

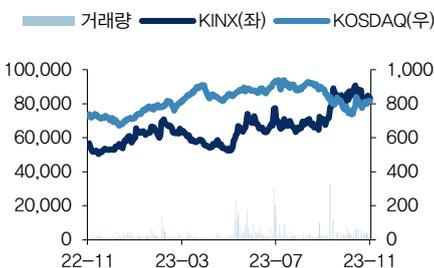


S.T.A.R Research Team
K.E.Y.S.S Competition

Conviction Buy

목표주가	128,000
현재주가	83,000
상승여력	54.2%

Stock Price



Key Information

KOSDAQ 지수	814.61
52주 최고/최저(원)	94,600/50,000
시가총액(억 원)	4,050
발행주식수(주)	4,880,000
22년 배당수익률(%)	0.72
주요주주 지분율(%)	40.27

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	1,231	1,717
영업이익(억 원)	289	385
영업이익률(%)	23.48	22.42
순이익(억 원)	275	348
EPS(원)	5,000	6,407
PER(배)	16.82	13.13

S.T.A.R Research

박재현

pjhyun9@g.skku.edu
48th member

손 건

songun887@g.skku.edu
48th member

이동재

bryandl@g.skku.edu
48th member

임현정

guswjd0340@g.skku.edu
48th member

정승호

tmdgh0420@g.skku.edu
48th member

케이아이엔엑스 (KQ.093320)

THE KING? THE KINX!

목표주가 128,000원으로 적극 매수 제시

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 128,000원으로 적극 매수를 주장한다. 동사의 25년도 매출액과 영업이익은 각각 2,656억 원(YoY +58.1%), 689억 원(YoY +79.7%)으로 전망한다.

투자포인트. 과천 IDC, 25년 내 조기 입주 가능

동사는 과천 IDC(인터넷 데이터센터) 입주율 100%를 기존 계획보다 빠른 25년 내에 달성할 수 있을 것으로 예상한다. 이에 따른 동사의 25년 IDC 사업부 매출액을 1,989억 원(YoY +75.6%)으로 전망한다. 이는 1) 동사가 L2 기반 중립 IX/IDC 사업자라는 점, 2) CloudHUB 수요 증가에 따른 수혜, 3) 오랜 업력에서 비롯된 신뢰성에 따라 전망 수요 대부분을 흡수할 것이라는 점에 기인한다.

동사는 높은 IDC 수요를 바탕으로 트래픽이 높은 고객사를 우선적으로 받아들이며 영업 레버리지 효과를 확대시킬 것으로 전망된다. 또한 Retail 코로케이션 사업의 특성상 높은 OPM의 유지를 전망한다.

보너스포인트. 공생 관계에서 찾는 KINX의 미래

동사는 과천 IDC 이외에도 과거 동사의 사업 확대 전략에 비추어 보아 지속적으로 신규 설비에 대한 투자를 확대할 것으로 전망한다. 본 리서치 팀은 동사의 신규 입차 가능성이 존재하며 **LG CNS의 IDC 신규 입차 가능성이 높다고 판단한다.** 이는 1) 동사의 중립적 IX를 사용한다는 점과 2) 동사와의 IDC 협력 레퍼런스에 기인한다.

또한 동사는 Wholesale과 Retail 코로케이션 사업자 사이의 공생관계에 따른 우호적인 업계 환경에 따라 타 IDC를 입차할 가능성도 높다고 판단한다. 동사는 이미 4곳에서 Wholesale 형태로 입차하여 Retail 사업을 영위하고 있으며 하이퍼스케일 IDC가 증가함에 따라 추가적인 수혜를 받을 것으로 예상된다.

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (억 원)	845	1,109	1,229	1,680	2,656
영업이익 (억 원)	197	259	276	384	689
영업이익률 (%)	23.37	23.32	22.48	22.84	25.95
순이익 (억 원)	164	273	271	358	605
순이익률 (%)	19.42	24.64	22.06	21.30	22.78
EPS (원)	3,251	5,225	5,554	7,334	12,398
PER	15.37	10.45	14.94	11.32	6.69

CONTENTS

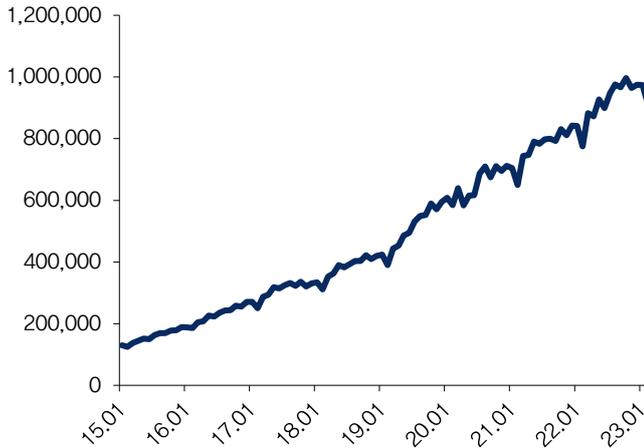
산업분석	4
주가분석	8
기업분석	9
투자포인트	11
과천 IDC, 25년 내 조기 입주 가능	
보너스포인트	13
공생 관계에서 찾는 KINX의 미래	
매출액가정	16
비용가정	19
밸류에이션	21
Historical P/E Valuation, 목표주가 128,000원으로 적극 매수 의견 제시	
Appendix	23

용어정리

용어	의미	예시
IDC	Internet Data Center 서버와 네트워크 회선 등을 제공하는 시설	
코로케이션	IDC 공간 내에 고객 소유의 서버를 입주시키고 서버 관리, 보안 등 각종 부가서비스를 제공하는 사업	
IX	Internet eXchange ISP 간의 비효율적인 직접접속을 해결하기 위해, 중계 역할을 수행하는 네트워크 연결 시스템	
ISP	Internet Service Provider 인터넷 서비스 사업자	KT, SKT, LG U+ 등
CP	Contents Provider 콘텐츠 제공업체	Youtube, Naver, Netflix 등
CSP	Cloud Service Provider 클라우드 서비스 제공업체	Amazon, Google, MS 등
슈퍼앱	하나의 앱에서 여러 가지 기능을 이용할 수 있는 혼합 구동 방식의 앱	네이버, 카카오톡, 토스 App 등

KEY CHART

KEY CHART 1. 국내 무선 트래픽 증가 (단위: TB)

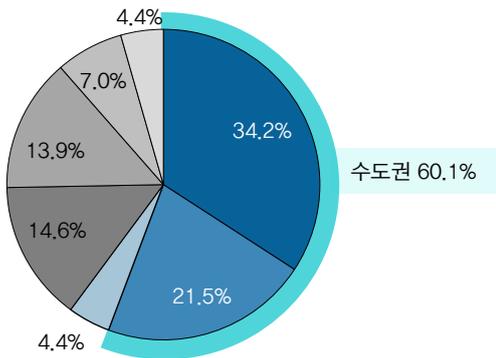


자료: 과학기술정보통신부, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 코로나 19 사태 종식과 무관하게 트래픽이 증가했으며 이에 따라 IDC 수요도 꾸준히 증가

KEY CHART 3. 국내 IDC 소재지 현황 (단위: %)

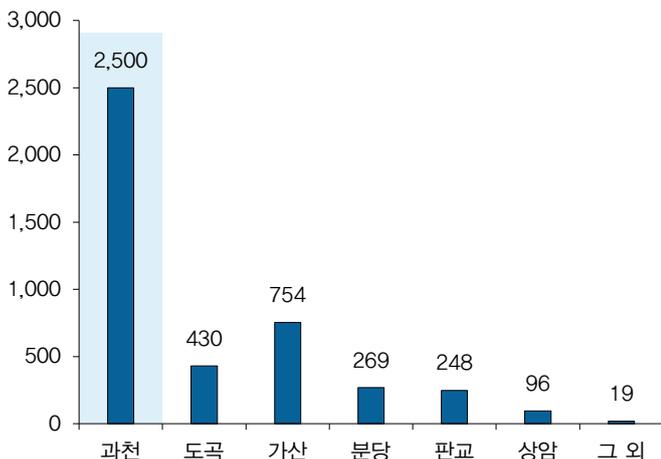
서울 경기 인천 충청 경상 전라 강원



자료: 한국데이터센터연합회, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 1) 주요 고객사와 가깝고 2) 인력 확보가 용이한 수도권 소재 IDC에 수요 집중 전망

KEY CHART 5. 케이아이엔엑스 IDC 랙 규모 (단위: 개)



자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 과천 IDC는 현재 동사가 운영하고 있는 전체 IDC의 랙 기준 1.4배, 전력량 기준 3배에 이르는 규모

KEY CHART 2. IDC 선택의 우선순위

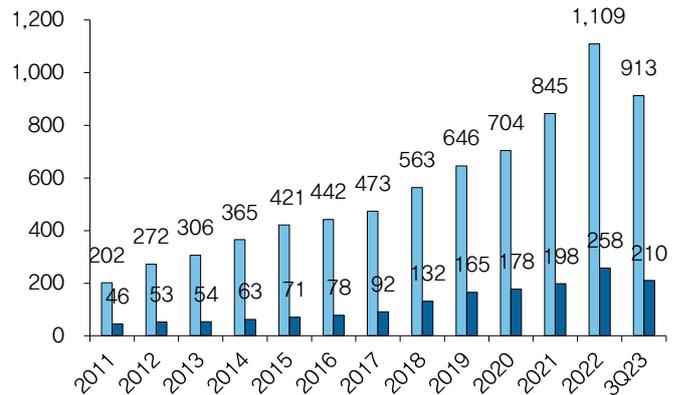


자료: SK, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 기업들의 IDC 선택 우선순위에 따라 위 기준을 충족하는 IDC 업체를 우선적으로 선호

KEY CHART 4. 매출액 및 영업이익의 추이 (단위: 억 원)

매출액 영업이익



자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 동사는 상장 이후 매출액과 영업이익이 단 한번도 YoY 역성장을 기록한 적이 없음

KEY CHART 6. 신규 임차 가능성이 높은 기업

1Q24 준공 예정		24년 준공 예정	
LG CNS	하남	LG CNS	용인
Wholesale 하이퍼 스케일 규모 카카이가 92% 임차 확정, 8% 공실		Wholesale 하이퍼 스케일 규모	
공통점		중립적 IX 사용에 따른 동사와의 사업 레퍼런스	

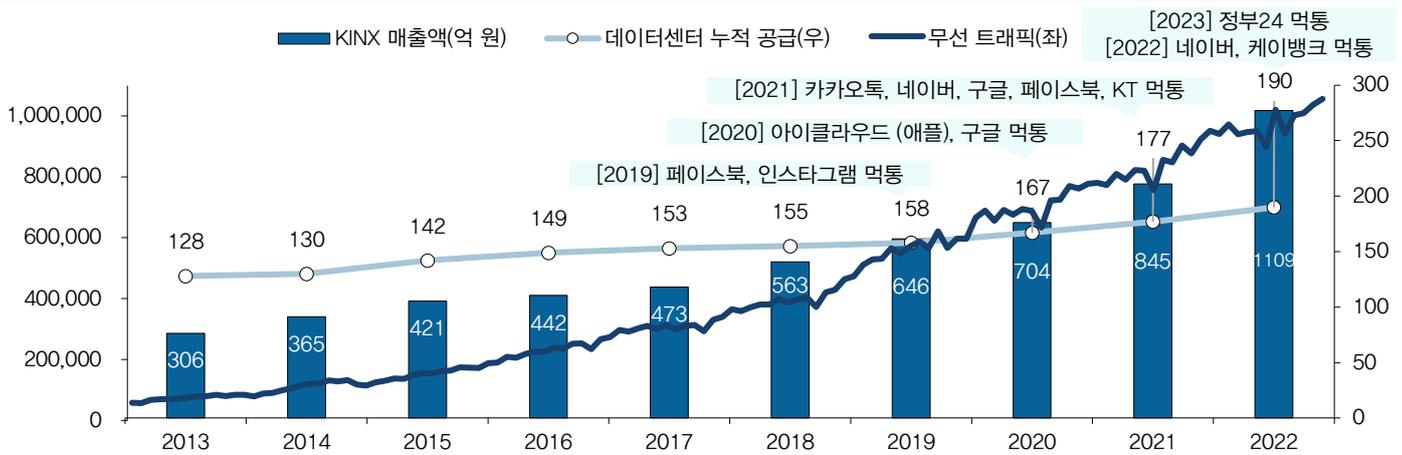
자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

→ 중립적 IX 사용 및 레퍼런스 고려 시 LG CNS의 IDC 신규 임차 가능성 높음

산업분석

도표 1. 국내 무선 트래픽 증가 및 데이터센터 누적 공급량 추이

(단위: TB(좌), 개(우))



자료: 한국IDC연합회, 케이아이엔엑스, 과학기술정보통신부, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R [2022] 카카오 먹통 방지법 국회 본회의 통과, [2023.07] 발효

빠르게 증가한 트래픽, 반면 타이트해지는 IDC 수급

점점 더 타이트해지는 IDC 수급 균형

IDC(인터넷 데이터센터)의 수급은 시간이 지날수록 더욱 타이트해질 것으로 전망한다. 급등한 트래픽 양 대비 이를 감당할 데이터센터의 공급이 제한된 상황에서 트래픽이 계속해서 증가하고 있기 때문이다. [도표 1] 앞으로는 1) 동영상 콘텐츠와 2) 슈퍼앱, 3) 중소기업의 AI 개발 및 활용, 4) IDC의 이원화 수요에 따라 IDC 수급 문제가 이어질 것으로 예상된다. 신규 IDC에 대한 필요성이 커지고 있는 지금, IDC 산업에 주목할 것을 제안한다.

멈추지 않고 꾸준히 증가하는 동영상 콘텐츠 이용 시간

OTT 서비스로 트래픽 증가세 견조

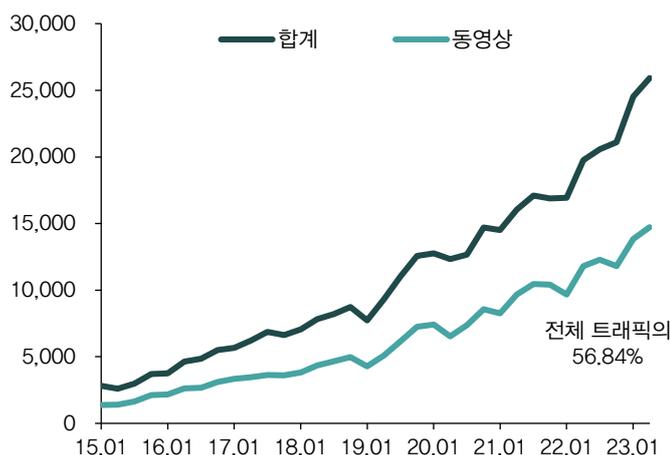
동영상 콘텐츠 선호 현상이 확산됨에 따라 IDC의 수요가 증가할 것으로 예상된다. 이는 1) OTT 이용 문화의 정착과 2) 숏폼 콘텐츠 및 라이브 커머스의 확산에 기인한다. 동영상으로 인한 트래픽은 전체 트래픽에서 가장 큰 비중을 차지한다. [도표 2] 원하던 콘텐츠가 업로드 될 때에만 일시적으로 이용되던 OTT 서비스는 이제 꾸준히 소비되는 방식으로 변화하였으며, 이용 시간 또한 지속적으로 증가하고 있다. [도표 3] 이렇듯 멀티미디어 콘텐츠 수요가 늘어남으로써 트래픽 증가세가 견조할 것으로 전망한다.

동영상 콘텐츠 수요가 트래픽 증가를 견인

또한, 숏폼 콘텐츠와 라이브 커머스가 다양한 매체와 서비스에 도입됨에 따라 동영상 콘텐츠의 트래픽 수요 증가가 가속화되고 있다. 소비자가 쇼츠나 릴스나 같은 숏폼 콘텐츠에 익숙해지면서 각종 기업과 SNS 플랫폼 제공자는 글과 그림으로 이루어진 홍보물과 게시물을 영상 콘텐츠로 대체하고 있기 때문이다. 같은 정보를 다루는 자료를 동영상으로 대체할 경우 더 많은 데이터를 사용한다는 점에서 이를 처리하기 위한 IDC의 수요 증가를 예상한다.

도표 2. 무선 트래픽 중 동영상 트래픽 증가 추이

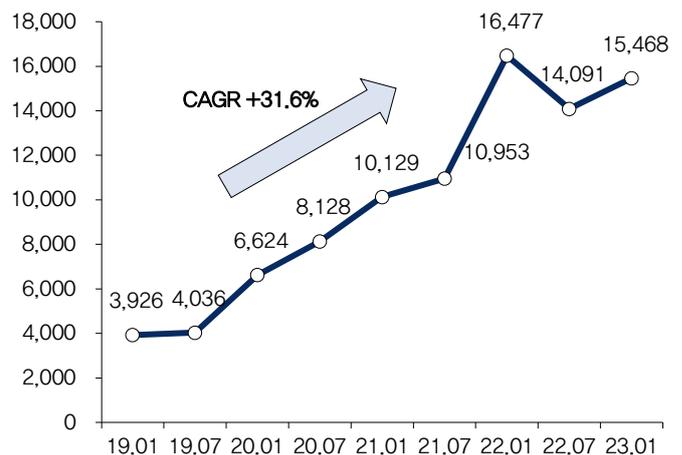
(단위: TB)



자료: 과학기술정보통신부, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 3. 국내 OTT 서비스 이용 시간 증가 추이

(단위: 시간)



자료: WISEAPP, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

이것 붙이고 저것 붙이고... 슈퍼앱 化에 따른 데이터 증가

슈퍼앱 化 → 트래픽 증가 확대

슈퍼앱 化의 확산으로 인해 트래픽 증가가 확대될 것으로 전망한다. IT기업의 경우, 대표적으로 카카오톡이 메신저 기능에 더해 온라인 쇼핑, 음식 배달, 핀테크 등 서비스를 확장해왔으며, 네이버도 내년 중으로 고품질 게임 스트리밍 서비스를 출시할 예정이다. 이러한 앱 내 서비스의 추가가 의도치 않은 트래픽 증가를 야기할 것으로 예상된다. 이는 서비스 추가를 대변하는 앱 설치 용량 증가를 통해 확인할 수 있다. [도표 4]

슈퍼앱 化 새로운 수요자의 등장: 非 IT기업

이에 더해 非 IT기업의 슈퍼앱 도입 또한 트래픽 증가를 가속화하고 있다. 가령 금융 분야의 경우, 핀테크에 대한 규제 완화와 함께 다양한 서비스를 제공하기 시작함에 따라 기존 예금·송금과 같이 간단한 금융 서비스를 제공하며 발생하던 트래픽보다 더 많은 트래픽을 감당할 필요성이 생겼다. [도표 5] 실제로 다양한 금융 어플리케이션이 새로운 서비스를 제공할 때마다 그 트래픽을 감당하지 못하고 서비스가 멈추는 경우가 발생하고 있다. 이처럼 IDC 수요층이 非 IT기업으로까지 확대되고 있는 바, IDC 확보 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 전망한다.

생성형 AI에 뛰어난 국내 중소기업들, 개발과 응용 다 해

미래 IDC 수요는 중소 AI 기업이 견인

중소기업들의 생성형 AI 도입 증가가 미래 IDC 수요 증가를 견인할 것으로 전망한다. 이는 1) 빅테크와 중소기업의 생성형 AI 개발 트렌드, 2) 중소기업들의 생성형 AI 활용 증가, 3) 생성형 AI의 기능 다변화에 따른 트래픽 발생 증가에 기인한다.

국내 AI 스타트업 증가와 빅트래픽은 불가분

한국인공지능협회의 'AI 스타트업 편람'에 따르면, 국내 AI 스타트업은 19년 53개에서 23년 309개(CAGR +42.28%)로 증가한 바, AI 개발용 빅데이터로 인한 트래픽 증가가 예상된다. [도표 6] 기존 생성형 AI 시장은 MS, 아마존, 구글과 같은 빅테크가 주도했으나, 국내 AI 개발에 착수한 중소기업도 늘어나는 추세다. 이에 빅트래픽이 AI 딥러닝 용도의 빅데이터 수집으로 발생함에 따라 중소기업들의 IDC 수요를 촉진할 전망이다.

중소기업의 sLLM 도입 → 트래픽 UP

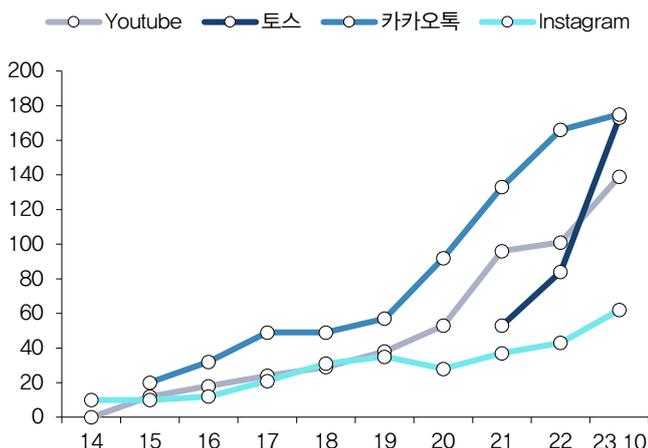
중소기업들의 오픈소스 기반 경량형 언어모델(sLLM) 도입 추세도 트래픽 증가를 지속시킬 전망이다. 기업들은 프라이빗 클라우드 내지 서버에 sLLM를 구축함으로써 보안 우려 없이 저비용으로 생성형 AI에 사내 데이터를 학습시키고 있다. 이를 통해 중소기업들은 AI로부터 자사 수요에 적합한 맞춤형 서비스를 제공받고 연구개발 및 효율적 운영이 가능해졌다.

AI 활용 범위 확장으로 트래픽은 더욱 UP

중소기업의 AI 활용 범위 역시 확장되고 있다. MS의 AI 비서 'Microsoft 365 Copilot'은 자사 사무용 앱에 내장되어 문서 작성은 물론 자료 생성에 일조하며, OpenAI는 'Chat GPT Plugins'를 통해 여러 기업의 인터넷 서비스를 유치하여 부가 기능을 제공하고 있다. 기존 텍스트 데이터 기반의 단순한 언어 모델에서 문서 내지 멀티미디어 파일까지 가용 범위가 확대된 것이다. 이러한 부가 서비스의 다각화에 따라 중소기업 IDC와 빅테크의 LLM(거대 언어 모델) 기반 AI 간 트래픽도 점증할 것으로 전망된다.

도표 4. 주요 앱 설치 용량 증가

(단위: MB)



자료: Google Play, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 5. 금융권 슈퍼앱 예시

슈퍼앱	용량 변화		기능
	2021/02	2023/11	
 KB 국민은행 KB 스타뱅킹	94MB	125MB	은행, 증권, 카드, 손해보험, 캐피탈, 라이프, 저축은행, 여타 非 금융 서비스
 토스	53MB	173MB	송금, 증권, 보험, 은행 여타 非 금융 서비스

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

천천히 늘리시오... 공급을 늦추는 제도적 한계

추호의 먹통도 용납하지 않는다: 이원화 의무화

타이트해질 중소기업 向 IDC 수급

빅테크의 이원화 수요로 IDC의 입차 수요가 늘어나는 바, 중소기업들을 비롯한 전체 IT 기업의 IDC 수요가 증가할 것으로 전망한다. 이는 지난 7월부터 '카카오 먹통 방지법' 시행에 따라 기업들이 메인 서버의 원본 데이터를 CDN(콘텐츠 전송 네트워크)을 통해 여러 캐시 서버에 이원화해야 함에 기인한다. 이로써 둘 이상의 서버가 모두 활성화된 채 데이터를 실시간 동기화하기 때문에 한 서버에서 장애가 발생하여도, 다른 서버가 즉시 트래픽을 처리하여 추호의 지연없이 서비스 가능하다. **이원화의 법제화로 빅테크들이 IDC 입차를 확대함에 따라 IDC를 입차하려던 중소기업 向 IDC 수급은 더욱 타이트해질 전망이다.**

수도권 IDC 증설 잠깐만 STOP! 입주를 서두르는 IT 기업들

수도권 내 IDC 증설 제한 가능성

급증하는 수요와 상반되게, **기존 계획 [p.14] 외에 수도권 내 IDC 추가 증설은 전력 계통 증설 속도의 한계를 맞아 제한될 예정이다.** 수요에 맞춰 증설되는 IDC 물량으로 인해 수도권 전력 계통에 부담이 발생할 수 있기 때문이다. 이를 우려한 산업통상자원부는 23년 3월 한국전력에 신규 IDC에 대한 전력 공급을 거부할 수 있는 시행령 개정안을 마련했다. 따라서 수도권 전력 인프라가 증설되기 전까지 단기적인 공급 우려가 있는 바, IT 기업이 서둘러 입주를 신청하고 있는 상황이다.

- ✓ 기존 전망보다 빠르게 증가한 트래픽으로 인해 IDC 수급이 타이트해질
- ✓ 동영상 콘텐츠와 슈퍼앱 化, 그리고 신규 IDC의 이원화 수요로 인해 수요가 더욱 증가할 것으로 예상
- ✓ 특히 수도권의 타이트한 IDC 수급이 장기화될 것으로 예상되므로, 기허가 수도권 신규 IDC에 관심이 집중될 것으로 전망

IDC의 최고 인기쟁이는 누구?

IDC 최대 수혜 조건: 안정성, 수도권, 자율성

IDC의 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데, 최대 수혜 업체는 기업들의 IDC 선택 우선순위에 따라 1) 안정적인 운영 능력을 지니고, 2) 위치가 가까우며, 3) 선택의 자율성을 지닌 업체일 것으로 전망한다. [도표 7]

오래된 업력, 선택의 자율성이 보장되는가

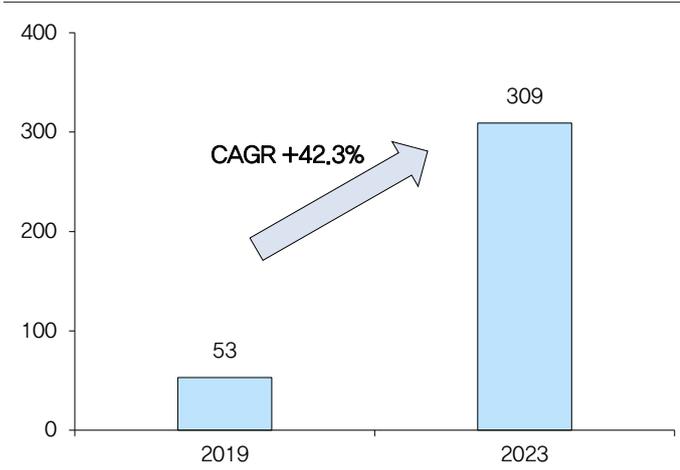
긴 업력과 선택의 자율성 보장이 중요

우선 업력이 긴 업체가 IDC의 수요 증가분을 차지할 것으로 예상된다. 업력이 오래된 업체는 안정적인 운영 능력을 보장하며, 고객사로부터 신뢰를 받기 때문이다. 또한 선택의 자율성을 보장받을 수 있는 중립적 IX 업체의 수혜가 예상된다. 이는 중립적 IX의 경우 연동 고객사가 자율적으로 연동대상과 트래픽의 흐름을 결정할 수 있는 L2 방식을 사용하여 자율성을 제공한다는 점에 기인한다.

도표 6. 국내 중소 AI 개발사 수 추이

(단위: 개)

도표 7. IDC 선택의 우선순위



자료: 한국인공지능협회, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: SK, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

가까워야 안정적이야, 수도권에 있는 IDC의 장점

고객사 위치와 구인을 고려한 수도권 IDC 선호

고객사의 IDC 수요는 특히 1) 주요 고객사와 가깝고 2) 인력 확보가 용이한 수도권 소재 IDC에 집중될 것으로 전망한다. IDC 고객사는 유사시 대응 편의성과 통신 속도 차원에서 가까운 위치의 IDC를 선호한다. 이 때, 고객사의 대부분을 차지하는 IT 기업이 1) 실무 인력의 정주 여건 고려와 2) 관리 인력 확보 차원에서 수도권에 자리잡고 있어 수도권에 IDC 수요가 집중되고 있다. [도표 8], [도표 9]

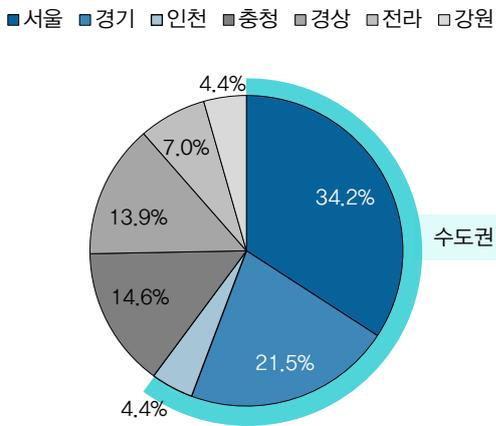
수도권 외 IDC 이전 시 전용회선 요금 부담 증가

특히 IDC가 수도권 근방에서 멀어질수록 전용회선 요금이 현저히 증가하기 때문에 수도권에 IDC 수요가 집중되고 있다. IDC 1개소가 서울 시내에서 수도권 외 지역으로 약 100km 이전할 경우, 연간 회선 이용료는 100Gbps 기준 54억 원 격증한다. [도표 10] 이를 정부의 '분산에너지 활성화 추진전략'에 따른 1) 연간 회선요금 상승 전망치 9,600억 원과 2) IDC의 수명주기 20년을 반영하면 19조 3,080억 원 가량 비용이 증대된다. 차후에도 이러한 비용 부담을 줄이기 위해 수도권 내 IDC 입차 수요는 증가할 전망이다. [도표 11]

1. 수도권에 가깝게 위치하여 안정적인 서비스를 제공할 수 있는가?
 2. 중립적 IX를 통해 고객의 통신 자율성과 양질의 연결성을 보장할 수 있는가?
 3. 수도권의 새로운 IDC 수요를 만족시킬 수 있는 파이프라인을 보유하고 있는가?
- 상기 조건을 모두 충족하는 IDC 기업 케이아이엔엑스를 Top-Pick으로 제시한다.

도표 8. 국내 IDC 소재지 비중 현황

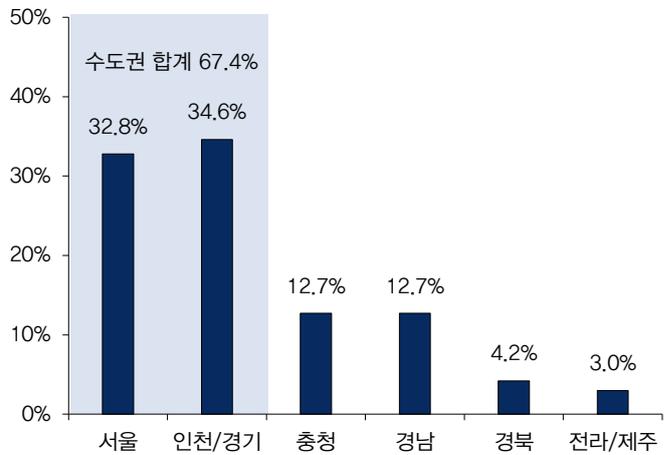
(단위: %)



자료: 한국데이터센터연합회, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 9. IT기업 본사 소재지 비율

(단위: %)



자료: 과학기술정보통신부, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

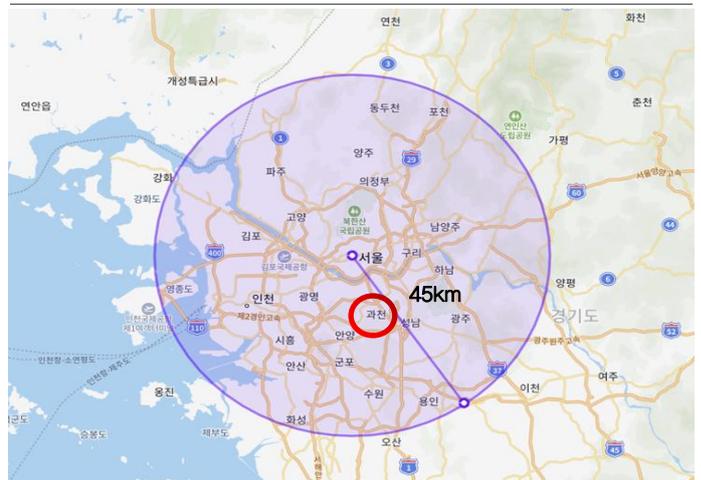
도표 10. 거리에 따른 전용회선 이용료

(단위: 백만 원)

속도 (Gbps)	장기전용 (월액)			
	시내	시외		
		50km 이내	100km이내	200km이내
1	14	53	84	103
2.5	20	75	119	146
10	28	101	162	198
100	115	407	568	695

자료: KT Enterprise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

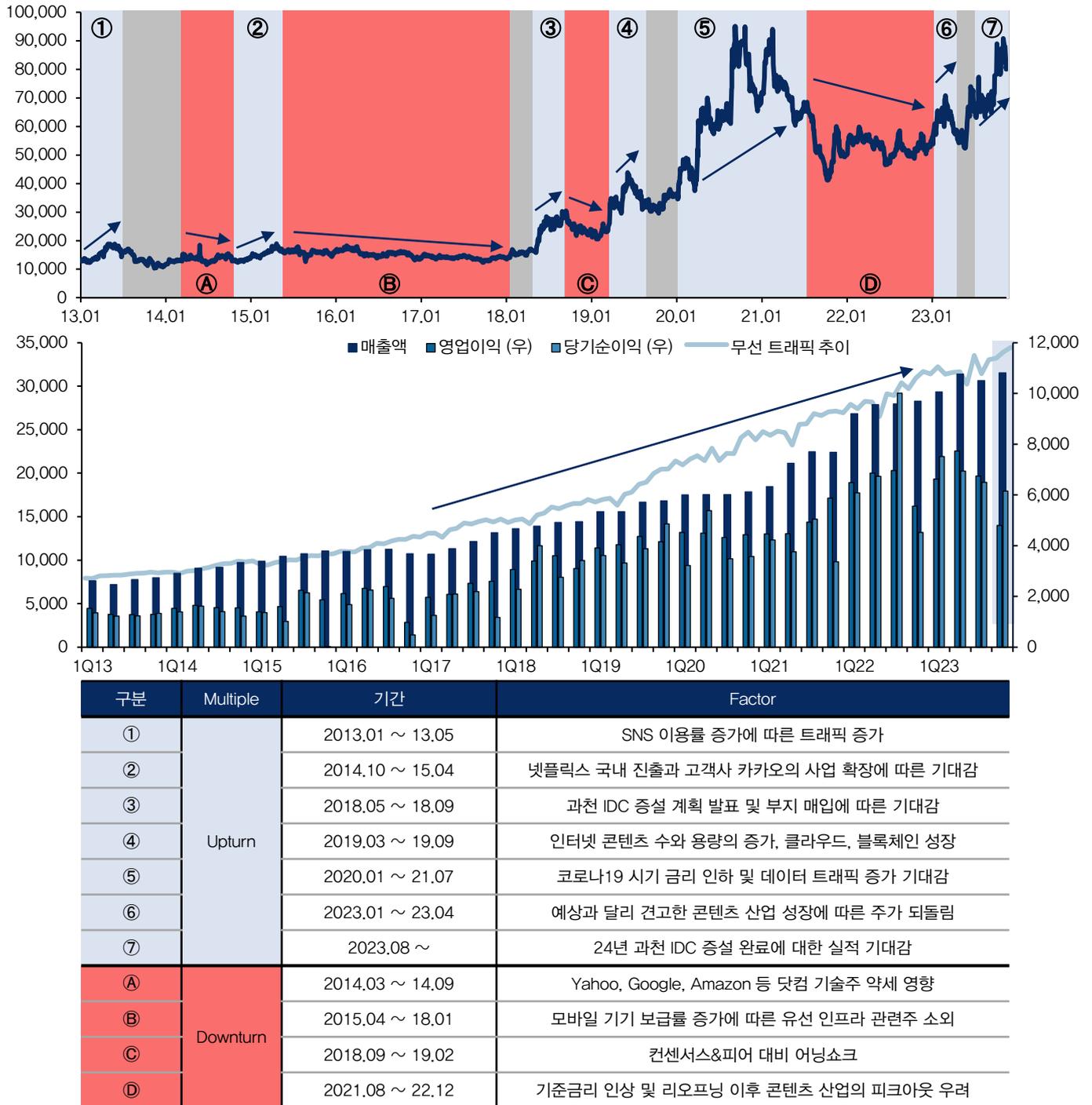
도표 11. 추정 IDC 입주 선호 지역



자료: 네이버지도, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주가 분석

도표 12. 케이아이엔엑스 주가 분석



자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

중립적 IX 시장에서의 독과점적 지위를 바탕으로 꾸준히 성장하는 KINX

동사의 멀티플은 다양한 요인으로 증가한 온라인 데이터 트래픽의 영향을 크게 받아 왔다. [도표 12]에 따르면, 동사의 멀티플은 1) SNS 산업의 성장과 2) 넷플릭스와 카카오의 사업확장, 3) 인터넷 콘텐츠 산업과 블록체인의 성장, 그리고 4) 리오프닝으로 인한 OTT 산업의 피크아웃 우려로 인한 영향을 크게 받았음을 알 수 있다. [산업분석]을 통해 전방 산업의 성장이 동반되고 있음을 알 수 있는 바, 현재 동사는 저평가 구간에 있다고 판단한다.

또한 동사는 변동비 비중이 낮아 높은 영업 레버리지를 낼 수 있는 기업으로, 중립적 IX 시장에서의 독과점적 지위를 바탕으로 높은 이익을 남길 수 있는 능력을 보유하고 있다. [산업분석]에서 설명한 IDC 수요 증가에 힘입어 동사 고유의 [투자포인트]로 인해 따라 동사의 실적 역시 동반 성장할 것으로 예상된다. 미래 실적 성장과 멀티플 상승이 예상되는 지금, 본 리서치 팀은 현 시점을 확실한 수익이 보장된 안전한 투자 기회로 제시한다.

기업분석

기업 개요

기업 소개

동사는 00년 6월 설립되어 IX, IDC, CDN, Cloud 서비스를 제공하는 인터넷 인프라 서비스 사업을 영위하고 있다. 07년 현재의 모회사인 가비아에 인수되었으며 11년 2월 코스닥시장에 상장하였다. **동사는 상장 이후 매출액 기준 단 한번의 YoY 역성장을 기록한 적이 없다. [도표 13]** 동사의 매출액은 IDC 서비스가 약 68.7%로 가장 큰 비중을 차지하며, 그 외 CloudHUB와 IX 서비스가 각각 13.6%, 11.5%를 차지하고 있다. [도표 14]

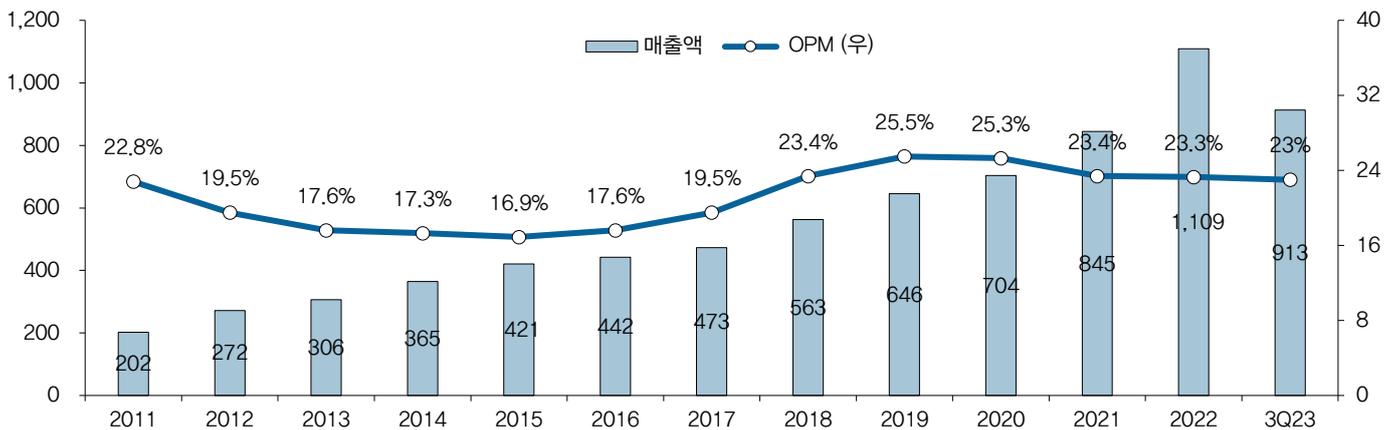
고객사 분석

동사의 고객사

동사는 이동통신 3사와 달리 중립형 IX/IDC 사업자이다. 중립적 IX가 글로벌 트렌드인 데 반해 국내에는 동사만이 오랜 업력과 높은 점유율을 바탕으로 국내외적으로 다양한 고객사를 확보하고 있다. 대표적으로 LG HelloVision, 현대 HCN, 삼성 SDS와 같은 대형 ISP들이 동사의 IX를 사용하고 있다. 뿐만 아니라 네이버, 카카오, 트위치, 애플 등의 CP(Contents Provider)와 아마존, MS, 구글 오라클 등의 CSP(Cloud Service Provider), CloudFlare, Fastly 등의 CDN(Content Delivery Network)도 동사의 IX를 활용하고 있다.

도표 13. 케이아이엔엑스 매출액 및 OPM 추이

(단위: 억 원(좌), %(우))



자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주요 제품 및 서비스

IDC (Internet Data Center)

IDC 기술 분석

동사의 IDC 부문 매출액은 3Q23 별도 기준 68.7%를 기록하며 가장 높은 비중을 차지하고 있다. IDC는 대규모의 인터넷 네트워크 회선을 연결하며 서버, 스토리지, 인터넷 통신장비 등의 전산장비를 운영하는 데 필요한 인프라 환경을 제공하는 건물이다. 동사는 도곡센터를 자가로 소유하고 있으며, 이외 7개 지역에서 임차를 통해 IDC를 운영하고 있다. **또한 3Q24부터 과천 IDC가 본격적으로 가동될 예정이다. [도표 15]** 동사의 중립 IDC는 자유로운 회선 선택이 가능하며 약 40개의 ISP와 1Tbps 이상의 연동대역, 홍콩, 일본에서의 네트워크 거점을 통해 글로벌 네트워크를 연동할 수 있다.

타 IDC 사업자 대비 높은 OPM

3Q23 기준 동사 IDC의 과금 구조는 랙 사용 개수에 따른 공간사용료 22%, 회선을 조달하여 IDC에 연결하고 고객의 요청 서버에 연결하여 트래픽 사용료를 수취하는 회선사용료 78%로 이루어져 있다. 회선사용료의 경우 고가격, 고마진의 특성을 보이기 때문에 동사는 타 IDC 사업자 대비 높은 마진이 유지되고 있다.

CloudHUB

CloudHUB 기술분석

3Q23 정기보고서부터 기존 IDC 부문에서 분리 기재되기 시작한 CloudHUB 부문은 동사 매출액의 13.6%를 차지하고 있다. CloudHUB는 클라우드 서버에 직접 연결된 하나의 회선으로 국내외 CSP와 직접 연결하여 하이브리드(기존 IT자원과 클라우드를 연결) 또는 멀티(복수의 클라우드를 연결) 클라우드를 구성하게 해주는 클라우드 연결 플랫폼이다. 또한 사실 네트워크로 구성되어 있어 기존 인터넷 공중망 대비 향상된 속도, 품질, 보안을 제공한다.

기업분석

동사의 CloudHUB 연결방식

동사의 CloudHUB 서비스는 국내 최다인 9개의 CSP(AWS, MS Azure, Google Cloud 등)와 직접 연결이 가능하다. 동사 IDC 외부 고객의 경우 전용회선, SD-WAN(소프트웨어 정의 광대역 네트워크, 맞춤형 네트워크 구성 가능)을 통해 연결할 수 있으나 회선을 직접 설치해야 하거나 비용이 많이 들어 연결에 어려움이 있다. 반면 동사 IDC인 도곡, 상암, 분당, 평촌의 경우 DCI(자체 전송망)를 통해, 가산의 경우 구내회선을 통해 쉽게 연결할 수 있다는 점에서 장점을 지닌다. [도표 16]

IX (Internet eXchange)

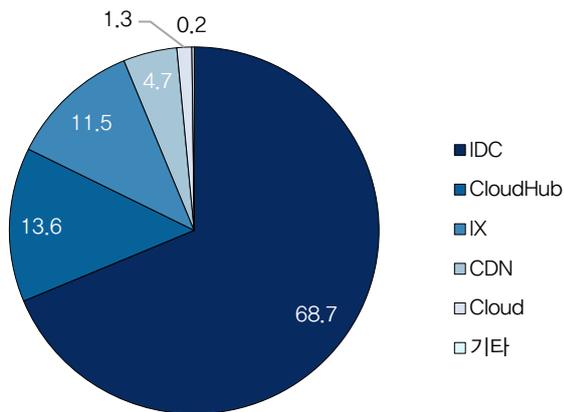
IX 기술분석

IX부문은 3Q23 별도 기준 동사 매출액의 11.5%를 차지하고 있다. CP는 ISP 회선을 통해 콘텐츠를 제공하는데, 이를 위해서는 ISP끼리의 연결이 필수적이다. 하지만 ISP는 국내외적으로 다양하고 많기 때문에 ISP끼리 모두 연결하는 것은 현실적으로 불가능하다. 이에 하나의 IX 스위치 포트에 ISP들의 회선을 연결하여 효율성과 경제성을 보장받을 수 있다.

동사의 중립적 IX

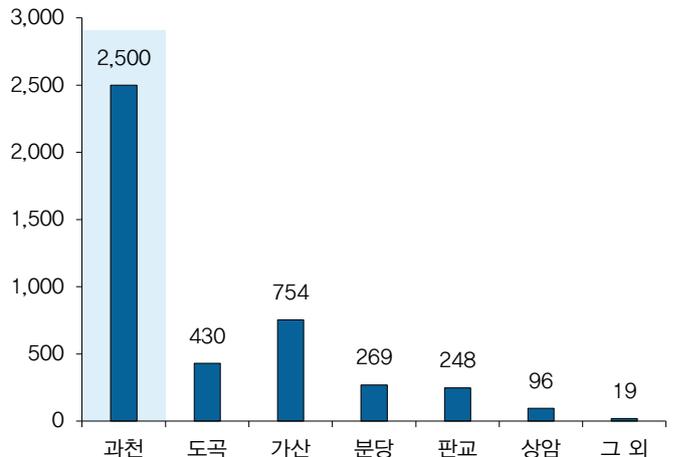
국내에는 대표적으로 통신 3사와 동사가 IX사업을 과점하고 있으며, 그 중에서 동사만이 중립적 IX를 제공하고 있다. 중립적 IX는 동사의 IX에 참여하는 고객사들이 자율적으로 연동대상과 트래픽의 흐름을 결정하도록 하는 L2 방식을 사용하여 자율성과 중립성을 보장한다.

도표 14. 케이아이엔엑스 사업부문별 매출액 비중 (단위: %)



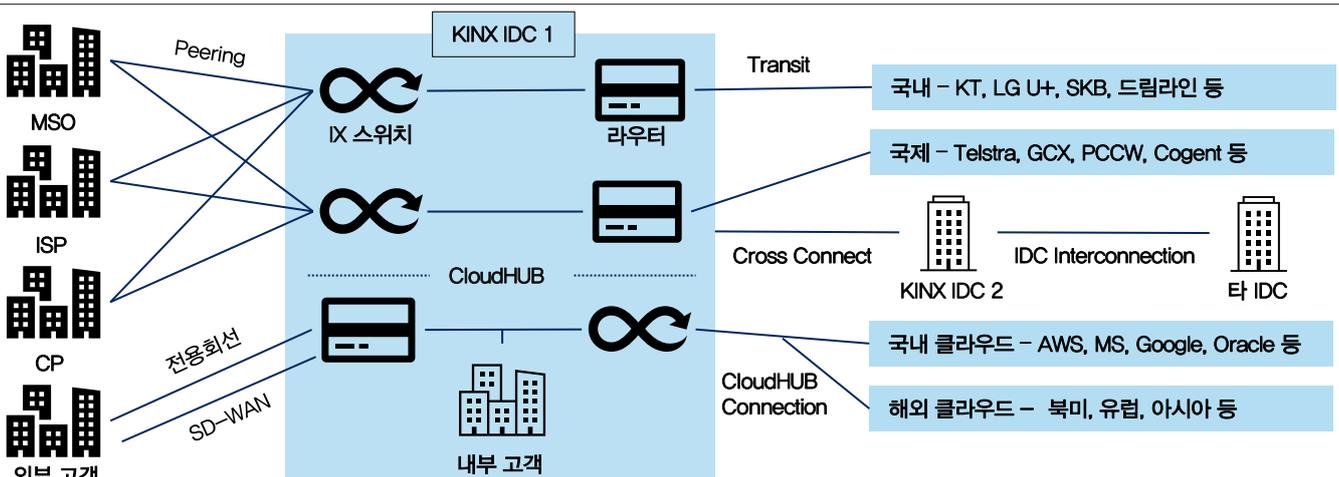
자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 15. 케이아이엔엑스 IDC 랙 규모 (단위: 개)



자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 16. 케이아이엔엑스 대표 서비스



자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 과천 IDC, 25년 내 조기 입주 가능

25년 IDC 부문 매출액
1,989억 원 전망

동사의 IDC 부문 매출액은 24년 1,133억 원(YoY +55.4%), 25년에는 1,989억 원(YoY +75.6%)을 기록할 것으로 전망한다. 이는 1) 중립 IDC의 높은 선호에 따른 동사 IDC 수요 증가, 2) 25년 내 과천 IDC 입주율 100% 달성 가능 예상에 기인한다.

모든 IDC 수요는 KINX로!

지속될 케이아이엔엑스 IDC 수요

본 리서치 팀은 동사의 IDC에 대해서 높은 수요가 지속될 것으로 판단한다. 이는 1) 중립 IX를 영위하는 동사의 독점적 지위, 2) CloudHUB 수요 증가에 따른 수혜, 3) 오랜 업력에서 비롯된 신뢰성에 기인한다.

중립 IX/IDC 사업자, Only ME!

중립 IX 사업 영위
→통신 3사와의 차별점

동사가 중립 IX 사업자라는 점은 IDC 입주의 유인책으로 작용할 것으로 판단한다. 국내 IX 시장은 총 4개(KT, LG U+, SKB, 케이아이엔엑스)의 업체가 과점하고 있는 형태로, 그 중 동사만이 L2 기반의 중립 IX 사업을 영위하고 있다. 따라서 특정 회선만을 사용해야 하는 통신 3사 대비 동사 고객사들은 자유롭게 회선을 이용함으로써 통신망 다변화를 구축할 수 있다. 이러한 점에 기인해 동사는 타 IX 업체 대비 가장 많은 75개의 ISP와 연동되어 있다. [도표 17]

홍콩, 일본 네트워크 PoP를 통해 안정적인 네트워크 연결 가능

해당 서비스를 통해 비용 효율화를 달성할 수 있다. 이는 통신 3사의 경우 L3망을 보유하여 자사 망을 통하도록 하기 때문에 포트비, 패킷비를 지불해야 하는 반면, 동사는 자사망을 통할 필요가 없기 때문에 포트비만 발생된다는 점에 기인한다. 또한, 동사는 한국의 인터넷 경유지인 홍콩과 일본에 네트워크 PoP를 지니고 있다. 이를 통해 국내 IDC에 입주한 고객사는 홍콩, 일본 PoP에 위치한 글로벌 고객사들과의 빠르고 안정적인 네트워크 연결이 가능하다. 일본 PoP에는 글로벌 CP 중심의 연결, 홍콩 PoP에는 ISP 중심의 연결이 되어 있다는 점을 고려하면, 해당 서비스가 신규 IDC 고객 확보에 유리하게 작용할 것으로 판단한다.

통신사에 종속되기 싫다면? 동사가 유일한 선택지

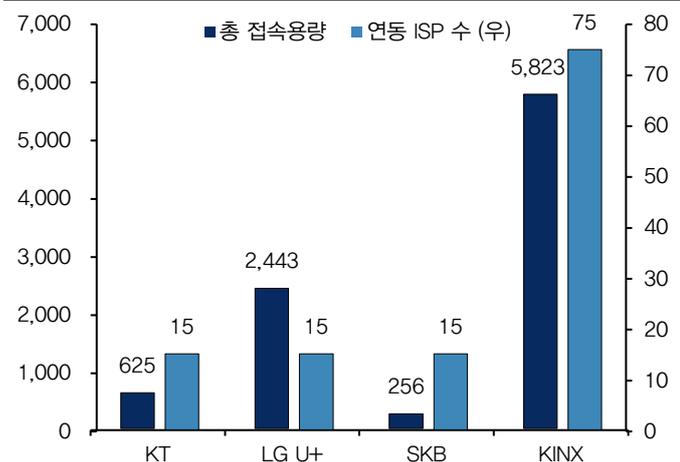
한 통신사에 종속되지 않기 위해 중립 IDC 선호

CP들은 ISP를 다변화하여 한 통신사에 종속되지 않기 위해서 동사의 IDC 입주를 우선적으로 고려할 것이라 판단한다. 이는 통신사 IX가 자사 전용회선만을 이용하기 때문에 해당 회선에 오류가 발생할 경우, 고객사에게 큰 리스크로 이어진다는 점에 기인한다.

통신 3사와 CP간 분쟁 사례 존재

또한, 통신사가 CP의 망 중립성을 훼손할 경우 두 회사 간에 분쟁이 발생할 수 있다. 실제로 CP와 국내 통신사 간에 법정 공방까지 이어진 사례가 다수 있었다. [도표 18] 이러한 문제들로 인한 리스크 관리를 위해서라도 중립적 회선을 제공하는 동사를 선택하는 것이 유리하다. 따라서 동사의 중립 IX/IDC 서비스에 대한 선호는 견조할 것으로 판단한다.

도표 17. 상용 IX별 연동 현황(20년 7월 기준) (단위: Gbps, 개(우))



자료: 한국인터넷진흥원, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 18. 망 중립성을 둘러싼 통신사와 CP 간의 갈등 사례

KT-NHN	SKB-Netflix
① NHN : IDC 간 일반 전용회선 요청 + 인터넷 전용회선 요청	① Netflix : 망 접속료를 지불하였으므로 망 사용료를 따로 지불할 수 없음
② KT : 정당한 사유없이 콘텐츠에 대한 차별적 이용조건 제시 + 전용회선 구간 트래픽 감시 제한	② SKB : 프라이빗 피어링에서는 망 사용료 지불 요구 가능
쟁점 : 망 중립성에서 ISP는 모든 콘텐츠를 차별 없이 똑같이 취급	쟁점 : 망 중립성 개념에서는 망 접속료와 망 사용료를 구분할 수 없음 (ISP 종속 우려)

자료: 방송통신위원회, 언론종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 과천 IDC, 25년 내 조기 입주 가능

CloudHUB 수요는 곧 IDC 수요로 이어질 것!

맞춤형 서비스를 제공하는 동사

동사의 CloudHUB 수요의 증가는 곧 IDC의 수요 증가로 이어질 것이라 판단된다. 특히 향후 클라우드 수요 증가에 따라 부각되는 **데이터 보안에 따른 수혜**를 받을 것으로 예상된다. 보험사, 은행 등 금융 기관의 경우, 자체적인 보안장치를 모두 갖추기 보다는 하이브리드 클라우드 사용률을 높이고 있다. [도표 19] 이는 클라우드를 사용하며 발생하는 1) 서비스 제품의 출시 속도 및 확장성 향상과 2) 보안 강화에 기인한다. 그러나 클라우드 연결에 일반 인터넷망을 사용할 경우 다양한 문제가 발생한다는 점을 고려하면, CloudHUB 向 수요는 증가할 것으로 예상된다. [도표 20] KT의 경우에도 동사와 MOU를 체결하여 자사 IDC 고객이 동사의 CloudHUB를 이용할 수 있도록 하였다.

CloudHUB 수요는 곧 IDC 수요

이러한 수요는 다시 동사 IDC 수요로 이어질 것으로 판단한다. 이는 동사 IDC에 입주할 경우 **비용 절감**이 가능하다는 점에 기인한다. 타 IDC에서 CloudHUB를 사용하기 위해서는 별도 전용회선 구축을 위한 높은 비용(통상 20~30억 원)이 발생하는 반면, 동사 IDC 입주기업은 전용회선 없이 DCI(자체 전송망)를 통한 CloudHUB 구성이 가능하다. 또한, 동사는 해당 서비스를 맞춤형 컨설팅을 통해 제공하고 있다는 점에서 통신 3사의 IDC와 차별화되는 경쟁력을 지닌다.

23년의 업력이 안정적 운영 능력의 증거

중립적인 IX를 위하여 00년에 설립된 동사

중립 IX/IDC 사업자로서 동사의 오랜 업력은 높은 신뢰도를 나타내 신규 고객 확보에 유리하게 작용할 것으로 판단한다. [산업분석]에서 언급했듯이 IDC 선택 시 가장 우선적으로 고려되는 기준은 **안정적인 운영**으로, 이는 동사의 창립이념 및 연혁에서 부각된다. 동사는 한국통신(현 KT)과 데이콤(현 LG U+) 두 업체의 편파적 과점이 대두되던 98년, ISP 16곳이 모여 선진국형 중립적 IX를 표방한 '한국인터넷연동협의회'의 탄생과 함께 시작하였다. 이러한 오랜 업력에 기인하여 동사는 현재 다수의 고객사 레퍼런스를 확보하고 있다.

과천 IDC는 무조건 성공 보장

과천 IDC 25년 내 조기 입주 달성 전망

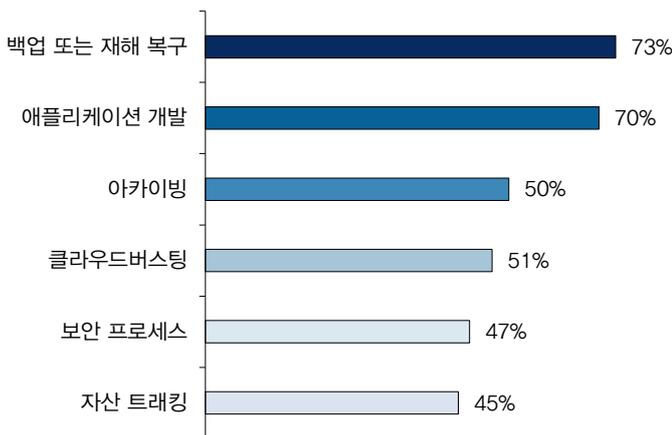
본 리서치 팀은 앞서 설명한 1) 중립 IX 사업을 영위하는 동사의 독점적 지위, 2) CloudHUB 수요 증가에 따른 수혜, 3) 오랜 업력에서 비롯된 신뢰성을 통해 **동사의 과천 IDC는 기존 27년 100% 입주 목표를 크게 상회하며 25년 내에 조기 입주 달성이 가능하다고 판단한다.** 동사는 고 트래픽 고객 우선 입주로 영업이익률은 25년 25.9%로 증가할 것으로 추정한다. 또한 동사가 영위하는 Retail 코로케이션 사업의 특성상 해당 OPM 수준이 향후에도 유지될 것으로 전망한다.

고 트래픽 고객을 중심으로 OPM 개선이 기대된다!

기존 전체 용량 대비 3배 규모 수전용량

동사의 과천 IDC는 2,000~2,500개의 상면과 20MW의 수전용량을 지닐 것으로 예상된다. 이는 현재 동사가 운영하고 있는 **전체 IDC의 상면 기준 1.4배, 전력량 기준 3배**에 이르는 규모이다. 또한, 수도권 내 IDC 초과 수요 상황에서 수전용량 대비 3배의 LOI(입주의향서)를 모집 받았다는 점을 고려하면, 트래픽이 높은 고객사 중심의 선별적인 수주가 가능할 것으로 판단한다.

도표 19. 하이브리드 클라우드를 통해 실행되는 워크로드 (단위: %)



자료: CISCO, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 20. CloudHUB와 일반 인터넷망 간의 차이

구분	CloudHUB를 이용하는 경우	일반 인터넷으로 접속하는 경우
멀티클라우드 지원	적합	부적합
신청 절차	동사에서 통합 지원	고객이 직접 구성
회선 관리	단일 회선 관리	관리 불가
비용	CloudHUB 비용 + 사설 클라우드 전송 비용 (낮음)	인터넷 비용(높음) + 클라우드 전송 비용(높음)
전송 품질	전송품질이 높으며 안정적	인터넷 환경에 따라 가변적
보안	전용회선으로 안전	미흡

자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 과천 IDC, 25년 내 조기 입주 가능

Retail 코로케이션을 통한 높은 OPM

높은 OPM을 보이는 Retail 코로케이션

동사의 Retail 코로케이션 사업 특성으로 인해 높은 OPM 유지가 가능할 것으로 전망한다. 이는 Wholesale 코로케이션 사업을 영위하는 Digital Realty의 OPM은 하향 추세인 반면, Retail 코로케이션 사업을 영위하는 Equinix의 OPM은 안정적으로 유지되는 사례를 통해 확인할 수 있다. [도표 21]

공간대여+운영 서비스 함께 제공

두 IDC 리츠의 OPM 차이는 두 사업의 BM 차이에 기인한다. Wholesale 코로케이션은 소수의 고객에게 장기로 임차하는 방식이며, 공간만을 대여하고 장비 설치와 운영은 임차인이 직접 하는 구조이다. 반면, Retail 코로케이션은 다수의 고객에게 공간 대여를 포함해 고객사가 원하는 운영 서비스도 함께 제공한다는 면에서, 더 높은 OPM을 보장받을 수 있다.

보너스포인트. 공생 관계에서 찾는 KINX의 미래

신규 임차의 가능성 존재

동사의 과거 사업 확장 전략으로 미루어 볼 때, 동사는 과천 IDC 증설 이후에도 지속적으로 투자를 확대하며 꾸준히 성장 동력을 확보할 것으로 전망한다. 이는 1) 동사의 과거 사업 확대 전략과 2) 이를 가능하게 하는 우호적인 업계의 환경에 기인한다.

과천 IDC 이후 동사의 추가 임대 가능성

과거를 통해 미래를 예측해 보자

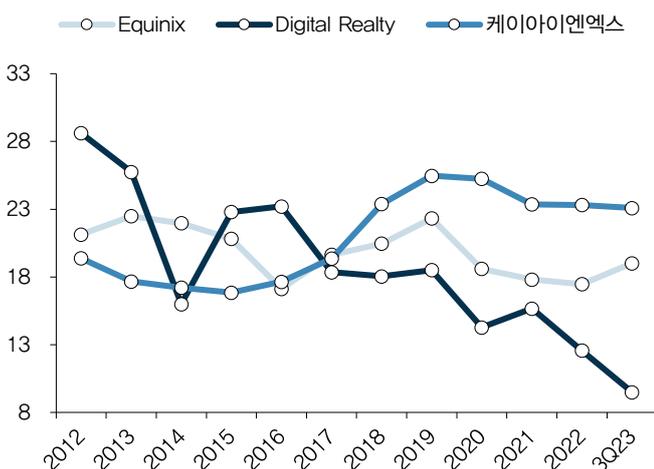
과거, 성장 둔화 시 추가적인 임차 진행

동사의 과거 사업 확대 전략으로 미루어 볼 때, 동사는 앞으로도 멈춤 없는 성장을 지속할 것으로 전망한다. 동사는 지금껏 기존 증설분이 온전히 실적으로 반영되어 성장이 둔화될 때마다 신규 설비에 대한 투자를 확대하며 성장을 지속해왔기 때문이다. 실제로 동사는 기존 설비의 입주율이 가득 차기 시작하는 시점인 14년과 17년, 각각 가산과 분당 2곳의 IDC를 임차하고, 248개의 랙을 추가 설치함으로써 꾸준히 성장을 지속했다. 현재 진행 중인 과천 IDC 증설 역시 기존 IDC 입주율이 가득 차감에 따라 취한 조치이다. [도표 22]

LG CNS가 운영하게 될 IDC가 임차 후보 대상

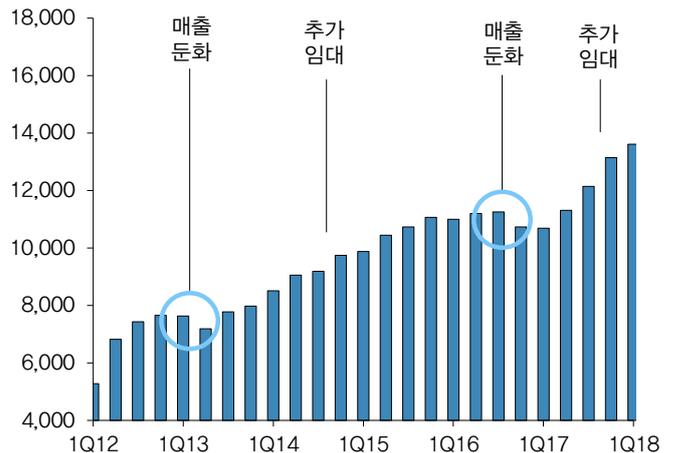
[산업분석]에서 언급한 바와 같이, 가파르게 증가하는 트래픽과 IDC 이원화 의무화법 등의 요인을 고려했을 때 국내 IDC에 대한 수요가 지속해서 증가할 것으로 예상된다. 이에 동사가 과천 IDC 외에도 타 사의 IDC에 추가적인 임차를 진행할 것으로 전망한다. 이에 본 리서치 팀은 IDC 임대 업계의 구조와 환경을 고려해, LG CNS가 운영하는 하남 IDC[3], 용인IDC[5], 고양IDC[8]를 후보로 임차 추진할 것으로 예상된다.

도표 21. Equinix, Digital Realty, KINX OPM 추이 (단위: %)



자료: 각 사, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 22. 동사의 매출액과 신규 임차의 상관관계 (단위: 백만 원)

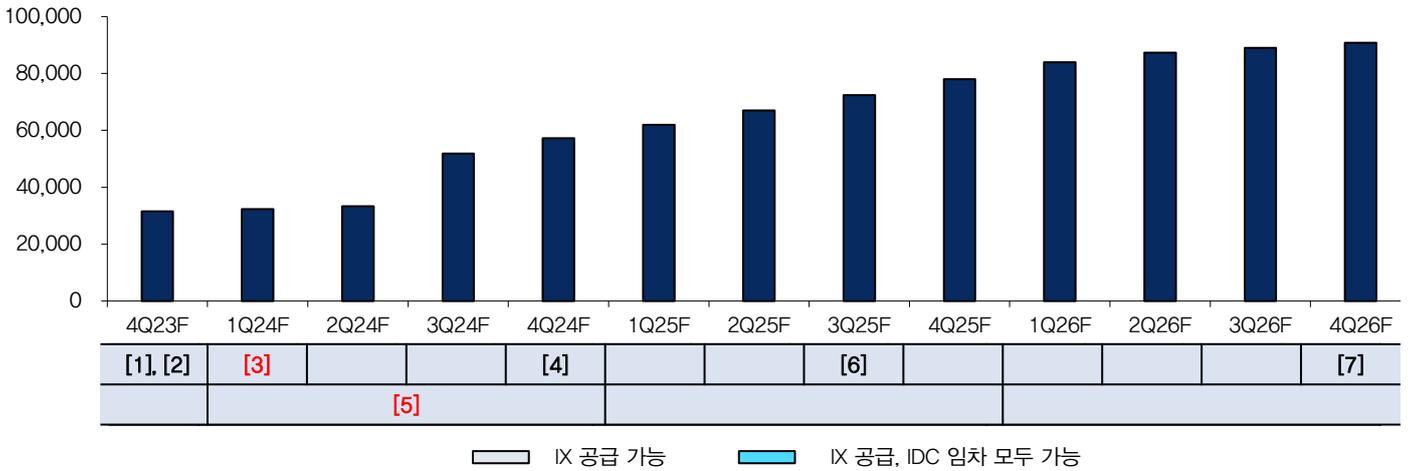


자료: 케이아이엔엑스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

보너스포인트. 공생 관계에서 찾는 KINX의 미래

도표 23. 임대 가능한 IDC 파이프라인 후보(예상)

(단위: 백만 원)



기간	기업명	기간	기업명
4Q23	[1] IBK 기업은행 (하남) - Wholesale	3Q25	[6] GS 건설, 마그나 PFV (고양) - Wholesale
	Equinix (고양) - Retail	4Q25	Digital Realty (김포) - Wholesale & Retail
	[2] GS건설, Actis, 파빌리온 자산운용 (안양) - Wholesale	4Q26	[7] 코람코 자산운용 (안산) - Wholesale (매시브 규모)
[3] LG CNS, 이지스 자산운용 (하남) - Wholesale (카카오가 92% 임차 확정, 8% 공실) & (하이퍼 규모)	카카오 (서울대 시흥캠퍼스) - Retail		
1Q24	Equinix (고양) - Retail	2024	[5] LG CNS, 퍼시픽 자산운용 (용인) - Wholesale (하이퍼 규모)
2Q24	Digital Realty (김포) - Wholesale & Retail		2025
4Q24	[4] SK에코플랜트, Digital Edge (인천) - Wholesale (하이퍼 규모)	미정	[8] LG CNS, 이지스 자산운용 (고양) - Wholesale (하이퍼규모)

자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

IX와 IT 업체의 공생 관계, 그 속에서 찾을 수 있는 신규 파이프라인

동사와 레퍼런스가 있는 IDC에 임차 가능성 존재

새롭게 증설되는 IT 기업의 자체 IDC에도 IX를 활용한 통신망을 구축해야 한다는 점을 고려할 때, 동사와 레퍼런스가 있는 기업의 자체 IDC에 대한 임차 가능성을 제시한다. 잦은 데이터 송수신이 발생하는 IT 기업의 IDC 특성상 IX 기업의 입주를 선호한다. 실제로, IT 기업 대부분의 자사 IDC에는 동사와 같이 IX 서비스를 제공하는 업체들이 입주해 있다.

LG CNS의 IDC에 임차 가능성 존재

LG CNS는 자산운용사와 협력하여 IDC를 건설하고 있다. 자산운용사는 자금을 조달하고, LG CNS가 관리하는 방식으로 운영된다. 본 리서치 팀은 LG CNS가 운영하는 IDC [3], [5], [8]의 임차 가능성이 높다고 판단한다. 이는 LG CNS가 동사의 IX를 기존에도 사용해왔고, 동사는 LG CNS 상암 IDC를 17년부터 임차해오며 쌓아온 레퍼런스에 기인한다.

하남 IDC로의 임차 가능성

1Q24 준공 예정인 하남 IDC [3]의 경우 92% 공간을 카카오에 임대, 나머지 8% 공실을 채울 기업을 찾고 있다. 카카오도 동사의 IX를 사용하고 있어 동사와의 레퍼런스 역시 증명된 바, 하남 IDC에도 동사의 IX가 사용될 가능성이 높다. 이에 남은 8%의 임대 공간에 대한 임차 가능성이 높다고 판단한다.

용인 IDC로의 임차 가능성

24년 준공 예정인 용인 IDC [5]의 경우 '중립적 IX'를 쓰기로 발표한 바 있는데, 동사는 '중립적 IX'를 국내에서 독과점하고 있어 향후 LG CNS가 운영하는 IDC에 임차 가능성이 높다고 전망한다.

보너스포인트. 공생 관계에서 찾는 KINX의 미래

Wholesale은 서비스 제공을 위해 Retail이 필요하다

Wholesale과 Retail로 나뉘는 IDC 사업자

Wholesale 업체와 Retail 업체가 철저히 구분되는 IDC 임대 업계의 특성상, 동사의 타 IDC의 임차 가능성 역시 존재한다. IDC 사업자는 크게 Wholesale과 Retail로 나뉘는데, 이 두 사업자는 서로 공생관계를 형성한다. Wholesale 사업자는 많은 양의 공간을 한꺼번에 임대할 수 있게 되어 공실률 문제를 손쉽게 해결할 수도 있다. 동시에 Retail 사업자는 Wholesale 사업자 대신 IDC 솔루션 서비스 및 운영을 도맡아 관리 측면에서 편리함을 제공한다.

글로벌에서 확인 가능한 Retail의 우위

Equinix와 Digital Realty의 예시

이러한 공생관계는 글로벌 트렌드로, 대표적으로 99년부터 꾸준히 이어져 오고 있는 글로벌 IDC의 양대 거물인 Equinix와 Digital Realty의 관계를 통해 확인할 수 있다. Digital Realty는 4Q22 기준 총 19개 IDC의 일부 공간을 Wholesale 방식으로 Equinix에 임대하고 있고, 이를 통해 20년에는 Equinix에게 연간 기본 임대료만 8,800만 달러를 수취하였다. [도표 24] 특히, 양사는 해당 IDC 내 여분의 공간 발생시 우선적으로 임대할 수 있는 ‘우선 순위 협상’ 옵션을 Equinix에게 부여하기도 하였다.

국내에서는 Must인 Retail 사업자

IDC 사업자 대부분이 Retail 능력 보유 X

현재 국내에 신규 IDC를 건립해 이를 Wholesale로 판매할 준비를 하고 있는 업체들이 대부분 IDC 솔루션 서비스를 제공하지 않는 투자사라는 점에서 현재의 상황이 동사에게 매우 우호적인 상황이라고 판단한다. 현재 IDC 임대 업계는 기존의 방식처럼 건설 이후 매각에 그치지 않고 코로케이션과 같은 서비스까지 제공하는 방식으로 변화하고 있다. 현재 IDC를 건설 중인 업체들은 IDC 운영에 관한 레퍼런스나 솔루션이 존재하지 않는다. 실제로 국내 자산운용사 중 Retail로 유의미하게 성공한 사례는 없다.

Retail 기업 중 왜 KINX인가

Retail 기업 중 동사의 매력 부각

동사는 가산 IDC 등 4곳의 IDC를 Wholesale 형태로 임차하여 Retail 사업을 영위하고 있다는 점에서 이러한 환경의 수혜를 받을 것으로 예상된다. Wholesale 사업자 입장에서 Retail 업체 중 레퍼런스가 많은 동사에게 매력을 느낄 가능성이 높기 때문이다. 또한, 동사는 ‘중립적 IX’를 영위하기 때문에 어떤 회선이 깔린 IDC에 들어가더라도 안정적으로 운영할 수 있다는 강점을 가진다.

앞으로는 동사가 임대하기 유리한 IDC가 다수 포진할 예정

높아지는 하이퍼스케일 IDC 선호도

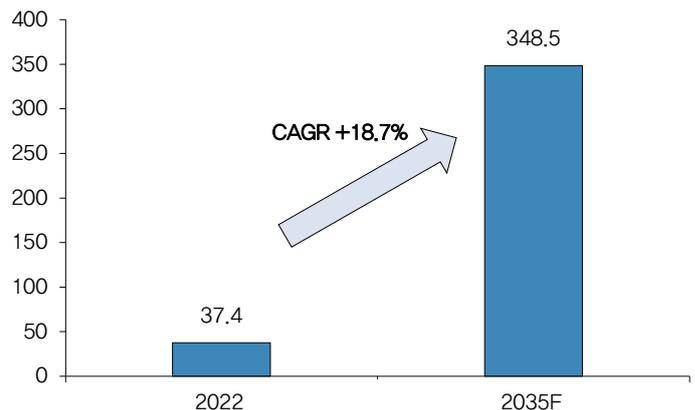
25년부터 완공될 IDC가 대부분 클라우드와 AI 수요를 대비하기 위해 하이퍼스케일로 건설될 예정이라는 점 역시 동사의 장기적인 임대 가능성을 높이는 요소이다. [도표 25] Wholesale의 하이퍼스케일 IDC의 경우 대규모 인프라로 인해 유연한 관리와 운영이 힘들어, 대기업 및 클라우드 업체들에게 집중하기 때문이다.

도표 24. Equinix와 Digital Realty의 매출 추이 (단위: 백만 달러)



자료: Dgll Infra, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 25. 하이퍼스케일 IDC 시장 연평균 성장률 (단위: 십억 달러)



자료: GMI, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

매출액가정

본 리서치 팀은 동사의 매출액을 1) IDC 2) IX & CDN 3) Cloud 4) 에스피소프트 & 기타로 나누어 추정하였다. 동사의 추후 매출액 증대의 주 요인은 3Q24 과천 IDC 가동이며, 그 외 사업부의 경우 과천 IDC 관련 수혜 여부에 따라 매출 추이에 큰 차이를 보인다. 3Q23 정기보고서를 기점으로 등장한 CloudHUB 부문의 경우 별도로 고려하지 않았으며, 이는 CloudHUB 부문이 신규 사업부가 아닌 기존 IDC 사업부에서 분리되어 과거 추이 및 변동 요인을 파악하기 어렵다는 점에 기인한다.

IDC 사업부문

IDC 사업부문의 매출은 기존 사업부와 향후 높은 성장률이 예상되는 과천 IDC를 구분하여 추정하였으며, 세부 요금의 경우 수전용량(MW)에 비례하는 1) 공간사용료와 트래픽에 비례하는 2) 회선사용료로 구분된다. 공간사용료의 경우 IDC 별 입주율(%)을 곱하여 추정하였으며, 회선사용료의 경우 과거 공간사용료 대비 비중의 추이를 활용하여 추정하였다.

기존 IDC 向

[공간사용료]는 현재 100%에 가까운 입주율과 총 수전용량 3.5MW를 바탕으로 3Q23 수준을 유지할 것으로 판단되며, 연간 161억 원을 기록하고 있다. 이는 1) 동사 네트워크 서비스의 독점적 지위, 2) 고객사에게 부과되는 IDC 이전 비용, 3) 1년 단위 계약의 낮은 변동성에 기인한다. 최근 산업용 전기(을) 요금 인상 이슈가 있었으나, 동사는 일반용 전기를 사용하기에 고려하지 않았다.

[회선사용료]는 현재 공간사용료 대비 4배 수준으로 발생하며, 20년부터 YoY +20%의 평균성장률을 기록해왔다. [산업분석]에서 언급한 바와 같이 향후에도 트래픽이 꾸준히 증가할 것으로 전망되는 바, 해당 성장률은 과천 IDC 서비스 시작까지 유지될 것으로 판단하였다.

과천 IDC 向

[공간사용료] 과천 IDC의 수전용량 중 IDC 운영에 직결되는 수전용량은 기존 IDC 전체 수전용량 대비 약 2.8배 규모인 10MW에 달하며, 요금으로 환산 시 연간 약 460억 원으로 추정된다. 서비스 시작에 따른 매출 인식 시작 시점은 3Q24일 것으로 전망된다. 입주율 추이의 경우, 과천 IDC 규모 대비 2~3배 LOI(입주의향서)를 받은 것을 고려해 회사목표치 대비 10%p 활증한 초기입주율 40% 및 25년 말 입주율 100% 달성을 가정하였다.

[회선사용료] 3Q24 초기 입주 시의 공간사용료를 기존 IDC 向 대비 1.5배부터 시작하여 27년에 공간사용료의 3배까지 순차적으로 증가할 것이라고 가정하여 25년 내 100%까지 순차적으로 증가할 입주율에 곱하여 추정하였다. 현재 기존 IDC의 경우 회선사용료는 공간사용료의 4배를 기록 중이나, 신규 데이터서버를 통하는 트래픽이 현 수준을 달성하기 위해서는 시간이 소요되므로 27년 과천 IDC의 회선사용료 규모를 공간사용료 대비 3배로 가정하고 점진적 증가를 가정하였다.

현재 과천에 대한 기대감이 이미 주가에 반영된 점을 고려했을 때,
 1) 입주 대비 2달 서비스 지연 & 2) 매출의 점진적 증가로 인해
 24년 과천 向 매출 기대치 하회로 인한 주가하락 시 매수기회로 판단

도표 26. 케이아이엔엑스 IDC 부문 매출액 가정

(단위: 억 원)

구분		2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
기존 IDC	공간사용료	161	161	161	161	161	161
	회선사용료	465	568	668	677	677	677
과천 IDC	공간사용료	-	-	119	394	460	460
	회선사용료	-	-	186	757	1,088	1,300
합계		626	729	1,133	1,989	2,386	2,598

매출액가정

IX & CDN 사업부문

IX 및 CDN 부문 매출은 신규 IDC 向 증분을 더하여 산정하였으며, 과천 IDC 向 매출은 기존 상면 수 대비 **1.4배**로 추정되는 상면 수와 **예상 분기별 입주율**을 곱하여 증분을 추정하였다. IDC 부문 고객이 반드시 IX & CDN 부문의 고객으로 직결되지는 않으나, 다양한 네트워크 서비스라는 동사의 강점은 기존 침투율을 유지할 것이라는 가정 하에 성장률을 가감하지 않았다.

IX 서비스 요금은 고객들이 IX 스위치에 연결한 **회선의 대역폭**과 **회선 포트수**에 따라 결정되며, 대역폭을 초과하지 않는 트래픽 변화는 요금에 변화를 주지 않는다. 이에 **과천 IDC 신규 상면에서 연결될 포트 수**를 증분으로 산정하였다. 과천 외에도 **[도표 23]**에서 언급된 신규 IDC 중 Equinix와 카카오, LG CNS의 경우 동사 중립성 IX 연결이 추측되어 증분을 산정하였다.

도표 27. 케이아이엔엑스 IX 부문 매출액 가정

구분		2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
IX 부문	기존 向	93	101	102	102	102	102
	과천 向	-	-	37	122	143	143

CDN 서비스 요금은 서비스 이용자의 트래픽과 비례하여 발생하나, 일정 구간 이상의 트래픽이 발생하면 트래픽 단위 당 요금이 줄어들기에 결과적으로 상쇄되므로 일정 수준이 유지될 것이라고 가정하였다. CDN 요금제 매출은 **고객 수**에 직접적인 영향을 받으며, 이는 고객의 서버를 놓을 수 있는 **상면의 수**에 비례한다.

도표 28. 케이아이엔엑스 CDN 부문 매출액 가정

구분		2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CDN 부문	기존 向	39	41	41	41	41	41
	과천 向	-	-	15	50	59	59

Cloud 사업부문

Cloud 사업부문은 **23년 3분기 매출액이 향후에도 유지될** 것으로 추정하였다. 18년 이후 Amazon을 중심으로 클라우드 시장이 성장하고 있는 것은 사실이나, 동사 Cloud 서비스의 경우 1) 부족한 브랜드 인지도, 2) 대규모 CDC 설비의 부재로 인해 M/S 및 매출액의 성장을 기대하기 어렵다고 판단하였다. 이에 동사의 Cloud 수요는 IDC 부문 중소고객 대상으로 한 소규모 운영으로 제한된다.

에스피소프트 & 기타 사업부문

자회사인 에스피소프트 매출은 22년 인수 이래 평이하게 발생한 **매출액 추이**를 반영하여 추정하였다. 이는 동사가 가지는 SPLA사업의 독점적 지위와 3년의 긴 계약기간으로 인한 낮은 변동성에 기인한다. 에스피소프트의 매출액 추이는 동사에 인수된 이후 22년, 23년 평이한 수준을 유지했으며, 동사 IDC 매출액 성장세와는 별개의 추이를 보였다.

동사는 자회사 에스피소프트가 Microsoft로부터 인수한 총판 영업권을 바탕으로 소프트웨어 라이선스를 고객에게 3년간 임대해주고, 사용량에 따라 월간 요금을 받으며 SPLA 관련 매출을 창출하고 있다. Microsoft Copilot 영업권 인수에 부정적인 영향을 고려했을 때, 신규 소프트웨어를 통한 매출액의 급격한 증가는 기대하기 어려우며, 계약기간이 3년 단위임을 고려하였을 때 급격한 감소 또한 예상되지 않는다.

그 외 기타 사업부문의 경우, DDoS 해킹 방지 및 Security 서비스 등 IDC 고객을 대상으로 한 부가 서비스로 산정되며, 이에 기존 IDC 내 사용률과 과천 IDC의 규모를 고려하여 **IDC 부문 성장률**을 반영하여 추정하였다.

매출액가정

도표 29. 케이아이엔엑스 매출액 가정

(단위: 억 원)

구분			2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
IDC 부문	기존 IDC	공간 사용료	161	161	161	161	161	161
		회선 사용료	465	568	668	677	677	677
	과천 IDC	공간 사용료	-	-	119	394	460	460
		회선 사용료	-	-	186	757	1,088	1,300
	소계		626	729	1,133	1,989	2,386	2,598
IX 부문	기존 向	93	101	102	102	102	102	
	과천 向	-	-	37	122	143	143	
CDN 부문	기존 向	39	41	41	41	41	41	
	과천 向	-	-	15	50	59	59	
Cloud 부문		16	11	12	12	12	12	
에스피소프트 & 기타		334	345	337	337	337	337	
합계		1,109	1,229	1,680	2,656	3,082	3,295	

비용가정

매출원가

매출원가는 변동비성 항목과 고정비성 항목으로 구분하여 추정하였다. 변동비성 매출원가의 주요 항목은 '외주비, 유지보수비 등 매출원가'로 이전에는 회선사용료 등 매출원가로 공시되었다. 고정비성 매출원가의 주요 항목은 **감가상각 및 무형자산상각비, 종업원급여, 연구개발비용, 기타 비용** 등이 있다.

변동비성 매출원가

[외주비, 유지보수비 등 매출원가]

외주비, 유지보수비 등 매출원가는 3Q23 기준 매출액 대비 비중이 50%로 가장 높고 회선사용료 60%, IDC 임차료 30%, 전기료 6%, 기타 4%로 구성되어 있다. 회선사용료의 경우 매출액가정과 동일하게 QoQ +5.8%를 적용하였으나 동사의 회선사용료 마진율 20%인 점을 고려하여 동사 회선사용료 매출액의 80%를 적용하여 산출하였다. 또한 초기 입주율을 40%로 가정하고 1년 반 내에 입주율이 100%를 달성할 것으로 가정하였다. 이에 따라 1Q26부터 트래픽 증가에 따른 회선사용료가 둔화될 것이라고 가정하였다.

전기료의 경우 1) 동사가 일반용 전기를 사용한다는 점, 2) 일반용 전기는 상업용 전기와 달리 동결되었다는 점을 고려하여 22년과 큰 차이가 없을 것이라고 가정하였다. 또한 과천 IDC의 경우 사용전력량이 1만kW 이상 수준으로 현재 전력량의 약 3배 수준에 달할 것으로 추정된다. 이에 3Q24부터 기존에 발생하던 전기료의 3배를 추가적으로 반영하였다.

IDC 임차료는 현재 동사가 구체적인 임차계획이 없다는 점을 고려하여 20년부터 3Q23까지의 CAGR+ 23.78%를 반영하였다. 기타 비용의 경우 일정한 추세를 보이지 않아 20년부터 3Q23까지의 평균을 반영하였다.

고정비성 매출원가

[감가상각 및 무형자산상각비]

동사의 과천 IDC는 3Q24부터 본격적으로 가동될 예정이다. 이에 3Q24 이후에는 공시된 동사의 과천 IDC 신축공사 투자금액인 637억 원에 상면과 같은 시설비 150억 원을 합산하여 감가상각비를 추정하였다. 따라서 총 감가상각비 787억 원, 내용연수 10년으로 추정하여 연 78.7억 원을 상각하였다. 10년의 내용연수는 데이터센터의 평균 수명인 10~15년을 보수적으로 고려하여 반영하였다. 또한 동사는 매년 감가상각비 및 무형자산상각비가 증가하고 있음을 고려하여 감가상각비의 CAGR+ 5.37%를 추가로 반영하였다.

[종업원급여]

종업원급여는 과천 IDC가 본격적으로 가동되기 전인 2Q24까지는 3년간의 CAGR +27.36%를 적용하여 산출하였다. 그러나 3Q24부터는 과천 IDC의 가동시작으로 인해 인건비가 증가할 것으로 판단하였다. 또한 과천 IDC의 경우 기존 이용 중인 IDC 크기의 3배에 달하므로 종업원급여 역시 이를 고려하여 반영하였다.

[연구개발비용]

연구개발비용은 일정한 추세를 보이지 않아 3년간의 연구개발비용의 평균을 산출하여 반영하였다. 하지만 동사의 연구개발비용은 전부 인건비로 공시되어 있다는 것을 고려하여 이 역시 3Q24 이후에는 과천 IDC 가동의 영향을 반영하여 추정하였다.

판매비와 관리비

판매비와 관리비도 변동비성 항목과 고정비성 항목으로 구분하여 추정하였다. 변동비성 판매비와 관리비의 주요 항목에는 **지급수수료**가 있으며 고정비성 판매관리비의 주요 항목에는 **종업원급여와 복리후생비, 연구개발비용**이 있다. 이외에도 **광고선전비와 기타 비용, 감가상각 및 무형자산상각비** 등이 있으나 이들 항목의 비중이 크지 않고 일정한 추세가 나타나지 않아 3년간의 평균을 반영하였다.

변동비성 판매비와 관리비

[지급수수료]

동사의 지급수수료는 매출액과 비례하는 흐름을 보인다. 이에 3년간의 매출액 대비 지급수수료 비중의 평균인 1.15%를 산출하여 매출액과 연동하였다.

비용가정

고정비성 판매비와 관리비

[종업원급여 및 복리후생비]

동사는 지속적인 채용을 통해 우수한 인력들을 보충하고 있다. 이에 동사의 종업원급여 및 복리후생비는 꾸준히 상승하고 있다. 이에 20년부터 3Q23까지의 종업원급여의 CAGR +9.64%와 복리후생비의 CAGR +10.17%를 반영하여 산출하였다. 또한 매출원가의 종업원급여 항목과 동일하게 3Q24부터 과천 IDC 가동에 따라 종업원급여가 크게 상승할 것으로 가정하여 비용을 산출하였다.

[연구개발비용]

동사의 연구개발비용은 모두 인건비로 공시되어 있으며 매출원가와 판매비와 관리비 항목으로 나누어 공시되어 있다. 매출원가에 반영되는 연구개발비용과 동일하게 과천 IDC 가동에 따른 영향을 반영하였다. 다만 판매비와 관리비에서의 연구개발비용은 매출원가에서의 연구개발비용과 달리 꾸준히 감소 중이다. 하지만 비중이 크지 않고 감소율도 그리 크지 않아 3년간의 감소량의 평균을 산출하여 반영하였다.

금융손익, 기타손익 및 법인세 비용

[금융손익 및 기타손익]

동사의 금융손익은 일정한 추세를 보이지 않아 3년간의 평균을 산출하여 반영하였다. 기타손익에 가장 큰 영향을 주는 항목은 지분법손익이다. 지분법손익은 동사의 관계기업인 가비아 C&S, 놀멍쉬멍, 엑스게이트에서 발생하는데 실적 변동성이 커 22년의 지분법 손익을 그대로 반영하였다.

[법인세 비용]

동사의 유효세율은 20년 15.48%, 21년 23.84%, 22년 18.15% 적용되었다. 유효세율의 경우 일정한 추세를 보이지 않아 3개년의 평균을 산출한 19.15%를 적용하여 법인세 비용을 산출하였다.

도표 30. 케이아이엔엑스 비용가정

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	845	1,109	1,229	1,680	2,656	3,082	3,295
매출원가	490	666	763	1,030	1,567	1,851	1,993
매출총이익	355	443	465	651	1,089	1,232	1,302
판매비와 관리비	158	185	189	267	399	420	438
영업이익	197	259	276	384	689	812	864
금융손익	22	29	17	17	17	17	17
기타손익	(17)	(3)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
지분법손익	13	49	49	49	49	49	49
법인세 차감 전 순이익	215	334	335	443	748	871	923
법인세비용	51	61	64	85	143	167	177
당기순이익	164	273	271	358	605	704	746

밸류에이션

1. Historical P/E Valuation

본 리서치 팀은 케이아이엔엑스의 적정주가를 산출하기 위해 **Historical P/E Valuation**을 사용하였다. 이를 통해, **25년 Fwd EPS 12,398원, 2019년 2월부터 9월까지의 평균 24m Fwd PER 10.34를 Target PER로 적용하여 목표주가 128,000원, 상승여력 54.2%**로 적극 매수 의견을 제시한다. 이는 당시 1) 인터넷 콘텐츠 수와 용량 증가, 클라우드, 블록체인 성장으로 인한 국내 인터넷 트래픽 증가와 2) 기존 IDC의 입주율 상승에 따른 영업 레버리지 효과 확대에 현재와 유사한 기대감을 받았고, 동사의 주가를 움직이는 KEY FACTOR인 전방 산업의 데이터 트래픽과 신규 IDC 증설분에 따른 영업 레버리지 효과가 25년에 모두 확대될 것임에 기인한다.

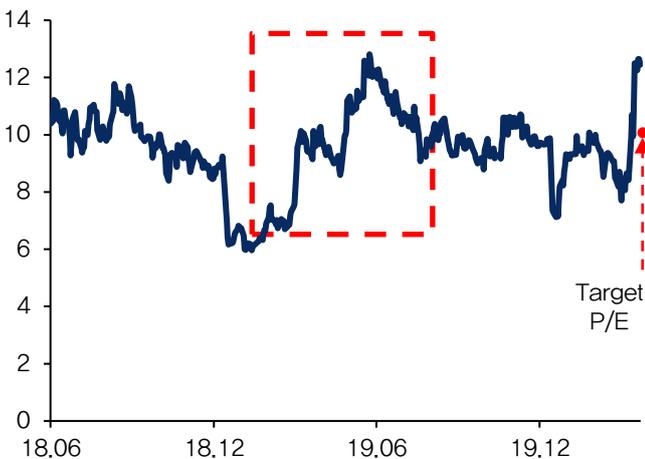
2019년 6월부터 12월, 1) 인터넷 콘텐츠 수와 용량의 증가, 2) 클라우드, IoT, AI 등 새로운 기술 발전, 3) 5G 통신 시대 도래에 따른 IDC 수요 증가가 기대되었던 것과 유사하게, 현재는 1) 다양한 분야에서의 숏 폼 콘텐츠 및 라이브 커머스 도입과 2) 슈퍼앱화, 3) 통신재난관리법 의무화에 따른 IDC 수요 증가가 기대되는 상황이다.

또한, 19년 수익성 높은 해외 고객사의 트래픽 급증이 실적으로 반영되며 그 수요가 기대치를 상회하는 상황임을 확인하였던 것과 유사하게, 24년 증설할 IDC가 실적으로 반영되며 EPS의 상승을 기대할 수 있는 상황이다. 특히 해당 증설분은 기존 CAPA의 약 2.85배로 명확한 체질 개선을 예상할 수 있어 이에 따른 Upside Potential을 기대한다.

본 리서치 팀은 현 시점을 손실 가능성이 낮고 확실한 수익이 보장된 안전한 투자 기회로 제시하는 바, 최종적으로 25년 Fwd EPS 12,398원, Target P/E Ratio 10.34를 적용하여, 목표주가 128,000원으로 적극 매수 의견을 제시한다.

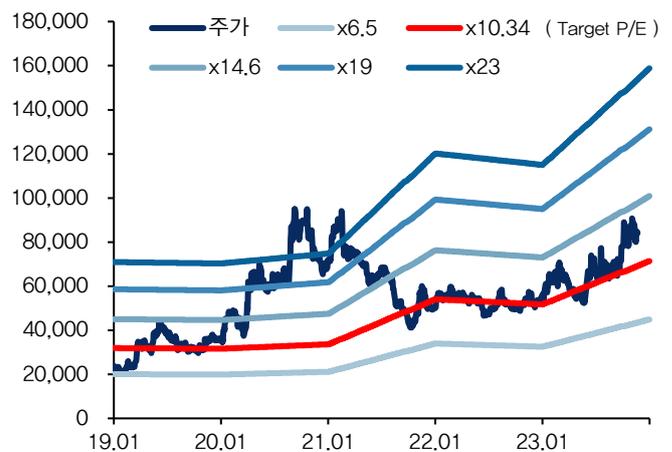
목표주가 산출

도표 31. 케이아이엔엑스 24m Fwd P/E Ratio (단위: 배)



자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 32. 케이아이엔엑스 P/E Ratio Band (단위: 원)



자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 33. 케이아이엔엑스 목표주가 추정

	케이아이엔엑스
Target P/E Ratio(배)	10.34
2025F EPS(원)	12,398
현재주가(원)	83,000
목표주가(원)	128,000
상승여력	54.2%

밸류에이션

2. DCF Valuation

본 리서치 팀은 앞서 상대가치평가법인 Peer P/E Valuation을 통해 목표주가를 도출하였다. 해당 목표주가의 정당성을 검증하기 위해 절대가치평가법 중 하나인 DCF(현금흐름할인모델) Valuation을 통해 적정주가를 산출하여 보조적인 가치평가 수단으로 활용하였다. DCF Valuation에 따른 적정주가는 **193,500원**, 상승여력 **133%**이다.

절대가치평가법 중 DCF 모델을 채택한 이유는 동사가 추후 안정적인 현금흐름을 창출할 것으로 기대되기 때문이다. 동사는 설립 이후 계속해서 양(+)의 잉여현금흐름을 기록하였으며, 영업이익의 증가가 온전히 현금흐름의 창출로 이어지는 모습을 보였다. 이는 회선사용료가 상당 비중을 차지하는 동사 IDC 사업의 특성으로, 1) 전방 산업 성장에 따른 꾸준한 IDC 수요와, 2) 트래픽 증가에 따른 회선사용료 매출 증가, 3) 이로 인한 높은 영업 레버리지 효과에 기인한다. 또한 3Q24부터 가동될 과천 IDC로 인해 이러한 동사의 현금흐름 창출 능력은 장기적으로 더욱 증대될 것으로 기대된다.

DCF Valuation 기본 가정

DCF Valuation에 필요한 요구수익률과 현재계수를 산출하기 위해 다음과 같은 가정을 이용하였다. **CoE**는 **11.12%**로 가정하였다. CoE를 산출하기 위해 무위험수익률은 한국 5년 국고채 금리 3.68%, 베타계수는 동사의 52주 베타 0.503, 시장위험프리미엄(Market Risk Premium)은 23년 11월 22일 기준 Bloomberg에서 제시하는 한국의 MRP 14.8%를 이용하였다. **CoD**는 동사의 신용등급 A+를 기반으로 한국기업평가 KOREA Ratings에서 공개한 국채 대비 회사채 수익률 스프레드를 참고하여 **5.46%**를 산정하였다. 유효법인세율은 비용가정 논리와 동일하게 19.15%를 가정하였다. 이에 동사 자본비율 90.6%와 부채비율 9.4%로 가중평균을 구한 결과 **WACC**는 **10.49%**가 도출되었다.

그 외 주요 가정은 다음과 같다. 보수적 가정을 위해 매출 추정치 이후의 동사의 영구성장률은 0%로 가정하였다. 감가상각비는 과천 데이터센터 건설로 인한 유형자산 상각액을 반영하였다. CAPEX의 경우 IDC 전자설비의 꾸준한 교체소요와 리스로 인한 사용권 확보를 고려하였다.

도표 34. DCF Valuation

(단위: 억 원)

FCF 추정					
	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
세후영업이익 (NOPAT)	223	310	557	656	698
감가상각비 (D&A)	149	208	311	410	509
자본적지출 (CAPEX)	110	153	274	274	274
순운전자본의 변화 (▽ NWC)	18	25	45	53	57
잉여현금흐름 (FCF)	244	340	549	738	876
WACC 추정		적정주가 산출			
COE (Re, 자기자본비용)	11.12%	PV (FCF)		1,213	
무위험수익률 (Rf)	3.68%	PV (Perpetuity)			
52주 Beta	0.503				
Market Risk Premium	14.80%	Net Debt		84	
COD (Rd, 타인자본비용)	5.46%	Non-Operating Asset (NOA)		780	
자본비율 (E/E+D)	90.60%	지분가치 (Equity Value)			
부채비율 (D/E+D)	9.40%				
법인세율	19.15%	유통주식수 (개)			
법인세율	19.15%				
WACC	10.49%	적정주가 (원)			
WACC	10.49%				
		4,880,000			
		193,500			

Appendix – 추정재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산	1,672	1,974	2,204	2,666	3,440
유동자산	985	1,135	1,377	1,571	1,928
현금 및 현금성 자산	199	332	402	388	493
유동금융자산	640	610	762	892	976
기타유동자산	2	3	3	4	4
매출채권/기타유동채권	144	190	210	287	455
비유동자산	687	840	827	995	1,411
유형자산	461	566	557	760	1,040
무형자산	57	53	53	54	56
기타비유동자산	169	221	217	213	347
부채	307	378	367	491	634
유동부채	172	257	258	348	449
유동금융부채	66	72	76	114	154
매입채무&기타유동채무	65	131	127	170	219
당기법인세부채	30	29	30	31	33
기타유동부채	11	25	25	33	43
비유동부채	135	121	108	143	184
장기차입금	106	91	83	110	141
기타 비유동부채	29	30	25	33	42
자본	1,365	1,596	1,837	2,175	2,806
지배기업주지분	1,247	1,456	1,676	1,984	2,560
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	246	245	244	256	249
기타자본	5	(16)	3	5	8
이익잉여금	972	1,204	1,405	1,699	2,279
비지배주주지분	117	140	161	191	246

현금흐름표

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	238	346	334	467	778
당기순이익(손실)	164	273	236	327	603
유형자산상각비	120	135	145	204	307
무형자산상각비	1	3	5	5	5
운전자본의 증감	(31)	(17)	(18)	(25)	(45)
법인세의 납부	(60)	(55)	(60)	(70)	(118)
기타	44	7	26	26	26
투자자산현금흐름	(237)	(54)	186	187	87
투자자산의증감	(225)	70	70	70	70
CAPEX	57	98	110	110	10
기타	(69)	(222)	6	7	7
재무활동현금흐름	(119)	(153)	(185)	(215)	(245)
차입금의증가(감소)	-	(4)	(6)	(6)	(6)
배당금	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)
기타	(95)	(125)	(155)	(185)	(215)
현금의 증감	(108)	133	244	340	549
기초현금및현금성자산	307	199	332	576	916
기말현금및현금성자산	199	332	576	916	1,465

손익계산서

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	845	1,109	1,229	1,680	2,656
매출원가	490	666	763	1,030	1,567
매출총이익	355	443	465	650	1,089
판매비와 관리비	158	185	189	267	399
영업이익	197	259	276	383	690
영업외손익	18	75	59	60	58
세전이익	215	334	335	443	748
법인세	51	61	64	85	143
당기순이익	164	273	271	358	605
지배주주순이익	159	255	253	334	565
비지배주주순이익	5	18	18	24	40
성장성(%)					
매출액 증가율	19.90	31.34	10.82	36.70	58.10
영업이익 증가율	10.98	31.07	6.56	38.77	80.16
순이익 증가율	4.68	66.66	(0.73)	32.10	68.99
수익성(%)					
매출총이익률	42.01	39.95	37.84	38.69	41
영업이익률	23.31	23.35	22.46	22.8	25.98
순이익률	19.41	24.62	22.05	21.31	22.78

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,251	5,225	4,836	6,906	12,398
BPS	25,570	30,262	34,347	40,653	52,451
DPS	500	600	600	600	600
SPS	17,307	22,731	25,184	34,426	54,426
밸류에이션(배)					
PER	25.53	15.89	15.91	12.39	6.72
PBR	2.97	2.52	2.20	1.86	1.44
PSR	4.79	3.65	3.30	2.41	1.53
재무비율(%)					
ROE	13.6	18.9	14	16	23
ROA	10.6	15.0	10	12	17
부채비율	22.5	23.7	20	22	23
이자보상배율 (배)	184.8	103.9	97.12	100.63	143.84
활동성지표(배)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.56	0.63	0.77
총부채회전율	2.8	3.2	3.35	3.42	4.19
총자본회전율	0.7	0.8	0.67	0.77	0.95