 조선업계 가동률 상승과 물류창고 및 반도체 팹 증설 등 응용처의 강한 수요 견인으로 인하여 높은 수준으로 이어질 것으로 전망한다. 국방부문의 경우(+20.1% YoY) 고객사의 수주 증가로 인하여 1차벤더인 시드코어의 실적 호조가 기대되며, 드림디엔에스의 경우에도 고객사의 신규 및 교체 수요 증가로 인하여 전년 동기 대비 실적 성장이 예상된다.

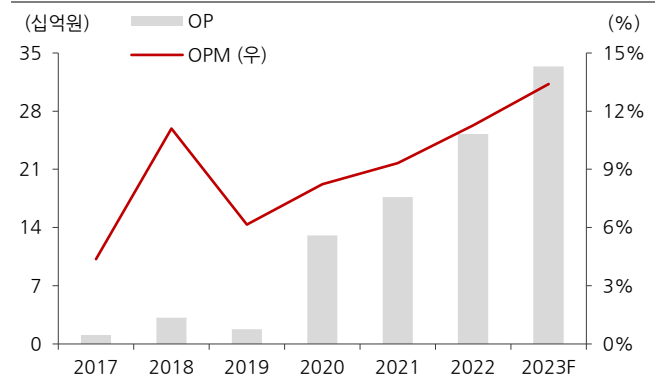
2023년 영업이익률은 13.4%(+2.1%p)를 전망한다. 보안부문과 국방부문의 경우 고객사의 발주 증가, 렌탈부문의 경우 OA기기 계정 유지율과 고소작업대의 높은 가동률로 인하여 전 사업부문에 영업레버리지 효과가 있을 것으로 판단하기 때문이다. 지배주주순이익의 경우 174억원(+79.7% YoY)을 전망하며 작년에 발생한 파생상품평가손실로 인한 영업외비용이 올해는 감소할 것으로 예상하여 추정하였다.

드림시큐리티 연결기준 매출액 및 매출액 증가율 추이



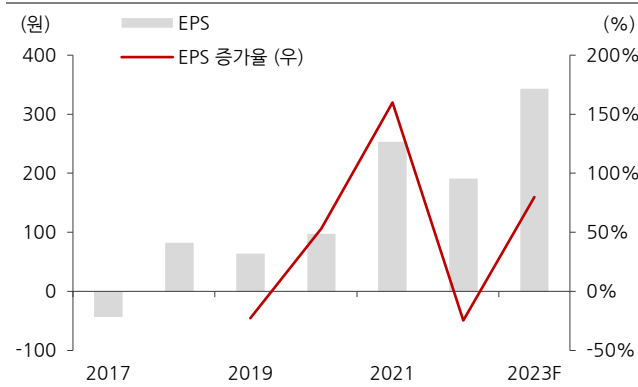
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주: 매출액 증가율은 한국렌탈 인수 이후 시점부터 표시

드림시큐리티 연결기준 영업이익 및 영업이익률 추이



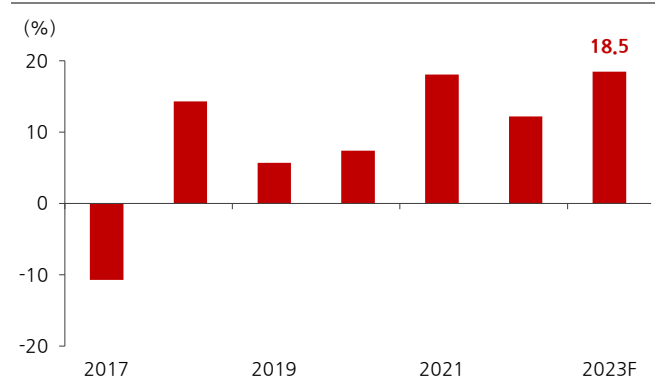
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림시큐리티 연결기준 EPS 및 EPS 증가율 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림시큐리티 연결기준 ROE 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

드림시큐리티 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2020	2021	2022	2023F
매출액	44.5	49.9	43.8	51.3	54.3	54.9	50.6	64.3	58.1	158.4	189.5	224.2	249.1
솔루션	2.0	4.2	2.9	5.8	2.4	4.5	1.7	9.1	2.7	12.3	14.9	17.8	21.1
개인정보보호서비스	2.7	2.7	2.9	3.5	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7	11.1	11.7	10.8	11.1
운영	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	1.5	1.4	1.2	1.3
국방부문	2.0	1.9	2.5	4.8	1.7	4.6	1.2	6.1	4.1	11.3	11.1	13.6	16.3
렌탈부문	37.5	40.7	35.3	36.9	47.1	43.0	44.6	46.1	48.2	122.3	150.4	180.8	199.3
영업이익	1.2	5.2	1.6	9.7	3.0	7.5	2.2	12.5	7.8	13.1	17.7	25.2	33.4
지배주주순이익	0.0	2.2	2.7	7.9	1.3	3.4	1.8	3.1	4.7	4.9	12.8	9.7	17.4
Margin(%)													
OPM	2.6	10.4	3.6	19.0	5.5	13.7	4.4	19.5	13.5	8.2	9.3	11.3	13.4
지배주주순이익률	0.0	4.5	6.1	15.5	2.5	6.2	3.6	4.8	8.1	3.1	6.8	4.3	7.0
YoY Growth(%)													
매출액	15.7	33.7	19.1	12.0	22.1	10.0	15.5	25.5	7.0	449.7	19.6	18.3	11.1
솔루션	-26.7	57.6	-9.4	56.0	22.7	6.3	-39.4	56.6	9.1	20.1	21.1	19.3	18.4
개인정보보호서비스	-5.3	-2.9	-0.3	33.6	0.4	-4.2	-3.4	-21.7	2.6	2.5	5.7	-8.1	2.9
운영	-15.4	0.9	-38.6	60.9	22.7	-47.8	7.9	-3.2	4.8	-5.7	-7.7	-10.8	11.2
국방부문	36.2	-57.6	흑전	-34.6	-15.7	144.5	-50.3	27.4	139.5	81.9	-1.2	22.0	20.1
렌탈부문	20.6	50.7	9.7	15.3	25.6	5.8	26.2	25.0	2.4	-	23.0	20.3	10.2
영업이익	-66.9	847.2	-40.2	52.6	156.9	44.4	43.4	28.4	162.8	636.9	35.4	42.9	32.2
지배주주순이익	-99.5	흑전	569.6	125.6	19,191.5	53.6	-32.1	-60.9	252.2	95.3	159.9	-24.7	79.7
QoQ Growth(%)													
매출액	-2.9	12.2	-12.2	17.0	5.9	1.1	-7.8	27.1	-9.7				
솔루션	-46.6	109.9	-31.1	101.9	-58.0	81.8	-60.7	422.1	-70.7				
개인정보보호서비스	2.8	2.0	5.2	21.1	-22.7	-2.7	6.1	-2.0	1.3				
운영	49.0	64.7	-38.4	6.6	13.6	-29.9	27.2	-4.5	23.1				
국방부문	-72.1	-7.6	32.3	91.3	-64.0	168.0	-73.1	390.2	-32.3				
렌탈부문	17.1	8.4	-13.2	4.6	27.6	-8.7	3.6	3.5	4.5				
영업이익	-81.8	348.5	-70.0	524.1	-69.4	152.1	-70.2	458.7	-37.5				
지배주주순이익	-99.8	32,172.2	19.1	199.2	-83.2	156.9	-47.3	72.5	51.0				

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 2023F EV/EBITDA 3.5배 수준

**동사 2023F
EV/EBITDA 3.5배,
PBR 1.6배, PER 9.2배 수준**

동사는 매출의 약 80%가 연결자회사 한국렌탈의 실적이며 B2B 렌탈 전문 업체인 롯데렌탈과 AJ네트웍스를 비교회사로 선정하였다. 렌탈회사는 자본집약적 산업으로서 자기자본과 타인자본으로 렌탈 자산에 지속적인 투자를 하여 현금흐름을 창출한다. 따라서 렌탈자산 매입 시 규모의 경제를 달성하기 위하여 높은 부채비율이 필연적으로 수반되며, 렌탈 자산에 대한 유형자산 감가상각비 비중이 매우 높은 특성을 보인다. 이러한 산업의 특성상 기업간 상대가치 평가를 위한 지표로 기업가치와 영업활동을 통해 얻은 이익 간의 관계를 보여주는 EV/EBITDA를 사용하는 것이 보다 적합하다고 판단한다.

동사의 2023년 EV/EBITDA 추정치는 3.5배로, 경쟁사 중 롯데렌탈(3.5배)과는 유사한 밸류에이션을 받고 있으며 AJ네트웍스(3.8배)보다는 저평가되어 있다. 동사의 2023년 PBR 추정치는 1.6배로 동종사 평균 0.6배 대비 높으나, 이는 18.5%의 상대적으로 높은 ROE로 인한 것으로 보인다(동종사 ROE 평균 9.4%).

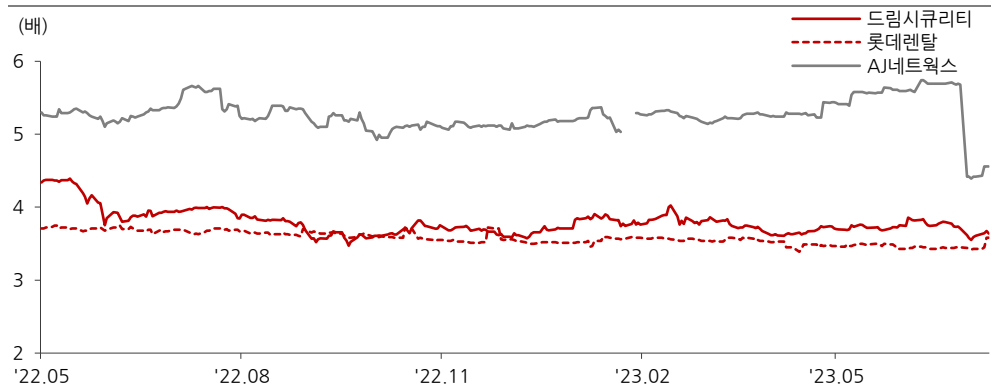
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, %, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액		영업이익		부채비율		EV/EBITDA		PBR		ROE	
			2022	2023F	2022	2023F	2022	2023F	2022	2023F	2022	2023F	2022	2023F
코스피	2,605	1,998,858	3,676,800	2,719,311	212,841	179,484	287.6	280.0	6.1	7.4	-	1.0	-	-
코스닥	920	445,575	328,770	134,232	18,212	12,118	105.0	83.9	11.0	13.5	-	2.8	-	-
드림시큐리티	3,145	159	224	249	25	33	357.7	299.3	4.0	3.5	1.6	1.6	12.2	18.5
롯데렌탈	26,850	984	2,739	2,890	308	328	434.4	398.1	3.9	3.5	0.8	0.7	7.0	9.6
시네트웍스	4,315	202	1,208	1,181	75	84	309.4	318.7	4.8	3.8	0.7	0.5	2.4	9.1
동종업종 평균	-	-	-	-	-	-	371.9	358.4	4.4	3.7	0.7	0.6	4.7	9.4

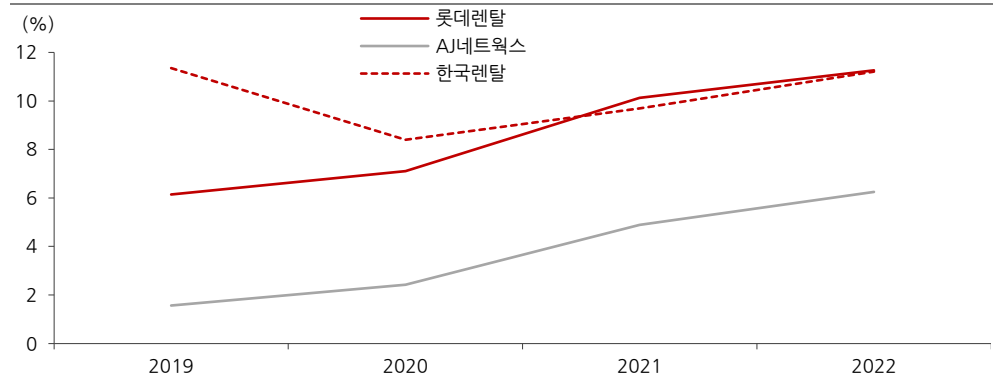
주: 2023년 8월 3일 종가기준, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

3사 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

렌탈 3사 영업이익률 추이

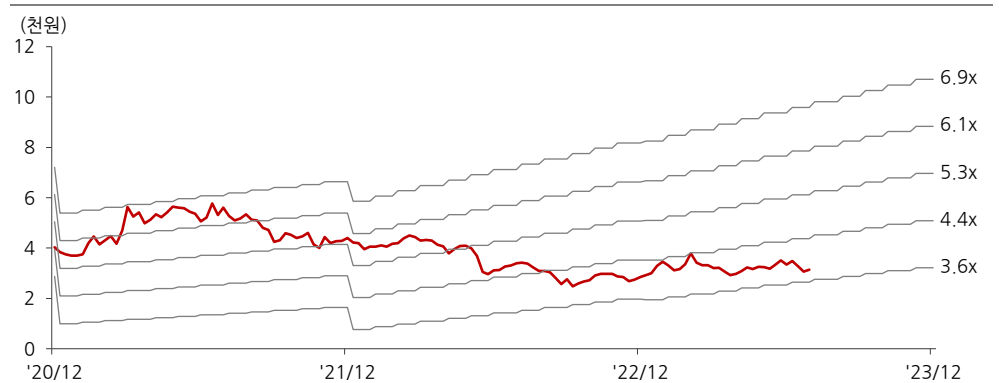


자료: Dart, Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 7월 6일 한국렌탈 지분 99.9% 인수 공시 이후 동사의 주가는 EV/EBITDA Band상 3.6~7.0배, PER Band상 10배~25배, PBR밴드상 1.5배~4.1배에서 거래되었으며, 이를 감안하면 동사의 현 주가는 역사적 밸류에이션의 하단에 위치한다. 2023년 예상 EV/EBITDA는 3.5배, PER은 9.2배, PBR은 1.6배로, 한국렌탈 지분 인수 이후 역사적 밴드 범위 감안 시 부담스럽지 않은 구간이라 판단한다.

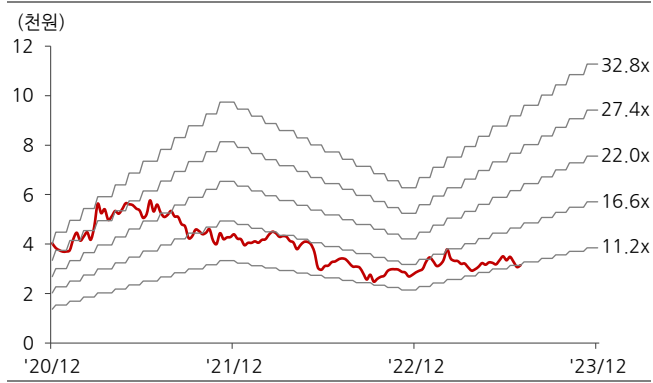
본업인 보안부문에서는 블록체인 기반 보안솔루션, 클라우드 보안솔루션 등 지속적으로 신기술 개발을 하고 있으며, 자회사인 시드코어와 드림디엔에스는 방산업계에서 고객사와 협업하여 꾸준히 신제품을 개발하고 있다. 향후 이러한 사업에서 추가적인 성과를 보여준다면 밸류에이션 확장도 가능할 것으로 판단한다.

EV/EBITDA Band



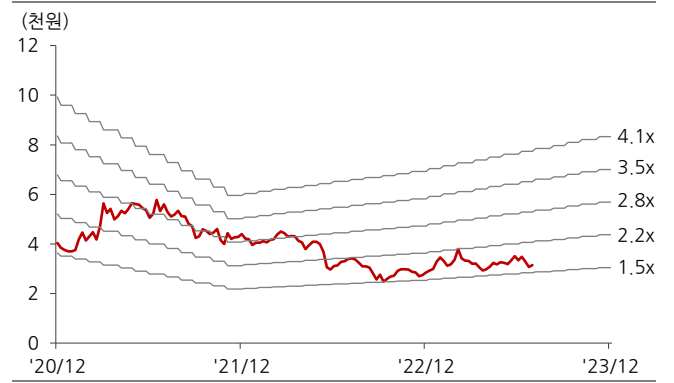
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터


리스크 요인
1 전환사채 오버행 이슈
**전환사채 전환권 행사 시
지분 희석 우려 존재**

동사는 한국렌탈 경영권 강화를 위한 지분 인수 목적으로 2021년 7월 5일 400억원 규모의 전환사채를 발행한 바 있으며, 추후 전환권 행사 시 오버행에 대한 우려가 존재한다. 사채권자의 전환청구기간은 2022년 7월 7일부터 2024년 6월 7일까지이며, 사채만기일은 2024년 7월 7일이다. 발행당시 5,565원이었던 전환가액은 2022년 7월 7일 계약상 전환가액의 최저 조정한도인 3,896원으로 하향조정되었으며, 파생상품평가손실 약 27억원이 해당년도 영업외비용으로 반영되었다.

사채권자가 보유한 조기상환청구권(Put Option)의 경우 총 4회 옵션 행사 가능일(2023년 7월 7일, 2023년 10월 7일, 2024년 1월 7일, 2024년 7월 7일)이 있으며, 올해 7월 7일 75억원에 대해 사채권자가 이를 행사한 바 있다(2023년 7월 7일 증가 3,345원). 잔여 전환사채 권면총액은 325억원으로, 리픽싱된(조정된) 전환가액으로 전환 가능한 최대 주식수는 약 8,341,889주이다(2023년 3월 31일 기준 발행주식 총수 50,605,754주 대비 약 16.5%).

다만 현재 동사의 주가가 3,145원(2023년 8월 3일 기준)으로 전환가액 3,896원보다 낮으며, 잔여 기간동안 주가 변동성이 크지 않을 경우 남은 3회의 사채권자 풋옵션 행사 가능일에 추가적인 권리 행사 가능성이 존재하여 추후 이러한 오버행 이슈는 완화될 가능성도 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	288	1,584	1,895	2,242	2,491
증가율(%)	1.8	449.7	19.6	18.3	11.1
매출원가	210	1,051	1,291	1,529	1,669
매출원가율(%)	72.9	66.4	68.1	68.2	67.0
매출총이익	78	533	604	713	822
매출이익률(%)	27.0	33.6	31.9	31.8	33.0
판매관리비	60	402	427	460	488
판매비율(%)	20.8	25.4	22.5	20.5	19.6
EBITDA	28	666	765	951	1,146
EBITDA 이익률(%)	9.9	42.0	40.4	42.4	46.0
증가율(%)	-23.0	2,243.5	15.0	24.2	20.6
영업이익	18	131	177	252	334
영업이익률(%)	6.1	8.2	9.3	11.3	13.4
증가율(%)	-43.7	636.9	35.4	42.9	32.2
영업외손익	-0	-57	-15	-130	-116
금융수익	2	12	57	41	49
금융비용	1	79	77	184	179
기타영업외손익	-2	10	6	13	13
종속/관계기업관련손익	4	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	73	162	123	217
증가율(%)	-38.3	251.9	121.4	-24.3	77.2
법인세비용	-4	11	12	26	43
계속사업이익	25	62	150	97	174
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	62	150	97	174
당기순이익률(%)	8.8	3.9	7.9	4.3	7.0
증가율(%)	-19.5	144.5	143.4	-35.7	79.7
지배주주지분 순이익	25	49	128	97	174

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	23	118	-22	-253	897
당기순이익	25	62	150	97	174
유형자산 상각비	8	524	573	683	803
무형자산 상각비	2	12	16	15	9
외환손익	0	22	0	3	0
운전자본의감소(증가)	-8	-493	-761	-1,119	-107
기타	-4	-9	0	68	18
투자활동으로인한현금흐름	-530	86	-95	-225	-971
투자자산의 감소(증가)	-527	-3	-88	-200	-102
유형자산의 감소	0	2	0	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-13	-23	-7	-850
기타	-2	100	16	-19	-19
재무활동으로인한현금흐름	475	101	313	254	25
차입금의 증가(감소)	99	216	269	-31	-135
사채의증가(감소)	0	0	795	303	160
자본의 증가	380	0	0	0	0
배당금	0	-29	-0	-0	0
기타	-4	-86	-751	-18	0
기타현금흐름	-0	-2	2	-3	0
현금의증가(감소)	-32	303	197	-228	-49
기초현금	63	31	334	531	303
기말현금	31	334	531	303	254

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	159	785	1,074	982	1,038
현금성자산	31	334	531	303	254
단기투자자산	68	48	49	50	53
매출채권	45	258	318	440	498
재고자산	8	63	87	94	113
기타유동자산	7	83	89	95	120
비유동자산	615	2,031	2,416	2,926	3,066
유형자산	22	1,651	1,857	2,179	2,226
무형자산	14	203	199	187	178
투자자산	512	30	146	314	416
기타비유동자산	67	147	214	246	246
자산총계	773	2,817	3,489	3,908	4,104
유동부채	128	1,144	1,237	1,838	1,604
단기차입금	102	435	355	446	326
매입채무	5	63	77	52	62
기타유동부채	21	646	805	1,340	1,216
비유동부채	2	448	1,517	1,216	1,473
사채	0	0	639	560	710
장기차입금	0	384	756	564	664
기타비유동부채	2	64	122	92	99
부채총계	130	1,592	2,754	3,055	3,076
지배주주지분	643	686	734	852	1,025
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	533	547	446	452	452
자본조정 등	-18	-18	-7	0	0
기타포괄이익누계액	-2	-3	4	0	0
이익잉여금	80	110	239	348	522
자본총계	643	1,225	736	854	1,028

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	43.0	40.3	16.9	14.4	9.2
P/B(배)	2.2	2.9	3.0	1.6	1.6
P/S(배)	3.8	1.3	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	49.0	5.2	5.3	4.0	3.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	64	97	253	191	343
BPS(원)	1,271	1,356	1,450	1,683	2,026
SPS(원)	725	3,130	3,745	4,430	4,923
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	5.7	7.4	18.1	12.2	18.5
ROA	4.8	3.4	4.8	2.6	4.3
ROIC	21.4	8.6	7.3	7.6	9.5
안정성(%)					
유동비율	124.0	68.7	86.8	53.4	64.7
부채비율	20.3	129.9	374.4	357.7	299.3
순차입금비율	1.3	75.8	255.3	280.5	240.0
이자보상배율	28.5	2.5	2.6	2.2	1.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.5	10.5	6.6	5.9	5.3
재고자산회전율	38.8	44.5	25.2	24.8	24.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.