

KOSDAQ | 소프트웨어와서비스

에스피소프트 (443670)

MS 생태계 확산 및 자회사 인수 효과로 성장

체크포인트

- 에스피소프트는 국내 마이크로소프트 SPLA 유통 점유율 1위 기반 위에 클라우드·DaaS·보안 서비스를 결합해 SME 기업 중심의 IT 운영 시스템을 제공하는 가비아 그룹의 핵심 IT 인프라 기업. 2025년 3Q 누적 매출 비중은 MS 소프트웨어 47%, DaaS 3%, 솔루션 15%, 유호스트 (IDC-MSP) 35% 차지
- 투자포인트는 1) MS 365-Copilot 확산 수혜, 2) 가비아 연계 SME DaaS 독점 구조, 3) 유호스트 인수로 외형 성장 및 운영 효율 개선 기대
- 2025년 매출 572억 원(+26.9% YoY), 영업이익 48억 원(OPM 8.5%)으로 실적 정상화 기대. 2026년부터 CSP-DaaS-MSP 매출 확대와 IDC 고정비 레버리지 효과로 EPS 개선 기대. 최근 공시된 40억 원 규모 자사주 매입·소각 실행은 발행주식수 축소 효과를 통해 밸류에이션 정상화의 촉매로 작용할 가능성 존재함

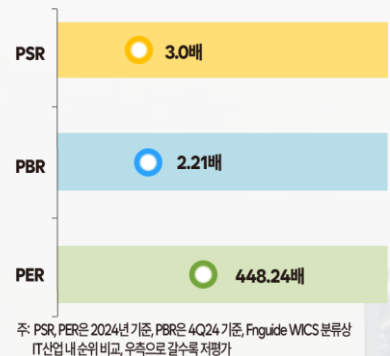
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



에스피소프트 (443670)

Analyst 이나연 lny1008@kirs.or.kr

RA 권지승 rnjswltd32@kirs.or.kr

KOSDAQ

소프트웨어서비스

통합 IT 운영 기반을 통한 산업 구조적 수혜 포지션

에스피소프트는 MS 소프트웨어(SPLA/CSP), DaaS, 보안, 클라우드, IDC를 통합 제공하는 IT 운영 기반을 갖추고 있으며, SME의 IT 인력 부족(보유율 18~19%)과 랜섬웨어 피해 기업의 94%가 중 소·중견기업이라는 현실 속에서 중앙관리형 VDI·DaaS 전환 수요의 직간접적 수혜를 받고 있음. 2025년 3Q 누적 매출 비중은 MS 소프트웨어 47%, 유호스트(IDC·MSP) 35% 등으로, 공공·금융·SME의 보안·클라우드 수요를 가비아·유호스트사와 함께 흡수할 수 있는 구조적 장점이 존재함

투자포인트: 1) MS 생태계 확장 2) SME DaaS 독점 구조 3) 유호스트 내재화

MS 365-Copilot 확산은 생성형 AI 기반의 업무환경 전환과 맞물려 CSP 구독 매출을 직접적으로 끌어올리고 있으며, SME 고객 기반이 가장 넓은 가비아 그룹 내에서 MS 생태계를 전담한다는 점은 동사의 사업 매력도를 더욱 높일 것으로 판단함. 동시에 동사는 가비아 공공 클라우드 위에서 DaaS 기술·운영을 전담하는 유일한 계열사로, SME 대상 DaaS를 안정적으로 공급할 수 있는 사실상 유일한 국내 사업자. 가비아의 DaaS VM이 2021~2024년 CAGR 40% 이상 증가하는 동안 동사의 DaaS 매출도 CAGR 91%로 확대되며, VM 증가가 곧 구독 매출 성장으로 연결되는 구조적 연동성이 명확하게 확인됨. 여기에 유호스트 인수를 통한 IDC·MSP 조직 내재화가 외형 확대뿐 아니라 비용 효율화와 운영 레버리지 개선에도 기여하면서, 수익성 정상화 흐름이 점진적으로 강화될 것으로 전망됨

실적 정상화와 밸류에이션 리레이팅 구간 진입

2025년 매출 572억 원(+26.9% YoY), 영업이익 48억 원(OPM 8.5%)으로 실적 정상화가 가시화되고 있으며, 2026년부터는 CSP·DaaS·MSP 매출 확대와 IDC 고정비 레버리지로 EPS 개선이 본격화될 전망. 현재 2025E PER 35배는 상장 초기 기대감으로 인한 프리미엄이 많이 사라진 상황이며, 2026년에는 이익 증가에 따른 EPS 상승으로 업종 평균에 근접한 20배 초반까지 정상화 가능성이 존재. 또한 40억 원 규모 자사주 매입·소각 실행은 소형 SW 기업에서 멀티플 회복을 촉발하는 이벤트로 작용할 가능성이 높음

Forecast earnings & Valuation

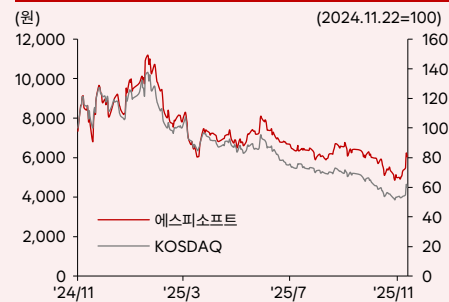
	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	173	334	352	451	572
YoY(%)	N/A	93.4	5.5	28.0	26.9
영업이익(억원)	27	49	48	38	48
OP 마진(%)	15.5	14.6	13.5	8.3	8.5
지배주주순이익(억원)	19	41	44	3	43
EPS(원)	272	199	207	13	175
YoY(%)	N/A	-26.8	3.7	-93.5	1,198.1
PER(배)	0.0	0.0	0.0	621.9	34.9
PSR(배)	0.0	0.0	0.0	4.2	2.6
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	31.3	15.1
PBR(배)	0.0	0.0	0.0	3.2	2.2
ROE(%)	8.6	16.5	14.7	0.6	6.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (12/3)	6040원
52주 최고가	11,200원
52주 최저가	4,855원
KOSDAQ (12/3)	932.01p
자본금	24억원
시가총액	1,494억원
액면가	100원
발행주식수	25백만주
일평균 거래량 (60일)	10만주
일평균 거래액 (60일)	6억원
외국인지분율	163%
주요주주	케이아이엔엑스 외 5인 42.09%
	김일신 6.82%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20	-11.2	-29.9
상대주가	0.1	-29.4	-48.1

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

기업 개요 및 연혁

에스피소프트는 소프트웨어 유통과 클라우드 기반의 백엔드(Back-end) 솔루션을 담당하며, 주식회사 가비아의 손자 회사이다. 에스피소프트는 2013년 1월 '에버뷰'로 설립되었다. 2017년 8월 마이크로소프트 SPLA(Service Provider License Agreement)총판 영업권을 인수하면서 소프트웨어 유통 사업을 본격적으로 시작했으며, 같은 달 사명을 '에스피소프트'로 변경했다. 또한 2021년 11월 '케이아이엔엑스'가 최대주주로 있던, 백엔드 솔루션 기업인 '피플커넥트'를 흡수 합병하면서 케이아이엔엑스가 최대주주로 변동되었다.

에스피소프트는 2024년 2월 아이비케이 제19호 스팩 합병을 통해 상장했고, 117억원의 자금이 유입되었다. 투자설명서에 따르면 공모자금은 운영자금(64.5억원), 시설자금(43.5억원), 차입금상환(9.0억원)으로 사용될 계획이다.

에스피소프트는 2024년 연간 451억원(YoY +28.0%)의 매출액을 달성했다. 주요 제품군별 매출액은 MS 소프트웨어 유통 242억원(YoY +6.2%), DaaS 22억원(YoY +82.7%), 솔루션 85억원(YoY -24.8%), 자회사 유호스트 103억원(2024년 자회사 편입)을 기록했다.

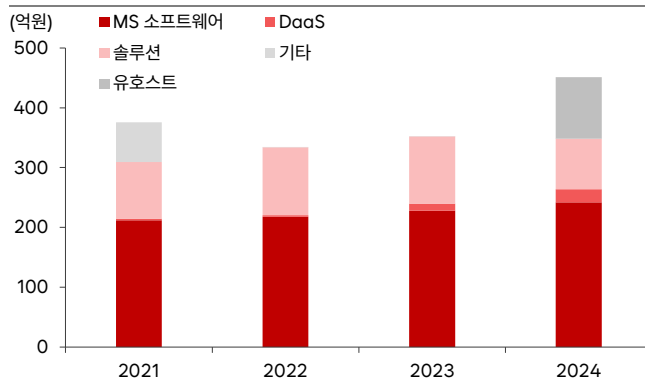
유호스트는 IDC 운영, 클라우드 MSP(Managed Services Provider), 스마트팩토리(FEMS; Factory Energy Management System) 사업을 영위하는 기업이다. 에스피소프트는 MS 소프트웨어 유통 기반의 사업의 한계를 벗어나고, 그룹사인 가비아와 케이아이엔엑스의 데이터센터 확장을 통한 시너지를 위해 유호스트를 2024년 8월 자회사로 편입했다.

에스피소프트 주요 연혁

2013~2018	2020~2023	2024~
• (주)에스피소프트 설립 • 자본금 2,000백만원으로 증자 • Microsoft SPLA(Service Provider License Agreement)총판 영업권 인수 • 이은재 대표이사 취임	• Microsoft CSP License 런칭 • 클라우드기반 기술 Legato RD(원격연결솔루션)와 VDI관리포털 • 개발 기술을 활용한 데스크톱 가상화 솔루션 gDaaS 런칭 • 클라우드 솔루션 서비스 업체 주식회사 피플커넥트 흡수 합병 • 방송통신위원회 불법촬영을 차단 IVMS 서비스 오픈 • 불법복제를 유통방지를 위한 영상 특징값 추출 및 검출 기술 이전(ETRI) • 벤치기입확인서 발급 • VDI gDaaS v2.0' 국정원 보안기능확인서 획득 • gDaaS솔루션 가비아 공공전용 DaaS서비스 CSAP 인증 • 모바일 웹하드 특징기반 필터링기술평가 확인서(오디오, 비디오) • 특징기반 필터링기술 성능평가 확인서(오디오, 비디오) • 특징기반 필터링기술 성능평가 확인서(복스캔 민화) • 기술혁신형 중소기업(Inno-Biz) 확인(중소벤처기업부) • '불법촬영물 등 비교, 필터링 기술' 한국정보통신기술협회(TTA) 성능평가 통과 • 한국거래소 상장예비심사 통과	• 한국거래소 코스닥 신규상장 • VDI gDaaS V2.0' 한국정보통신기술협회(TTA) 소프트웨어품질인증서(1등급) 획득 • 중간기업 확인서 발급 • 클라우드 솔루션 업체 주식회사 유호스트 자회사 편입

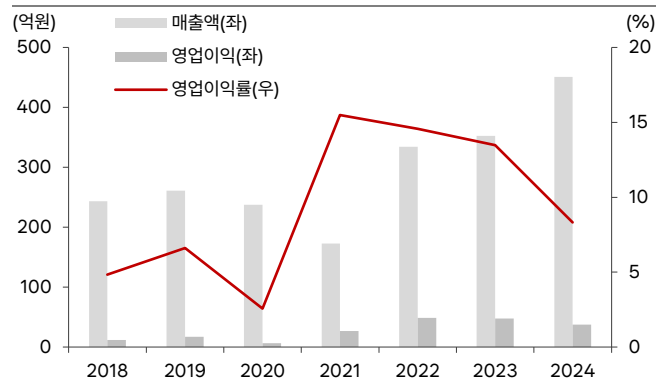
자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출액 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

매출액 및 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 서비스

에스피소프트는 가비아 그룹 내에서 소프트웨어를 유통하고 클라우드 기반의 백엔드 솔루션을 담당하고 있다. 가비아는 300만 사업자 고객 기반을 바탕으로 SME(Small and Medium-sized Enterprises)를 대상으로 도메인·호스팅·클라우드·SaaS 등 디지털 인프라 전주기 서비스를 제공하고 있다. 에스피소프트는 (1) MS 소프트웨어 유통(SPLA/CSP), (2) 웹하드·콘텐츠 업로드 대상 클라우드 서비스 및 솔루션, (3) DaaS 기술 지원 및 운영을 바탕으로 그룹사의 디지털 인프라 사업과의 시너지를 창출하고 있다.

[MS 소프트웨어 유통(SPLA/CSP)]

에스피소프트는 2017년 8월 Microsoft SPLA(Service Provider License Agreement) 총판 영업권 인수, 2020년 1월 Microsoft CSP(Cloud Service Provider) License 런칭했다. 이는 MS 소프트웨어를 이용하려는 고객들에게 월 단위로 이러한 소프트웨어를 유통하는 사업이다. 현재 에스피소프트는 국내 SPLA 유통 물량의 약 70%를 차지하는 공급자로 국내 주요 게임사, 웹서비스, 통신사 등을 고객사로 보유하고 있다. 기업들이 클라우드로 전환하면서 SPLA 사업 고객수는 줄어드는 추세지만, 이는 곧 에스피소프트의 CSP 고객수 증가로 이어지기 때문에, 에스피소프트의 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 전망된다.

[클라우드 서비스 및 솔루션]

에스피소프트는 기업들의 디지털 전환을 지원하는 클라우드 서비스 및 솔루션을 운영하고 있다. 이는 웹하드와 파일 공유 사이트 대상으로 스토리지, 스트리밍 CDN(Content Delivery Network), 저작권 및 불법 콘텐츠 차단 필터링 솔루션 등을 제공하는 서비스이다. 규제 강화와 시장 축소로 성장성은 제한적이지만, 에스피소프트가 국내 시장에서 독점적인 지위(시장점유율 70~80%)를 차지하고 있어, 향후에도 안정적인 매출 유지가 가능하다.

[DaaS 기술 지원 및 운영]

DaaS(Desktop as a Service)는 에스피소프트의 신성장 동력으로 현재 데스크톱 가상화(VDI, Virtual Desktop Infrastructure) 서비스를 중심으로 제공하고 있다. 이는 에스피소프트가 자체 개발한 데스크톱 가상화 솔루션인 gDaaS를 고객 맞춤형으로 구축해주거나 클라우드 시스템에서 구독형으로 제공하는 서비스이다. DaaS 사업의 경우

고객 특성 상 공공기관 조달 입찰이나 제안 경쟁 입찰을 통해 수주되는 경우가 많아 경쟁입찰에 필요한 전문 영업인력과 실적, 보안 인증 등이 갖춰져야 한다. 에스피소프트는 계열회사인 가비아가 공공클라우드 시장에서 유력한 위치에 있는 만큼 가비아의 보안영업팀을 통해 '가비아 DaaS'라는 브랜드로 서비스를 판매하고 있다. 공공 기관이나 대기업은 현재 망분리 규제에 따라 가상화 도입이 진행중이며, 최근에는 이러한 흐름이 중소기업으로 확산되고 있다.

DaaS 서비스 특징

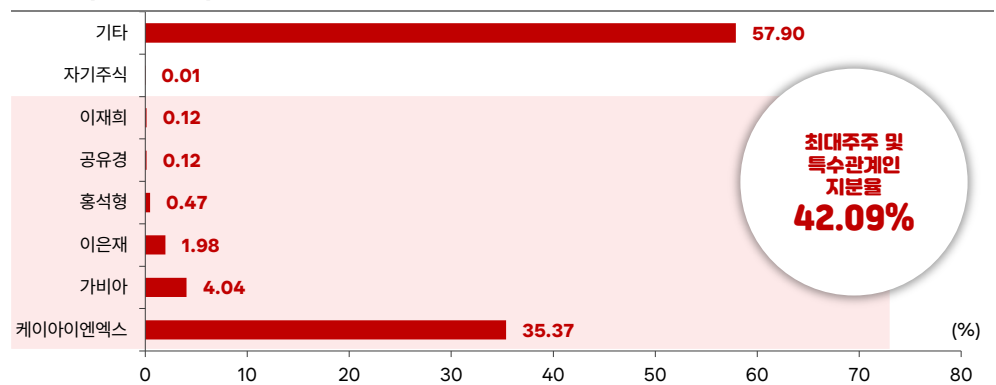
스마트워크 환경 지원	강력한 기업보안	비용절감	IT관리 편의성
- 재택/출장 및 원격근무 시 업무PC와 동일 OS 제공 - 다양한 모바일 기기를 활용한 업무처리	- 데이터의 중앙서버 저장 2단계 보안인증(음성)을 통한 해킹 위험 감소 - 업무용/인터넷용 논리적 망분리를 통한 개인 정보유출 차단	- 초기 구축비용없이 저렴한 월정액 서비스 이용 - 노후PC 사용에 따른 업그레이드 부담 해소 - 데스크탑 관리 비용/시간 절감	- 제공되는 관리들을 통해 편리한 다수PC 관리 - 신속한 장애 대응 및 손쉬운 PC 초기화 - 고객별 맞춤 환경 제공

자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성

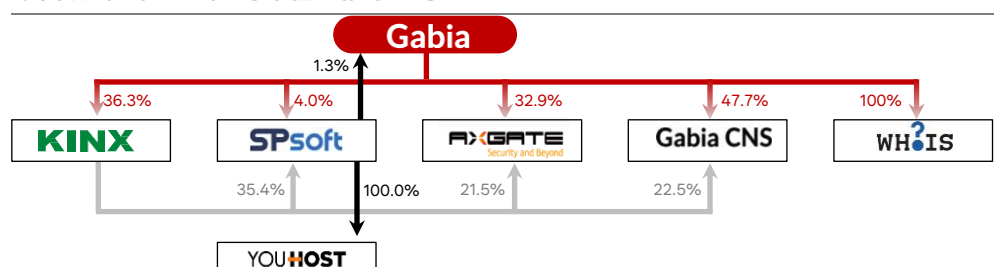
2025년 9월 말 기준 에스피소프트의 총 발행주식수는 24,741,392주이다. 최대주주인 케이아이엔엑스는 35.37%의 지분을 보유하고 있으며, 케이아이엔엑스의 모회사인 가비아는 4.04%의 지분을 보유하고 있다. 이은재 대표이사는 1.98%의 지분을 보유하고 있으며, 최대주주 및 특수관계인의 합산 지분율은 42.09%를 차지하고 있다.

주주 구성(3Q25말 기준)



자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

가비아 및 에스피소프트 주요 종속기업 보유 지분 현황



자료: 가비아, 에스피소프트 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황
1 기업 IT 인프라 산업 현황
**로컬 PC → 중앙관리형 인프라로
전환되는 국내 기업 IT 환경**

기업 IT 인프라 시장은 로컬 PC 중심의 전통적 운영 모델에서 벗어나, 클라우드 기반 중앙관리형 구조로의 전환이 본격화된 국면에 있다. 팬데믹 이후 원격·하이브리드 근무 방식이 상시화되면서 운영체제(OS), 보안 정책, 문서 저장 및 업무 시스템 관리 단위가 개별 PC 단위로 분산되기 어려워졌고, 기업 IT 환경은 자연스럽게 중앙 서버 기반의 가상화 인프라(DaaS·VDI)로 이동하고 있다. National Research Reports에 따르면 글로벌 DaaS 시장은 2020년 45억 달러에서 2024년 88억 달러로 확대되었고, 2030년까지 연평균 19.4%의 성장세가 전망된다.

**국내 사이버 침해사고 증가와
SME 보안 취약성**

국내 역시 중앙화된 IT 인프라에 대한 수요 확산이 정량적으로 확인된다. 국내 VDI·DaaS 시장은 2024년 기준 약 333.3백만달러에서 2035년 2,000백만달러 수준으로 확대될 것으로 전망되며, 연평균성장률(CAGR)은 약 17.7%에 달한다. 시장 규모는 글로벌 대비 초기 단계지만, 기업 IT 투자 구조가 CAPEX 중심의 구축형 모델에서 OPEX 중심의 구독형 운영 모델로 재편됨에 따라 향후 10년 이상 구조적 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

이러한 VDI·DaaS 수요 확산의 근거는 보안 환경에서 더욱 명확해진다. 한국인터넷진흥원(KISA)에 따르면 국내 사이버 침해사고 신고 건수는 2023년 1,277건에서 2024년 1,887건으로 48% 증가했다. 랜섬웨어 피해 기업 중 중소기업(SME) 비중이 94%에 달하는 점은 국내 SME 기업의 보안 취약성을 구조적으로 드러내는 지표다. SME는 IT 전문인력 보유율이 18~19%에 불과하고, 직원 50인 이하 기업의 경우 IT 인력을 전혀 보유하지 않은 비중이 70%를 상회한다. 개별 로컬 PC에 데이터와 애플리케이션이 산재해 있는 구조적 한계 때문에 패치·백업·보안 정책의 일관성이 확보되기 어렵고, 결과적으로 DaaS·VDI 기반의 중앙화된 운영 방식이 가장 효율적인 대안으로 부상하고 있다.

VDI·DaaS는 애플리케이션과 데이터를 사용자 PC가 아닌 중앙 서버에 배치해 네트워크를 통해 화면만 전달하는 방식이기 때문에, 업무 데이터 외부 반출 위험을 근본적으로 차단하고, 패치·백신·권한 정책을 중앙에서 일괄 적용할 수 있다. 공공·금융·제조 분야에서 가상화 기반 망분리 도입이 확대되는 배경도 이러한 구조적 이점과 맞닿아 있다. 실제로 다수의 공공부문·금융기관은 KISA·정부 지침에 따라 VDI 기반의 보안형 원격접속 및 망분리 환경으로 전환 중이며, 이는 민간기업 수요 확산의 시그널로도 해석할 수 있다.

**생성형 AI(Copilot)의 확산으로
가상화 수요 가속**

또한 Microsoft 365 Copilot 등 생성형 AI 기반 업무환경 확산은 중앙화된 IT 인프라 수요를 더욱 강화시키고 있다. 생성형 AI 서비스는 지속적 업데이트, 최신 보안 패치, 민감 데이터 접근 제어, 사용자 로그 관리가 필수이기 때문에, 산재된 로컬 PC 기반보다는 중앙 제어가 가능한 VDI·DaaS 환경과 높은 구조적 결합도를 가진다. 기업이 AI 업무환경을 도입할수록 개별 단말기 기반 운영 방식은 점점 비효율적으로 전환되고 있으며, 이는 가상화 기반 운영 모델로의 전환을 가속하는 요인이 되고 있다.

기업 공공 중심의 대형 SI와

이러한 기술 트렌드를 기반으로 국내 VDI·DaaS 시장의 공급 생태계 또한 이중 구조를 보이고 있다. 대기업·금융·공공

SME 대상의 경량 구축형 가상화·MSP로 이원화

부문에서는 삼성SDS·LG CNS 등 대형 SI 기업이 구축형 가상화 인프라 및 보안 통합 솔루션을 중심으로 시장을 선점하고 있다. 이들은 대규모 프로젝트 수행 경험과 다양한 인증 체계가 강점이지만, 구축비용 구조가 크고 커스터마이징 과정이 복잡해 SME 기업군에게는 진입 장벽이 높은 편이다. 통신 3사(KT·SK·LG+)는 네트워크·보안·클라우드가 결합된 패키지형 관리형 VDI 서비스를 제공하고 있으나, 실제 고객사 단말·업무환경·SaaS·헬프데스크까지 포함하는 운영 통합 서비스는 제한적이다.

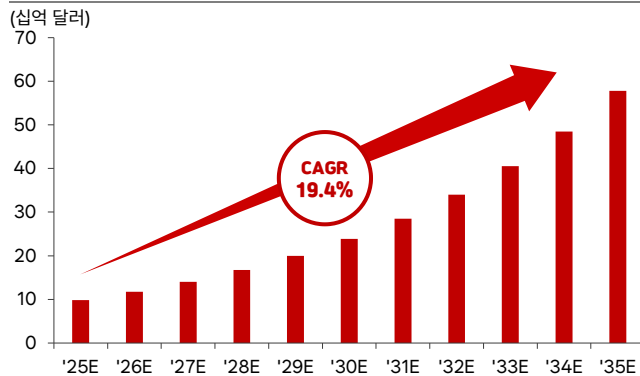
반면 SME 시장은 전혀 다른 경쟁 환경에 놓여 있다. 네이버클라우드, NHN Cloud, KT Cloud 등 CSP(Cloud Service Provider)는 자체 DaaS 상품을 제공하지만, 실질적인 운영 생태계를 대항하기에는 구조적 제약이 있다. SME 기업의 특성상 IT 전담인력이 부족하다는 점을 고려하면 단순히 가상 데스크톱 제공만으로는 운영 공백을 해결하기 어렵기 때문이다.

이러한 공백을 메우는 주체가 바로 MSP(Managed Service Provider) 운영 전문기업이다. MSP란 기업이 자체적으로 수행하기 어려운 IT 인프라와 클라우드 시스템의 구축·운영·관리를 전문적으로 대행해 주는 서비스 사업자를 의미한다. 국내 MSP 기업 중 일부가 특정 클라우드(Azure·AWS·Naver Cloud) 기반 운영 대행을 제공하지만, 단순 인프라 관리에 그치는 경우가 많다. 반면 SME 고객이 원하는 것은 가상화 인프라 구축 보안 정책 관리 단말기 운영·패치 SaaS 구독 관리(M365·Copilot) 사용자 헬프데스크 등 업무환경 전반의 통합 아웃소싱이다. 이를 구현하는 기업은 제한적이며 이러한 통합 업무환경은 중앙 서버 기반의 가상화 기술과 결합될 때 가장 효율적으로 제어될 수 있기 때문에, VDI·DaaS 기술력을 바탕으로 통합 서비스를 제공하는 MSP들이 빠르게 성장하고 있다.

이러한 시장 내에서 기업별 주력 분야를 살펴보면 에스피소프트의 차별성은 더욱 명확해진다. 국내 대표 MSP인 메가존클라우드가 AWS 중심의 대규모 인프라 관리에, 베스핀글로벌이 멀티 클라우드 운영 최적화에 주력한다면, 에스피소프트는 Microsoft 솔루션을 기반으로 VDI와 라이선싱, 운영을 결합한 모델에 특화되어 있다. 이는 단순한 인프라 관리(IaaS MSP)를 넘어, 하드웨어·소프트웨어·구독 관리를 토큰으로 제공하는 글로벌 IT 솔루션 기업 CDW나 Insight의 사업 구조와 궤를 같이한다. 즉, 인프라가 아닌 사용자 업무환경 전체를 아웃소싱한다는 점이 기존 국내 MSP들과는 뚜렷이 구별된다.

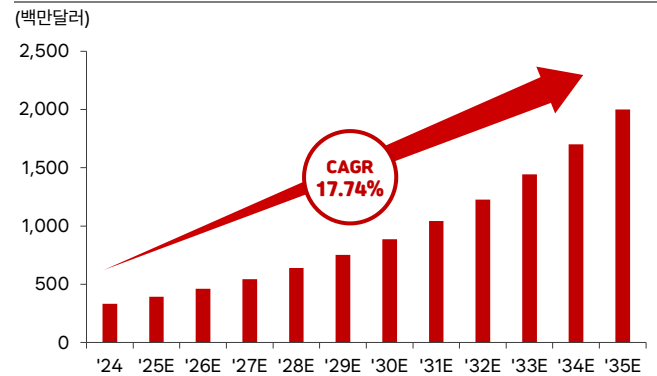
이러한 독자적인 모델은 IT 전담 인력이 부족한 SME 시장의 니즈와 정확히 맞물린다. VDI·DaaS·보안·SaaS(M365·Copilot)를 통합 제공하는 방식은 고객의 운영 부담을 원천적으로 해소하며, 경쟁이 분절된 SME 시장에서 독보적인 지배력을 갖게 한다. 여기에 글로벌 DaaS 시장의 성장, 보안 사고 증가, 공공·금융 중심의 규제 강화, AI 기반 업무환경 확대라는 산업 변화까지 더해져, 관리형 VDI·DaaS에 대한 구조적 수요는 더욱 가파르게 확대될 전망이다.

글로벌 DaaS 시장 규모



자료: Research Nester, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국 Virtual Desktop 시장 규모



자료: MRFR, 한국IR협회의 기업리서치센터

기업 보안사고 발생 현황

구분	수치	설명	출처
국내 침해사고 신고 건수	2023년 1,277건 2024년 → 1,887건	전년 대비 약 48% 증가	KISA 보도자료 (2025.01.24)
랜섬웨어 피해 기업 중 SME 비중	2024년 94%	신고된 랜섬웨어 피해 중 중소중견기업 비중이 대다수 차지	KISA 보도자료 (2025.01.24)

자료: KISA, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 VDI · DaaS · MSP 산업의 경쟁 구도 비교

구분	주요 기업	강점	한계	고객군
대형 SI	삼성 SDS, LG CNS	보안 인증 대규모 프로젝트 금융/공공 경험	구축형 위주, 비용 높음	대기업 금융 공공
통신사	KT, SK, LGU+	네트워크 클라우드 보안 패키징	운영 SaaS-VDI 통합관리 한계	중견 대기업
CSP 기반 DaaS	Naver Cloud, NHN Cloud, AWS, Azure	인프라 안정성, API 확장성	운영/보안/패치 PC 관리 공백	중견 SME
원격접속보안 솔루션	안랩, 지란지교, 시큐어가드	망분리 보안 기능 우수	DaaS-VDI 인프라 자체 제공 x	공공 금융 일부 SME
MSP-VDI 전문기업	에스피소프트, 베스핀글로벌, 메가존클라우드 등	SME 맞춤형 통합 운영, 운영 아웃소싱, 비용 효율	인지도 규모의 경제 한계	SME 중견

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

1 SPLA에서 M365-Copilot 기반 CSP로의 전환

SPLA 중심 사업구조에서 CSP로의 구조적 전환

에스피소프트의 MS 소프트웨어 사업은 SPLA(Server Provider License Agreement) 기반의 온프레미스 라이선스 공급 구조에서 벗어나, 2024년을 기점으로 M365-Copilot 중심의 클라우드·AI 생산성 생태계로 빠르게 재편되고 있다. 이는 단순한 제품 포트폴리오 확장이 아니라, 성장 정체가 명확해진 SPLA 산업을 대체할 차세대 성장축 확보라는 전략적 전환점이다. 특히 국내 SME 고객군에서 CSP(Cloud Solution Provider) 채널을 통한 AI-업무도구 도입이 가파르게 증가하고 있어, 그룹사가 이미 보유한 SME 기반이 자연스럽게 에스피소프트의 외형 성장으로 이어지는 구조적 이점도 뚜렷하다.

기존 주력 사업이었던 SPLA는 Windows Server·SQL Server 등 인프라 소프트웨어를 월 단위로 공급하는 모델로, 게임·플랫폼 기업 중심의 온프레미스 환경에서 안정적인 캐시플로우를 창출해왔다. 그러나 SPLA는 IDC나 호스팅 업체와 같이 자체 서버 인프라를 보유한 인프라 사업자에 국한된 제한적 시장이라는 한계가 존재한다. 최근 SaaS-클라우드 전환 가속화로 산업 전체가 정체 국면에 진입하면서, 실제 SPLA 매출은 고객 증가보다는 MS 단가 인상과 환율 요인에 의존하는 캐시카우 성격으로 고착화되었다.

반면, M365-Copilot 중심의 CSP 사업은 접근 가능한 시장 규모(TAM)의 차원이 다른 범용 시장을 타겟으로 한다. 서버 보유 여부와 무관하게 오피스 프로그램을 사용하는 국내 770만 중소·중견기업(SME) 전체가 잠재 고객이 되기 때문이다. 수익성 측면에서도 긍정적이다. MS는 글로벌 전략상 CSP 파트너에게 공격적인 성장 인센티브를 제공하고 있으며, 특히 객단가가 높은 Copilot의 도입은 고객당 매출을 획기적으로 상승시키는 요인이다. 국내 SME는 자체적으로 AI 환경을 구축하기 어렵고, 세금계산서 발행 및 기술 지원이 필수적이기 때문에 에스피소프트와 같은 전문 CSP 파트너에 대한 의존도가 절대적일 수밖에 없다. 여기에 그룹사 가비아가 보유한 방대한 SME 고객 풀은 에스피소프트가 별도의 마케팅 비용 없이도 Copilot 번들링 영업을 즉각적으로 전개할 수 있는 강력한 초기 성장 동력으로 작용한다.

이 같은 방향성은 수주 데이터상에서도 보이고 있다. 전체 소프트웨어 수주총액 중 M365 기반 CSP 수주 비중이 2024년 17%에서 3Q25 67%로 확대되며, 기존 주력 사업인 SPLA 수주 비중을 약 2.5배 이상 앞지르는 구조적 변화가 확인되었다. 이에 따라 MS 소프트웨어 사업 부문 내에서 CSP 매출은 2024년 연간 10억 원 내외 수준에서 2025년 20억 원을 상회하며 두배 이상의 가파른 성장세가 기대된다.

2025년은 시장 전환의 초기 단계로, 향후 MS의 유료화 정책 강화와 Copilot 확산이 맞물릴 경우 CSP 부문의 외형 성장과 영업 레버리지 효과는 더욱 가속화될 것이다. 결론적으로 에스피소프트의 MS 사업은 SPLA를 안정적인 현금 흐름으로 유지하면서, 막대한 TAM과 성장성을 가진 CSP 비즈니스를 차세대 성장엔진으로 확보하는 이상적인 포트폴리오를 완성해 구조적인 성장 국면에 들어섰다.

■ DaaS/VDI: 가비아 시너지와 영업 레버리지 본격화

CSAP 기반 공공시장 독점적 진입장벽 확보

에스피소프트의 DaaS 사업은 단순한 신사업이 아니라, 그룹사 가비아의 인프라 경쟁력과 결합된 구조적 성장 동력이다. 현재 국내 공공기관에 DaaS를 공급할 수 있는 CSAP(클라우드 보안 인증) 획득 사업자는 단 5곳에 불과하며, 가비아는 그중 하나다. 에스피소프트는 가비아의 공공 클라우드 인프라 위에서 DaaS 솔루션 운영을 전담하는 유일한 계열사로서, 사실상 진입 장벽이 쳐진 공공 시장의 수혜를 독점적으로 향유하는 구조다. 우정사업본부 등 주요 공공기관과 금융권이 보안 규제 준수를 위해 DaaS 도입을 의무화하고 있어, 이러한 면허 사업 성격의 진입 장벽은 에스피소프트에게 확실한 매출 파이프라인을 보장한다.

최근 2년간 VM 수요가 연평균 40~50% 증가

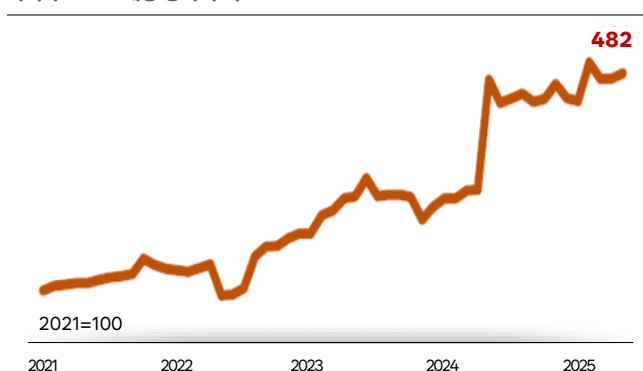
이러한 구조적 우위는 실적 성장으로 증명되고 있다. 에스피소프트의 DaaS 매출은 2021년 3.1억 원에서 2023년 11.8억 원, 2024년 21.6억 원(YoY +83%)으로 급증하며 최근 3년(21~24) 연평균성장률 91%라는 압도적인 성장세를 기록했다. 선행 지표인 가비아 그룹 내 DaaS VM(가상 머신) 수 역시 최근 2년간 연평균 40~50%씩 증가하고 있다. 이는 단발성 구축 프로젝트가 아니라 매월 과금되는 구독형 좌석(Seat)이 빠르게 깔리고 있음을 의미하며, 향후 수년간 안정적인 현금 흐름을 창출할 기반이 확보되었음을 시사한다.

2026년 BEP 돌파하며 수익성 기여도 높아질 것

DaaS 사업은 초기 인프라 구축에 대규모 고정비(CAPEX)가 투입되지만, 일단 손익분기점(BEP)을 넘어서면 추가 매출의 대부분이 영업이익으로 직결되는 높은 영업 레버리지 효과를 가진다. 에스피소프트는 2025년 말 BEP 수준에 근접한 후, 2026년부터 본격적인 이익 회수 기간에 진입할 전망이다.

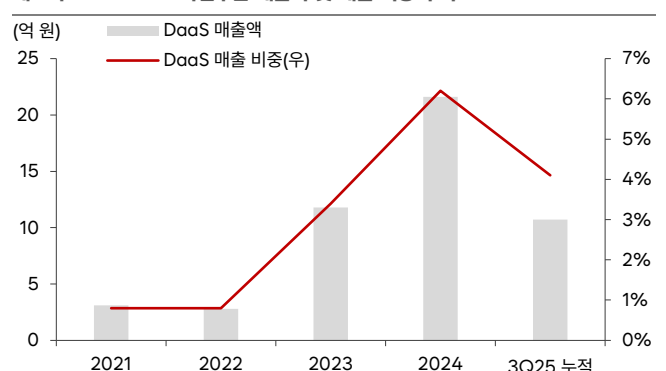
특히 2026년부터는 기존 구독형 DaaS 매출에 구축형 VDI 매출이 본격적으로 가세하며 외형 성장을 견인할 예정이다. VDI 프로젝트의 대규모 매출이 사업부의 고정비를 빠르게 상쇄해주고, 그 위로 쌓이는 DaaS 구독 매출이 순이익으로 환원되는 구조가 완성되기 때문이다. 현재 연간 20억 원 규모의 매출은 성장 잠재력 대비 미미해 보일 수 있으나, 공공·금융의 규제 수요와 VDI 매출 추가가 맞물리는 2026년을 기점으로 DaaS/VDI 부문은 전사 이익 기여도가 가장 가파르게 상승하는 핵심 사업부로 재평가될 것이다.

가비아 DaaS 계정 증가 추이



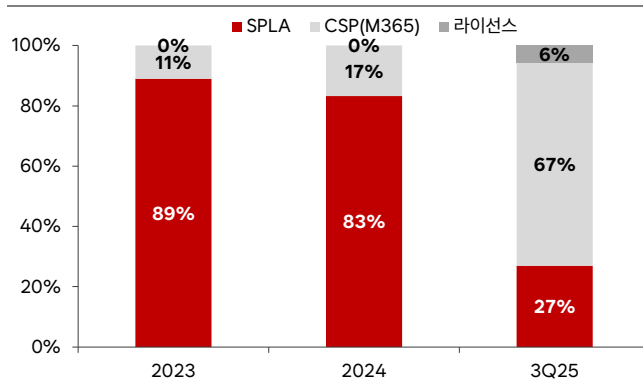
자료: 가비아, 한국IR협회의 기업리서치센터

에스피소프트 DaaS 사업부문 매출액 및 매출 비중 추이



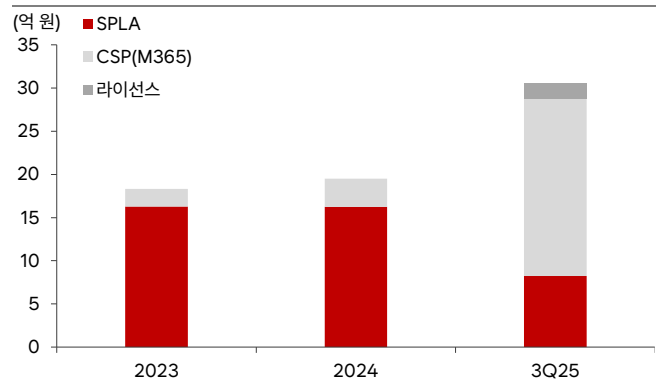
자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

부문별 수주 비중 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 수주총액 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 유호스트 인수로 확보된 풀스택 MSP 역량

IDC·MSP 보안까지 아우르는 통합 패키지 수주 경쟁력 확보

에스피소프트는 유호스트 인수를 통해 클라우드-DaaS-보안-IDC로 이어지는 IT 인프라 밸류체인을 일원화된 서비스 체계로 재편했다. 유호스트는 LG U+ 평촌 메가센터를 포함한 8개 이상의 데이터센터(IDC) 운영 경험과 Azure·AWS 기반의 MSP 역량, 약 170명 규모의 엔지니어 엔진을 보유한 인프라 전문 기업이다. 이를 통해 에스피소프트가 그동안 운영단(운영·MSP·IDC)에서 외부 파트너에 의존해야 했던 구조적 제약을 실질적으로 해소하는 계기가 마련되었다.

인수 이전 에스피소프트는 M365, 보안, 망분리, DaaS 구축 역량은 강했으나, 구축 이후 운영 단계에서는 그룹사(가비아) 또는 외부 MSP 인력에 의존해야 했다. 이는 프로젝트 품질 편차, 원가율 변동성, 서비스 일관성 확보라는 측면에서 제약이었다. 유호스트 편입 이후에는 설계, 구축, 운영이 단일 조직 내에서 완결되는 체계가 구축되면서, 프로젝트 원가율 개선·서비스 품질 안정화·고객 락인 강화가 동시에 가능해진 상태다.

실적 측면에서 유호스트는 2024년 연간 103억 원 규모의 매출을 창출하면서 연결 외형 확대에 분명한 기여를 했다. 다만 인프라 중심 사업 특성상 마진율이 낮아, 단기적으로는 연결 기준 수익성에 부담이 발생하는 구조다. 실제로 2025년 분기별 매출액은 약 50억 원 수준을 유지하는 가운데, 1~2분기에는 OPM 3% 내외의 낮은 수익성을 보였다. 이러한 영향으로 에스피소프트의 연결 영업이익률은 2021~2023년 평균 14.5%에서 2024년 유호스트 편입 직후 8.3%까지 하락하는 조정이 불가피했다. 결과적으로 유호스트 인수는 단기적으로 외형 확대와 마진 희석이 동시에 나타나는 과도기 국면을 만들고 있으며, 연결 실적의 변동성은 일정 기간 이어질 수밖에 없는 흐름이다.

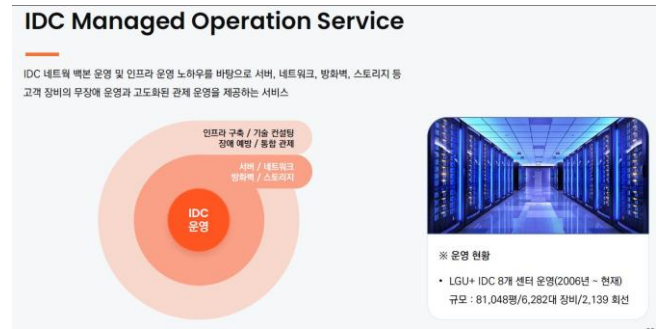
다만 중기적으로는 유호스트의 내재화 효과가 비용 구조와 운영 효율 개선으로 본격적으로 이어질 전망이다. 외부 MSP에 의존하던 DaaS·보안·망분리 프로젝트의 운영 업무가 유호스트로 통합되면서 외주비 절감이 가능해지고, 그룹 내 IDC 활용도가 높아지며 고정비 레버리지 역시 강화된다. 아울러 유호스트의 MSP·IDC·엔지니어 조직을 기반으로 클라우드·보안·망분리·DaaS를 통합 패키지 형태로 제공할 수 있게 되면서, 공공·금융·제조 부문의 대형 프로젝트에서 수주 경쟁력도 한층 강화될 것으로 예상된다.

유호스트 클라우드 MSP 사업



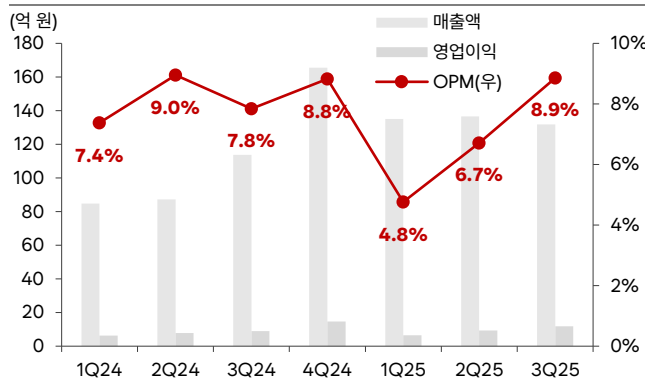
자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

유호스트 LGU+ IDC 8개 센터 운영



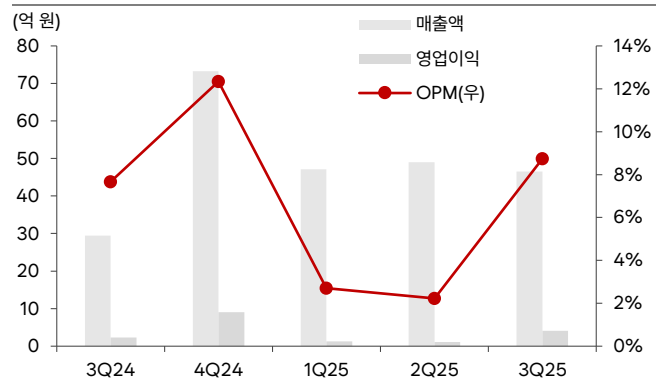
자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

에스피소프트 연결 기준 분기 실적 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

유호스트 별도 기준 분기 실적 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2025년 3분기 실적 리뷰

**유호스트 편입 효과로 2025년
3분기 누적 매출이 전년동기대비
41% 증가**

2025년 3분기 누적 기준 에스피소프트의 실적은 유호스트 편입 효과가 본격 반영되며 외형 성장이 크게 확대된 반면, 매출 믹스 변화로 인해 수익성은 일시적으로 둔화된 구간으로 평가된다. 2025년 3분기 누적 매출액은 403억 원(+41.2% YoY)으로 전년 동기 대비 뚜렷한 증가세를 기록했으며, 이 중 유호스트 매출이 143억 원(+384% YoY)으로 전체 증가분의 대부분을 차지했다. 본업 부문만 놓고 보면 MS 소프트웨어는 190억 원(+4.0% YoY), DaaS는 11억 원(+34.0% YoY)으로 견조한 흐름을 이어갔으며, 솔루션은 60억 원(-8% YoY)으로 소폭 감소했다.

**유호스트 매출 비중
3Q24 10% → 3Q25 35%**

수익성은 외형 성장과는 다른 양상을 나타냈다. 2025년 3분기 누적 영업이익은 27억 원(OPM 6.8%)으로 전년 동기 23억 원(OPM 8.0%) 대비 절대 이익은 증가했지만, 이익률은 1.2%p 하락했다. 이는 본업의 수익성 약화 때문이 아니라 매출 구성비 변화에 따른 기저 효과가 결정적으로 작용했다. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 MS 소프트웨어 64%, DaaS 3%, 솔루션 23%, 유호스트 10% 였던 반면, 2025년 3분기 누적 기준으로는 MS 소프트웨어 47%, DaaS 3%, 솔루션 15%, 유호스트 35%로 재편되었다.

유호스트는 안정적 인프라 사업 구조를 갖고 있으나, 전통적으로 MS 소프트웨어·솔루션 대비 영업이익률이 낮은 사업 특성을 가진다. 따라서 유호스트 비중 확대는 단기적으로 전사 영업이익률을 희석시키는 효과로 이어졌다. 다만 주목할 점은, 이는 구조적 수익성 약화가 아니라 인프라 내재화 초기 단계에서 필연적으로 나타나는 믹스 효과라는 점이다. 실제로 2025년 3분기 유호스트 별도 기준 영업이익률이 8.7%로 반등하면서 에스피소프트 연결 기준 영업이익률은 8.9%로 반등하며, IDC 활용도 상승·MSP 내재화 효과가 분기 실적에 반영되는 흐름이 나타났다.

2025년 실적 전망

**4Q25
매출액 169억 원,
영업이익 21억 원,
OPM 12.5% 전망**

2025년 4분기 매출액은 169억 원(YoY +2.5%, QoQ +28.3%)으로 예상된다. 부문별로는 MS 소프트웨어 64억 원(+7.5% YoY), 유호스트 75억 원(+2.5% YoY), 솔루션 20억 원(+4.6% YoY) 모두 전년동기 대비 견조한 성장세를 유지한 반면, DaaS는 9억 원(-33.8% YoY)으로 감소하는데, 이는 2024년에 일시적으로 인식된 하드웨어 매출 기저가 제거되면서 운영 기반 매출만 반영된 결과이다.

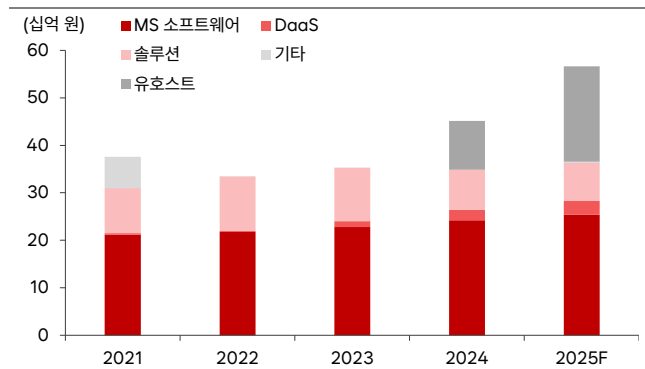
2025년 4분기 영업이익은 21억 원(OPM 12.5%, YoY +45%)으로 외형 성장보다 수익성 개선이 뚜렷하다. 외주 MSP 축소에 따른 운영 내재화 효과가 확대되고, Copilot·M365 중심의 소프트웨어 구독 매출 레버리지가 강화될 것으로 판단된다. 유호스트 역시 편입 초기 과정에서 발생했던 비용이 안정되면서 고정비 흡수 효과가 안정화 단계에 진입해 수익성 회복에 기여하고 있다.

2025년 연간 매출액은 572억 원(+26.9% YoY)으로 예상된다. 이 중 유호스트가 216억 원(+110.4% YoY)으로 외형 성장을 가장 크게 견인하며, 본업 매출은 356억 원(+2.2% YoY)으로 안정적인 증가세를 이어갈 전망이다. 본업 내에서는 MS 소프트웨어가 254억 원(+4.8% YoY)으로 Copilot·M365 기반의 구독 매출 확장 흐름을 지속하고 있다.

DaaS는 20억 원(-8.8% YoY)으로 전년도 일시적 하드웨어 매출 인식에 따른 기저효과로 소폭 감소했으나, 2026년부터는 공공·금융권의 규제 기반 수요와 구축형 VDI 프로젝트 확대가 맞물리며 BEP에 도달할 것으로 전망된다. 솔루션 매출 역시 80억 원(-5.2% YoY)으로 조정되었으나, 본업 전체의 증가 기조는 유지되는 모습이다.

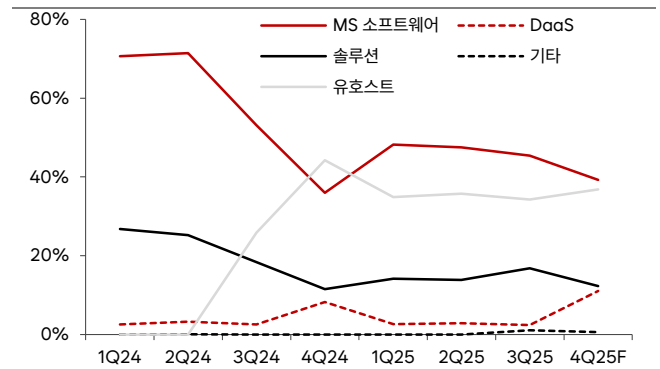
2025년 연간 영업이익은 48억 원(OPM 8.5%)으로 전망된다. 2024년에는 유호스트 편입 초기 비용, DaaS 인프라 투자, 외주 MSP 비용 등 구조적 부담이 집중되며 이익률이 낮아졌으나, 2025년에는 DaaS BEP 도달, 유호스트 운영 효율 정상화, 외주 MSP 비용 축소가 동시에 반영된다. 이를 통해 이익률은 명확한 정상화 국면에 진입하는 것으로 판단된다. 2026년 이후에는 CSP·Copilot 확산과 연동된 본업 성장이 강화되고, 인프라 사업의 안정성과 운영 레버리지 효과가 결합되며 수익성 구조가 한 단계 더 개선되는 기반이 마련될 전망이다.

연간 사업부문별 매출 추이 및 전망



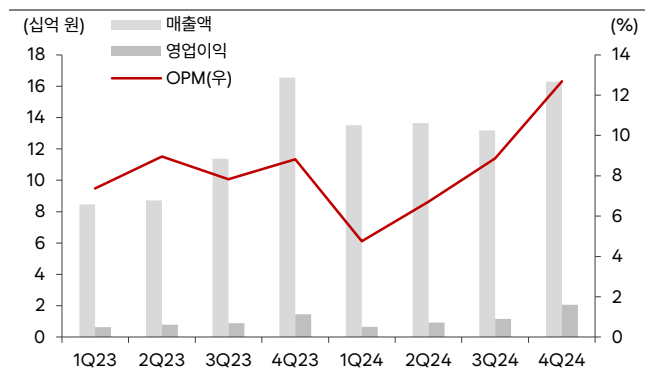
자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



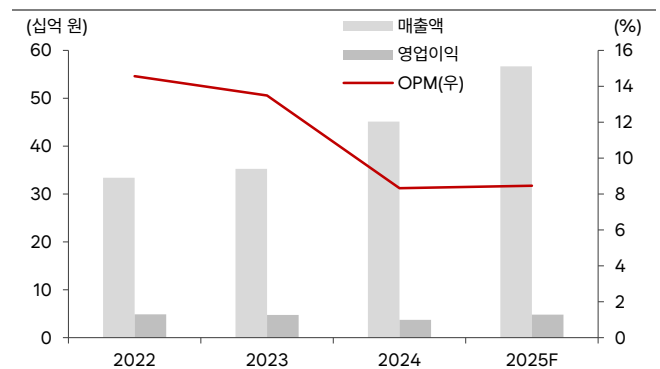
자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추이 및 전망



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 매출액, 영업이익, OPM 추이 및 전망



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

에스피소프트 연결 기준 실적 테이블

(단위: 십억 원, %)

	2022	2023	2024	2025F
매출액	33.4	35.2	45.1	57.2
MS 소프트웨어	21.8	22.8	24.2	25.4
DaaS	0.3	1.2	2.2	2.0
솔루션	11.4	11.3	8.5	8.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.2
유호스트			10.3	21.6
영업이익	4.9	4.8	3.8	4.8
영업이익률	14.6	13.5	8.3	8.5
당기순이익	4.1	4.4	0.3	4.3
당기순이익률	12.3	12.4	0.7	7.5
YoY				
매출액	93.4	5.5	28.0	26.9
MS 소프트웨어	2.7	4.8	6.2	4.8
DaaS	-9.0	322.5	82.7	-8.8
솔루션	20.1	-1.1	-24.8	-5.2
기타	-99.9	21.5	24.7	1,661.4
유호스트				11.0
영업이익	81.9	-2.4	-21.0	28.9
당기순이익	111.1	6.5	-93.1	1324.9

자료: 에스피소프트, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation
1 2025E PER 35배
**2025E 기준 PER 35배 수준으로
상장 초기 과도한 기대감 해소**

에스피소프트의 현재 주가는 2025E 기준 PER 약 35배 수준으로, 상장 초기 부여되었던 기대 프리미엄이 대부분 해소된 상태이다. 2024년 상장 직후 주가가 한때 25,000원대까지 상승한 것은 생성형 AI 확산, MS Copilot 도입 기대, CSP·DaaS 기반 업무환경 전환이라는 산업 서사가 집중되던 시기였기 때문이다. 당시 동사는 AI 업무자동화 및 MSP 전환의 핵심 수혜주로 해석되며, 2024년 TTM PER이 620배 내외까지 확대되는 등 펀더멘털 대비 높은 기대가 반영되었다.

그러나 2024년 하반기 유호스트 인수에 따른 단기 마진 희석과 비용 증가가 겹치며 실적이 약화했고, 이에 따라 상장 초기 프리미엄은 자연스럽게 조정되었다. 2025년 말 기준 주가는 6,000원대에서 안정화되며 실적 기반의 밸류에이션 구간으로 전환했다. 이 과정은 구조적 성장 둔화가 아닌 일시적 비용 반영 국면으로, 2025~2026년 실적 정상화가 가시화되면서 멀티플 회복 가능성이 확대되고 있다.

12월 1일 발표된 40억 원 규모 자사주 취득·소각 목적 신탁 계약은 이러한 전환 국면의 속도를 높인 핵심 이벤트다. 동사는 기존 자기주식이 1,794주(0.01%)에 불과했으나, 이번 계약을 통해 약 749,063주를 취득하며 기존 대비 약 417배 수준으로 자기주식 규모가 확대될 예정이다. 이는 단순 취득이 아니라 전량 소각을 통한 주당가치(EPS·BPS) 제고를 명시적으로 목표로 한 정책이다. 공시 이후 약 20%의 단기 주가 반등은 유통주식 대비 약 3% 규모의 소각 효과, 주주가치 제고 신호, 실적 턴어라운드 기대가 동시에 반영된 결과로 해석된다. 소형 SW 기업에서 자사주 소각이 멀티플 정상화의 주요 계기가 되어온 점을 감안하면 이번 결정은 전략적 의미가 크다.

밸류에이션 비교는 반복매출 기반·B2B 중심·공공·금융 고객 비중이 높은 국내 SW·MSP·보안 기업군을 기준으로 하는 것이 현실적이다. 다만 국내 중소형 SW 기업은 컨센서스 부족으로 Forward 멀티플 비교가 어렵기 때문에 PER(TTM) 평균 밴드를 활용하는 것이 합리적이다. 해당 기업군의 PER(TTM)은 7~46배 범위이나 평균은 약 20~22배 수준으로 수렴한다. 이 기준에서 보면 에스피소프트의 2025E PER 35배는 고평가가 아니라 유호스트 인수에 따른 비용 증가와 마진 희석으로 EPS가 일시적으로 저점에 위치한 데서 발생한 기저효과로 해석하는 것이 타당하다.

2026년에는 반복매출(CSP·DaaS 운영형) 확대, MSP·IDC 내재화에 따른 비용 안정화, 고정비 레버리지 개선이 반영되며 EPS 정상화가 본격화될 전망이다. 이에 따라 PER은 업종 평균과 유사한 20배 초반대 수준으로 수렴할 가능성이 높다. 또한 자사주 소각 개시 등 주주친화 요인을 고려하면, 실적 가시성이 담보되는 시점에는 업종 상단 밴드(20배 후반대) 적용 여지도 존재한다. 현재 밸류에이션은 상장 초기 과도한 기대가 해소된 구간이며, 2025~2026년 실적 정상화와 주주환원 정책이 결합되며 중기적 Re-rating 가능성이 점차 강화되는 구간으로 판단된다.

에스피소프트 상장 이후 주가 추이



자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

2025년 12월 1일 자사주 취득 소각 목적의 신탁계약 공시

항목	내용
계약금액	40억 원
계약 기간	2025.12.01 ~ 2026.05.29
계약 목적	자사주 소각
취득 예정 수량	약 749,063 주 (전일 종가 5,340 원 기준 산정)
수탁기관	IBK 투자증권
기존 보유 자사주	1,794 주(0.01%)

자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

밸류에이션 비교표

(단위: 십억 원, 배)

구분	기업명	2024년 매출액	2024년 영업이익	시가총액	PER(TTM)
CSP-MSP-DaaS	에스피소프트	45	4	45	621.9
보안·네트워크 기반 SW	드림시큐리티	269	26	269	15.0
	케이사인	52	1	52	33.2
	지나언스	50	10	50	8.0
원격/협업 업무 솔루션	알서포트	48	4	48	46.3
	한글과컴퓨터	305	40	305	36.9
	인포바인	25	8	25	7.4
MSP 클라우드 운영	에이치엠넥스	15	0	15	9.9

주: PER(TTM)은 4Q24~3Q25 합산 순이익 기준으로 산정

자료: 에스피소프트, 한국IR협의회 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

1 MS 생태계 의존에 따른 구조적 리스크

에스피소프트는 CSP·M365·SPLA 등 마이크로소프트 기반 매출 비중이 높아, MS의 글로벌 정책 변화에 구조적으로 영향을 받을 수밖에 없는 사업 구조를 갖고 있다. MS는 최근 SaaS 전 제품군의 가격 조정, Copilot 패키지 정책 변경, CSP 파트너 프로그램의 수수료 구조 개편을 지속적으로 추진하고 있으며, 이러한 정책 변화는 동사의 매출 믹스와 수익성에 직접적인 변동 요인으로 작용한다. 특히 SME 고객 비중이 높은 특성상 MS가 가격을 인상하거나 CSP 수익 배분을 조정할 경우, 비용 전가 속도에 따라 단기 마진 압력이 발생할 수 있다. 또한 MS는 일부 시장에서 엔터프라이즈 직판 비중을 확대하고 있어, 장기적으로 국내에서도 대형 프로젝트 중심의 직판 강화 가능성이 상존한다. 이 경우 파트너사의 프로젝트 경쟁력·마진율이 제한될 수 있다. 더불어 MS는 파트너 인증·기술 요건을 정기적으로 상향하고 있어 유지 비용 증가 가능성이 존재하며, 글로벌 정책 변화가 사전 통보 기간 없이 적용되는 경우가 많아 예측 가능성이 낮다는 점도 실적 변동 요인으로 평가된다.

2 유호스트 의존도 확대 및 인프라 사업의 마진 희석 가능성

유호스트 편입은 에스피소프트의 사업 범위를 MSP·IDC까지 확장시키며 풀스택 엔터프라이즈 서비스 구조를 완성한 긍정적 요인이지만, 동시에 인프라 사업 특유의 낮은 마진 구조가 전사 이익률을 제약하는 리스크도 존재한다. 2025년 3분기 누적 기준 유호스트 매출 비중은 35%까지 확대되며 전년 10% 대비 3배 이상 증가했고, 이 구간에서 전사 영업이익률은 8.0% → 6.8%로 하락했다. 이는 인프라 사업이 본질적으로 CAPEX·인력 집약형이며, MSP 운영비·IDC 고정비가 동반되는 구조적 특성 때문으로 판단된다.

단기적으로는 IDC 가동률이 안정화되고 MSP 내재화 효과가 누적되기 전까지 마진 개선 속도가 제한될 수 있으며, 대형 고객의 수주 공백이 발생할 경우 인프라 사업의 고정비 부담이 실적 탄력성을 낮추는 요인이 된다. 특히 유호스트는 공공·제조 기반의 안정적 레거시 수요에 강점을 가지고 있으나, 새로운 성장 모멘텀 확보 속도에 따라 전사 손익 기여도가 변동될 수 있다. 중기적으로는 DaaS 좌석 증가 → IDC 활용도 상승 → 운영 레버리지 개선 → 마진 개선의 구조적 흐름이 작동할 것으로 예상되나, 그 전까지는 인프라 사업 비중 확대가 전사 수익성 변동성을 높이는 리스크로 인식될 여지가 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	173	334	352	451	572
증가율(%)	N/A	93.4	5.5	28.0	26.9
매출원가	122	242	257	343	432
매출원가율(%)	70.5	72.5	73.0	76.1	75.5
매출총이익	51	92	96	108	140
매출이익률(%)	29.5	27.5	27.2	24.0	24.5
판매관리비	24	43	48	70	92
판매비율(%)	13.9	12.9	13.6	15.5	16.1
EBITDA	33	60	60	53	75
EBITDA 이익률(%)	19.2	18.0	17.0	11.8	13.0
증가율(%)	N/A	81.3	-0.1	-11.1	40.0
영업이익	27	49	48	38	48
영업이익률(%)	15.5	14.6	13.5	8.3	8.5
증가율(%)	N/A	81.9	-2.4	-21.0	28.9
영업외손익	4	-3	4	-36	7
금융수익	1	3	5	15	21
금융비용	0	0	0	4	6
기타영업외손익	3	-6	0	-47	-8
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	52	1	55
증가율(%)	N/A	50.6	13.6	-97.9	4,938.6
법인세비용	11	5	8	-2	12
계속사업이익	19	41	44	3	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	41	44	3	43
당기순이익률(%)	11.3	12.3	12.4	0.7	7.5
증가율(%)	N/A	111.1	6.5	-93.1	1,324.9
지배주주지분 순이익	19	41	44	3	43

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	38	40	72	13	68
당기순이익	19	41	44	3	43
유형자산 상각비	6	8	9	12	17
무형자산 상각비	0	3	3	4	10
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	5	-12	5	-58	1
기타	8	0	11	52	-3
투자활동으로인한현금흐름	-53	-36	-100	97	-16
투자자산의 감소(증가)	0	76	0	0	-3
유형자산의 감소	0	0	0	18	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-19	-31	-39	-10
기타	-44	-93	-69	118	-3
재무활동으로인한현금흐름	-1	3	-3	-4	11
차입금의 증가(감소)	0	-0	-1	-1	3
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	5	0	0	18
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	-2	-2	-3	-10
기타현금흐름	-0	-0	0	0	9
현금의증가(감소)	-16	7	-31	107	73
기초현금	58	42	50	19	126
기말현금	42	50	19	126	199

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	155	202	251	458	513
현금성자산	42	50	19	126	199
단기투자자산	66	85	164	245	201
매출채권	42	62	62	74	96
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	6	7	14	18
비유동자산	128	130	152	311	346
유형자산	36	50	72	96	89
무형자산	52	49	46	128	144
투자자산	34	27	30	50	53
기타비유동자산	6	4	4	37	60
자산총계	283	332	403	768	860
유동부채	41	50	65	128	155
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	31	36	42	55	63
기타유동부채	10	14	23	73	92
비유동부채	14	13	12	14	18
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	9	7	6	6
기타비유동부채	4	4	5	8	12
부채총계	55	62	76	142	172
자배주주지분	228	270	327	627	688
자본금	70	18	18	24	24
자본잉여금	20	33	33	316	335
자본조정 등	0	0	5	11	1
기타포괄이익누계액	6	2	10	12	22
이익잉여금	131	217	261	263	306
자본총계	228	270	327	627	688

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	0.0	0.0	0.0	621.9	34.9
P/B(배)	0.0	0.0	0.0	3.2	2.2
P/S(배)	0.0	0.0	0.0	4.2	2.6
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	31.3	15.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
EPS(원)	272	199	207	13	175
BPS(원)	1,107	1,273	1,544	2,589	2,779
SPS(원)	2,410	1,618	1,663	2,013	2,326
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	8.6	16.5	14.7	0.6	6.6
ROA	6.9	13.4	11.9	0.5	5.3
ROIC	N/A	39.9	33.7	56.4	20.7
안정성(%)					
유동비율	381.7	407.3	388.8	356.9	332.0
부채비율	24.0	23.0	23.3	22.7	25.0
순차입금비율	-42.7	-45.3	-52.6	-57.1	-55.8
이자보상배율	2,556.5	262.2	247.0	10.8	11.3
활동성(%)					
총자산회전율	0.6	1.1	1.0	0.8	0.7
매출채권회전율	4.1	6.5	5.7	6.7	6.8
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
에스피소프트	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.12.08	에스피소프트-MS 생태계 확산 및 자회사 인수 효과로 성장

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '가치한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.