



2025년 05월 16일

Cellebrite DI (NASDAQ:CLBT)

Celebrate, Cellebrite.

WHOOO gonna rock with AI

동사의 2026E Adjusted EPS 0.77 달러에 Target Multiple 38.76x를 적용한 29.70 달러를 목표주가로 제시한다. SPAC으로 상장한 이후 동사 주가는 포렌식 솔루션의 분기별 실적 추이를 그대로 반영하며 움직여왔다. 그리고 24년 새로운 핵심 솔루션들의 침투가 본격화되며 가속화되던 동사의 주가 상승은, 트럼프 행정부의 DOGE라는 정책과 대외 불확실성의 여파로 하락세로 전환되었다. 그럼에도 동사의 본질에는 변함이 없으며, 동사의 헤게모니는 AI 솔루션으로 강화될 것이다. 눈을 부릅뜨고, 동사에게 여전히 성장 가능성이 넘쳐남을 확인하자.

Main Idea. Must conquer The Market

동사는 디지털 포렌식 시장에서 차별적 기술력과 범용성으로 선두 주자로 자리잡고 있다. 이에 더하여 차별화된 AI 솔루션을 마련한 동사는, 포렌식 툴 기업에서 디지털 수사 전반 영역에 솔루션을 공급하는 Case-to-Closure 플랫폼 기업으로 도약하고자 한다. 이제 동사의 SAM은 포렌식 시장에서 디지털 수사 시장 전반까지 확장되었다. 데이터를 '수집-분석-관리'하는 시장으로 동사의 핵심 솔루션인 Inseyets-Pathfinder-Guardian이 침투한다. 본격적인 침투는 가시화되고 있으며, 포렌식에서의 헤게모니가 있는 동사는 연방 정부의 본청부터 지방 정부의 파출소까지 플랫폼을 제공하게 것이다. AI를 통해 동사에게 열린 새로운 시장과, 이를 정복하게 될 동사를 살펴보자.

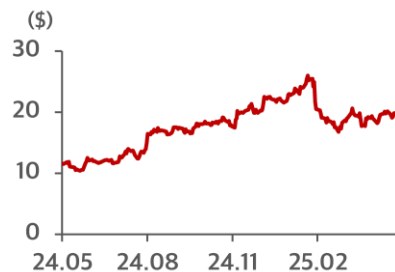
Estimated Income Statement								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Revenue	246,246	270,651	325,110	401,203	107,549	485,434	598,243	736,922
YoY(%)	26.34%	9.91%	20.12%	23.41%	20.06%	20.99%	23.24%	23.18%
Cost of revenue	42,557	50,746	53,231	62,593	17,490	73,601	84,236	97,239
Gross profit	203,689	219,905	271,879	338,610	90,059	411,832	514,007	639,683
GPM(%)	82.72%	81.25%	83.63%	84.40%	83.74%	84.84%	85.92%	86.80%
Operating expenses	189,867	218,861	238,642	281,704	77,791	332,951	393,760	466,423
Operating income	13,822	1,044	33,237	56,906	12,268	78,882	120,246	173,259
OPM(%)	5.61%	0.39%	10.22%	14.18%	11.41%	16.25%	20.10%	23.51%
Financial income	68,483	119,716	(108,800)	(332,890)	7,060	24,240	30,360	36,480
Income before tax expenses	82,305	120,760	(75,563)	(275,984)	19,328	103,121	150,606	209,739
Tax expense (income)	10,909	(45)	5,537	7,023	1,928	13,668	19,962	27,800
Net income	71,396	120,805	(81,100)	(283,007)	19,326	89,453	130,644	181,940
NPM(%)	28.99%	44.63%	-24.95%	-70.54%	17.97%	18.43%	21.84%	24.69%
Adjusted Net income	22,883	20,431	66,130	107,544		141,999	184,063	235,996
Adjusted NPM(%)	9.29%	7.55%	20.34%	26.81%		29.25%	30.77%	32.02%

Rating
Buy

현재주가: \$ 17.27
목표주가: \$ 29.70
상승여력: 71.95%

12M 주가추이

시가총액 \$ 4.12 B



Key Metrics (1Q25)

자산 총계 \$ 709.89 M
 부채 총계 \$ 346.41 M
 자본 총계 \$ 363.48 M
 PER (12mf) 33.12x
 EPS (26E) \$ 3,978
 ROE (TTM) -115.3%

주요 주주

Sun Corporation 42.83%
 True Wind
 Capital Management 5.79%
 Axon Enterprise.inc 3.76%

SMIC 1 팀

팀장 50기 정성우
 팀원 50기 김태형
 51기 김연우
 51기 원대한
 51기 임승범

CONTENTS

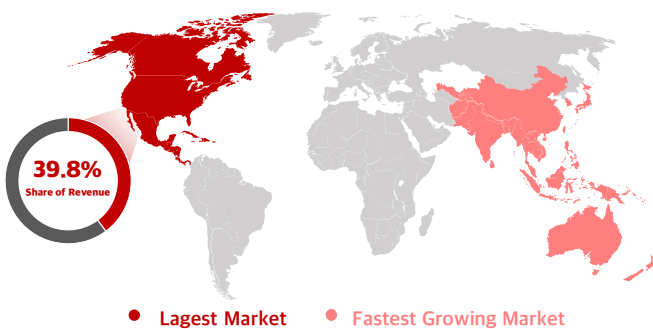
1. 나, 떨고 있냐? 디지털 수사 솔루션 - 산업 분석	03
2. Cellebrite Forensic - 기업 분석	06
3. 숨겨진 보석의 발견 - 투자 Idea	09
4. Must conquer The Market - Main Idea	11
5. DOGE도 나를 막지 못해 - Issue&Risk	21
6. 매출 추정	23
7. Valuation - Historical PER Method	27
Appendix	31

1. 나, 떨고 있냐? 디지털 수사 솔루션 - 산업 분석

1.1. 디지털 수사의 세계속으로

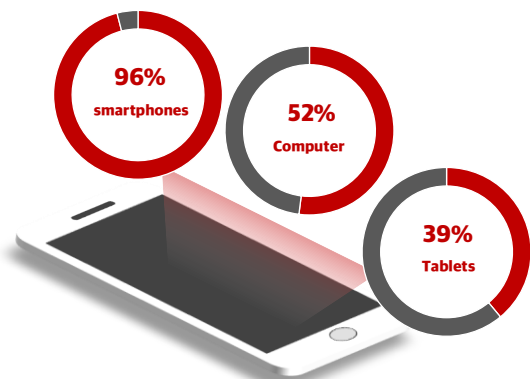
디지털 수사 중요도↑	디지털 수사는 현대 범죄 수사의 핵심으로 자리잡았다. 과거 범죄 수사의 경우 사람 중심의 수사로, 목격자의 진술과 증인의 말이 주요 증거로 채택되었다. 하지만 현대 수사는 디지털 기기의 확산에 따라 디지털 매체(스마트폰, PC, CCTV 등)에서 추출한 영상·텍스트·위치 정보 등이 핵심 증거로 활용되고 있다. 현재 미국 내 범죄 사건의 90% 이상에서 디지털 증거가 채택되고 있다.
디지털 수사 과정 → C2C(case to closure) 1)추출 2)분석 3)관리	디지털 수사는 사건접수-증거추출-분석-관리-사건종결로 이어지는 C2C(Case to Closure) 프로세스로 구성된다. 수사 과정 내 생산성 제고를 위해 디지털 수사 솔루션 도입이 확대되고 있으며, 증거 추출·분석·관리 각 단계별로 디지털 포렌식, 분석, 관리 솔루션 기술이 제공되고 있다.
주요 고객사 → 정부 대상 B2G → 민간 대상 B2B	디지털 수사 솔루션의 주요 고객사는 정부(B2G)와 민간(B2B)으로 구분된다. 정부는 연방, 주, 지방, 법집행기관을 중심으로 범죄 수사 및 공공안전 확보를 위해 도입이 확대되고 있다. 민간 부문은 대기업, 로펌, 조사기관 등을 중심으로 기밀 유출, 내부 감사, 고발 대응 목적의 수요가 지속된다. FBI의 인터넷 범죄 신고센터(IC3)는 24년 약 86만 건의 사이버 범죄를 접수하며 전년 대비 10% 증가했다고 밝혔으며, 디지털 수사 솔루션 수요의 지속적인 상승이 예상된다.
수사의 시작 데이터 추출 솔루션	수사는 디지털 증거 확보에서 시작되며, 이는 디지털 포렌식을 통해 암호를 해독하고 데이터를 추출하는 과정으로 이뤄진다. 디지털 포렌식은 범죄 수사 및 법적 증거 확보를 위해 디지털 매체에서 데이터를 과학적으로 수집·복제·분석·보존해 사건의 경위를 규명하는 기술이다. 암호해독은 디지털 장치 잠금해제 및 암호화된 데이터를 해제·복원하는 기술이다. 즉, 포렌식은 데이터를 찾기 위한 경로를 개척하는 과정이며 암호해독은 그 길 위의 잠긴 문을 여는 열쇠에 해당한다.
수사 포렌식 vs 일반 포렌식	수사용 디지털 포렌식 시장은 일반 포렌식과 달리 높은 진입장벽을 가진다. 1) 수사의 경우 법적 효력을 갖는 데이터를 증거로 활용해야 하므로 관련 요건 충족이 필수이며, 2) 비 협조 상황에서의 잠금 해제 및 암호화 해독이 요구되고, 데이터 복잡성까지 더해져 고도의 전문성이 요구된다.
수사용 데이터 →증거관리 절차 충족 필요	수사용 데이터는 법정증거로 활용되기 위해 체계적인 증거 관리 절차를 충족해야 한다. 증거 수집부터 분석, 저장, 이관까지 전 과정의 무결성과 위변조 방지, 로그의 기록을 뜻하는 chain of custody가 필수다. 미국의 NIST, 영국의 ISO 27037 등 나라별 디지털 증거 지침을 충족하지 못하면 증거효력이 상실되며, 디지털 포렌식 업체의 인증 이력과 레퍼런스가 경쟁력에 직결된다.

도표 1-1. Digital Forensics Market by region



출처: GRAND VIEW research, SMIC 1팀

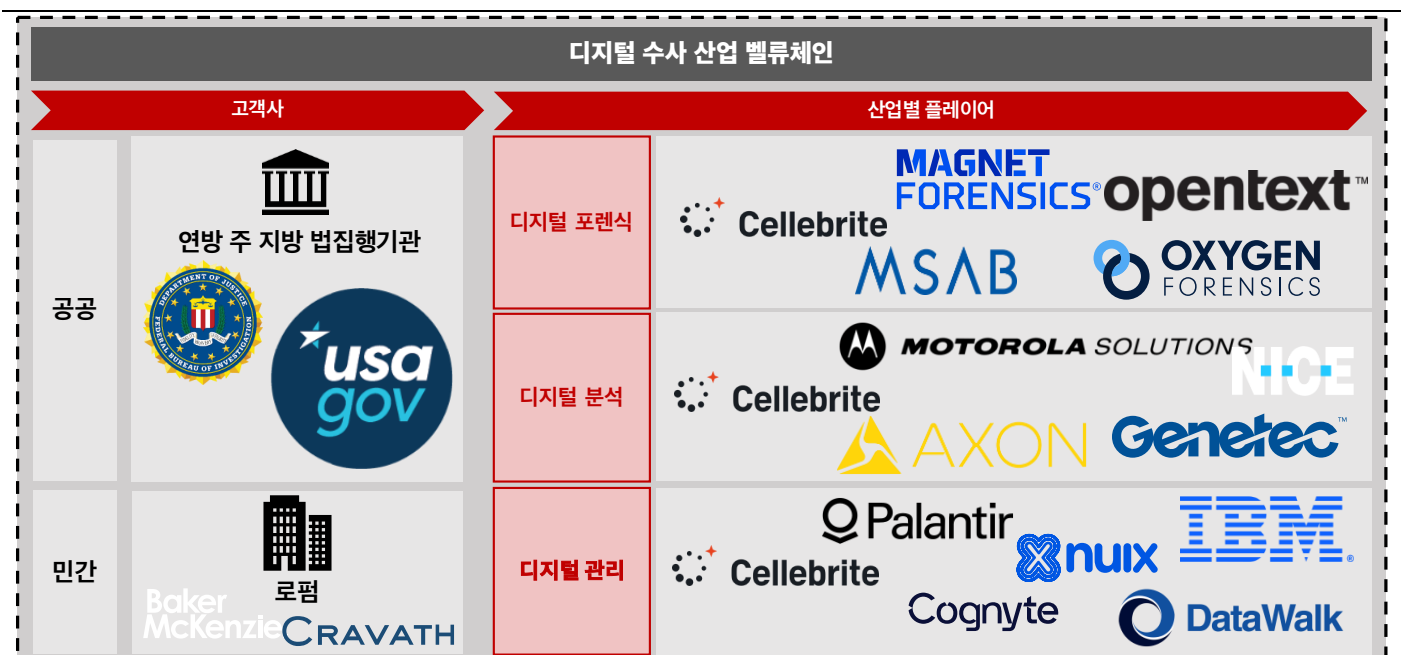
도표 1-2. 수사 내 디지털기기 증거 채택 비율



출처: 동사, SMIC 1팀

모바일 잠금 해제 기술 보유 2개 업체 뿐	암호해독은 수사용 포렌식에서 가장 핵심적인 기술 장벽이다. 일반 포렌식이 사진·문자 등 단순 데이터에 그친다면, 수사 포렌식은 기기의 암호화된 파일 시스템, 앱 로그, GPS, 메타데이터 등까지 추출한다. 특히 iOS, android 등의 모바일 기기는 폐쇄성이 높아 기술적 우회를 통한 해독이 필수이며, 해당 암호해제 기술을 보유한 기업은 전 세계적으로 동사와 Magnet 단 두 곳 뿐이다.
디지털 포렌식 시장 동사를 포함한 과정	디지털 포렌식 시장은 동사를 포함한 Magnet, MSAB의 과점 구조를 형성하고 있다. 전술했듯 법적 인증 절차충족과 암호해독이라는 기술적 진입장벽으로 인해 소수의 업체가 전체 시장을 점유하고 있으며, 동사는 디지털 포렌식 산업 내 40%의 점유율을 확보한 글로벌 1위 기업이다.
디지털 분석 및 관리 솔루션 경쟁력 → FedRAMP	디지털 포렌식 이후 단계인 분석 및 관리 솔루션 시장은 비교적 진입장벽이 낮다. 고난도의 데이터 추출이 완료된 후 전달받은 데이터를 분석·관리하는 과정은 기술 성숙도가 높기 때문이다. 데이터 분석 분야는 Palantir가 데이터 관리 분야의 경우 Axon이 대표적이며, 동사는 분석 솔루션 Pathfinder와 관리 솔루션 Guardian을 통해 데이터 분석 및 관리 솔루션 시장에 진출했다.
On-premise 보다 SaaS 선호	디지털 분석 및 관리 솔루션은 SaaS 또는 On-premise 형태로 제공된다. On-premise는 고객사 내부 서버에 솔루션 제품을 직접 설치하는 방식으로, 초기 구축과 유지관리 비용이 수반된다. 반면 SaaS(Software-as-a-Service)는 공급사가 운영하는 클라우드를 통해 서비스를 제공하며, 고객사는 인터넷 브라우저를 통해 제품을 사용한다. 공급사 측이 유지관리 전반을 담당하기 때문에 고객사의 부담이 적고, 동일한 보안 요건이 충족될 경우 일반적으로 On-premise 방식보다 SaaS 형태가 선호된다.
FedRamp 인증 On-premise → SaaS로의 전환 가능 의미	정보 보안이 중요한 디지털 분석 및 관리 분야에서는 FedRAMP 인증을 받은 공급사의 SaaS 제품이 우선적으로 선택된다. FedRAMP는 미국 연방 정부가 SaaS 보안 신뢰성 확보를 위해 운영하는 공식 인증 프로그램으로, 보안 등급은 Low, Moderate, High로 구분된다. 전 세계 등록 기업은 422곳에 불과하며, 이 중 High 등급을 획득한 기업은 Palantir, Google 등 단 62곳에 그친다. 특히 미국 일부 연방과 법집행기관 등은 High 등급 인증을 필수로 요구하며, 이를 충족하지 못하면 계약 입찰이 불가능하다. 이에 FedRAMP High 인증은 정부기관이라는 큰 시장에 진입하기 위한 필수 자격으로 간주된다.

도표 1-3. 벨류체인 모식도



출처: SMIC 1팀

1.2 디지털 수사 산업의 새로운 바람, 모든 증거는 AI를 가리킨다

디지털 수사산업의 변화가 발생하고 있다. 1) 정부의 예산감축에 따른 수사집행 기관 내 비용효율화 요구 증가와 2) 디지털 증거의 복잡성으로 수사 과정의 워크로드가 증가가 이어지고 있다. 이러한 변화에 대한 해법으로 AI 도입이 가장 적합한 대안으로 부상하는 흐름을 알아보자.

정부의 비용효율화 의
지 상승

글로벌 정부기관 전반에서 예산 효율화 기조가 강화되고 있다. 특히 미국 연방 및 주정부는 예산 효율화를 핵심 기조로 삼고 있다. 이로 인해 인력 총원 역시 제한적이며, 미국 노동통계국에 따르면 2023년 113,400명이었던 형사 및 범죄 수사관 수는 2033년까지 단 2,600명 증가에 그칠 전망이다. 밝혀, 지속적으로 증가하는 수사 수요에 반해 전문인력은 정체되어 있는 상태다.

비정형 데이터 ↑

디지털 증거 내 영상, 음성, 이미지 등의 비정형 데이터가 폭발적으로 늘고 있다. 22년 동사의 117개국 2,100명 이상 전문가 대상 설문조사에 따르면, 3년간 사건당 수집된 디지털 데이터는 82% 증가했으며, 한 대의 핸드폰에서 13만 장의 이미지가 검출되기도 했다. 여기에 딥페이크 영상, AI 생성 음성 등 진위 판별이 어려운 조작물이 증가하면서, 디지털 수사 솔루션 내 정교한 분석기술이 요구되고 있다.

수사 내 반복작업

디지털 수사 과정 내에는 수많은 반복 작업이 수반된다. 데이터 기록, 증거 분류 등 규칙 기반의 반복 업무가 수사의 전 단계에 걸쳐 발생한다. 실제 수사관들은 사건당 평균 69시간을 증거 검토에 사용하고 있으며 이 중 상당 부분이 단순 검토와 문서 정리, 보고서 편집 등 행정 처리에 소요한다고 밝혔다.

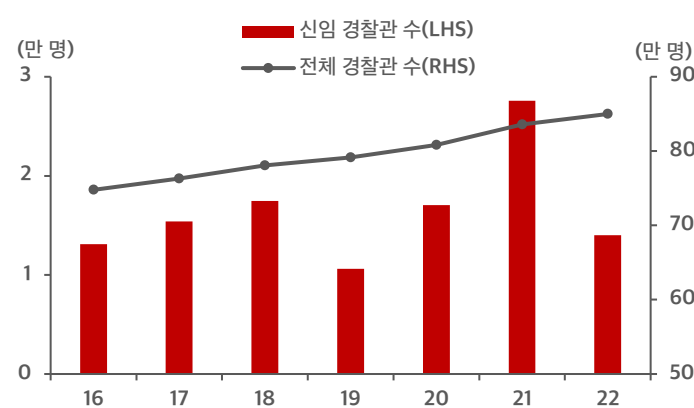
AI →복잡한 데이터 정
리 &반복 작업에 강점

이러한 디지털 수사 솔루션 산업의 변화는 AI에 대한 수요로 이어지고 있다. 외형적으로는 정부의 예산 절감 기조에 따라 인력 확충이 제한되고 있으며, 내부적으로는 비정형 데이터의 폭증과 반복 처리 증가로 수사 현장의 부담이 가중되고 있다. 이러한 이중 과제를 동시에 해결할 수 있는 기술은 바로 AI다. AI 모델은 복잡한 데이터를 정리하고 수작업을 자동화하는 반복 작업에 특이 강점이 있다. 이에 수사 효율성과 비용 절감이라는 양면의 목표를 동시에 충족시킬 수 있어 AI의 도입이 시급하다.

디지털 솔루션 업체 핵
심 경쟁력으로 떠오르
는 AI

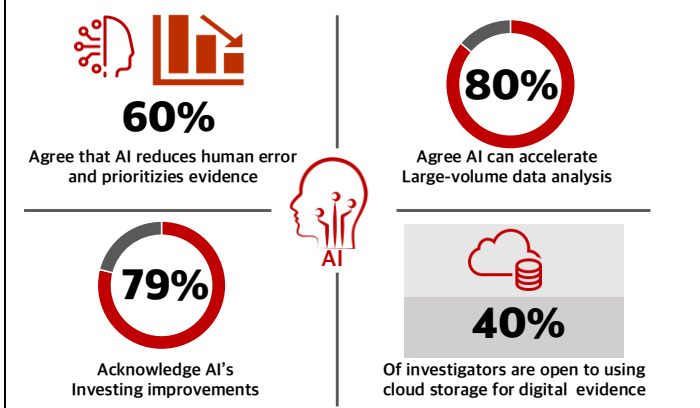
AI는 수사 기관의 경제성과 생산성을 증명하는 실질 솔루션임을 증명하고 있다. 호주 남파 경찰서는 동사의 Guardian 및 Pathfinder 도입 후 1년 만에 116%의 ROI(Return on investment), 즉 투자 대비 2배 이상의 성과를 거뒀으며, 연간 85.5천 달러의 인건비를 절감한 것으로 나타났다. 또한 24년 미국 법무부는 AI 거버넌스 실행 계획을 공식화하였으며 식별, 포렌식 분석, 예측 수사, 판결 보조의 4대 분야에 공식 적용할 수 있다고 발표했다. 즉 AI 도입이 임의적 선택이 아닌 정책적 장려로 이어지며 디지털 솔루션 업체의 시기술력이 경쟁력의 핵심으로 부각되고 있다.

도표 1-4. 미국 내 경찰관 수



출처: DATA USA: Police officers, SMIC 1팀

도표 1-5. 데이터 분석 수사 내 AI활용도



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

2. Cellebrite Forensic - 기업 분석

2.1. 유일무이 디지털 솔루션 기업

데이터 수사 솔루션 기업	동사는 데이터 수사 전반의 솔루션을 제공하는 업체로 21년 8월 나스닥에 상장했다. 글로벌 1위 포렌식 업체로써 5000개가 넘는 기관에 동사의 솔루션 제품을 제공하고 있다. 특히나 포렌식 솔루션 플랫폼 중 모바일(iOS, Android)에서는 80%의 점유율로 압도적 시장지위를 가지고 있다.
B2G향 매출 大	동사는 매출의 대부분이 정부와 같은 공공 부문에서 발생한다. 공공 수사기관 중심으로 활용되는 디지털 포렌식의 특성상 B2G 매출 비중이 90%에 달한다. 전체 매출의 약 50%는 북미내 고객사로부터 발생하고 있으며, 이 외에도 아시아, 유럽, 아프리카 등 전세계에 제품을 공급 중이다. 높은 공공 부문 비중으로 인해 관세나 지정학적 리스크에 대한 민감도가 낮아 안정적으로 매출이 발생하며 동사는 상장 이후 CAGR 18%의 견조한 매출 성장세를 이어가고 있다.
동사 제품군 ① 디지털 포렌식 ② 데이터 분석 ③ 데이터 관리	동사의 제품군은 ① 디지털 포렌식 ② 데이터 분석 ③ 데이터 관리 솔루션으로 구성된다. 디지털 포렌식의 경우 24년 기존 레거시 제품인 UFED, Physical Analyzer, Responder 등 개별 제품으로 제공되던 기능을 AI 기반 포렌식 플랫폼 Inseyets로 통합하였다. 분석 솔루션의 경우 기존 Endpoint Inspector, Crypto Solution, Smart Search를 통합한 Pathfinder를 발표했으며, 관리 솔루션인 Guardian을 통해 추출-분석-관리의 수사 전 과정을 아우르는 포트폴리오를 구축했다.
하나의 cloud 플랫폼 → END-TO-END	동사는 완전한 End-to-End 디지털 수사 플랫폼 업체로 거듭났다. 24년 5월, 동사는 Cellebrite Cloud Platform라는 하나의 클라우드에 Inseyets, Pathfinder, Guardian을 통합하겠다고 발표했다. 이를 통해 각 솔루션 간 데이터를 하나의 클라우드를 통해 유기적으로 연계할 수 있게 되었다.
공공과 민간 확장기반을 갖추는 동사	공공기관부터 민간시장까지, 확장 기반을 갖추고 있는 동사다. 동사는 FedRAMP High Ready 인증을 획득했으며, 3개월 내 정식 인증을 완료할 계획이다. 이를 통해 기존의 On-premise기반 제품을 SaaS 형태로도 연방 정부 기관에 공급할 수 있게 된다. 또한 Guardian은 민간시장 1위 eDiscovery기업 Relativity와 계약을 체결하며 새로운 로펌 및 글로벌기업 진출을 확대하고 있다.

도표 2-1. 동사 제품군



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

암호해독 기술력 1위 동사는 가장 높은 암호해독 기술력을 보유하고 있다. 모바일 기기 암호해독 역량을 보유한 기업은 동사와 Magnet 단 두 곳에 불과하며, 최신 OS 버전의 기기까지 해독 가능한 제품은 동사가 유일하다. 실제 작년 트럼프 대통령 암살미수 사건 당시, FBI는 피의자의 스마트폰에서 동사의 최신 소프트웨어를 통해 40분 만에 데이터를 추출하며 동사의 기술력을 입증했다.

구독 중심의 구조 전환 동사는 구독 모델 중심의 사업 구조 전환을 지속하고 있다. 동사는 19년 영구 라이선스에서 연간 갱신형 on-premise 구독 방식으로 전환했으며, 24년 Cellebrite Cloud 출시 이후 월 과금 형식의 SaaS 구독 또한 제공하였다. 이에 따라 전체 매출의 약 87%가 구독 기반으로 발생하고 있다.

UFED → Inseyets 전환 **제품 믹스 개선에 따른 Mixed ASP 상승이 이뤄지고 있다.** 기존 UFED 고객들이 약 20% 더 높은 가격의 AI 기반 Inseyets로 빠르게 전환되면서 Mixed ASP가 꾸준히 상승 중이다. 출시 첫해인 24년 고객의 15%, 25년 1분기까지 누적 30%가 Inseyets로 전환되었으며, 동사는 1Q25 어닝콜을 통해 29년까지 90% 전환을 목표로 하고 있다 밝혀 지속적인 Mixed ASP 상승이 예상된다.

독점적 지위&기술력 시장에서의 독점적인 지위와 기술력을 바탕으로 전체 제품군에 대해 연평균 5% 수준의 평가 인상도 병행되고 있다. 이는 고객이 매년 구독 형태로 지불하기로 한 금액 총합을 뜻하는 ARR의 상승으로 이어졌으며, 1Q25 기준 ARR은 전년 동기 대비 23% 증가한 4.1백만 달러를 달성했다.

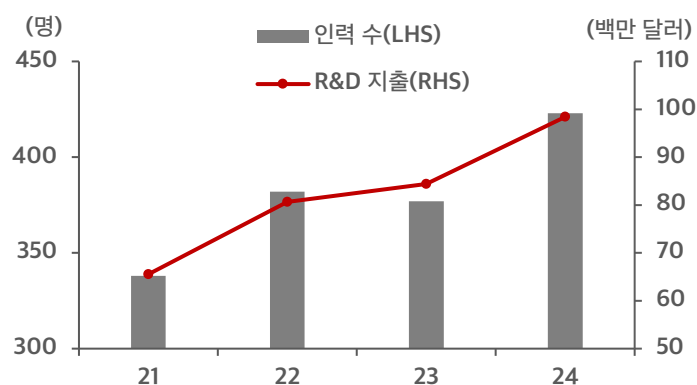
2.2. 재무 분석

R&D 투자를 통한 경쟁력 제고 소프트웨어 기업의 기술력은 곧 인적 자본과 직결되며, 동사는 매년 R&D 투자를 늘려가고 있다. 동사는 24년 R&D 지출로 21년 대비 50% 증가한 9,841만 달러를 지출했으며, 같은 기간 R&D 인력도 338명에서 423명으로 확대하며 R&D 역량 강화를 통해 경쟁력을 제고하고 있다.

안정적인 FCF→ 현금 및 현금성자산↑ 전술했던 구독 매출 확대와 Inseyets로의 전환은 동사의 안정적인 현금흐름 창출로 이어졌다. 24년 Free Cash Flow(FCF)는 전년 대비 27% 증가한 12.4백만 달러를 기록했으며, 안정된 현금흐름을 기반으로 현금및현금성자산은 22년 87.6백만 달러에서 24년 192백만 달러로 증가했다.

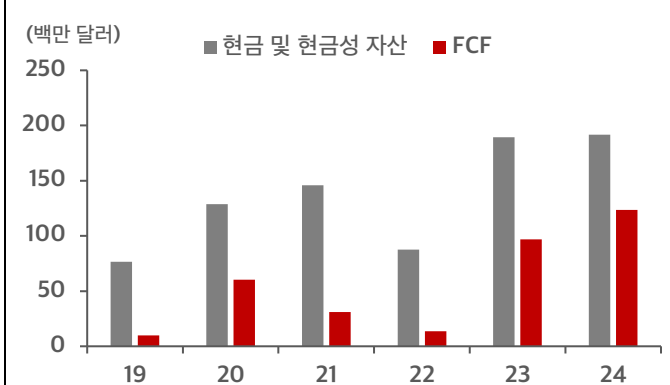
M&A를 통한 역량강화 안정적 현금흐름을 바탕으로한 M&A를 통해 역량을 강화하는 동사다. 동사는 20년 BlackBag Tech를 인수를 시작으로 모바일에 더해 컴퓨터 포렌식 시장으로 확장했으며 21년 Digital Clues의 사업부 인수와 24년 연방 정부 대상 사이버 보안 기업인 Cyber Tech를 인수하며 AI기반 cloud역량을 강화했다. 이를 기반으로 미국 연방 정부 전담부서인 Cellebrite Federal Solution을 설립하였으며, FedRAMP인증을 통해 미국 연방 정부와의 파트너십 강화가 기대된다.

도표 2-2. R&D지출 및 전문인력 증감추이



출처: Edgar, SMIC 1팀

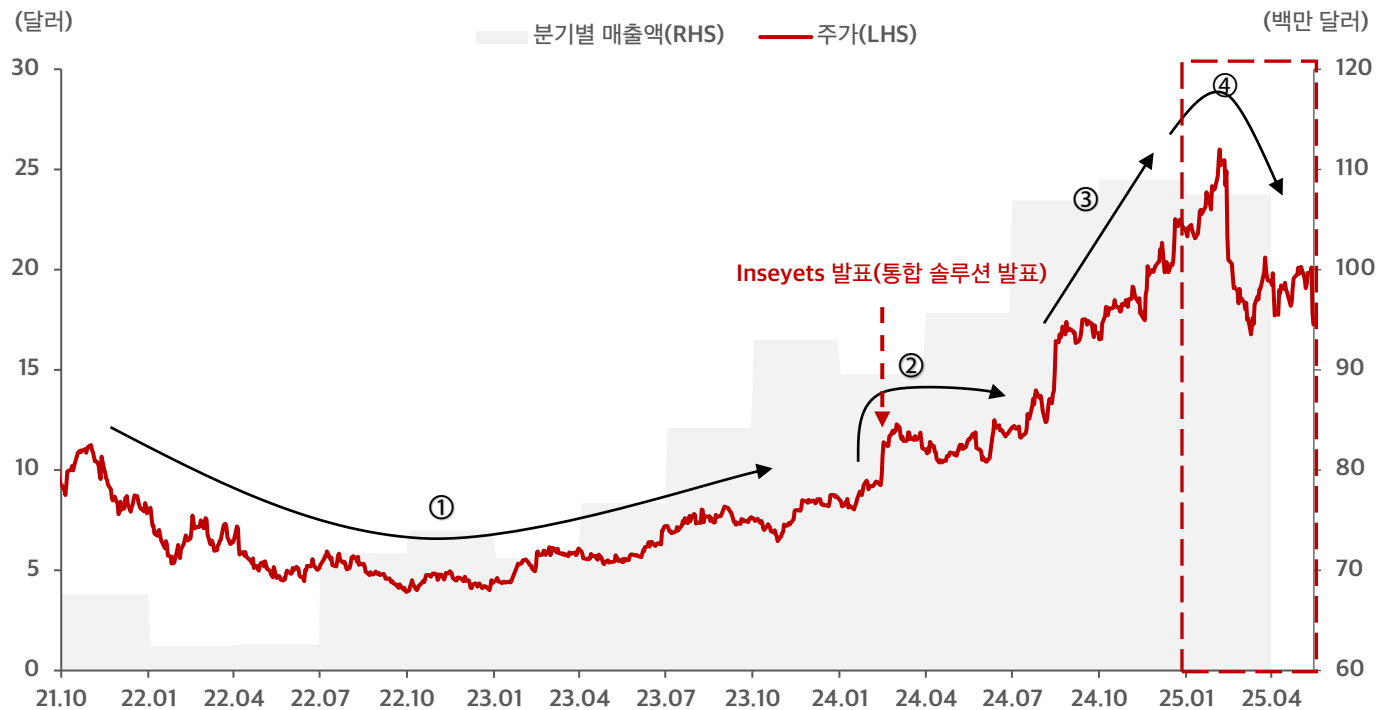
도표 2-3. 현금 및 현금성자산 & FCF 추이



출처: Edgar, SMIC 1팀

2.3. 주가 분석

도표 2-4. 동사 주가 및 분기별 매출액 추이



출처: investing.com, Edgar, SMIC 1팀

실적에 따라 반응한 주가 ① 동사는 21년 8월 상장 이후 2년간 분기별 실적에 의해 움직였다. 1Q22 매출의 감소와 함께 하락하던 동사의 주가는 3Q22부터 시작된 매출 상승과 함께 오르기 시작하였다. 3Q23과 4Q23에 각각 QoQ 9.8%, 23년 1년 동안 YoY 91.5%라는 폭발적인 상승을 이뤄냈다.

새로운 시장으로의 진출에 대한 기대감 형성 ② 24년 동사는 새로운 시장 진입 본격화와 함께 시장의 기대를 받기 시작했다. 1월 발표된 Inseyets, Guardian, Pathfinder는 AI 기반의 통합 플랫폼으로, 동사가 디지털 포렌식 전문 기업을 넘어 end-to-end 디지털 수사 솔루션 기업으로 전환했음을 알리는 계기가 되었다. 발표 직후 주가는 22.7% 상승하며 기대감을 반영했으나, 1Q 실적이 전분기 대비 3.7% 감소하면서 상승세는 제한됐고 이후 주가는 횡보 국면에 접어들었다.

기대감 속 상승한 실적으로 주가 상승 ③ 2Q24 전분기대비 6.8% 증가하며, Inseyets 전환에 따른 Mixed ASP 상승 효과가 실적에 본격 반영되기 시작했다. 그간 기대감에 머물렀던 동사의 주가는 실적 개선이 확인되자 강하게 반응했다. 3분기 또한 전분기 대비 11.7% 상승하며 하반기 동안 동사의 주가는 가파르게 상승했다.

DOGE출범으로 인한 매출 하락 우려 ④ 25년 1월, 미국 정부의 예산 감축 기관인 DOGE가 출범하며 동사에 대한 시장의 우려가 시 출 하락 우려로 이어졌다. 이어서 전체 매출의 약 50%를 차지하는 미국 정부의 감축안이 발표되었고, 이로 인해 일부 연방기관의 예산 집행이 지연되며 신규 계약 체결에 병목이 발생했다. 이러한 불확실성 속 발표된 4Q24 실적은 전분기 대비 2% 증가에 그치며 성장 둔화가 확인되었고, DOGE에 따른 매출 감소 가능성 현실화에 대한 우려가 반영되며 주가는 하락세로 전환되었다.

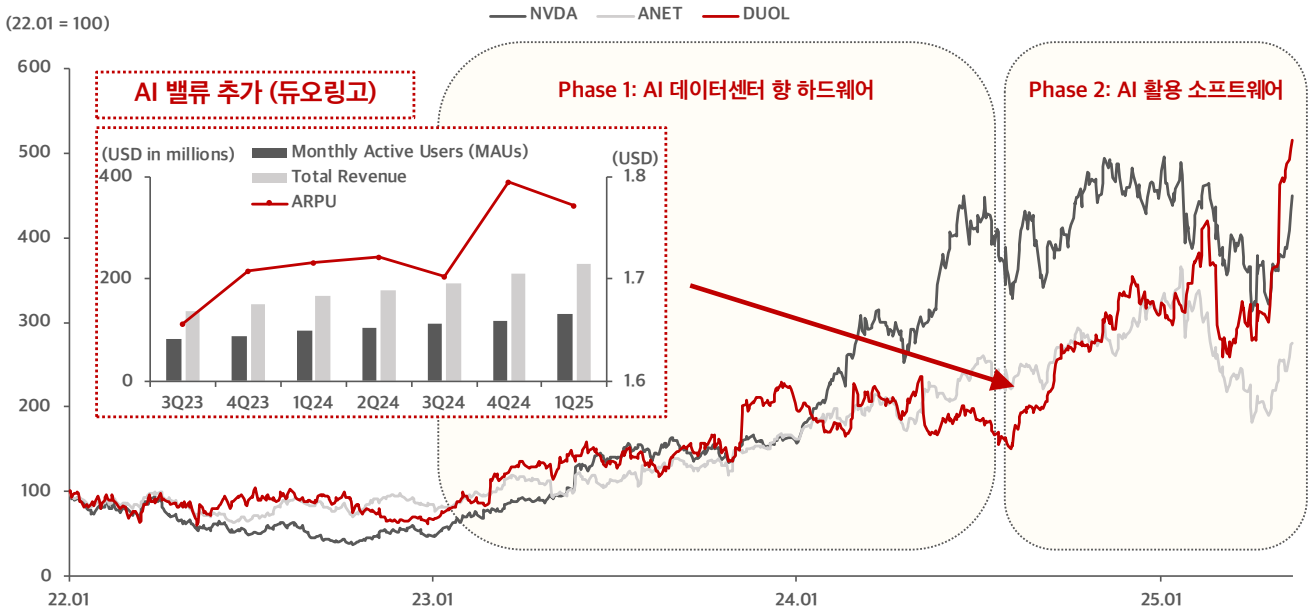
새로운 시장에 대한 기대감과 실적을 통해 고공행진하던 동사의 주가는 DOGE라는 장애물을 만나 잠시 쉬어가고 있다. 후술할 [Issue&Risk]를 통해 DOGE로 인한 우려는 기우에 불과하며 [Main Idea]를 통해 유지될 매출의 성장을 통해 동사에게로 향할 업사이드의 크기를 가능해보자.

3. 숨겨진 보석의 발견 - 투자 IDEA

3.1. '진짜' AI 수혜주의 조건

AI는 빠른 속도로 발전을 거듭해왔고, 이에 따라 AI 수혜주 또한 그 영역을 넓히고 있다. 본 보고서는 지금이 AI를 활용해 수익화하는 소프트웨어가 핵심인 2번째 Phase임을 주장한다. 너도 나도 AI 수혜주임을 자처하는 지금이, 진짜 AI 수혜주를 찾아낼 '옥석 가리기'의 적기이다.

도표 3-1. AI phase에 따른 주가 변동



출처: TIKR, SEC, Duolingo, SMIC 1팀

- AI phase 1) 학습을 위한 하드웨어 AI가 발전함에 따라 AI 수혜주는 크게 AI를 훈련시키는 하드웨어 영역에서 AI를 실제로 활용하는 소프트웨어 영역으로 확장되었다. AI가 태동하며 AI를 학습시키기 위한 인프라(데이터센터)가 발전하였고, 자연스럽게 그러한 인프라에 들어가는 하드웨어 기업들이 그 수혜를 가장 먼저 맛봤다. 빅테크들을 필두로 AI 경쟁에서 뒤처지지 않기 위해 막대한 CapEx가 집행되었고, 그 수혜는 온전히 AI 인프라를 구축하는 하드웨어 기업들의 차지였다.
- AI phase 2) AI 활용 소프트웨어 막대한 자본의 집행과 함께 AI는 빠르게 성장하였고, AI의 효용성이 입증되기 시작하면서 기업들은 적극적으로 AI를 활용하기 시작하였다. 즉, AI를 학습시키고 발전시키기 위한 자본 집행에 의해 수혜를 받는 것이 아닌, 실제로 AI를 활용하여 돈을 받는 기업들이 등장한 것이다. 실제로 게임, 광고, 에듀테크 등 다양한 BM을 가진 소프트웨어 기업들은 AI를 활용하기 시작하였다.
- AI 수혜주의 조건 AI를 활용하는 수많은 기업 중 진짜 AI 수혜주의 첫번째 조건은 고객의 '효율성 개선'이다. 일례로 메타는 막대한 데이터를 바탕으로 자체 AI를 통해 광고 타게팅을 개선시켰고, 이는 광고주의 효율성을 개선했기에 메타는 광고 P를 올릴 수 있었다. 듀오링고 또한 23년 AI를 활용한 신제품인 Duolingo Max를 출시해 P를 올릴 수 있었는데, 이 또한 고객이 영어공부를 하는 데 투입하는 기회 비용 대비 학습 효율성을 개선하였기에 가능했던 것이다. **고객의 효율성 개선은 고객들에게 가격 인상을 정당화시킬 수 있으며, 이는 곧 수익화로 이어지기에 AI를 통해 수익성이 실제로 개선되는 진짜 'AI 수혜주'에게는 필수적인 조건이다.**
- ① 고객의 효율성 개선

AI 수혜주의 조건 진짜 AI 수혜주의 두번째 조건은 'AI를 통한 탑라인 성장' 이다. AI를 통해 매출을 증대시키는 기업은 매우 귀하며, 대부분의 AI 수혜를 주장하는 기업들은 AI를 활용해 비용 효율화를 도모하고 있다. 하지만 AI를 활용하여 비용 효율화를 하는 기업은 진정한 AI 수혜주라고 하기 어렵다. 대부분의 기업들이 AI를 활용해 비용을 절감할 수 있으며, AI가 도입되면서 비용이 얼마나 어떻게 효율화 되는지는 수치화하기 어렵기 때문이다. 시장은 AI를 통해 일부 과정을 효율화한 기업보다 확실히 '탑라인'으로 증명해낸 기업에 주목하고 있다. 일례로, AI로 탑라인을 성장시킨 메타, 듀오링고의 23년 초 대비 주가 상승률은 각각 400%, 600%에 달한다.

3.2. '진짜' AI 수혜주의 조건을 갖춘, 숨겨져 있던 동사의 발견 (Main Idea Preview)

AI가 동사에게 주는 디지털 수사라는 니치한 산업속에 숨겨져 있던 동사는 '진짜' AI 수혜주의 조건을 모두 만족한다. 동사는 AI를 통해 1) 고객에게 수사과정 효율성 개선이라는 밸류를 주며, 이를 바탕으로 2) 탑라인을 성장시킨다. 1) 먼저, 동사는 24년 초 Inseyets라는 AI를 활용한 신제품을 통해 고객들에게 효율성 개선을 제공하며, Up selling을 통해 매출을 성장시키고 있다. 디지털 수사산업에서의 압도적 지위와 이미 확보한 고객들을 기반으로 빠르게 Inseyets를 침투시키고 있으며, 이는 동사의 Inseyets-Pathfinder-Guardian이라는 통합 AI 플랫폼으로의 전환의 초석이 되고 있다.

① Upselling 가능

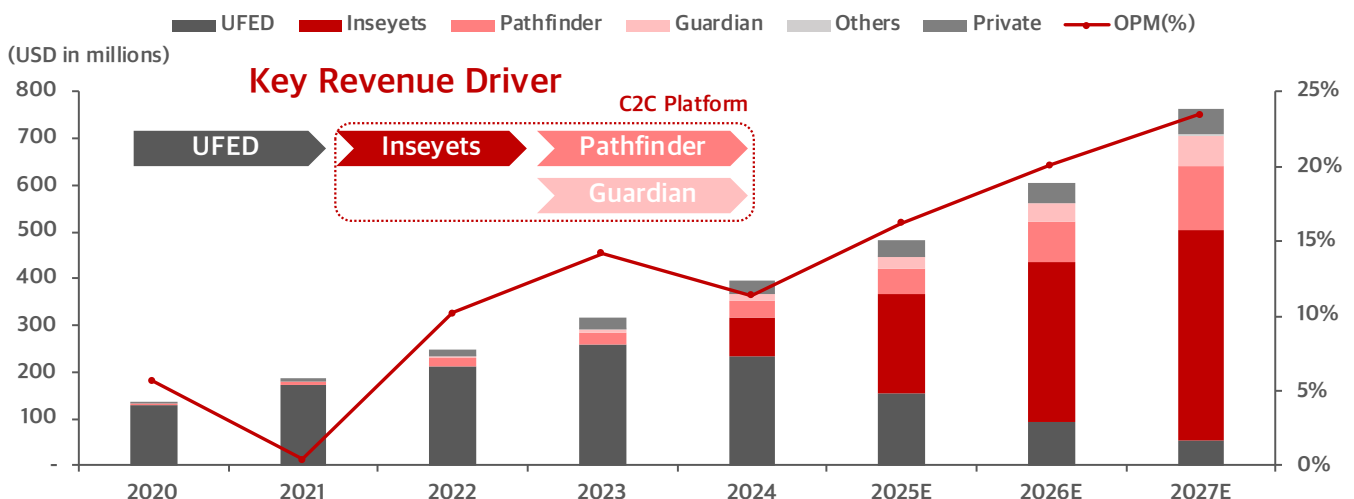
② Cross selling도 2) 동사는 Pathfinder와 Guardian을 통해 TAM을 확장하며, Cross-selling을 통한 매출 성장 또한 이루고 있다. 실제로 24년 동사의 탑라인은 YoY 23% 성장하였으며, 그 성장은 기존 제품보다 ASP가 20% 이상 비싼 Inseyets로의 전환과 Pathfinder와 Guardian의 빠른 침투가 견인하였다. 본 서의 추정에 의하면 이 같은 탑라인 성장은 27년까지 지속되며, 실제로 AI를 활용해 수익성이 대폭 개선되는 것이 숫자로 나타남에 따라 AI 수혜주의 진면모를 드러낼 것이다.

가능

③ 아직 낮은 침투율 동사는 대부분의 공공기관들을 고객사로 확보하여 Q 성장이 막혀 있는 것 같지만, 이는 계약 단위가 큰 기관별로 이루어져 있어 생기는 착시이다. 각 기관 산하에 수백~수천개에 해당하는 개별부서가 존재하며 동사의 각 부서별 침투율은 매우 낮다. 또한, Pathfinder와 Guardian의 침투율은 이미 확보된 좌석(Seats)의 5% 미만으로 Q의 성장 여력은 충분히 남아있다. 뿐만 아니라 민간으로의 확장은 기존보다도 큰 TAM 확장으로의 진출을 의미하며, 이는 동사의 성장여력을 열어준다. AI의 수혜를 투자자들에게 '숫자'로 증명한 기업들은 여지없이 폭발적인 주가 상승을 보인다. 이어지는 Main Idea를 통해 동사가 AI의 수혜를 '숫자'로 보여줄 것임을 확인해보자.

+ TAM 확장까지

도표 3-2. 동사의 ARR 추정치 (ARR: Annual Revenue Recurring, 연간 반복 매출)



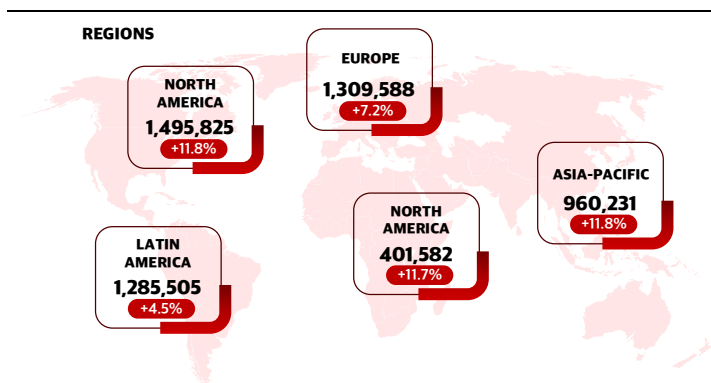
출처: SMIC 1팀

4. Must conquer the market- Main Idea

4.1. 수사 범목의 해결사, AI

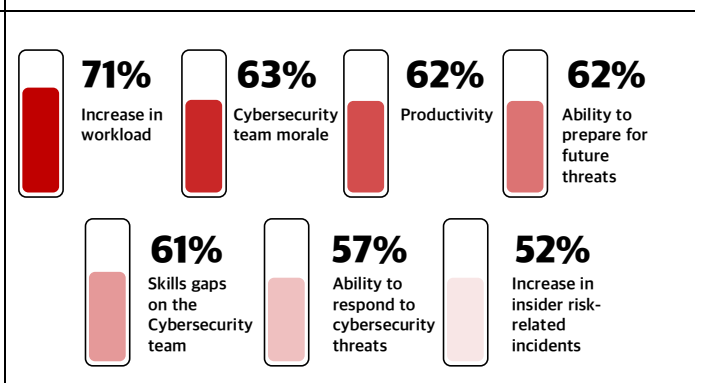
폭풍 증가하는 디지털 증거들	디지털 수사에 필요한 데이터 양이 기하급수적으로 증가하고 있다. 디지털 증거가 범죄에서 가장 중요한 증거가 되면서, 디지털 수사 산업에 대한 수요가 급증하고 있다. 스마트폰, PC, 바디캠, 블랙박스, CCTV 등 핵심 증거원이 디지털로 이동하면서 3년 만에 디지털 증거 처리 대상 디바이스가 82%나 증가했다. 휴대폰 안에만 수 만개의 사진과 수십만 개의 텍스트, 수백 시간의 음성 통화 기록들이 있고, 그 외 PC와 CCTV 등 한 사건당 최소 2-3개의 디바이스를 다뤄야 한다.
인력은 너무나 부족	그에 반해, 이를 처리할 수 있는 인력은 절대적으로 부족하다. 현재 조사관의 50%는 상시 초과 근무를 하고 있으며, 전 세계 사이버 포렌식 전문 인력이 약 4백만 명 부족한 상황이다. 이는 단순히 인력을 추가 채용해서 해결할 수 있는 문제가 아니다. 전문적으로 포렌식을 진행할 수 있는 '스킬'이 중요하기 때문이다. 이로 인해 휴대폰 포렌식 백로그는 평균 1.5개월이다.
심지어 추가 채용도 어렵다	미국 경찰은 쇼티지 상황으로 추가 인력을 구하기조차 어려운 상황이다. 인력을 보완해줄 AI 톨이 필요한 이유다. 1990년대 대규모 채용자들이 은퇴 적령기에 도달하고, 신규 채용 인원은 더 좋은 보상의 일자리로 이직하면서 경찰 인력에서 허가 정원 대비 평균 10%의 공백이 발생하고 있다. IACP(국제경찰서장협회)에 따르면, 응답 기관의 70% 이상이 과거보다 채용이 더 어렵다고 보고하고 있으며, 이로 인해 응답 기관의 65%는 일부 서비스를 축소하고 있는 실정이다.
반 수작업으로 데이터 홍수를 해엄치던 지난날	디지털 수사 산업은 아주 방대한 데이터 속 핵심 증거를 찾아나가는 과정이기 때문에, AI가 상당히 효율화할 수 있는 산업이다. 기존에는 조사관이 평균 45시간을 디지털 데이터 검토에 투입하면서, 반 수작업으로 증거 분석을 진행했다. CSV 파일 형태로 정리된 정형 데이터들은 툴들의 도움을 받을 수 있었지만 동영상, 이미지, 텍스트 등 조사관의 능동적 해석이 필요한 비정형 데이터들은 조사관들이 직접 수작업으로 분류해야 했다. 조사관들은 사건 전후 낱파를 필터로 거르고, 특정 낱파 데이터들을 일일이 확인하면서 사건의 단서를 찾아야 했다.
데이터 분류와 해석에는 AI가 제격!	그러나 '산더미'같은 데이터들을 AI는 매우 빠르게 분류하고, 해석까지 할 수 있다. AI는 방대한 데이터를 빠르게 처리하는 것에 특화되어 있기 때문에, AI로 수작업으로 일일이 분류하던 데이터를 빠르게 태깅해서 분류 후 중요한 데이터만 선별해서 조사관에게 제공할 수 있다. 또, 최근 AI의 기능이 고도화됨에 따라 데이터 분류에만 그치는 것이 아니라, 핵심 증거로 추정되는 것들을 AI가 능동적으로 판단하고, 사건의 개요와 진상을 파악하는 수준으로 발전했다.

도표 4-1. 전세계 경찰 인력 분포



출처: ISC2, SMIC 1팀

도표 4-2. 수사관들은 인력 부족으로 어려움을 겪음



출처: ISC2, SMIC 1팀

복잡한 수사 과정	디지털 증거를 수사하는 실제 워크플로우는 다음과 같다. 1) 디바이스 잠금을 해제하고 2) 데이터를 추출 후 3) 암호화된 데이터들을 디코딩하고 4) 수십만 개 데이터를 태깅해 분류하고 5) 영상, 이미지 등의 증거는 직접 확인하여 6) 관계와 패턴을 탐색하고 7) 보고서를 작성해 8) 서버/클라우드에 저장한다. 디바이스 잠금이 없는 소형 사건은 하루 내에 모든 과정이 완료되지만, 기기가 잠겨 있고 확인할 증거가 막대한 중대형 사건은 한 달 이상의 시간이 걸린다.
수사를 지연시키는 병목들, 동사가 해결!	AI가 없던 시절, 수사 과정에는 다양한 병목들이 가득했다. 특히 동사가 메인 타겟으로 하는 중대형 사건은 그 병목이 더욱 강하다. 중대형 사건의 경우 범죄자 수가 많아 관련된 디바이스의 수도 많고, 확인해야 하는 CCTV 데이터도 TB급에 달한다. 여기에 마약 밀매 등 범죄자가 다국적인 경우, 해외에 증거를 요청하고 받아오는 시간에도 병목이 길었다. 또, 통화기록, 텍스트, 사진, 위치 데이터들을 서로 다른 툴로 분석해야 해 수많은 창을 뒤적거려야 했고 연관성을 놓치기 쉬웠다. 이러한 병목들로 생기는 수사의 지연을 동사의 AI 신제품들이 해결해준다.
인사이드 - 데이터 자동 분류, 자동 보고서 작성	동사의 첫 번째 AI 신제품 Inseyets는 데이터를 추출하고 정리하는 핵심 과정을 AI로 효율화한다. Inseyets는 AI로 10만 장 이미지를 자동 태깅해 분류하고, 마약/총기/현금 등 핵심 증거들을 찾아낸다. 또, AI로 보고서를 자동 작성해주는 Autonomy를 출시해, 기존 핵심 증거들을 타임라인별로 수작업 정리해 수 시간 동안 작성하던 보고서를 AI가 버튼 몇 번으로 완벽히 대체한다.
패스파인더 - 범인 추정을 도와주는 AI 탐정	이제 증거 수집뿐만 아니라 '분석'에서도 AI를 활용해서 효율화를 하는데, 바로 두 번째 제품 'Pathfinder'다. Pathfinder는 AI가 훨씬 고도화된 전문 탐정 기능으로, 단서를 연결해서 범인을 능동적으로 추론하고, 범인의 패턴이나 동선을 AI로 추적한다. 사람들 간의 관계를 마인드맵화해 보여줘, 범죄 네트워크를 단숨에 파악할 수 있게 하고 범죄 스토리를 추정한다. 수동 검토로는 신속하게 파악하기 어려운 중대형 범죄에 특히나 필요한 서비스이다.
가디언즈 - AI 비서가 붙은 클라우드	마지막 Guardians는 클라우드 신제품으로, 올해 새롭게 생성형 AI를 도입해 효율적 분석을 돕는다. 본래 Guardians는 단순히 증거를 저장하는 클라우드였으나, 생성형 AI를 적용하면서 AI 비서가 붙은 클라우드 저장소로 변화했다. 수사관이 클라우드에 증거들을 올리면, 스마트폰의 수 만 개의 메시지를 자동으로 요약하고, 외국어는 번역해 중요한 대화를 빠르게 파악하도록 돕는다.

도표 4-3. 디지털 증거 수사의 전과정 속 적용되는 동사의 AI 솔루션



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

증거추출 속도

15% 개선

동사의 AI 신제품들이 고객에게 주는 효용은 숫자로도 증명된다. Inseyets 적용 이후, 암호 해독 능력이 크게 좋아지면서 증거 추출 속도가 약 15% 향상되었고, 이를 통해 기기당 44달러의 비용 절감 효과가 있었다. 디지털 수사에 필요한 디바이스 수가 증가하며 각 기관은 연평균 약 400대의 기기를 다루고 있고, 이는 연간 17,600달러 (2,400만 원) 절감 효과를 의미한다.

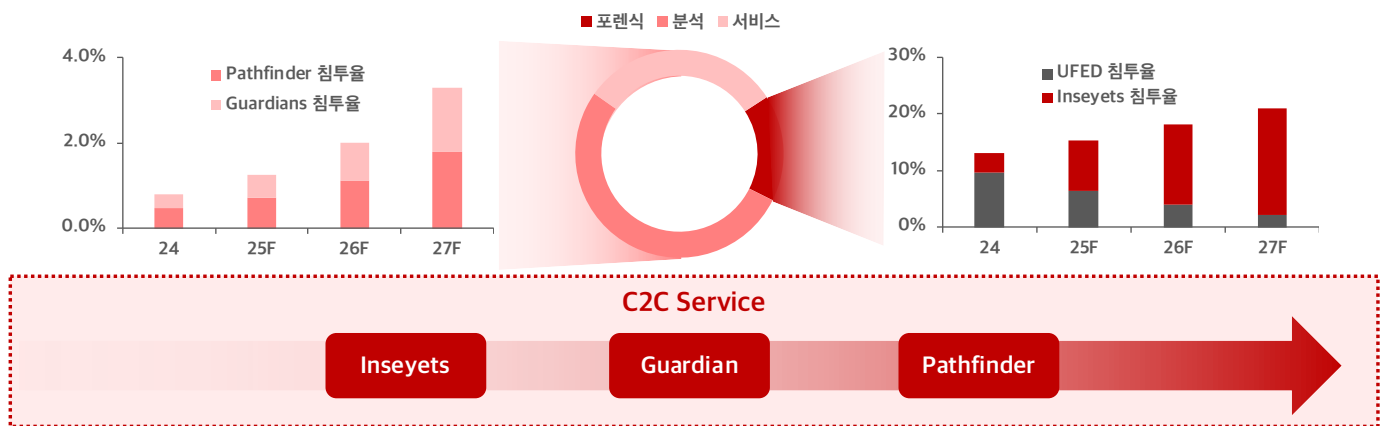
보고서 작성 기능만으로
1명 추가 채용 효과

특히 고객에게 만족도가 큰 것이 생성형 AI 자동 보고서 작성 기능이다. 해당 기능 도입 전에는 조사관들이 주 4시간씩 초과 근무를 하며 직접 보고서를 작성해야 했으나, 이로 인해 부서당 연간 약 \$122,822의 인건비 절감 효과가 발생했고, 인력이 더 심층적인 분석 업무에 재배치될 수 있었다. 미국 경찰의 24년 중앙 초과 근무 시급이 55임 달러임을 고려했을 때, 이는 연에 약 2,200시간으로 풀타임 인력 1명을 추가 채용한 것과 같은 효과를 보인다.

4.2. AI도입 신제품의 업그레이드 사이클의 시작

이미 짜여진 독과점 시장, AI 도입으로 신제품들을 업그레이드 한 동사는 폭풍 가격 인상 사이클의 한 가운데에 있다. 동사는 26-27년까지 업그레이드 AI 포렌식 신제품 전환을 완료하고, 27년부터 AI 분석, 클라우드 상품을 크로스셀링하면서 성장을 이어갈 것이다.

도표 4-4. Main 투자 포인트: 27년까지 기존 고객 대상 업셀링을 마치고, 새로운 시장으로 진출하는 동사



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

숨겨진 끝단지 산업

디지털 수사 포렌식 산업은 사실상의 플레이어가 두 명밖에 없는 독과점 시장으로, 기존에도 매년 최소 5%씩 P를 올릴 수 있는 산업이다. 이러한 독과점이 가능한 이유는 민간과 달리 '수사' 산업에서는 범죄자의 휴대폰이 잠겨 있는 경우가 많고, 보안이 가장 강한 '아이폰'의 잠금을 해제하는 기술을 사실상 동사와 경쟁사 Magnet만 보유했기 때문이다. 동사는 가장 발달한 기술을 바탕으로 해당 산업에서 압도적인 점유율 1위를 차지한 기업으로, 본래에도 가격 결정력이 높다.

가격 인상 사이클 시작

동사는 디지털 수사 산업에서 필수적인 포렌식 player로서 제한적인 경쟁 환경에서 향후 2-3년간 꾸준히 가격을 상승시킬 수 있다. 동사의 제품은 디지털 증거 수집에 반드시 필요하고, 동사의 가격 결정력은 이를 반증한다. 이전까지 경쟁사 대비 공격적으로 가격 인상을 진행하지 않았던 동사는, AI 기능으로 가치를 더한 신제품을 업셀링하는 방식으로 가격을 상승시키려 한다. 이를 통해, 고객사도 가치에 만족하는 업그레이드 사이클이 시작된다.

기술로 1등 먹은 동사,
AI를 완성하다

동사는 기술력 1위를 만든 풍부한 R&D 인력을 바탕으로, AI에 대한 투자를 지속해왔다. 동사는 뛰어난 휴대폰 잠금 해제 기술을 베이스로, 데이터 인식 및 분류부터 서서히 AI 기술을 도입하며 역량을 키워왔다. 동사의 AI 기술은 점점 발전해 AI 보고서 작성, LLM 등 고객에게 추가적인 가치를 제공했고, 마침내 AI가 사건 해석을 할 만큼 고도화된 pathfinder 출시에 이르렀다.

25년은 AI 제품
수익화의 원년

25년은 동사의 AI 신제품 판매를 통한 업그레이드 사이클의 원년이다. 동사는 AI 신제품 판매를 통해서 고객당 ARPU를 늘리고 있고, 26-27년까지 긴 업그레이드 여정이 남아 있다. 이번 순풍의 핵심 지역은 미국이다. 미국 매출(ARR) 비중이 54%로 가장 크고, AI 신제품 판매가 미국 중심(70%)으로 이루어지기 때문이다. 미국은 전체 법집행기관 18,000여 개 중 3,000개 이상을 이미 고객 기반으로 확보한 곳으로, 향후 AI 신제품 판매의 가시성이 높다.

시작은
인사이츠부터

동사의 AI 신제품 판매 사이클은 Inseyets부터 시작한다. Inseyets는 동사의 구형 포렌식 툴을 업그레이드한 신제품이다. 동사는 각각 10개 넘게 분리되어 있던 툴들을 클라우드 기반 하나로 합치고, 암호 해제 기능을 대폭 개선해 Inseyets로 출시했다. 기기 입력, 데이터 추출, 리뷰, 리포트 작성 등을 따로 할 필요없이 전체를 하나로 묶고, 고객에게 한층 단순한 환경을 제공한다.

가격 20~25%나 상승

Inseyets의 핵심은 ASP가 기존 구형 포렌식 툴 대비 약 20~25% 비싸다는 것이다. 동사는 가격 결정력에 더불어, 신제품의 새로운 가치를 바탕으로 본격적인 가격 인상 사이클에 돌입하고 있다. 특히 디지털 수사 산업처럼 니치한 시장 내 특화된 AI 제품은 유통망이 매우 중요한데, 동사는 거의 모든 주요 법 집행 기관과 레퍼런스가 있어 수월한 위치에 있다.

고객에게 value를
제공하기 때문

본래도 가격 상승이 수월하게 이루어지는 산업이지만, 20~25%라는 높은 가격 상승이 가능한 이유는 폭발적인 데이터 증가 속 사건 적체와 인력 부족을 겪고 있는 고객들에게 인력 효율성을 제공하기 때문이다. 특히 고객이 만족하는 부분은 1) 범죄 해결에 필수적인 잠금 해제 기능이 크게 향상되었다는 점과 2) AI를 통한 보고서 기능이 제공하는 시간 단축 효과가 크다는 점이다.

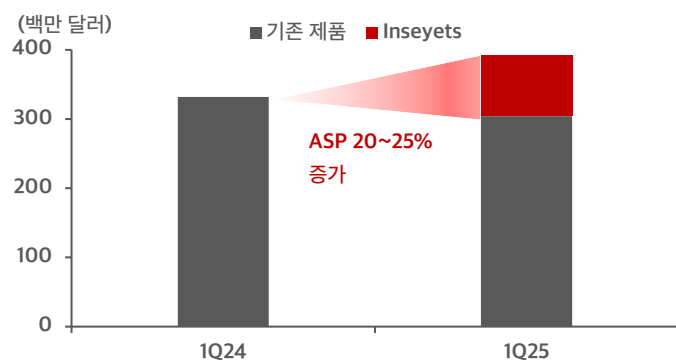
거, 가격 올리기 딱 좋은
날이네!

마침 산업 환경도 동사가 가격을 올리기 딱 좋은 분위기로 조성되고 있다. 경쟁사 Magnet이 PE에 인수되면서 수익성에 신경 쓸 수밖에 없게 되었고, 동사보다 먼저 가격을 약 30% 정도 공격적으로 올렸다. 1등 업체인 동사의 가격 상승 또한 고객이 큰 불만 없이 수용할 수 있는 이유이다. 동사는 이미 가격 결정력을 바탕으로 다년 계약 시 매년 가격을 최소 8%씩 인상한다는 조항을 포함시키고 있었으며, 이제 경쟁사를 따라 본격적으로 가격 결정력을 활용할 것이다.

1-2년 내 인사이츠로
정해진 매출 성장

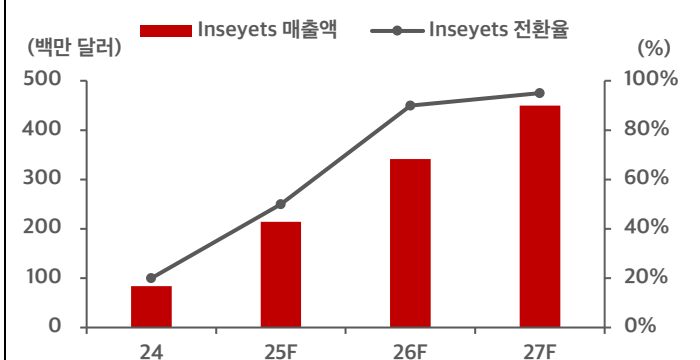
Inseyets 판매만으로도, 이미 수 년간의 매출 성장은 담보되어 있다. 동사는 작년 기존 고객의 20% 전환을 완료했고, 올해까지 50%를 전환하는 것을 목표로 하고 있다. 작년 목표치 15%를 초과달성했고, 올해 1분기에 이미 30%의 전환율을 기록했다는 점에서 올해 50% 전환은 수월할 것이다. 26-27년 내로 대부분의 고객 전환이 완료될 예정이며, 따라서 동사는 기존 고객들을 효과적으로 전환하는 것만으로도 향후 약 2-3년간 탑라인이 최소 20%씩 성장할 수 있다.

도표 4-5. 인사이츠 전환, ASP 20~25% 증가



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 4-6. 인사이츠 전환율, 매출액



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

기존 고객 전환만 시켜도 20%씩 성장
 동사의 NDR(Net Dollar Retention)은 꾸준히 120% 이상을 유지하고 있는데, 이는 기존 고객 대 상 업셀링이 충분히 이루어지고 있음을 의미한다. 기존 고객들이 작년보다 20%씩 지출이 늘어나고 있음을 보여주는 지표로, 동사의 Inseyets 전환 전략이 이끄는 성장이다. 최소 3기 이상 부터 지원하던 핵심 기능 unlock(잠금해제)을 1기 단위로 작은 번들로 Inseyest와 함께 판매하는 등의 인센티브 전략을 함께 실행하며, 동사의 전환은 수월하게 이루어지고 있다.

추가 성장 가능성에 대한 시장의 의문
 동사의 독점적 지위와 절대적인 성장성이 좋음에도, 동사의 밸류에이션은 peer 대비 크게 할인되어 있다. 이는 구형 포렌식에서 Inseyets로의 업셀이 빠르게 진행되는 만큼, 해당 성장률이 모두 소모되고 난 후의 추가 성장 동력이 무엇인가에 대한 시장의 의심이 내포된 것이다. 동사는 현재 23년 초 본격적인 주가 상승이 나타나기 전 수준의 낮은 밸류를 받고 있다.

의문 해소: 패스파인더와 가디언즈가 다음 주자
 그러나, Inseyets가 이끄는 26-27년까지의 성장 이후, Pathfinder와 Guardians의 보급 증가가 다음 랠리를 이을 것이다. 동사는 디지털 포렌식 lab 중심의 Inseyets를 넘어, 현장 수사관, 검찰 등으로 확장 가능한 guardian과 pathfinder의 도입을 시작하려 하고 있다. TAM 4,500백만 달러 규모의 디지털 포렌식 산업에 속해있던 동사가, TAM 7,600백만 달러 규모의 증거 분석 및 클라우드 산업으로 첫 걸음을 내딛는다. 증거 분석 및 클라우드 산업은 기존 본업보다 TAM 규모도 크고, 이제 막 침투를 시작하는 시장이다. 수사 과정의 일부인 포렌식에서, 수사 분석 전체로 넘어가는 것이다. 따라서 동사의 주가는 꾸준히 상승할 수 있다.

인사이츠 전환은 next 신제품 도입의 든든한 인프라
 Inseyets 플랫폼의 확산은 동사의 AI 기반 네트워크를 만드는 데에 기초가 되는 인프라가 깔리고 있다는 점에서 중요하다. 동사의 목표는 Inseyets로 기존 랩 고객을 클라우드화하고, 그 위에 AI 분석(Pathfinder)과 증거 관리(Guardian)를 얹어 조사관·검찰까지 워크플로우를 확장하는 것이다. 동사는 압도적인 독점력을 바탕으로 Inseyets를 전환을 완료할 것이고, 현재 전환이 진행되면서 클라우드 기반 ARR이 약 2배 성장해 전체 ARR의 17%까지 성장했다. 동사는 Inseyets 업셀링을 통해 next AI 도구들을 판매할 수 있는 더 좋은 입지를 마련해줬으며, Inseyets-Pathfinder- Guardian C2C 통합 플랫폼의 구축은 동사의 해자를 더욱 강하게 만들 것이다.

4.3. 새로운 시장으로 뻗어나가는 동사

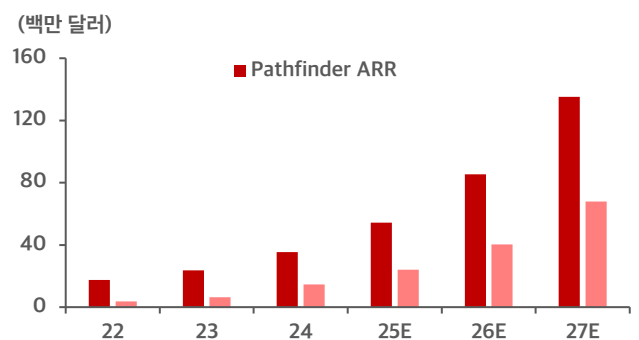
Inseyets를 시작으로, 동사의 C2C 플랫폼 전환을 향한 Pathfinder와 Guardian의 침투는 본격적으로 시작되는 추세이다. 디지털 수사 과정 전반의 일부이지만 동시에 가장 기초가 되는 포렌식 시장에서 기술적 해자를 가진 동사는, 이 해자를 최대한 활용하여 데이터 분석과 수사 전반의 Workflow까지 지배하려 한다. 이미 수많은 정부 기관들이 동사의 새로운 솔루션을 원하고, 도입하고 있다는 사실을 조금 더 면밀히 파헤쳐 보자.

도표 4-7. Peer 대비 동사 멀티플 비교

	CLBT	PLTR	CRWD	AXON	NET	NICE
25FY PER	39	224	126	119	194	14
26FY PER	35	178	95	97	149	13
27FY PER	29	135	71	81	107	11
PSR	9	95	27	25	30	4
3Y CAGR	18%	24%	40%	34%	34%	13%

출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 4-8. Guardians와 Pathfinder의 ARR growth



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.3.1. 디지털 수사 시장의 패자(覇者)가 되다

포렌식 시장 점령은
빙산의 일각

이제 동사에게 포렌식 시장은 너무 작다. 앞서 제시되었듯 포렌식 시장에서 동사의 UEFD나 Inseyets 솔루션은 압도적인 기술력으로 이미 업계의 표준으로 자리잡았다. 하지만 디지털 수사가 이루어지는 전반의 과정 속에, 디지털 포렌식에 할당되는 예산의 비중은 매우 제한적이다. 동사는 포렌식 시장 점령을 바탕으로 이제 디지털 수사 전반 과정에 호환성 높은 솔루션을 공급할 것이고, 이는 동사가 침투 가능한 시장이 실질적으로 확대됨을 의미한다.

정부 예산으로 보는
TAM의 확장 가능성

FBI(Federal Bureau of Investigation, 미 연방 수사국)의 24년 예산요청 중 디지털 수사 부서의 예산은 150백만 달러인 데 비해, 포렌식 lab에 할당된 예산은 50백만 달러에 불과하다. 100백만 달러 규모의 나머지 예산들은 데이터 분석 및 수사에 할당된 예산인 것이다. 동사가 솔루션을 제공하는 정부 디지털 수사 시장 규모인 14.4십억 달러 중 포렌식 부문의 비중 또한 4.5십억 달러에 불과하며, 분석과 관리 부문에 할당된 7.6십억 달러는 Pathfinder라는 분석 솔루션을 토대로 동사가 침투하게 될 시장이다. 기존 고객 기반에서만 TAM이 실질적으로 세 배 가까이 확장될 수 있는 상황인 것이다. 이는 동사의 업사이드를 새롭게 열어준다.

가시화되는
플랫폼으로의 전환

그리고 24년부터, 실질적인 Pathfinder의 납품을 동반한 C2C 플랫폼으로의 전환은 가시화되기 시작하였다. 24년, 동사의 ARR로 인식되는 계약 중 10% 규모에 해당하는 계약이 포렌식 솔루션에 더하여 Pathfinder나 Guardian과 같은 분석/관리 솔루션을 포함하고 있다. Inseyets와 통합되는 추가 솔루션에 대한 Cross-Selling이 발생한 고객과의 계약 금액은 ARR을 기준으로 전년 대비 50% 성장한 수준이다. Guardian 솔루션의 ARR 또한 최근 3개 분기 연속으로 전년 대비 두 배 이상의 성장을 달성했으며, 비교적 먼저 도입된 Pathfinder 또한 전체 ARR 성장률을 상회하여 성장하고 있다. C2C 플랫폼으로의 전환은 더 이상 동사의 이상에 머무르지 않는다.

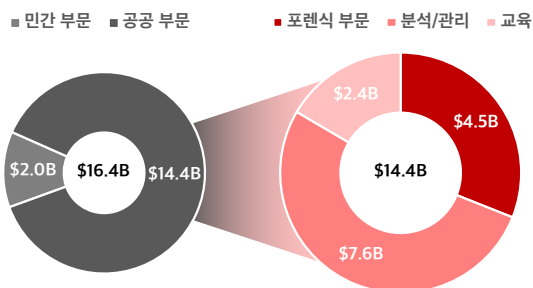
대규모의 매출 확대
응당 이루어진다

동사는 기술적 해자와 포렌식 시장 선점의 효과를 바탕으로, 그 수혜를 온전히 디지털 수사 시장 전반으로 전환하고 있다. 30%의 고객들은 23% 수준의 가격 인상까지 수용하며 Inseyets로 포렌식 솔루션을 전환했고, 이는 고객들 또한 수사 전반의 효율성을 제고할 수 있는 두 패키지 솔루션 도입을 염두에 두고 있음을 암시한다. 이때 핵심 솔루션이 2개 이상 포함된 계약은 Inseyets 단독 계약 거래 대비 평균 규모가 10배에 달하므로, 매출 성장 또한 가속화된다.

정부 예산 부담?
자본 예산은 여유롭다

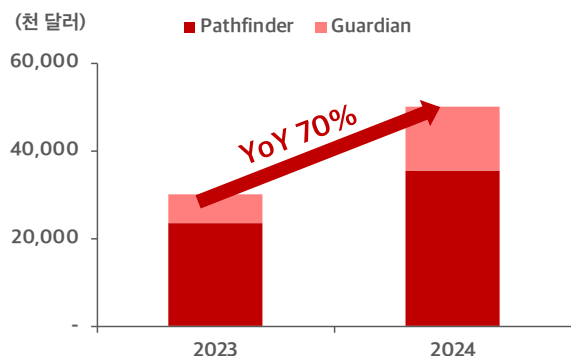
그리고 이러한 계약 규모의 확대는 지방 경찰청과 같은 중소형 수사기관에서도 감당 가능한 수준이다. 연간 운용 예산에 포함되는 계약이 아닌, 수년 단위의 장기 구독 계약 형태로 솔루션이 전환되면서 정부 기관들은 이를 자본 예산(capital budget)으로 처리할 수 있게 되었기 때문이다. 대규모 투자와 인프라 구축을 목적으로 별도 편성될 수 있는 자본 예산은, 고가의 솔루션을 여러 해에 걸쳐 분산하여 처리할 수 있기에 법으로 엄격히 규제되는 운영 예산에 비해 유연하다.

도표 4-9. 디지털 수사 시장 구성



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 4-10. IU 솔루션 성장



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.3.2. 빈 자리 없이 솔루션을 공급한다

빈틈없이 들어가는
동사의 AI

동사는 미국의 연방 정부, 50개의 모든 주정부, 20대 대도시 모든 경찰청에 솔루션을 공급한다. 미국을 제외하고도 EU 27개국 중 25개국의 국가 경찰청이 동사의 솔루션을 사용하며, 라틴아메리카의 특정 국가에서는 연방 수사기관 전체에 동사의 솔루션을 도입했다. 그리고 이제 동사는 솔루션을 공급하는 위 기관들 내의 빈 자리에도 동사의 새로운 솔루션을 도입하고 있다.

수사기관의 구성
Lab-분석-수사

동사의 주요 고객인 정부 산하의 수사기관들의 디지털 수사 과정은 크게 세 부서의 협업으로 이루어진다. 디바이스에서 디지털 증거를 추출하고 레포트를 작성하는 포렌식 Lab, Lab에서 넘겨준 데이터를 분석하는 부서, 그리고 수사를 이를 바탕으로 실질적인 수사를 진행하는 수사 부서이다. Pathfinder는 데이터 분석 부처를 타겟팅하는 솔루션이며, Guardian은 전 부서에 통합적으로 적용될 수 있는 클라우드 기반의 workflow 개선 솔루션이다.

더 큰 부서에
아직도 빈자리가 많다

데이터를 분석하고 수사를 주관하는 부서는 포렌식 부서보다 훨씬 더 크다. 그리고 솔루션은 부서와 인력의 규모에 비례하여 제공되어야 한다. 연방 수사기관 FBI는, 수사 및 정보 분석 부서의 인력이 포렌식을 맡은 기술 부서 인력보다 4배 많다. DEA도 포렌식이 이루어지는 Lab과 연관된 인력은 500명 수준으로, 수사 부서와 정보 부서를 합한 인력 규모인 규모인 3,200명의 약 15%이다. 중소형 기관인 지방 검찰·경찰청의 경우에는, 포렌식 lab에서 활동하는 요원 수가 수사 인력의 약 20%이다. 수사 솔루션의 도입은 Cross-Selling 이상의 성장 동력인 것이다.

수사 부서를 공략한다
: Pathfinder

솔루션이 제공되는 Seat(라이선스) 수는 결국 부서의 인력 규모에 맞춰 제공되며, 연방 수사기관(FIB, DEA등)의 데이터 분석 부서는 포렌식 lab 부서의 1.5배이다. 따라서 데이터 분석 부서를 타겟팅하는 Pathfinder의 Cross-Selling이 이루어질 수 있는 잠재 Seat는 Inseyets의 최소 1.5배 수준이다. 따라서 Pathfinder 분석 솔루션이 침투할 경우, ARR의 규모는 빠르게 확대된다.

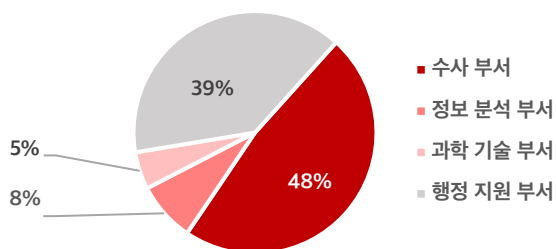
Workflow를 지배한다
: Guardian

Inseyets와 Pathfinder와 모두 연동되어 데이터를 저장/관리해주는 Workflow솔루션인 Guardian은 제공되는 모든 Seat에 추가적으로 침투할 수 있는 구조이다. Guardian 도입 시 Inseyets와 Pathfinder라는 핵심 솔루션 등에서 다루는 데이터가 Guardian 스토리지 기반으로 동작하게 되며, 따라서 Guardian 도입은 기존에 seats로 도입되어 있는 솔루션 전반에 종합적으로 적용된다.

소규모 기관에서의
공동 도입도 확산 중

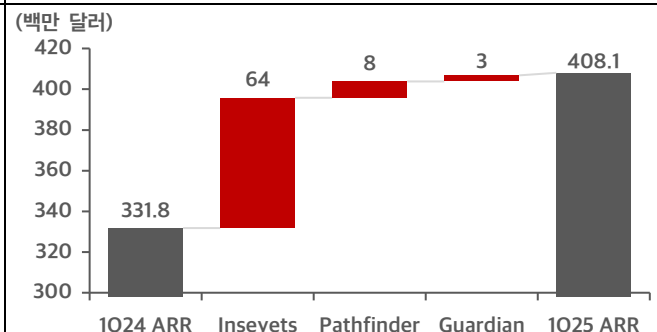
동시에 예산 제약이 큰 지방 정부 산하의 소규모 기관에도 공동 도입을 통해 솔루션이 확산되고 있다. 디지털 증거량의 급증으로 추가적인 솔루션의 수요가 강력해지자, 여러 관할 기관이 컨소시엄 형태로 하나의 계약을 통해 동사의 솔루션을 활용하는 사례가 빠르게 늘어나고 있는 것이다. 이러한 방식은 소규모 기관의 수요에도 동사의 Seat가 적절히 침투되고 있음을 의미한다.

도표 4-11. 수사기관(DEA) 인력 구성



출처: DEA.gov, SMIC 1팀

도표 4-12. 동사 솔루션 공급 전략 구조



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.3.3. 연방 정부의 클라우드까지 진출한다

연방정부 클라우드
아무나 할 수 없다

동사의 현재 주요 목표 중 하나는 연방정부에 Guardian 클라우드 기반 솔루션을 제공하는 것이다. 연방정부에 클라우드 서비스를 제공하기 위해서는, FedRAMP의 인증이 필요하다. 연방 기관들은 보안 정책상 클라우드 SaaS를 FedRAMP를 통해서만 구매할 수 있기 때문이다. FedRAMP는 High, Moderate, Low의 3단계로 나뉘며, 높은 등급을 받을수록 더 높은 임팩트 데이터를 처리할 수 있다. 동사가 공략하려는 데이터는 사법과 연관되어 민감도가 높아, High가 필수적이다.

FedRAMP high,
Ready!

지난 2월 동사는 포렌식 업계 최초로 FedRAMP의 high Ready 인증을 받았으며, 현재 시범 도입을 위한 스폰서 선정을 앞두고 있다. 정부 기관 중 1~2곳의 스폰서를 받으면 심사에 도입하며, 약 90일 정도를 소요하고 문제가 없을 시 ATO를 획득하여 대부분의 연방 기관에 클라우드 SaaS 서비스를 제공할 수 있게 된다. 동사는 Ready 인증을 받기 이전부터 스폰서를 선정하기 위한 물밑 작업을 진행해 왔으며, 2분기 내로 클라우드의 실질 심사에 도입할 예정이다.

경쟁사보다 빠르다
선점 효과를 누리자

포렌식 시장의 어떤 경쟁자도 동사보다 선제적으로 대응하고 있지 못하다. 주요 경쟁자인 Magnet Forensics 또한 End-to-End solution을 구축하려 하고, 클라우드 사업에 진출하려 하지만 아직 Ready 등급조차 받지 못했다. 결국 연방 정부 수사기관에서의 디지털 증거 관리 솔루션 또한, 가장 먼저 연방정부의 SaaS 제공 권한을 얻게 될 동사가 시장을 선점하게 될 것이다.

연방 클라우드 ①
: 파이프라인 확장,
핵심 매출원의 Upsell

FedRAMP High ATO가 확보되면, 동사 매출의 20% 수준인 미국 연방 정부향 솔루션의 upside와 마진 개선이 동시에 달성된다. 동사는 미 연방 정부의 고보안 클라우드 RFP(Request for Proposal)에 즉시 입찰할 수 있게 되며, 지금껏 HW와 on-premise 형태로만 가능하던 연방 정부의 솔루션 납품을 Guardian 클라우드 기반 SaaS로 전환할 수 있게 된다. 그리고 Inseyets를 비롯한 핵심 솔루션들을 SaaS 형태로 납품하게 되면 장기적인 구독료가 발생하며 건당 계약 가치(ACV)도 기존에 비해 확대된다.

연방 클라우드 ②
: 압도적 레퍼런스
→ 확장성의 증가

FedRAMP High ATO 확보 시, 민간 부문으로의 진출도 용이해진다. 가장 엄격한 규제와 기술 수준을 요하는 FedRAMP High 심사 자료는 민간 부문 규제의 상위 호환이다. 동사가 이미 포화한 법무 법인 뿐 아니라 제약, 의료와 같이 규제가 필요한 민간 산업으로 진출할 때 FedRAMP의 실사 자료집은 PoC의 기간을 단축시킨다. 이는 PLTR와 AXON과 같이 일찌감치 High 등급을 받은 기업들의 민간 진출 사례에서도 확인할 수 있는 사실이다. 특히, 디지털 증거 수집 분야 최초로 FedRAMP high 등급을 AXON의 경우, 연방 정부로부터 받은 인증 내역을 통해 지방정부 경찰·법무팀, 병원 보안부 등의 도입 심사 과정을 기존 수 개월에서 수 주로 기간을 단축하였다.

도표 4-13. 연방정부향 파이프라인 확장



출처: SMIC 1팀

도표 4-14. FedRAMP와 민간 산업 규제 표준

구분	민간 (의료)	FedRAMP high
데이터 암호화 필수 여부	Addressable	필수
제3자 인증 여부	해당없음	필수
접근 통제 요구 수준	필수	필수
MFA등 인증 방식	신원확인 절차	다요소 인증 요구
취약점 모니터링	필요 시	필수
사고 대응 계획	명문 규정	정기 훈련
감사 로그 요구 여부	시스템	사용자 및 시스템
보안 교육 및 훈련	전 직원 이수	정기 프로그램

출처: NIST SP 800-53, HIPAA 보안규칙, SMIC 1팀

4.3.4. 핵심 솔루션, 실질적으로 침투해낼 것

C2C 플랫폼이라는 압도적 성장 레버리지 **현재 Pathfinder와 Guardian의 침투 상황은 급격한 가속 국면에 있다.** 2025년 기관들에 대한 Pathfinder 침투율은 5% 수준이며, Guardian 또한 한 자릿수 수준의 설치율을 기록하고 있다. 그럼에도 두 솔루션으로부터 비롯한 ARR은 이미 전체 구독 매출의 8% 수준을 차지한다. 전술했듯 고객 기관들의 구조상 기관 단위의 침투율보다 기관 내부의 Seats 확장은 더욱 가파를 것이며, 가시화된 플랫폼 전환 속도는 앞으로도 20% 수준의 연간 매출 상승을 지지할 것이다.

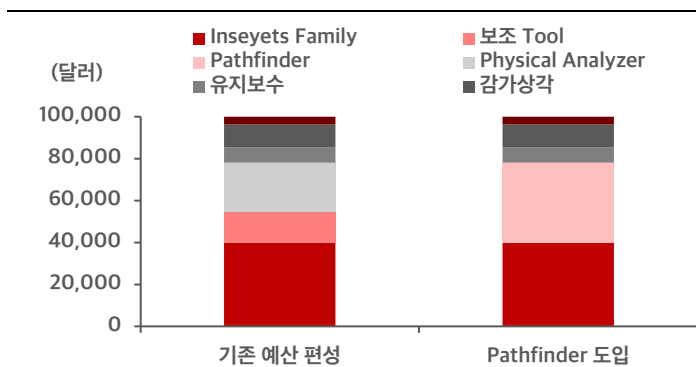
침투의 배경 ① **동사의 주요 고객들이 위치한 국가들의 디지털 데이터 공개 의무화 트렌드는 Pathfinder 솔루션을 사용하도록 유도한다.** 미국 주 검찰협회 가이드라인은 2026년부터 디지털 증거 검증·공개를 의무화하며, EU의 규제는 메타데이터의 자동 첨부를 강제한다. 그리고 해시, 로그, 분류 데이터를 간편하게 내보내는 Pathfinder의 템플릿은 추가적인 툴 없이도 이러한 법정 요건을 즉시 충족한다. 즉, Pathfinder 솔루션은 법정에서의 패널티 리스크와 수사 지연 리스크를 동시에 해소할 수 있는 솔루션으로 가능하며, 이는 규제 대응 RFP를 발주한 75% 기관들의 수요와 일치한다.

침투의 배경 ② **27년 이전에 UEFD 갱신이 필요한 기관들의 입장에서 Pathfinder로의 전환은 막대한 추가 예산을 요구하지 않는다.** UEFE 툴을 도입한 수사 기관들은 이미 타사의 보조 분석 툴을 도입하고 있으며, 해당 Mix의 갱신 예산은 이미 Seat단위로 편성되어 있다. Pathfinder로의 전환은, 다른 벤더사 툴 갱신에 편성된 예산을 동사에게 집중하는 방향만으로도 가능하다. Pathfinder 도입 시 추가 Seat가 도입되더라도, 장기 계약 구조를 통한 자본 예산으로의 전환과 동사의 보조금 청구 대행을 통해 기관들은 운영 예산을 크게 늘리지 않으면서 추가적인 도입을 실행할 수 있다.

침투의 배경 ③ **동사의 솔루션을 공급받는 글로벌 정부 기관 중 약 40%가 25~27년 내에 디지털 수사 관련 소프트웨어 라이선스를 갱신하거나 재신청할 예정이며, 이는 Pathfinder의 침투 기회이다.** 그리고 동사의 세일즈 부서는 25년 기준으로 50% 수준의 교차판매 성공률을 달성했다. 동일한 수준의 교차판매가 달성될 경우, Pathfinder 침투의 배경을 종합적으로 고려할 때 27년까지 전체 고객 기관의 15% 수준(75%*40%*50%)까지 Pathfinder 솔루션이 침투할 수 있는 것이다.

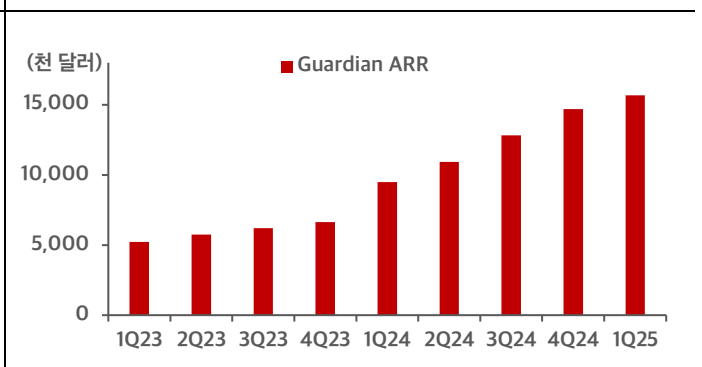
Green-field를 향한: **도입 시 기관의 모든 솔루션 단위에서 발생하는 Workflow에 종합적으로 적용되는 Guardian은 현재 초기 확산 국면에 있다.** 기존 고객의 C2C 플랫폼 전환 수요에 따라 연간 세 자릿수의 ARR 성장률을 보여 온 침투의 증가에 더하여, 2025년 FedRAMP high ATO를 바탕으로 확보할 강력한 레퍼런스는 동사의 workflow 솔루션인 Guardian의 침투에 날개를 달아 줄 것이다. Guardian이 진출할 잠재 시장은 여태껏 존재하지 않았던 Green-field이다.

도표 4-15. 예산 중립 Pathfinder 침투 방식



출처: 동사 IR, Nevada 경찰청, SMIC 1팀

도표 4-16. Guardian ARR 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

Guardian 침투 초기 해외/대형 기관 위주 디지털 증거를 관리하는 스토리지로서 포렌식 수사 업무 전반의 workflow를 개선하는 Guardian의 도입은, 관리 프로세스가 상대적으로 성숙하고 구조화된 대형 기관부터 시작되었다. 런던 경찰청(MPS)의 산하 33개 부서 중 2개 부서에 실질적으로 Guardian이 우선 도입되었다. 또한, 클라우드 도입의 장벽이 상대적으로 낮은 라틴 아메리카와 같은 해외 정부 기관을 중심으로도 Guardian 솔루션은 침투하고 있다.

Guardian의 침투 가능성 Pathfinder 솔루션에 따른 Cross-Selling 가능성과 26년 규제 대응 RFP에서 나타나는 수요는, Pathfinder 따라잡기 27년까지 Guardian의 기관 침투율이 10%를 넘어설 것으로 지시한다. 동사 마케팅 담당자가 밝힌 바에 따르면 Pathfinder 사용자의 25%가 Guardian 도입을 위한 견적을 요청하며, 구매 전환률은 50% 수준이다. 이에 더해 법적 규제 대응을 위한 RFP 수요 조사에서 나타난 Guardian 도입에 대한 55% 수준의 잠재 수요를 적용하면, 27년까지 10% 이상의 침투는 확실하다.

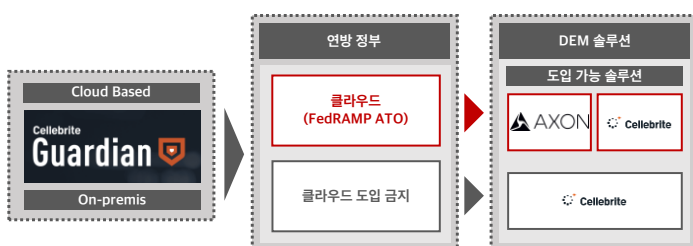
Guardian의 침투 가능성 Axon의 클라우드 서비스 또한 영상 기반의 디지털 증거 스토리지 솔루션을 제공하지만, 동사는 Axon이 닿지 않는 곳 Axon이 기여할 수 없는 수요까지 침투한다. Guardian은 포렌식 데이터 기반의 스토리지를 제공하며, On-premise 형태로 클라우드 사용이 불가한 정부 기관에도 납품이 가능하기 때문이다. 이는 동사가 Guardian의 비전으로 약 50%의 기관 침투율을 제시하는 배경이다.

4.4. 다양한 시장으로 침투하는 동사

Guardian이 열어젖힌 민간 e-discovery 시장 Guardian이라는 신규 솔루션을 바탕으로, 동사는 민간 부문으로의 사업구조 다변화 또한 추진하고 있다. 소송, 조사에 필요한 기업의 의사결정 과정을 담은 Data를 관리/탐색하는 서비스 시장인 e-discovery 시장은 디지털 데이터의 폭증과 엄격해진 법규 준수에 대한 요구로 고성장세를 보일 것으로 전망되는 시장이다. 대규모 디지털 증거 관리와 AI 기반 탐색에 최적화된 동사의 Guardian은, 기존 e-discovery 시장의 Player들 대비 명확한 기술적 차별점을 지닌다. 동사는 이 점을 인지하고 최근 전담 영업팀을 구성했으며, 이는 동사에게 새로운 TAM 확장을 예고한다.

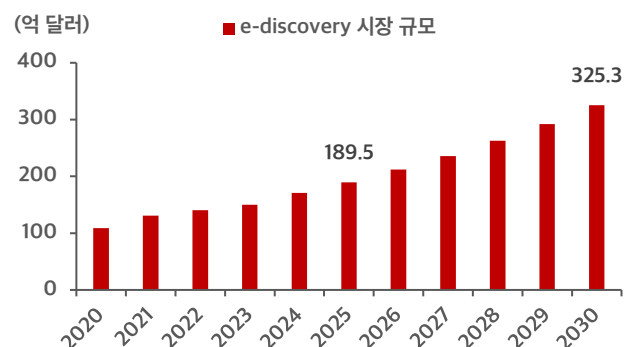
EMEA/APAC에서도 선전하는 동사 매출 비중이 상대적으로 낮고, C2C 솔루션으로의 전환 속도도 다소 늦음에도 동사의 북미 외 지역에서의 실적 또한 꾸준히 성장가도를 달리고 있다. 라틴아메리카 국가에서 최초 도입부터 동사의 C2C 솔루션 전체를 모든 연방 수사 기관에 도입한 사례도 있으며, APAC에서도 무제한 unlock 옵션의 Inseyets 다년 계약과 같은 빅 딜로 해당 기관의 반복 매출이 한번에 7배 이상 증가한 사례도 존재한다. 이에 더해 FedRAMP high ATO를 통해 확보될 레퍼런스는, 해외에서도 빠르게 ARR을 기존 성장률인 20% 수준으로 유지할 동력으로 작용할 것이다.

도표 4-17. Guardian 연방 정부 침투 경로



출처: SMIC 1팀

도표 4-18. e-discovery 시장 전망



출처: Fortune, SMIC 1팀

5. DOGE도 날 막지 못해 - Issue & Risk

지난 2월 4Q24 실적 발표일, 시장 참여자들은 지금까지 꾸준했던 매출 성장에 대해 물음표를 던지기 시작했다. 그 원인은 DOGE였다. 이는 주가 하락으로 이어졌고, 지난 5월 1Q25 실적 발표일에도 똑같이 반복되었다. 지금부터 DOGE가 동사에 미칠 영향이 제한적임을 확인해보자

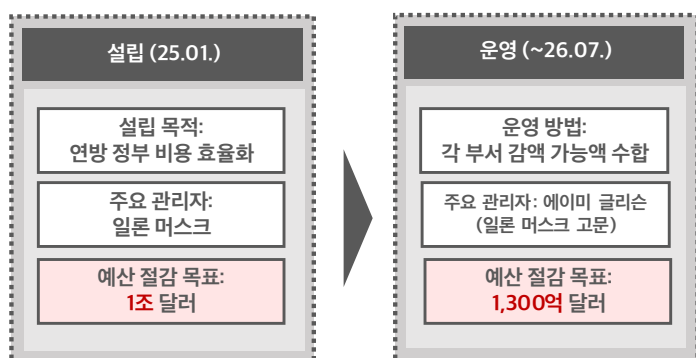
DOGE에 크게 반응하는 주가분석에서 확인하였듯이, 25년 2월과 5월 실적발표 때마다 시장 참여자들은 DOGE (Department of Government Efficiency)로 인해 생기는 불확실성에 대해 강하게 반응하였다. DOGE는 트럼프 행정부에서 연방정부 비용 효율화를 목표로 25년 1월 출범한 신규 부서이다. 일론 머스크를 필두로, 해당 부서는 26년 7월까지 1조 달러 이상의 비용을 줄이겠다는 목표를 가지고 있다. DOGE의 '강도 높을 것으로 예상되는 정책'의 영향을 받아, 동사 주가는 가이드언스에 부합하는 과거 실적보다도 미래 매출의 불확실성에 더 크게 반응하였다.

그러나, DOGE가 동사에 미치는 영향 제한적
그러나, DOGE가 동사의 미래 매출에 미치는 영향은 제한적이다. DOGE 출범 이후 지금까지 보여주고 있는 정책 강도는 우리의 예상치보다 약하다. 따라서, 25년, 26년, 27년 연방 정부 예산은 크게 줄어들지 않을 것이고, 동사의 매출 역시 우려와는 다르게 견조하게 성장할 것이다. 구체적으로 DOGE가 동사 매출에 미치는 영향이 적을 것으로 예상되는 이유들을 하나씩 살펴보자.

①FY 25: DOGE는 출범이 늦어 영향 없다
먼저, DOGE는 25년 1월에 출범하였기 때문에 FY25 (24.10.~25.09.) 예산에 영향을 미칠 수 없다. 일반적으로 매년 2월까지 대통령이 의회에 예산안을 제출하면, 상원과 하원에서 각각 결의안을 통과시킨 후 최종 예산 결의안을 조율한다. 특이하게도 FY25년은 대선과 맞물리면서 지금까지 예산안이 통과되지 않은 상태이다. 그러나 DOGE 출범일이 25년 1월이기 때문에, 해당 예산안은 DOGE의 의사가 반영되어 있지 않은 상태이다. 따라서 해당 예산안이 통과하게 된다면, 지금까지 예산 집행을 미루었던 정부 부서들과 DOGE 영향 없이 계약 가능하다.

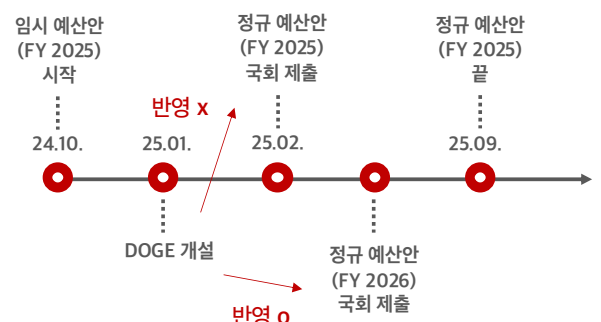
DOGE의 FY25년 비용 효율화 주장은 신뢰도가 매우 떨어짐
DOGE는 웹사이트를 통해 당장 25년부터 본인들이 비용 효율화를 달성했다는 주장을 하지만, 이것의 신뢰성은 떨어지며 동사와 관련도 없다. DOGE는 자체 웹사이트를 통해 본인들의 업적과 관련된 내용을 실시간으로 업데이트한다. DOGE는 25년 지금까지 15,000백만 달러를 절감하였다고 주장한다. 그러나, 몇몇 사례의 경우 허위로 400백만 달러를 기재하는 등 신뢰도가 떨어지는 모습을 보인다. 더군다나, DOGE 웹사이트 내역에서 DOJ(법무부), FBI 검색 시 관련 게시글이 5개 이하이며, 모두 마약 사건 해결과 관련된 글이다. 따라서 동사의 25년 매출에 영향이 없다.

도표 5-1. DOGE 개요



출처: doge.gov, SMIC 1팀

도표 5-2. FY 2025, 2026 예산안과 DOGE의 관계



출처: 언론 종합, SMIC 1팀

②FY26: 트럼프 예산 감액 양이 적음
 트럼프가 제안한 FY26(25.10~26.09.) 예산안에서도 DOGE가 디지털 수사에 미칠 영향은 제한적임을 확인할 수 있다. 트럼프는 25.05.02. FY26 예산안을 의회에 처음으로 제안하였다. 해당 예산안에는 DOGE의 조사를 기반으로 예산안을 새롭게 편성하였는데, 1,000십억 달러를 감액하겠다는 목표와 다르게 총 130십억 달러를 감액하였다. 이 중에서 FBI와 관련된 감액은 50백만 달러 수준으로, FY25 예산안의 약 4.5%이다. 동사 연방정부향 매출이 100백만 달러 미만이므로, 감액의 영향은 제한적이다.

감액 내용 및 목적 ⇒ 동사 제품 활용 가능성 오히려 증가
 더욱 중요한 점은 FBI 예산 감액 내역과 목적을 살펴보면, 동사 제품의 채택 가능성이 높아진다. 트럼프는 워싱턴 D.C.에서 발생하는 간접적인 행정 비용을 줄임으로써 예산을 감액하고, 이를 통해 현장 요원(field agents)를 확충하고자 한다. 트럼프의 강력한 기조 중에 하나가 국가 안보 보호이기 때문에, 현장 관련 예산은 더욱이나 보전될 예정이다. 동사 제품은 현장의 가장 앞단에서 디지털 포렌식과 수사 과정에서 활용되기 때문에 이와 같은 예산안 재배치는 동사에게 유리하다.

③DOGE 영향력 지속 적으로 낮아지는 중
 DOGE의 영향력은 법적 수명, 법적 도전, 머스크의 이탈로 지속적으로 줄어들고 있다. 우선, DOGE는 26년 7월까지만 존재하는 부서이기 때문에 FY26 후 예산안에서는 DOGE의 영향력이 줄어든다. 또한, DOGE는 강제적인 인원 감축 행정 명령 등에 대해 법적 도전을 받고 있다. 25년 5월 캘리포니아 주 판사는 연방 직원의 강제적인 감축을 중단할 것을 명령했다. 이에 더해, 머스크가 25년 5월부터 회사로 돌아가면서 DOGE가 이전보다 강하게 감액할 가능성이 줄어들었다. 머스크는 대선 때부터 2조 원의 비효율을 줄이겠다고 할 정도로 DOGE에 진심인 인물이었다. 따라서, 머스크가 DOGE 투입하는 시간이 85% 감소하면 정책 강도가 약해질 가능성이 높다.

FedRamp 도입 바탕으로 하반기부터 매출
 실제로 동사가 1Q25에 달성한 Sales, ARR Growth를 살펴보면, DOGE가 동사 매출에 주는 영향이 제한적임을 수치로 확인할 수 있다. 1Q25 Sales는 YoY 20% 성장하였으며, ARR 역시 23% 증가하여 컨센서스에 부합하는 성장률을 보여주었다. DOGE가 1월에 설립되어 1Q25에 가장 강한 강도로 부서별로 예산안을 줄이고자 했음을 감안하면, 1Q25의 견조한 실적은 주목할 만하다.

과도한 저평가는 매수 기회
 따라서, DOGE라는 불확실성으로 인해 과도하게 저평가 받고 있는 동사를 지금 주목해야 한다. 앞서 설명하였듯이 1H25 이내로 FY25 통과 시, 각 부서별로 예산 집행을 보다 편하게 할 수 있고, 동사의 매출은 1Q25처럼 견조하게 성장할 것이다. 이에 더하여 2H25 이내로 달성될 FedRamp High level 달성을 통해 연방정부 노출도를 늘릴 수 있다.

Like 샤크닌자
 만약 2Q25, 3Q25 실적을 통해 이러한 불확실성을 해소한다면, 주가는 샤크닌자와 같이 빠르게 회복할 것이다. 중국 관세의 영향으로 주가가 빠졌던 샤크닌자가 관세 불확실성이 사라지면서 빠르게 주가를 회복한 것처럼, 동사 역시 DOGE 불확실성이 해소되면 주가는 회복할 것이다.

도표 5-3. FY26 예산안 감액 내역

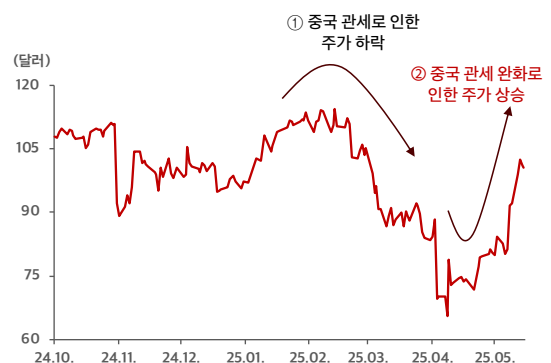
FY 2025, FY 2026 예산안 비교		
항목 (USD in millions)	FY 2025	FY 2026
Total	1830	1691
YoY (%)	0.0%	-7.6%
Base Funding	1613	1613
Non-Base Funding	217	78
방위부	892	1011
법무부 (전체)	369	345
법무부 (FBI)	113	108
YoY (%)	0.0%	-4.4%

* FBI 예산 감액 방법: 본사 행정비용 감소

* FBI 예산 감액 목적: 현장 요원 확충

출처: FY 2026 Discretionary Budget Request, SMIC 1팀

도표 5-4. 샤크닌자 주가



출처: Investing.com, SMIC 1팀

6. 매출추정

최종 매출 Table은 다음과 같다.

Cellebrite Revenue									
(\$ in thousands)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Revenue	194,913	246,246	270,651	325,110	401,203	107,549	485,434	598,243	736,922
YOY(%)		26.3%	9.9%	20.1%	23.4%	20.1%	21.0%	23.2%	23.2%
Subscription	129,745	183,317	215,943	280,414	353,035	95,829	430,798	543,608	682,286
% of Sales	66.6%	74.4%	79.8%	86.3%	88.0%	89.1%	88.7%	90.9%	92.6%
Public	125,165	176,835	204,731	260,316	325,812	78,870	398,059	503,045	632,619
% of Sales	64.2%	71.8%	75.6%	80.1%	81.2%	82.3%	82.0%	84.1%	85.8%
Private	4,580	6,482	11,212	20,098	27,223	6,516	32,740	40,563	49,668
% of Sales	2.3%	2.6%	4.1%	6.2%	6.8%	6.8%	6.7%	6.8%	6.7%
Professional service	23,032	28,760	33,463	31,135	30,883	7,309	33,223	33,223	33,223
% of Sales	11.8%	11.7%	12.4%	9.6%	7.7%	6.8%	6.8%	5.6%	4.5%
Other non-recurring	42,136	34,169	21,245	13,561	17,285	4,411	21,413	21,413	21,413
% of Sales	21.6%	13.9%	7.8%	4.2%	4.3%	4.1%	4.4%	3.6%	2.9%

동사 매출의 약 90%는 반복되는 Subscription에서 나오는 만큼, 동사의 Subscription 매출을 중심으로 엄밀하게 추정하였다. Subscription 매출은 동사의 구동형 소프트웨어를 통해 발생하는 매출로 반복적인 성격을 띤다. 이에 동사는 ARR이라는 핵심 KPI를 제시한다.

ARR (Annual Recurring Revenue)이란 해당 시점에 체결되어 있는 계약을 바탕으로, 추후 1년간 인식될 매출액을 의미한다. 동사의 경우 분기별로 ARR을 공시하는데, 그 계산식은 다음과 같다.

$$ARR = (\text{직전 달 Subscription 매출}) * 12$$

이에 본 서에서는 분기별로 ARR을 추정 후 이를 바탕으로 분기별 Revenue를 추정하였다. 다음과 같은 식을 통해 분기별 ARR에서 Revenue를 도출하였다.

$$Revenue = \{[(\text{전분기 ARR}) + \Delta ARR * (1/3)] + [(\text{전분기 ARR}) + \Delta ARR * (2/3)] + (\text{해당분기 ARR})\} / 12$$

6.1. ARR 추정 (Public)

동사의 공공기관 향 ARR은 크게 DFU(포렌식 솔루션), IU(분석 솔루션), Guardian(관리 솔루션)로 나뉜다. 이에 각 부문에 대해 제품군 별로 엄밀하게 추정하였다.

6.1.1. DFU ARR 추정 (Inseyets)

동사의 DFU 솔루션의 경우 크게 동사의 신제품인 Inseyets와 기존 주력 제품인 UFED로 나뉜다. 이에, Inseyets와 UFED 제품군으로 크게 분류하여 추정하여주었다.

DFU ARR estimates																
(\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
DFU ARR	271,737	281,303	288,713	315,747	328,565	335,502	343,689	366,896	386,874	396,442	407,062	435,102	456,088	464,489	473,374	504,188
YOY(%)	25.3%	23.8%	19.3%	22.0%	20.9%	19.3%	19.0%	16.2%	17.7%	18.2%	18.4%	18.6%	17.9%	17.2%	16.3%	15.9%
Inseyets	14,100	33,610	54,629	83,658	125,486	146,760	171,643	214,297	242,872	267,634	294,928	341,263	368,927	387,747	407,536	449,763
% of DFU ARR	5.2%	11.9%	18.9%	26.5%	38.2%	43.7%	49.9%	58.4%	62.8%	67.5%	72.5%	78.4%	80.9%	83.5%	86.1%	89.2%
% of Seats	4.0%	9.0%	14.0%	20.0%	30.0%	34.9%	40.7%	47.4%	52.0%	57.1%	62.6%	68.7%	71.9%	75.3%	78.8%	82.5%
Basic	9,071	20,411	31,750	49,098	73,646	85,777	99,906	122,180	140,776	154,480	169,517	195,319	214,649	224,660	235,137	258,407
Seats (Units)	1,117	2,514	3,911	5,760	8,640	10,063	11,721	14,334	15,729	17,260	18,940	21,823	22,841	23,906	25,021	27,497
ASP (\$ in thousands)	8	8	8	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Unlock package	5,028	13,200	22,880	34,560	51,840	60,983	71,737	92,118	102,096	113,154	125,410	145,944	154,278	163,087	172,400	191,356
Attach rate (%)	30.0%	35.0%	39.0%	40.0%	40.0%	40.4%	40.8%	42.8%	43.3%	43.7%	44.1%	44.6%	45.0%	45.5%	45.9%	46.4%
ASP (\$ in thousands)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
UFED	257,637	247,693	234,083	232,090	203,078	188,743	172,046	152,599	144,002	128,808	112,135	93,839	87,161	76,742	65,837	54,424
% of DFU ARR	94.8%	88.1%	81.1%	73.5%	61.8%	56.3%	50.1%	41.6%	37.2%	32.5%	27.5%	21.6%	19.1%	16.5%	13.9%	10.8%
% of Seats	96.0%	91.0%	86.0%	80.0%	70.0%	65.1%	59.3%	52.6%	48.0%	42.9%	37.4%	31.3%	28.1%	24.7%	21.2%	17.5%
Basic	177,002	167,784	158,565	159,667	139,709	129,847	118,360	104,981	100,561	89,950	78,307	65,530	61,754	54,372	46,646	38,560
Seats (Units)	26,819	25,422	24,025	23,040	20,160	18,737	17,079	15,149	13,820	12,362	10,762	9,006	8,083	7,116	6,105	5,047
ASP (\$ in thousands)	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	8	8	8	8
Premium	80,634	79,909	75,518	72,422	63,370	58,896	53,686	47,618	43,441	38,857	33,827	28,308	25,406	22,370	19,191	15,864
Attach rate (%)	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
ASP (\$ in thousands)	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41

Inseyets의 경우 기본 Basic 모델에 암호를 해독할 수 있는 패키지인 Unlock을 부착하는 형태로 이루어져 있고, UFED의 경우 기본 Basic 모델에 암호를 해독할 수 있는 패키지인 Premium을 부착하는 형태로 이루어져 있다. Inseyets의 Unlock의 경우 seats 1개당 1개가 부착되며, Premium의 경우 Seats 3개당 한 개가 부착된다 가정하여 추정하였다. Inseyets의 경우 Basic 모델의 ASP가 기존 UFED보다 23% 비싸며, 암호해독 모듈(Unlock)의 부착률이 기존 UFED보다 높다. 이를 반영하여 기존 UFED를 사용하는 고객들에게 Inseyets의 침투가 본격화되어 Up Selling이 일어난다는 투자포인트의 논리를 반영하여 추정하였다.

핵심 driver인 Inseyets의 침투율은 Adobe의 기존 영구 라이선스 기반의 소프트웨어에서 Cloud service로의 이주 사례를 참고하여 당시의 침투율을 proxy하여 적용하였다. Adobe의 Cloud service로의 이주 사례에서의 1년차 침투율은 20%, 2년차 침투율은 49%였다. 이는 24년초에 출시한 동사의 Inseyets 침투율이 4Q24: 20%, 1Q25: 30%이며 25년의 가이드نس가 50%라는 동사 컨퍼런스콜의 언급과 유사한 침투율이다. 이에 본서의 추정에 의하면 Inseyets는 27년까지 약 82% 침투하며, 이는 27년까지 80~90%이상인 Inseyets라는 동사의 가이드نس에 부합한다.

Inseyets가 침투하는 것은 ASP가 높은 제품 비중이 커진다는 것 외에도, 높은 가격을 지닌 암호해독 모듈의 부착률이 높아짐을 의미한다. 실제로 Inseyets의 암호해독 모듈인 Unlock의 부착률은 40%로 기존 UFED의 암호해독 모듈인 Premium의 부착률 23%에 비해 2배 가까이 높다. 동사에 따르면, 마케팅 인력들이 기존 고객들이 Inseyets로 전환할 때 Unlock 패키지도 함께 부착할 수 있도록 유도함에 따라, 유의미하게 암호해독 모듈 부착률이 높아지고 있다고 언급하였다. 이에 UFED의 Premium 부착률은 flat 처리하였고, Inseyets의 Unlock 부착률은 24년의 성장 추이를 반영하여 보수적으로 YOY 5% 성장하는 것으로 추정하였다.

6.1.2. IU ARR 추정 (Pathfinder)

IU ARR estimates (\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
IU ARR	27,527	29,834	31,378	36,275	42,179	45,721	48,083	55,246	64,455	70,077	73,918	86,170	100,695	109,600	115,707	135,949
YOY(%)	40.5%	45.3%	41.7%	53.2%	53.2%	53.3%	53.2%	52.3%	52.8%	53.3%	53.7%	56.0%	56.2%	56.4%	56.5%	57.8%
Pathfinder	26,725	29,016	30,543	35,424	41,328	44,870	47,232	54,395	63,604	69,226	73,067	85,319	99,844	108,750	114,856	135,099
% of IU ARR	97.1%	97.3%	97.3%	97.7%	98.0%	98.1%	98.2%	98.5%	98.7%	98.8%	98.8%	99.0%	99.2%	99.2%	99.3%	99.4%
Q	326	354	372	432	504	547	576	663	776	844	891	1,040	1,218	1,326	1,401	1,648
% of seats penetration	3.5%	3.8%	4.0%	4.5%	5.3%	5.7%	6.0%	6.8%	7.9%	8.6%	9.0%	10.1%	11.8%	12.8%	13.5%	15.2%
ASP	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
Others	802	818	834	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851
% of IU ARR	2.9%	2.7%	2.7%	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%

동사의 IU 솔루션은 ARR기준으로 95% 이상이 Pathfinder 제품군으로 이루어져 있다. Pathfinder의 경우 23년, 24년 YOY 36%, 50%로 ARR이 빠르게 성장하는 동사의 새로운 성장 동력이다. 이에, 투자포인트의 논리에 따라 Pathfinder가 이미 Inseyets가 침투한 고객들에게 침투하며 Cross-Selling이 이뤄짐을 반영하여 추정하였다.

Pathfinder는 Gen-AI를 비롯한 다양한 AI 툴들을 활용해 획기적으로 고객들의 ROI를 개선할 수 있으며, 아직 침투율이 5% 수준이기에 전체 ARR대비 더욱 빠른 ARR 성장률이 예상된다. 이에 SoundThinking의 CrimeTracer 침투율을 proxy하여 추정하였다. SoundThinking의 경우 SafetySmart라는 통합플랫폼을 출시하여 Shotspotter라는 총기 발포 감지 시스템을 바탕으로, 공공기관에 CrimeTracer라는 범죄 수사 검색 엔진을 Cross-Selling하였다. 동사 또한 Inseyets-Pathfinder-Guardian으로 이루어지는 통합 플랫폼을 바탕으로 Inseyets로 전환한 고객들을 대상으로 Pathfinder를 Cross-Selling 한다는 구조가 유사하며, 그 침투 속도도 유사하다.

상기 논의를 바탕으로 본 서가 추정된 27년 Pathfinder의 침투율은 15.2%로, 이는 동사가 밝힌 현실적인 최종 목표 Pathfinder의 침투율인 25%를 하회하는 보수적인 추정이라 사료된다.

6.1.3. Guardian ARR 추정

Guardian ARR estimates																
(\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Guardian ARR	9,498	10,923	12,823	14,688	15,667	18,017	21,151	24,058	25,719	29,650	34,901	40,250	43,065	49,684	58,519	67,983
YOY(%)	81.7%	90.0%	106.8%	121.5%	64.9%	64.9%	63.8%	64.2%	64.6%	65.0%	67.3%	67.4%	67.6%	67.7%	68.9%	
Q	559	643	754	864	922	1,060	1,244	1,415	1,513	1,744	2,053	2,368	2,533	2,923	3,442	3,999
% of seats penetration	2.0%	2.3%	2.7%	3.0%	3.2%	3.7%	4.3%	4.8%	5.1%	5.9%	6.9%	7.7%	8.2%	9.4%	11.1%	12.3%
ASP	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17

Guardian의 경우 동사의 Inseyets와 Pathfinder를 이어주는 핵심 Cloud Service이다. 현재 침투율이 약 3% 수준으로 매우 작기에 그 침투 여력이 매우 열려 있으며, 23, 24년 모두 ARR이 세자릿수 성장할 정도로 빠른 성장을 보여주고 있다. 동사는 Guardian의 최종 목표 침투율을 50%로 제시하며 Pathfinder 보다도 빠른 성장을 예상했다. 또한 동사의 Guardian은 Inseyets와 Pathfinder를 이어주는 통합 관리 솔루션으로, Inseyets와 Pathfinder의 침투율이 증가함에 따라 그 침투 속도가 더욱 빨라질 것이다. 이 같은 점을 고려하여, 기저효과가 있음에도 침투율이 과거 수준으로 성장함을 가정하여, 27년에 약 12%까지 침투한다 추정하였다.

상기 논의를 종합한 최종 Public ARR 추정치는 다음과 같다.

Public ARR estimates																
(\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Public ARR	308,762	322,060	332,913	366,710	386,411	399,241	412,923	446,200	477,048	496,169	515,881	561,522	599,848	623,773	647,599	708,120
YOY(%)	28.4%	27.9%	22.6%	26.3%	25.1%	24.0%	24.0%	21.7%	23.5%	24.3%	24.9%	25.8%	25.7%	25.7%	25.5%	26.1%
DFU	271,737	281,303	288,713	315,747	328,565	335,502	343,689	366,896	386,874	396,442	407,062	435,102	456,088	464,489	473,374	504,188
Inseyets	14,100	33,610	54,629	83,658	125,486	146,760	171,643	214,297	242,872	267,634	294,928	341,263	368,927	387,747	407,536	449,763
% of Public ARR	4.6%	10.4%	16.4%	22.8%	32.5%	36.8%	41.6%	48.0%	50.9%	53.9%	57.2%	60.8%	61.5%	62.2%	62.9%	63.5%
UFED	257,637	247,693	234,083	232,090	203,078	188,743	172,046	152,599	144,002	128,808	112,135	93,839	87,161	76,742	65,837	54,424
% of Public ARR	83.4%	76.9%	70.3%	63.3%	52.6%	47.3%	41.7%	34.2%	30.2%	26.0%	21.7%	16.7%	14.5%	12.3%	10.2%	7.7%
IU	27,527	29,834	31,378	36,275	42,179	45,721	48,083	55,246	64,455	70,077	73,918	86,170	100,695	109,600	115,707	135,949
Pathfinder	26,725	29,016	30,543	35,424	41,328	44,870	47,232	54,395	63,604	69,226	73,067	85,319	99,844	108,750	114,856	135,099
% of Public ARR	8.7%	9.0%	9.2%	9.7%	10.7%	11.2%	11.4%	12.2%	13.3%	14.0%	14.2%	15.2%	16.6%	17.4%	17.7%	19.1%
Others	802	818	834	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851	851
% of Public ARR	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Guardian	9,498	10,923	12,823	14,688	15,667	18,017	21,151	24,058	25,719	29,650	34,901	40,250	43,065	49,684	58,519	67,983
% of Public ARR	3.1%	3.4%	3.9%	4.0%	4.1%	4.5%	5.1%	5.4%	5.4%	6.0%	6.6%	7.2%	7.2%	8.0%	9.0%	9.6%

6.2. ARR 추정 (Private)

Private ARR estimates																
(\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Private ARR	26,046	26,737	27,959	29,190	31,995	32,727	34,243	35,712	39,199	40,070	41,928	43,725	48,003	49,063	51,339	53,539
YOY(%)	24.6%	22.1%	23.0%	21.7%	22.8%	22.4%	22.5%	22.3%	22.5%	22.4%	22.4%	22.4%	22.5%	22.4%	22.4%	22.4%

동사의 민간기업 향 ARR은 전체 ARR의 6% 수준으로 금액적 유의성이 작으나, 동사의 침투율이 작고 TAM이 공공부문보다 훨씬 크기에 아직 성장여력이 많이 남아있는 부분이다. 실제로 동사의 민간기업향 ARR은 23년 이후 YOY 20% 정도로 꾸준히 성장중이며, 동사는 가이드선으로 민간기업 향 ARR이 연평균 20%이상의 성장률로 향후 성장할 것이라 하였다. 이에 동사가 제시한 가이드선인 YOY 20%를 적용하여 민간기업 향 ARR을 추정하여주었다.

상기 논의를 종합한 동사의 Total ARR 추정치는 다음과 같다.

Total ARR estimates									
(\$ in thousands)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total ARR	92,000	137,000	187,100	249,000	315,700	395,900	481,913	605,246	761,659
YOY(%)		48.9%	36.6%	33.1%	26.8%	25.4%	21.7%	25.6%	25.8%
Public	88,320	131,520	179,616	234,060	290,444	366,710	446,200	561,522	708,120
DFU	86,480	128,095	173,068	212,546	259,979	315,747	366,896	435,102	504,188
Inseyets						83,658	214,297	341,263	449,763
% of Total ARR	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.1%	44.5%	56.4%	59.1%
UFED	86,480	128,095	173,068	212,546	259,979	232,090	152,599	93,839	54,424
% of Total ARR	94.0%	93.5%	92.5%	85.4%	82.4%	58.6%	31.7%	15.5%	7.1%
IU	1,840	3,425	6,549	17,779	24,151	36,275	55,246	86,170	135,949
Pathfinder	1,840	3,425	6,549	17,430	23,678	35,424	54,395	85,319	135,099
% of Total ARR	2.0%	2.5%	3.5%	7.0%	7.5%	8.9%	11.3%	14.1%	17.7%
Others				349	474	851	851	851	851
% of Total ARR	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Guardian				3,735	6,314	14,688	24,058	40,250	67,983
% of Total ARR	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	2.0%	3.7%	5.0%	6.7%	8.9%
Private	3,680	5,480	7,484	14,940	25,256	29,190	35,712	43,725	53,539
% of Total ARR	4.0%	4.0%	4.0%	6.0%	8.0%	7.4%	7.4%	7.2%	7.0%

6.3. Subscription Revenue 추정

6.1.과 6.2.에서 구한 Public ARR과 Private ARR을 앞서 제시한 Revenue로 환산하는 식에 대입하여 도출한 Subscriptoin Revenue 추정치는 다음과 같다.

Subscription revenue estimates																
(\$ in thousands)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Subscription revenue	79,222	85,368	93,377	95,068	95,829	106,862	110,525	117,583	126,201	132,394	137,655	147,358	158,412	166,127	172,559	185,188
YOY(%)	29.3%	27.0%	27.4%	20.9%	21.0%	25.2%	18.4%	23.7%	31.7%	23.9%	24.5%	25.3%	25.5%	25.5%	25.4%	25.7%
Public					88,450	98,741	102,091	108,777	116,691	122,449	127,328	136,577	146,768	153,949	159,914	171,987
% of Subscription revenue					92.3%	92.4%	92.4%	92.5%	92.5%	92.5%	92.5%	92.7%	92.6%	92.7%	92.7%	92.9%
Private					7,379	8,121	8,434	8,806	9,509	9,945	10,327	10,781	11,644	12,177	12,645	13,201
% of Subscription revenue					7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.3%	7.1%

6.4. Professional Service & Other non-recurring revenue

도합 매출비중이 10%이하로 그 금액적 유의성을 고려하여 25년도의 경우 1Q25의 실적을 활용하여 별도 추정 후, flat 처리하였다. 실제로 동사의 Professional Service와 non-recurring revenue의 경우 대부분이 동사의 소프트웨어 설치 시 동사의 직원을 통한 교육 매출과 소프트웨어 설치시 필요한 하드웨어 매출이다. 동사의 Inseyets로의 제품군 변경은 따로 하드웨어 변경이 필요하지 않으며, 동사가 영위하는 Pathfinder와 Guardian 모두 Cloud service를 지향하기에 앞으로 이 같은 하드웨어 매출은 성장하기 힘들 것이라 판단하였다.

7. Valuation - Historical PER Method

동사는 전술하였듯이 DOGE의 영향과는 무관하게 27년까지 Inseyets와 Pathfind, Guardians를 통해 꾸준히 견조하게 성장한다. 그 결과, GPM과 OPM이 빠르게 개선되는 모습을 관찰할 수 있다. 특히, 전체 비용의 약 75%를 차지하는 인건비의 증가 속도보다 매출이 빠르게 성장하면서 영업 레버리지 효과가 발생한다. 해당 사항들을 비용 추정 과정을 통해 확인해보자.

7.1. Cost of Revenue 추정

Estimated Cost of Sales								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Revenue	246,246	270,651	325,110	401,203	107,549	485,434	598,243	736,922
YoY(%)	26.34%	9.91%	20.12%	23.41%	20.06%	20.99%	23.24%	23.18%
Subscription services	183,317	215,957	280,414	353,035		430,798	543,608	682,286
Professional services	28,760	33,321	31,135	30,883		33,223	33,223	33,223
Other non-recurring	34,169	21,373	13,561	17,285		21,413	21,413	21,413
Cost of Revenue	42,557	50,746	53,231	62,593	17,490	73,601	84,236	97,239
COR Ratio (%)	17.28%	18.75%	16.37%	15.60%	16.26%	15.16%	14.08%	13.20%
Subscription services	11,668	17,300	19,225	26,004		32,310	42,945	55,947
Professional services	21,072	20,459	20,240	20,389		20,389	20,389	20,389
Other non-recurring	9,817	12,987	13,766	16,200		20,902	20,902	20,902
Gross Profit	203,689	219,905	271,879	338,610	90,059	411,832	514,007	639,683
GPM (%)	82.72%	81.25%	83.63%	84.40%	83.74%	84.84%	85.92%	86.80%

세 사업부별로 매출원가율이 다르다는 점을 반영하기 위하여, Subscription services, Professional services, Other non-recurring으로 구분하여 매출원가를 추정하였다.

먼저, Subscription services 사업부의 매출원가는 24년 말 기준 인건비 75%, 클라우드 인프라 비용 25%로 구성되어 있다. 그러나 20-F에서는 Cost of Revenue의 세부 계정과목에 대한 자세한 수치를 공시하지 않기 때문에 과거 16개 분기 COR Ratio를 활용하여 추정하였다. 일시적으로 매출이 감소한 22년도의 4개 분기를 제외한 나머지 분기들의 COR Rate가 약 7%+-0.5% 으로 유지된다는 점을 활용하여 매출원가를 추정하였다. [Appx 3. 참고]

Professional services, Other non-recurring 사업부는 매출이 증가하지 않는다고 가정하는 바, 과거 매출원가율의 2yrs average를 활용하여 매출원가를 추정하였다. 특히, Other non-recurring 매출의 경우 23년부터 하드웨어 및 제품 판매 매출 비중이 90% 이상을 차지함을 고려하였다.

7.2. Operating Expenses 추정

Estimated Operating Expenses								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Revenue	246,246	270,651	325,110	401,203	107,549	485,434	598,243	736,922
YoY(%)	26.34%	9.91%	20.12%	23.41%	20.06%	20.99%	23.24%	23.18%
Operating Expenses	189,867	218,861	238,642	281,704	77,791	332,951	393,760	466,423
Operating Expenses Ratio (%)	77.10%	80.86%	73.40%	70.21%	72.33%	68.59%	65.82%	63.29%
OPM(%)	5.61%	0.39%	10.22%	14.18%	11.41%	16.25%	20.10%	23.51%
Research and development	65,541	80,620	84,386	98,415		115,146	134,720	157,623
% of Sales (%)	26.62%	29.79%	25.96%	24.53%		23.72%	22.52%	21.39%
Sales and marketing	76,389	97,387	110,813	132,389		156,219	184,338	217,519
% of Sales (%)	31.02%	35.98%	34.08%	33.00%		32.18%	30.81%	29.52%
General and administrative	47,937	40,854	43,443	50,900		61,586	74,702	91,281
% of Sales (%)	19.47%	15.09%	13.36%	12.69%		12.69%	12.49%	12.39%

Operating Expenses는 R&D, S&M, G&A 로 구분하여 매출 추정하였다.

먼저, R&D 부문과 S&M 부문의 경우 최근 인원 수 증가 추이를 활용하여 추정하였다. 해당 부문 들 역시 20-F에서는 세부 계정과목에 대해 자세히 공시하지 않는다. 그러나, 22~24년 영업레버 리지효과가 강하게 나타나는 것을 통해 고정비 비중이 높음을 확인할 수 있으며, 실제로 동사의 Operating Expenses 중 인건비 비중은 70%를 차지한다. 또한, R&D, S&M의 21~24년 비용 합과 인원 수 사이 상관계수가 0.97임을 확인하였다. 따라서, 인원 수 증가 추이를 활용하여 R&D, S&M 부문을 추정하였다. 25년부터 본격적으로 Inseyets 등을 판매하기 시작하는 바, 상장 직후 인 22년의 인원 수 증가율을 활용하였다. [Appx 4 참고]

7.3. Financial Income 추정

Estimated Financial Income								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Total Financial Income	68,483	119,716	(108,800)	(332,890)		24,240	30,360	36,480
Interest on deposits etc.	847	2,025	10,569	18,219		24,339	30,459	36,579
Changes in exchange rates	(194)	845	206	(1,349)		(99)	(99)	(99)
Remeasurement of liability	67,873	116,863	(119,348)	(349,604)		-	-	-
Other	(43)	(17)	(227)	(156)		-	-	-

Financial Income의 경우 부채의 공정가치 변동에 따른 손익에 주의하여 추정하였다. 동사는 합병 과정에서 발생한 Warrant liability의 공정가치가 변동함에 따라 Financial Income이 변동해왔다. 합병 직후는 21, 22년 행사가 대비 주가가 낮게 형성되어 관련하여 영업외이익을 인식하였다. 23, 24년은 주가가 빠르게 상승하면 영업외손실을 인식하였다. 그러나, 24년 관련 Warrant가 모두 행사되었으므로 25년부터는 관련 손익을 인식하지 않았다.

7.4. Tax expense 추정

Estimated Tax expense								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Income before tax expenses	82,305	120,760	(75,563)	(275,984)		103,121	150,606	209,739
Tax expense	10,909	(45)	5,537	7,023		13,668	19,962	27,800
Tax rate (%)	13.25%	-0.04%	-7.33%	-2.54%		13.25%	13.25%	13.25%

Tax expense는 유일하게 21년도의 유효법인세율을 활용하여 추정하였다. 22~24년의 경우, Warrant 평가손익의 영향으로 당기순이익 및 법인세비용이 왜곡되어 있다고 판단하였다. 따라서, 상장 직후 당기순이익이 양수인 21년도의 유효법인세율을 활용하여 추정하였다.

7.5. Income Statement

Estimated Income Statement								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Revenue	246,246	270,651	325,110	401,203	107,549	485,434	598,243	736,922
YoY(%)	26.34%	9.91%	20.12%	23.41%	20.06%	20.99%	23.24%	23.18%
Cost of revenue	42,557	50,746	53,231	62,593	17,490	73,601	84,236	97,239
Gross profit	203,689	219,905	271,879	338,610	90,059	411,832	514,007	639,683
GPM(%)	82.72%	81.25%	83.63%	84.40%	83.74%	84.84%	85.92%	86.80%
Operating expenses	189,867	218,861	238,642	281,704	77,791	332,951	393,760	466,423
Operating income	13,822	1,044	33,237	56,906	12,268	78,882	120,246	173,259
OPM(%)	5.61%	0.39%	10.22%	14.18%	11.41%	16.25%	20.10%	23.51%
Financial income	68,483	119,716	(108,800)	(332,890)	7,060	24,240	30,360	36,480
Income before tax expenses	82,305	120,760	(75,563)	(275,984)	19,328	103,121	150,606	209,739
Tax expense (income)	10,909	(45)	5,537	7,023	1,928	13,668	19,962	27,800
Net income	71,396	120,805	(81,100)	(283,007)	19,326	89,453	130,644	181,940
NPM(%)	28.99%	44.63%	-24.95%	-70.54%	17.97%	18.43%	21.84%	24.69%
Adjusted Net income	22,883	20,431	66,130	107,544		141,999	184,063	235,996
Adjusted NPM(%)	9.29%	7.55%	20.34%	26.81%		29.25%	30.77%	32.02%

위 사항들을 반영한 최종 손익계산서이다.

7.6. Valuation - Historical PER Method

7.6.1. Why Historical PER Method?

본 보고서는 Valuation을 위해서 Historical PER Method를 사용한다. 투자포인트의 핵심은 동사 제품의 뛰어난 AI 기술력을 바탕으로, Inseyets를 비롯한 Pathfind, Guardians 매출이 가파르게 성장하고, 따라서 동사의 이익이 가파르게 성장한다는 것이다. Valuation에서는 가파른 이익 성장과 기대감을 담아내기 위해 적절한 Multiple을 담아내는 것이 중요하다. 이때 영업구조, 재무구조가 가장 유사한 동사의 과거의 Multiple을 활용하는 것이 적절한 Valuation이라 판단하여, Historical PER Method를 활용하였다.

다만, SPAC 합병 과정에서 발생한 Warrant의 공정가치 변동이 손익에 미치는 영향을 제거하기 위해 Adjusted Net Income을 활용하였다. 앞서 7.3.에서 언급하였듯이, 21년부터 24년까지 Warrant는 부채로 인식되어 공정가치 변동이 Financial Income에 영향을 주었고, Net Income 역시 이로 인해 요동쳤다. 이러한 변동성을 제거하기 위해 무형자산 상각비, 주식기준보상비용, Warrant의 공정가치 변동손익, 법인세비용을 차감하기 전 Net Income을 다시 구하였다. 무형자산 상각비 및 주식기준보상비용에 대한 추정 내역 및 Adjusted NI 계산내역은 다음과 같다.

GAAP to Non-GAAP reconciliation								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Net Income (GAAP)	71,396	120,805	(81,100)	(283,007)		89,453	130,644	181,940
Operating Expense adjustments	(8,451)	(16,534)	(22,345)	(33,924)		(38,878)	(33,457)	(26,257)
Amortization of intangible assets	(1,971)	(2,826)	(3,347)	(3,349)		(3,723)	(4,166)	(4,780)
Share based compensation	(6,480)	(13,708)	(18,998)	(30,575)		(35,155)	(29,292)	(21,477)
Financial Income adjustments	67,873	116,863	(119,348)	(349,604)		-	-	-
Remeasurement of liability	67,873	116,863	(119,348)	(349,604)		-	-	-
Tax expense	(10,909)	45	(5,537)	(7,023)		(13,668)	(19,962)	(27,800)
Net Income (Non-GAAP)	22,883	20,431	66,130	107,544		141,999	184,063	235,996

Estimated Amortization								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Total Amortization	1,971	2,826	3,347	3,349		3,723	4,166	4,780
Core technology	8,941	9,960	10,293	9,446		9,609	10,000	10,695
Trade name	2,112	1,137	162	-		-	-	-
Facility clearance	-	-	-	1,353		1,296	1,296	1,296
Customer relationship	175	157	139	473		403	333	263
Backlog	-	-	-	34		-	-	-

Estimated Share Based Compensation								
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Total SBC	(6,480)	(13,708)	(18,998)	(30,575)		(35,155)	(29,292)	(21,477)
Total Granted Shares	1,463,886	7,217,494	9,073,299	4,203,030		3,127,014	3,127,014	3,127,014
Option (Share)	70,678	1,305,133	3,222,786	913,672		785,006	785,006	785,006
RSU, PSU (Share)	1,393,208	5,912,361	5,850,513	3,289,358		2,342,008	2,342,008	2,342,008
Total SBC	(6,480)	(13,708)	(18,998)	(30,575)		(35,155)	(29,292)	(21,477)
기존 분	(6,480)	(13,708)	(18,998)	(30,575)		(29,300)	(19,533)	(9,767)
신규 분	-	-	-	-		(5,855)	(9,758)	(11,710)

또한, 25년 Adjusted EPS를 구하기 위해서 Option 및 RSU, PSU 중 행사 가능 수량을 고려하여 유통보통주식수를 구하였다. 동사는 21년 SPAC 합병 이후, Warrant, Option, RSU, PSU 등 보통주로 전환이 가능한 옵션을 많이 발행하였다. 따라서, 유통보통주식수를 계산하는 과정에서 해당 옵션들의 보통주 전환 가능성을 고려해야 한다. Warrant는 24년 모두 발행되어 25년에 미치는 영향은 없으며, Option과 RSU 및 PSU는 24년말 기준 행사 가능 수량에 24년의 행사 비율을 곱하여 더해주었다. 구체적인 계산 과정은 Appendix에 첨부하였다. [Appx. 5 참고]

7.6.2. Why Not PEER PER Method?

디지털 포렌식 시장은 과점시장으로, 주요 Player로는 Magnet Forensics, MSAB 등이 있지만 이들은 적절한 PEER가 아니다. Magnet Forensics의 경우 비상장 기업이며, MSAB의 경우 매출 규모가 동사의 약 10%이며 매출 성장률이 LSD라는 점에서 동사의 적절한 PEER가 되지 못한다.

이 외에도 정부에게 SaaS를 제공하는 Axon, Palantir 역시 동사의 적절한 PEER가 되지 못한다. Axon은 매출의 60% 이상이 하드웨어 제품에서 발생하고 있으며, 리테일 보안 컨퍼런스를 참가하는 등 민간을 향한 사업을 보다 적극적으로 확장하고 있다는 점에서 동사와 차이점이 있다. Palantir의 경우 동사에 비해서 매출 규모가 약 9배 크며, 매출 성장성 역시 약 40%라는 점에서 동사의 적절한 PEER가 되지 못한다., 따라서 위에서 언급한 PEER들 모두, Valuation을 위한 적절한 Peer가 아니라 판단하여 PEER PER Method를 적용하지 않는다.

7.6.3. Target Multiple 선정 - 3Q24 평균 12MF PER Multiple (Adjusted)

동사의 Target Multiple로 3Q24 평균 12MF PER Multiple (Adjusted) 38.76x를 제시한다. 본 보고서의 목표주가 실현시점인 25년 말은 꾸준한 매출 증가와 함께, DOGE에 대한 불확실성이 해소된 시점이다. Target Multiple로 잡은 3Q24 역시 Inseyets 매출이 본격적으로 증가하기 시작한 시점이며, DOGE에 대한 불확실성이 없는 시점이라는 점에서 유사하다.

해당 시점에는 24년초 처음으로 선보인 AI 패키지 Inseyets의 매출이 2Q24 실적 발표 시 실제 숫자로 보여지면서 시장 참여자들이 매출 성장에 대한 확신을 얻게 되었다. 동시에 이를 바탕으로, AI 통합 솔루션의 일환으로 Pathfind 및 Guardians 까지 Cross-selling할 수 있겠다는 기대감을 가지게 된 시점이다. 25년 말 역시 Inseyets 매출은 20% 이상 이루어지며, DOGE와 무관하게 Pathfind 및 Guardians가 판매될 것이라는 기대감이 다시 생기는 시점이다.

앞서 언급한 사항들을 모두 종합하여, 26E EPS 0.77달러에 Target Multiple 38.76을 적용한 목표주가 29.70달러, 상승여력 71.95%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Valuation - PER Method (2026E)	
2026E Sales (USD in thousands)	598,243
2026E Net Income (USD in thousands)	130,644
2026E Adjusted Net Income (USD in thousands)	184,063
Shares Outstanding	240,239,662
2026E Adjusted EPS	0.77
Target PER Multiple	38.76x
목표주가 (USD)	29.70
현재주가 (USD)	17.27
상승여력	71.95%

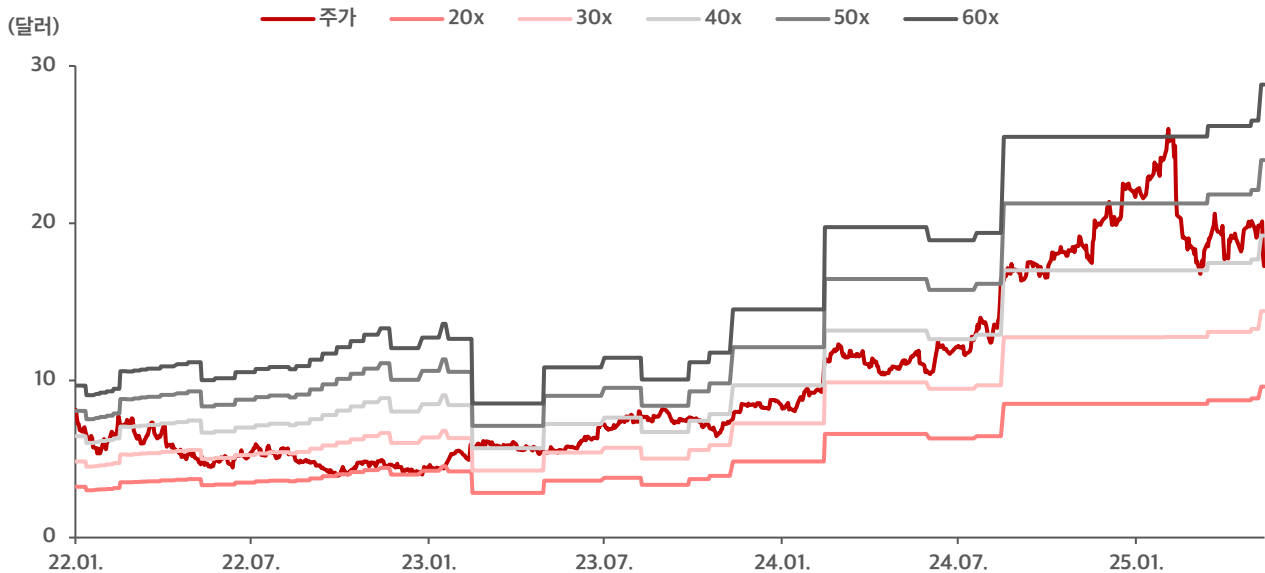
Appendix

Appx 1. 연결 BS, CF

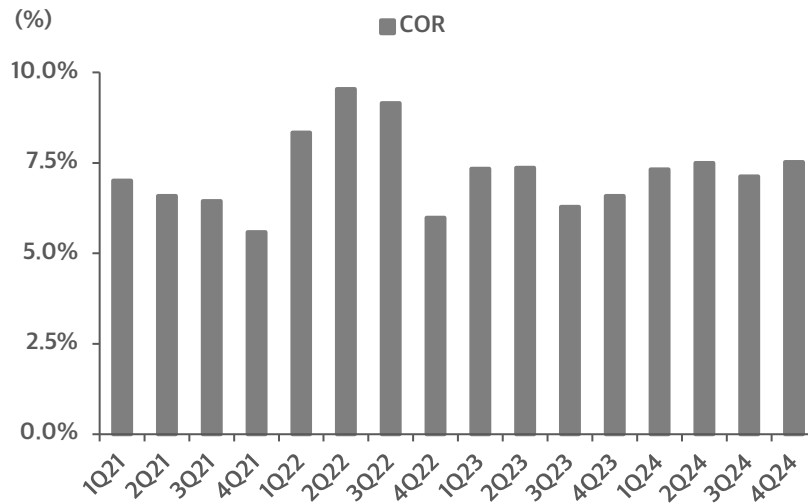
Balance Sheet				
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024
Total assets	339,783	403,293	532,885	690,567
Total current assets	273,212	295,931	422,082	567,593
Cash and cash equivalents	145,973	87,645	189,517	191,659
Marketable securities	-	44,643	38,693	101,818
Restricted cash	-	-	-	-
Short-term deposits	35,592	51,335	74,713	153,746
Trade receivables	67,505	78,761	77,269	82,358
Prepaid expenses and other current assets	12,818	17,085	26,400	23,246
Contract acquisition costs	4,813	6,286	5,550	5,827
Inventories	6,511	10,176	9,940	8,939
Total non-current assets	66,571	107,362	110,803	122,974
Other non-current assets	1,958	17,384	21,601	18,286
Marketable securities	-	22,125	28,859	36,601
Deferred tax assets, net	9,800	12,511	7,024	11,072
Property and equipment, net	16,756	17,259	15,896	16,995
Intangible assets, net	11,228	11,254	10,594	11,306
Goodwill	26,829	26,829	26,829	28,714
Total liabilities	413,132	329,428	498,673	354,547
Total current liabilities	367,167	271,508	436,903	295,502
Trade payables	9,546	4,612	8,282	11,077
Other accounts payable and accrued expenses	54,044	50,456	49,817	67,455
Deferred revenues	122,983	152,709	195,725	216,970
Restricted Sponsor Shares liability	44,712	17,532	47,247	-
Price Adjustment Shares liability	79,404	26,184	81,715	-
Derivative warrant liabilities	56,478	20,015	54,117	-
Total long-term liabilities	45,965	57,920	61,770	59,045
Liability for employees' severance benefits	375	-	-	-
Other long term liabilities	9,164	15,747	14,672	13,798
Long-term deferred revenues	36,426	42,173	47,098	45,247
Share capital	(73,349)	73,865	34,212	336,020
Additional Paid-in Capital	(153,072)	(125,624)	(84,896)	498,883
Treasury stock	(85)	(85)	(85)	(85)
Accumulated other comprehensive income	1,372	331	1,050	2,086
Retained earnings	78,436	199,243	118,143	(164,864)

Cash Flow				
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024
Cash flow from operating activities	36,052	20,577	102,058	132,171
Net income (loss)	71,396	120,805	(81,100)	(283,007)
Employees' stock option compensation	6,480	13,708	18,998	30,575
Amortization of accrued interest on securities	-	(372)	(1,106)	(2,904)
Depreciation and amortization	7,091	9,194	10,011	10,607
Interest income from short term deposits	-	(684)	(7,737)	(10,736)
Deferred income taxes	(1,638)	(2,392)	5,125	(4,015)
Net changes in operating assets and liabilities	-	-	-	-
Liability for severance benefits, net	10	(6)	-	-
Trade receivables	(1,958)	(12,885)	2,271	(5,829)
Deferred revenue	21,804	38,966	46,114	22,317
Long term other assets	(1,394)	227	(5,610)	(341)
Other receivables	(8,304)	(5,692)	(9,211)	3,201
Inventories	(1,798)	(3,680)	243	982
Trade payables	4,155	(5,471)	3,691	2,755
Other accounts payable	5,107	(8,853)	734	17,586
Other long-term liabilities	2,974	(4,137)	121	880
Other	(67,873)	(118,151)	119,514	350,100
Cash flows from investing activities	45,226	(91,231)	(22,540)	(149,473)
Purchases of property and equipment	(5,111)	(6,897)	(5,231)	(8,566)
Investment in marketable securities	-	(67,087)	1,019	(67,818)
Payment related to business combination	(20,000)	-	-	(2,748)
Purchase of intangible assets	(3,000)	(2,188)	(2,687)	(2,043)
Short term deposits, net	73,337	(15,059)	(15,641)	(68,298)
Cash flows from financing activities:	(68,397)	13,969	21,765	20,651
Acquisition of treasury stock	-	-	-	-
Proceeds from recapitalization transaction, net	29,298	-	-	-
Dividend paid	(100,000)	-	-	-
Exercise of options to shares	2,305	13,969	21,765	20,651
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	12,881	(56,685)	101,283	3,349
Net effect of Currency translation on cash and cash equivalents	(754)	(1,643)	589	(1,207)
Cash and cash equivalents etc. (beginning of period)	133,846	145,973	87,645	189,517
Cash and cash equivalents etc. (end of period)	145,973	87,645	189,517	191,659

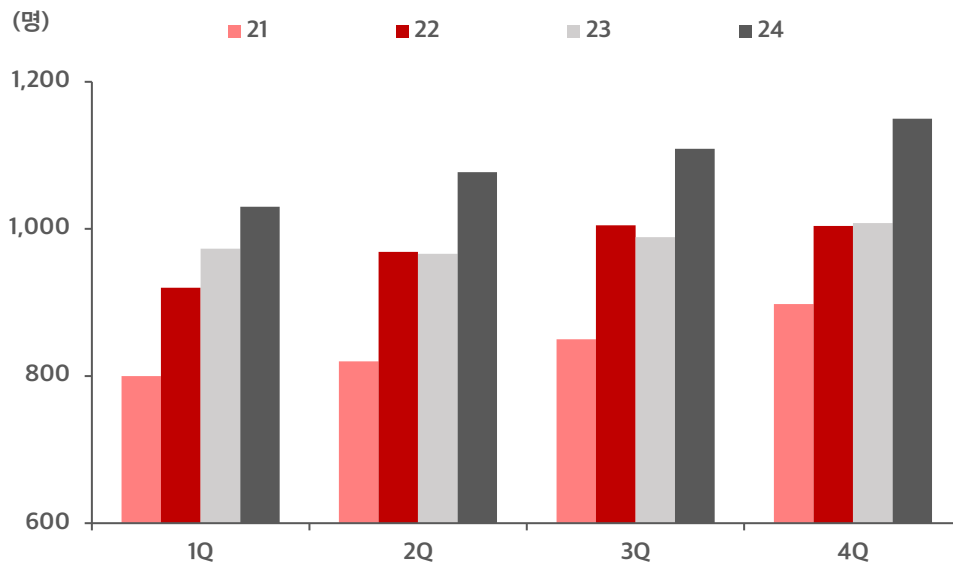
Appx 2. 12MF PER Band



Appx 3. Subscription services COR



Appx 4. 직원 수 추이



Appx 5. 25년말 유통보통주식수 계산

25년말 유통보통주식 수 계산	
24년말 유통보통주식 수 (주)	234,524,000
24년 말 기준 행사 가능 Option 수	10,472,033
행사 비율	33%
25년 행사 예정 Option 수	3,455,771
24년 말 기준 행사 가능 RSU, PSU 수	7,289,971
행사 비율	31%
25년 행사 예정 Option 수	2,259,891
25년말 유통보통주식수 (주)	240,239,662

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.