

# BOSTON KOREA INVESTMENT GROUP

## BKIG 리서치1팀

팀장 : 권준하

팀원: 이시형, 김현수, 안성현

## 매수 의견

목표가:	\$275.61
현재 주가(12/17):	\$226.43
상승 잠재력:	21.72%

52 주 주가 범위 \$154.78 ~ \$336.99

베타	1.41
P/Sales	22.16
P/FCF	98.66
EV/Sales	23.49

시가총액	\$47,121.71(M)
기업 가치	\$37,700.78 (M)
희석 주식 수	9.45 (M)

수익률 (1M/3M/6M/1Y)  
-4.59% / -14.43% / +4.18% / -10.00%

### 주요 주주

Mangal Ajay	18.37%
Chaudhry Singh	16.98%
Vanguard Group	6.65%
BlackRock	3.27%

# Zscaler

ZS-US (나스닥)



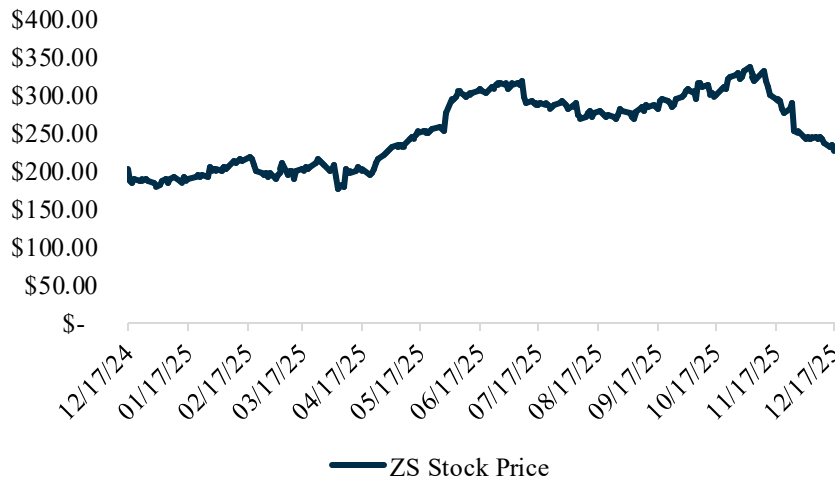
## 기업 개요

Zscaler는 2007년 제이 초드리(Jay Chaudhry)가 설립한 캘리포니아 산호세 기반의 클라우드 보안 기업입니다. Zscaler는 '제로 트러스트 익스체인지(Zero Trust Exchange)'라는 클라우드 보안 플랫폼을 제공하며, 이는 전통적인 허브 앤 스포크(hub-and-spoke) 네트워크 아키텍처나 방화벽 중심의 보안에 의존하지 않고 제로 트러스트 원칙을 구현하여 사용자, 장치, 애플리케이션 및 AI 에이전트를 포함한 워크로드를 안전하게 연결합니다. 핵심 철학은 "절대 신뢰하지 말고, 항상 검증하라(never trust, always verify)"입니다. 네트워크 내부라 할지라도 그 어떤 사용자나 장치도 암묵적으로 신뢰하지 않으며, 오직 꼭 필요한 대상에 대해서만 접근 권한을 부여하고 지속적으로 검증합니다.

## 가치 평가 (Valuation)

Zscaler의 목표 주가는 두 가지 가치 평가 모델(유사 기업 비교 분석 및 현금흐름 할인 모델), 현재의 경제 상황 등을 종합하여 \$275.61로 결정되었습니다. 외부 요인으로 인해 저평가된 현재 시장 가격과 기업의 내재 가치 사이의 괴리를 고려할 때, 본 보고서는 강력한 '매수(Buy)' 의견을 제시합니다.

Zscaler 주가추이 - 최근 12개월



# CONTENTS (목차)

---

1. Industry Analysis (산업 분석)	3
2. Company Overview (기업 개요)	6
3. Company Analysis (기업 분석)	11
4. Valuation (가치 평가)	27
5. Conclusion (결론)	35

# 산업 분석

- Industry Growth (산업 성장)
- SWOT Analysis (SWOT 분석)

# 산업 분석

## 산업

### 1. Cybersecurity Industry (사이버 보안 산업)

기업 보안의 세계는 근본적인 변화를 겪고 있습니다. 기업들은 애플리케이션과 데이터를 클라우드(Microsoft 365, AWS, SaaS 등)로 옮기고 있으며, 직원들은 어디서나 업무를 수행하고 있습니다.

### 2. Obsolete Firewall and VPN (구식 방화벽 및 VPN)

VPN 및 방화벽과 같은 기존의 보안 모델은 이제 시대에 뒤떨어졌습니다. 보안은 이제 물리적인 사무실 건물이 아니라 사용자 및 애플리케이션을 따라가야 합니다. 방화벽과 VPN은 기업 네트워크 주위에 경계를 설정하며, 그 경계 내부의 모든 것은 암묵적으로 신뢰됩니다. 이것이 랜섬웨어 공격의 근본 원인 중 하나입니다. Zscaler는 독자적인 클라우드 보안 플랫폼인 '제로 트러스트 익스체인지(Zero Trust Exchange)'를 통해 이 문제에 대한 해결책을 제공합니다.

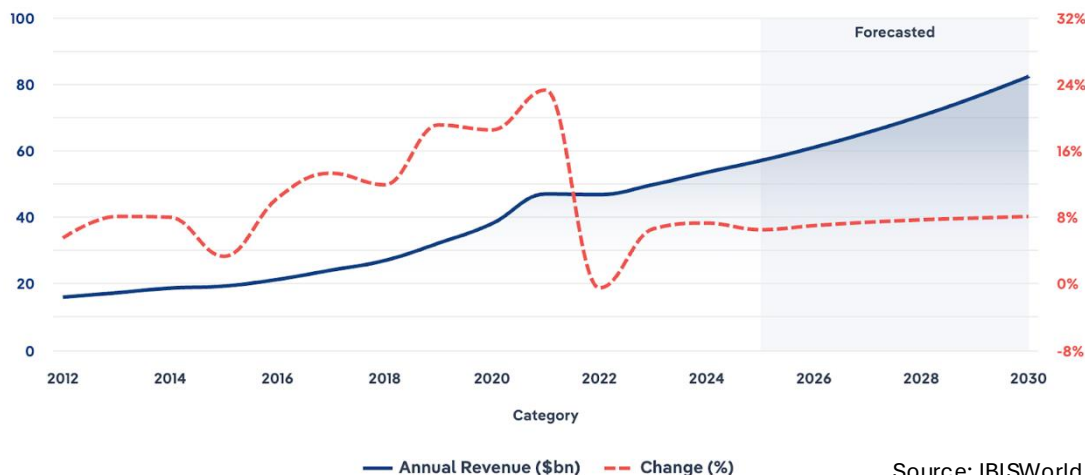
### 3. Industry Growth (산업 성장)

클라우드 중심 보안 시장은 570억 달러의 매출을 창출하고 있으며, 2020년에서 2025년 사이에 8.4%의 매출 성장을 기록했습니다. 또한 향후 5년 동안 7.6% 성장할 것으로 예상됩니다. 이 산업은 2012년 이후 지속적인 성장을 보여왔으나, 2023년부터 매출 변화율이 8%의 안정 상태에 도달하면서 성장이 둔화되고 있습니다.

Security Software Publishing in the US

#### Revenue

Total value (\$) and annual change from 2012 – 2030. Includes 5-year outlook.



# 산업 분석

## 5. SWOT 분석

## SWOT 분석

### 강점

사이버 보안 지출은 비재량적 지출(non-discretionary expenditure)로, 경제 주기와 상관없이 높고 안정적인 수요를 보장합니다. 업계의 높은 IP 비중과 SaaS 기반 특성은 다른 소프트웨어 분야에 비해 높은 매출총이익률로 이어집니다.

### 약점

산업이 매우 파편화되어 있어 경쟁이 치열하며, 대기업이 아니고서는 빠른 시장 점유율 확보가 어렵습니다. 최첨단 솔루션을 개발하려면 막대한 R&D 투자와 희소하고 비싼 인재 풀이 필요하여 높은 자본 요구 사항이 발생합니다.

### 기회

클라우드 및 원격 근무로의 전환과 지속적인 데이터 침해 증가는 2030년까지 지속적인 두 자릿수 매출 성장을 보장합니다. GDPR과 같은 글로벌 규제 의무화는 기업들이 새로운 컴플라이언스 중심의 보안 소프트웨어 솔루션을 도입하도록 강제합니다.

### 위협

공격자(Threat actors)들은 끊임없이 공격 기술을 진화시키고 있으며, 이는 벤더들이 지속적으로 적응해야 함을 의미하며 혁신이 늦어질 경우 제품이 빠르게 도태될 위험이 있습니다.

## 6. 산업 위협 및 전망

인터넷 보안은 직원들이 서로 다른 위치에서 접속함에 따라 데이터를 보호하고 원격 근무를 가능하게 하는 데 여전히 핵심적입니다. 기업들은 VPN 및 고급 네트워크 보안 도구에 막대한 투자를 하고 있으며, 이 부문은 산업 매출의 거의 3분의 1에 육박하고 있습니다. 보안 팀은 그 어느 때보다 빠르게 사이버 위협에 대응하기 위해 AI에 의존하고 있습니다. 위협 탐지 및 분석을 자동화함으로써 AI는 조직이 해커보다 앞서 나갈 수 있게 하며, 보안 관리 솔루션의 매출 점유율을 꾸준히 높이고 있습니다. 상업용 고객들이 보안 소프트웨어 매출의 원동력이며 시장의 거의 3분의 2를 차지합니다. 의료, 금융, IT 및 제조업체들은 이윤과 디지털 발자국이 확장됨에 따라 민감한 데이터를 보호하고 엄격한 규제를 충족하기 위해 고급 솔루션을 필요로 합니다.

# 기업 개요

- 기업 요약
- 매출
- 시장 점유율
- SWOT 분석

# 기업 개요

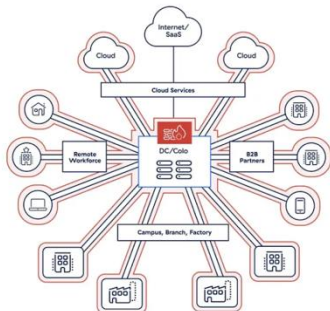
## 기업 요약

### 기업 개요

Zscaler는 2007년 제이 초드리(Jay Chaudhry)가 설립한 캘리포니아 산호세 기반의 클라우드 보안 기업입니다. Zscaler는 '제로 트러스트 익스체인지(Zero Trust Exchange)'라는 클라우드 보안 플랫폼을 제공하며, 이는 전통적인 허브 앤 스포크(hub-and-spoke) 네트워크 아키텍처나 방화벽 중심의 보안에 의존하지 않고 제로 트러스트 원칙을 구현하여 사용자, 장치, 애플리케이션 및 AI 에이전트를 포함한 워크로드를 안전하게 연결합니다.

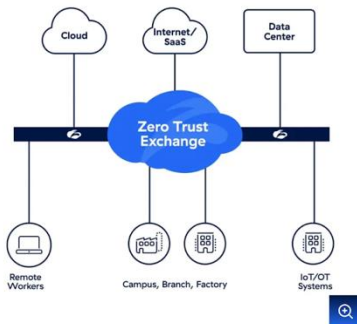
**Zscaler 제로 트러스트 익스체인지 플랫폼:** 핵심 철학은 "절대 신뢰하지 말고, 항상 검증하라(never trust, always verify)"입니다. 네트워크 내부라 할지라도 그 어떤 사용자나 장치도 암묵적으로 신뢰하지 않습니다. 액세스는 오직 꼭 필요한 대상에 대해서만 허용되며 지속적으로 검증됩니다.

Traditional Network and Firewall Architecture



A new architecture is needed

Zero Trust: A New Architecture for Networking and Security



### 주요 장점

**제로 트러스트 플랫폼:** 전통적인 방화벽 및 VPN 아키텍처에서 빈번하게 발생하던 측면 공격 이동(lateral attack movement)을 방지하는 클라우드 보안 플랫폼을 제공합니다. **리스크 최소화:** 이 시스템은 사용자를 요청된 앱에 직접 연결함으로써 리스크를 최소화하며, 단일 엔티티가 공격을 받더라도 전체 시스템을 위험에 빠뜨리지 않습니다.

# 기업 개요

## 1. 매출 및 매출총이익 성장

Zscaler는 2023년 1,617.0백만 달러, 2024년 2,167.8백만 달러, 2025년 2,673.1백만 달러의 매출을 기록하며 각각 34%와 23%의 매출 성장을 달성했습니다. 매출총이익(Gross Profit) 또한 2023년 1,254.5백만 달러, 2024년 1,688.1백만 달러, 2025년 2,053.5백만 달러를 기록하며 각각 34.6%와 21.7%의 긍정적인 성장세를 나타냈습니다.

	2025년	2024년	2023년
Sales (매출)	2673.1	2167.8	1617.0
COGS (매출 원가)	619.6	479.7	362.5
Gross Income (매출 총 이익)	2053.5	1688.1	1254.5
SG&A Expense	2173.2	1812.0	1469.9
EBIT (영업 이익)	-119.7	-123.9	-215.4
Nonoperating income	117.1	107.8	47.0
Interest Expense	9.3	13.1	6.8
Unusual Expense	6.5	0.0	7.3
Pretax Income	-18.3	-29.2	-182.6
Income Taxes	23.2	28.5	19.8
Consolidated Net Income	-41.5	-57.7	-202.3
Net Income (당기 순이익)	-41.5	-57.7	-202.3

## 수익성 및 매출성장

Source: Factset

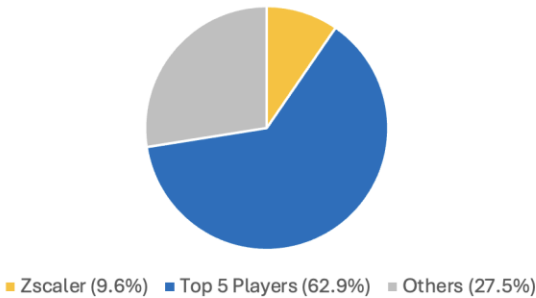
## 2. 수익성

매출과 매출총이익의 긍정적이고 안정적인 성장에도 불구하고, Zscaler는 지난 회계연도 동안 순손실을 기록했습니다. 2023년 -202.3백만 달러, 2024년 -57.7백만 달러, 2025년 -41.5백만 달러의 손실을 냈습니다. 주목할 점은 순손실 규모가 점차 줄어들고 있다는 것이며, 이는 조만간 수익성이 플러스로 전환될 것이라는 희망적인 예측을 가능하게 합니다.

## 3. 시장 점유율

Zscaler는 사이버 보안 산업의 주요 지배적 사업자는 아닙니다. 도표에 따르면 Zscaler는 전체 산업 규모의 약 9.6%를 점유하고 있습니다. 하지만 성장 여력은 충분합니다. 2025년 보고된 10-K 보고서에 따르면, Zscaler는 모든 주요 지역에 걸쳐 9,400개 이상의 기업 고객을 보유하고 있으며, 포브스 글로벌 2000대 기업의 40%, 포춘 500대 기업의 45%에 서비스를 제공하고 있습니다.

Revenue Shares In Network Security Software



Source: Factset















# 기업 개요

## 4. 경쟁 분석

## 경쟁 및 리스크

지스케일러는 시장의 주요 기업들과 비교했을 때 중소규모의 기업입니다. 아래 표는 업계 상위 5개 기업을 보여주며, 팔로알토 네트워크(Palo Alto Networks)와 크라우드스트라이크(CrowdStrike)가 가장 높은 시장 가치로 산업을 선도하고 있습니다. 현실적으로 지스케일러가 경쟁에 집중할 수 있는 대상은 규모와 매출이 비슷한 포티넷(Fortinet), 체크포인트 소프트웨어(Check Point Software), 아카마이 테크놀로지스(Akamai Technologies)로 보입니다.

### Top 5 by Revenue in Network Security Software

		% of Revenue	Revenue	Market Value (M)	1 Yr Pr Trend
	Zscaler, Inc.	100.00	2,673	50,808	
	Palo Alto Networks, Inc.	53.94	4,974	146,989	
	Fortinet, Inc.	67.95	4,047	64,535	
	CrowdStrike Holdings, Inc.	95.14	3,761	136,896	
	Check Point Software Technologies Lt	80.20	2,057	21,379	
	Akamai Technologies, Inc.	51.18	2,043	10,469	

Showing up to 6 of 73 companies | Values in USD

Values are estimated based on FactSet's Revere Industry Classification System

Source: Factset

## 5. 리스크

지스케일러는 다음과 같은 몇 가지 핵심 리스크에 직면해 있습니다:

- 치열한 경쟁: 크라우드스트라이크나 팔로알토와 같이 자본력이 풍부한 대형 기업들과의 경쟁으로 인해 시장 점유율이 잠식될 수 있습니다.
- 수익성 달성 과제: 글로벌 인프라 및 영업 인력 확대를 위한 막대한 지출로 인해 지속적인 GAAP 기준 수익성을 달성하는 데 내부적인 어려움이 있습니다.
- 운영 복잡성: 긴 판매 주기 관리와 핵심 경영진 및 기술 인력에 대한 높은 의존도가 리스크 요인입니다.
- 외부 환경 변화: 빠르게 진화하는 사이버 공격 기술과 글로벌 데이터 프라이버시 규제 변화로 인한 컴플라이언스 비용 증가 위험이 상존합니다.

# 기업 분석

## 강점

지스케일러는 제로 트러스트 아키텍처(Zero Trust Architecture)의 선구자로 인정받고 있으며, 보안 액세스 서비스 엣지(SASE) 시장의 주요 기업입니다. 이러한 시장 리더십은 선점자 우위와 강력한 브랜드 인지도를 제공합니다. 또한, 회사는 높은 고객 유지율과 강력한 달러 기반 순 유지율을 유지하고 있으며, 이는 고객들이 매우 만족하고 있고 시간이 지남에 따라 플랫폼 사용을 확장하고 있음을 나타냅니다.

## 약점

높은 매출 성장에도 불구하고, 플랫폼, 인프라 및 글로벌 영업 인력 확장에 막대한 투자를 지속함에 따라 지속적인 GAAP 수익성이 부족한 상태이며 손실이 계속되고 있습니다. 대규모 통합 플랫폼 계약을 위한 판매 프로세스는 수개월이 걸릴 정도로 길어질 수 있으며, 상당한 시간과 비용이 소요됩니다. 이는 매출 예측을 복잡하게 만들고 결과의 예측 가능성을 떨어뜨립니다.

## 기회

영구적인 하이브리드 및 원격 근무 모델의 광범위하고 지속적인 채택은 제로 트러스트와 같은 클라우드 중심 보안 모델을 필요로 하며, 기업들이 기존의 네트워크 경계 방어 방식에서 벗어나도록 유도하고 있습니다. 미국 시장에 비해 제로 트러스트 및 SASE 도입 초기 단계에 있는 지역을 중심으로, 국제 시장에서의 지속적인 강력한 성장 잠재력이 존재합니다.

## 위협

지스케일러는 더 넓은 포트폴리오, 더 깊은 재무 자원 및 광범위한 고객 기반을 보유한 대형 기존 기술 기업들과의 직접적인 경쟁에 직면해 있습니다. 사이버 위협의 끊임없고 빠른 진화, 정교한 공격 기법, 국가 차원의 공격자들로 인해 효과적인 보안 보호를 유지하기 위해서는 지속적이고 비용이 많이 드는 신속한 혁신이 필요합니다.

## SWOT 분석

# 기업 분석

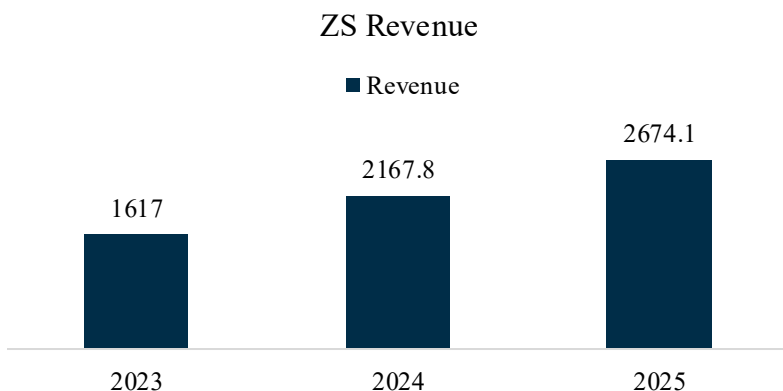
- 매출 성장
- 수익성 및 마진 추세
- 영업 비용 구조
- 현금 흐름
- 기타 대차대조표 관련 계정

# 매출 성장

## 매출

지스케일러(Zscaler, Inc.)의 지난 3개 회계연도 실적은 이 회사를 고성장 소프트웨어 기업으로 분류하게 하지만, 자연스러운 성장 둔화가 나타나기 시작했습니다. 2025년 7월 31일로 종료된 회계연도에 지스케일러는 2024년 21억 6,780만 달러, 2023년 16억 1,700만 달러에서 증가한 26억 7,310만 달러의 매출을 기록했습니다. 이는 2024년 34% 성장에 이어 2025년에는 전년 대비 23% 성장을 의미합니다. 경영진은 2025년 매출에서 발생한 5억 530만 달러의 증가가 주로 기존 고객의 사용량 증가 및 추가 구독과 신규 고객 추가에 의해 주도되었으며, 전체 고객 기반은 전년 대비 9% 성장했다고 언급했습니다.

## 매출



이러한 패턴은 기존 고객 내에서의 확장에 의해 크게 좌우되며, 이는 대형 기업 고객들과의 강력한 제품-시장 적합성(product-market fit)을 보여주는 동시에 비즈니스가 단순히 신규 고객 확보에만 전적으로 의존하지 않음을 시사합니다. 동시에 성장률이 30% 중반대에서 20% 초반대로 감소한 것은 지스케일러가 성장 곡선의 보다 성숙한 단계로 진입하고 있음을 신호합니다. 잠재적 투자자에게 핵심 질문은 회사가 마진과 잉여 현금 흐름을 계속 확장하면서 중기적으로 10% 후반에서 20% 초반 범위의 매출 성장을 유지할 수 있는지 여부가 될 것입니다.

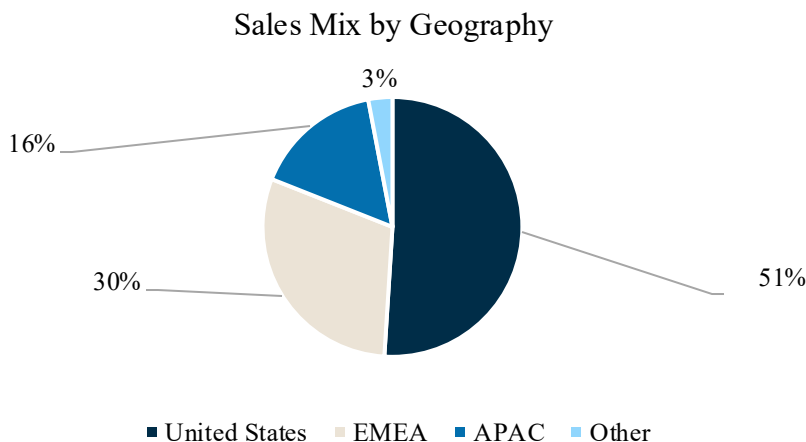
# 매출

## 1.1 지역별 매출 구성

지스케일러의 매출 기반은 전 세계적으로 다각화되어 있지만 여전히 주로 미국을 목표로 합니다. 회사가 공개한 지역별 매출은 다음과 같습니다:

- 미국: 2025년 13억 5,930만 달러, 총 매출의 51% (2024년 및 2023년 50% 대비)
- 유럽, 중동 및 아프리카 (EMEA): 2025년 7억 9,280만 달러, 총 매출의 30% (2024년 31%, 2023년 32% 대비)
- 아시아 태평양 (APAC): 2025년 4억 2,380만 달러, 총 매출의 16% (2024년 및 2023년 15% 대비)
- 기타: 2025년 9,720만 달러, 총 매출의 3% (2024년 4%, 2023년 3% 대비)

## 매출 구성



이러한 지리적 매출 분포는 유용한 정보를 나타냅니다. 첫째, 지스케일러는 특정 비미국 지역에 과도하게 의존하지 않습니다. EMEA와 APAC은 비즈니스의 약 절반을 차지하지만, 각 지역이 개별적으로는 총 매출의 3분의 1 미만을 유지하고 있습니다. 둘째, 매출 구성은 시간이 지나도 비교적 안정적이며, 미국은 지속적으로 약 50%를, EMEA는 30% 초반대를 유지하고 있습니다. APAC은 15%에서 16%로 증가했는데, 이는 해당 지역에서 초기 단계이지만 의미 있는 견인력을 얻고 있음을 시사합니다. 투자자의 관점에서 볼 때, 이러한 구성은 지리적 집중 위험에 대한 즉각적인 경고 신호 없이 균형 잡힌 글로벌 분포와 국제적 확장의 여지를 보여줍니다.

# 매출

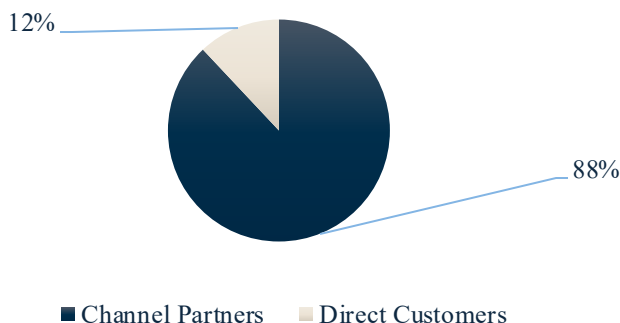
## 1.2 고객 유형 및 채널별 매출 구성

지리적 구분 외에도, 지스케일러는 채널 파트너 대 직접 고객이라는 유용한 매출 구성을 제공합니다. 2025 회계연도 기준:

- 채널 파트너: 23억 6,020만 달러, 총 매출의 88%
- 직접 고객: 3억 1,290만 달러, 총 매출의 12%

## 매출 구성

Sales Mix by Customer Type



이러한 점유율은 이전 연도와 일치합니다 (2024년 91%/9%, 2023년 92%/8%). 채널 파트너에 대한 의존도는 대형 시스템 통합업체, 리셀러 및 기타 중개인을 활용하여 글로벌 기업에 도달하려는 지스케일러의 전략을 반영합니다. 이 비즈니스 모델은 유통 규모를 확장하고 대형 고객에게 접근하는 데 효율적일 수 있지만, 주요 채널 파트너가 실적 저조를 보이거나 경쟁 솔루션을 우선시하기로 결정할 경우 지스케일러의 성장이 영향을 받을 수 있는 의존성 위험을 수반합니다.

그러나 매출 품질 관점에서 볼 때, 이 구조는 문제가 없는 것으로 보입니다. 회사는 단일 고객이 총 매출의 10% 이상을 차지하지 않으며, 매출채권의 집중도 또한 하나의 대형 채널 파트너로 제한되어 있음을 강조합니다. 이러한 구성은 비록 대부분의 고객에게 간접적으로 도달하더라도 매출 기반이 많은 최종 고객들로 다각화되어 있음을 암시합니다.

# 매출

## 1.3 구독 모델 및 반복 매출

지스케일러(Zscaler)의 비즈니스 모델은 강력한 구독 중심 구조입니다. 회사는 구독 및 지원 매출이 2025년에 약 98%를 차지했으며, 2024년과 2023년에는 모두 총 매출의 97%를 차지했다고 밝혔습니다. 구독 및 지원 계약은 보통 1~3년 기간이며, 지스케일러가 의무를 이행하지 못하는 경우를 제외하고는 일반적으로 계약 기간 동안 취소가 불가능합니다. 이러한 전형적인 SaaS 구조는 몇 가지 시사점을 갖습니다:

- 높은 매출 가시성: 다년 계약과 대규모 기존 고객 기반을 통해 미래 매출의 상당 부분이 이미 계약되어 있습니다.
- 단기 변동성 감소: 극심한 해지 물결이나 가격 압박이 없는 한, 일회성 라이선스 비즈니스보다 매출이 더 매끄럽고 예측 가능한 경향이 있습니다.
- 내재된 성장 잠재력: 회사는 시간이 지남에 따라 동일한 고객으로부터 사용자(seat) 확장, 추가 제품 "필러(pillars)", 그리고 더 높은 가치의 번들 상품을 통해 매출을 늘릴 수 있습니다.

지스케일러의 반복 매출이 가진 강점은 두 가지 지표, 즉 이연 매출(deferred revenue)과 잔여 이행 의무(RPO)에 의해 뒷받침됩니다. 이연 매출은 2024년 18억 9,500만 달러에서 증가하여 2025년 7월 31일 기준 24억 6,800만 달러를 기록했습니다. 현재분(current portion)은 약 20억 5,440만 달러이며, 비유동분(noncurrent)은 4억 1,360만 달러입니다. 2025년 7월 31일 기준 총 RPO는 57억 8,010만 달러에 달합니다. 경영진은 이 금액의 46%를 향후 12개월 이내에, 90%를 향후 3년 이내에 수익으로 인식할 것으로 예상하고 있습니다. 이러한 수치들은 대규모로 성장 중인 계약 매출 백로그(backlog)를 보여주며, 지스케일러의 성장이 체결된 고객 약속에 기반하고 있다는 관점을 지지합니다.

## 매출 모델

# 수익성 및 마진 추세

## 수익성

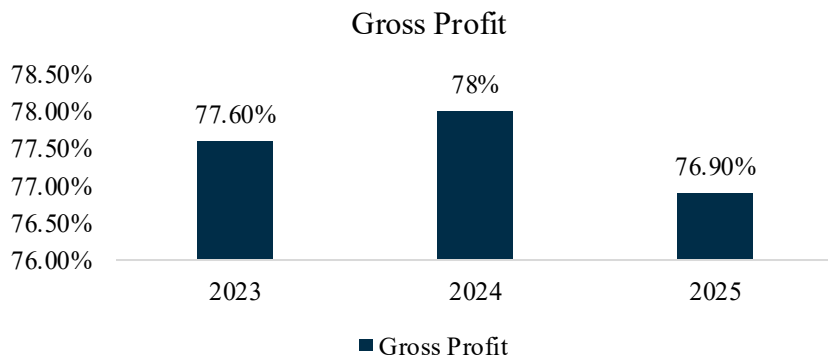
지스케일러(Zscaler)의 매출 수치는 인상적이지만, 투자 매력도를 판단하려면 수익성을 면밀히 살펴봐야 합니다. 회사는 여전히 GAAP 기준 순손실을 기록하고 있지만, 근본적인 마진 추세와 현금 지표는 회사의 경제성이 꾸준히 개선되고 있음을 보여줍니다.

## 수익성

### 2.1 매출총이익률: 안정적인 고마진 SaaS 비즈니스

지스케일러의 GAAP 기준 매출총이익률은 지속적으로 높은 수준을 유지해 왔습니다:

- 2025년: 매출총이익 20억 5,490만 달러, 매출총이익률 76.9%
- 2024년: 매출총이익 16억 9,060만 달러, 매출총이익률 78%
- 2023년: 매출총이익 12억 5,410만 달러, 매출총이익률 77.6%



2025년 매출총이익률은 78%에서 77%로 소폭 하락했습니다. 경영진은 이 하락의 주요 원인을 다음과 같이 설명합니다::

- 데이터 센터 및 장비 관련 비용 증가
- 지원 및 클라우드 운영 팀의 주식 기반 보상을 포함한 직원 관련 비용 증가
- 일회성 대규모 프라이빗 클라우드 배포와 관련된 추가 하드웨어 비용

70% 후반대의 매출총이익률은 매우 강력하며 성공적인 클라우드 소프트웨어 제공업체의 전형적인 모습입니다. 지스케일러는 주식 기반 보상, 취득한 무형 자산의 상각, 구조조정 비용을 제외한 비GAAP(non-GAAP) 매출총이익률이 지난 3년 동안 80~81%에 달한다고 보고했습니다. 이는 고정 인프라 및 지원 비용이 크고 성장하는 매출 기반에 분산됨에 따라 비즈니스의 핵심 경제 동력이 매우 수익성이 높다는 관점을 강화해 줍니다.



# 영업 비용 구조

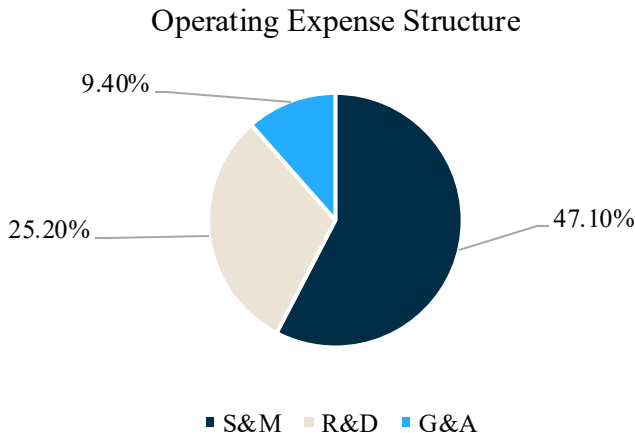
## 영어 비용 구조

영업 비용 구조 (Operating Expense Structure) 영업 비용은 판매 및 마케팅(S&M), 연구 개발(R&D), 일반 및 관리(G&A)의 세 가지 범주로 분류됩니다. 지스케일러(Zscaler)의 규모가 커짐에 따라 절대적인 달러 금액 기준으로 세 범주 모두 계속 성장하고 있습니다. 그러나 매출 대비 비율로 보면, 특히 판매 및 마케팅 분야에서 영업 레버리지가 증가하고 있음이 드러납니다.

2025 회계연도 기준:

- 판매 및 마케팅(S&M): 12억 5,920만 달러, 매출의 47.1% (2024년 50.8%, 2023년 59.3%에서 감소)
- 연구 개발(R&D): 6억 7,250만 달러, 매출의 25.2% (2024년 23.1%, 2023년 21.7%에서 증가)
- 일반 및 관리(G&A): 2억 5,180만 달러, 매출의 9.4% (2024년 9.8%, 2023년 11.1%에서 감소)

총 영업 비용은 2025년에 21억 8,340만 달러로 2024년 대비 20% 증가했으나, 매출 대비 비율로는 2023년 92%에서 2025년 약 82%로 감소했습니다.



S&M 비용은 전년 대비 1억 5,890만 달러 증가했으며, 주요 원인은 다음과 같습니다:

- 직원 관련 비용 1억 1,640만 달러 증가
- 주식 기반 보상 비용 2,950만 달러 증가

마케팅 프로그램, 출장, 시설, IT 서비스 및 전문 서비스에 대한 추가 지출이 발생했습니다. 달러 금액의 증가에도 불구하고 매출 대비 S&M 비율은 거의 4% 포인트 하락했으며, 이는 고객 확보 및 확장 측면에서 효율성이 개선되었음을 나타냅니다.

## 비용

# 영업 비용 구조

## 연구 개발 비용

R&D 비용 (R&D Expense)은 다음과 같은 요인으로 인해 1억 7,270만 달러 증가했습니다:

- 엔지니어링 및 제품 팀의 상당한 인원 성장
- 주식 기반 보상 비용 증가

플랫폼 개발과 관련된 시설, 소프트웨어 및 장비 비용이 증가했습니다. 이를 부분적으로 상쇄하기 위해, 지스케일러(Zscaler)는 약 3,130만 달러의 내부 사용 소프트웨어 개발 비용을 자본화했으며, 이는 즉각적인 비용으로 처리하는 대신 자산으로 인식되는 인프라 투자임을 반영합니다. 매출 대비 R&D 비율의 상승은 회사가 제품 혁신과 플랫폼 확장에 재투자하고 있음을 시사하며, 이는 빠르게 진화하는 사이버 보안 시장에서의 경쟁 우위 전략과 일맥상통합니다.

## 연구 개발

# 현금 흐름 창출

## 현금 흐름 창출

지스케일러(Zscaler)의 재무 데이터에서 가장 눈에 띄는 측면 중 하나는 현금 흐름 프로파일입니다. 회사는 GAAP 기준으로는 여전히 적자 상태임에도 불구하고, 영업 활동을 통해 상당한 현금을 창출하고 강력한 잉여 현금 흐름 마진을 기록하고 있습니다. GAAP 이익과 현금 흐름 사이의 이러한 격차는 지스케일러의 수익 품질과 지속 가능성을 평가하는 데 있어 핵심적인 요소입니다.

**3.1 영업 현금 흐름:** 강력하고 지속적인 성장 (Operating cashflow: strong and growing) 영업 활동으로 인한 순현금 유입액은 다음과 같습니다:

- 2023 회계연도: 4억 6,230만 달러
- 2024 회계연도: 7억 7,980만 달러
- 2025 회계연도: 9억 7,250만 달러

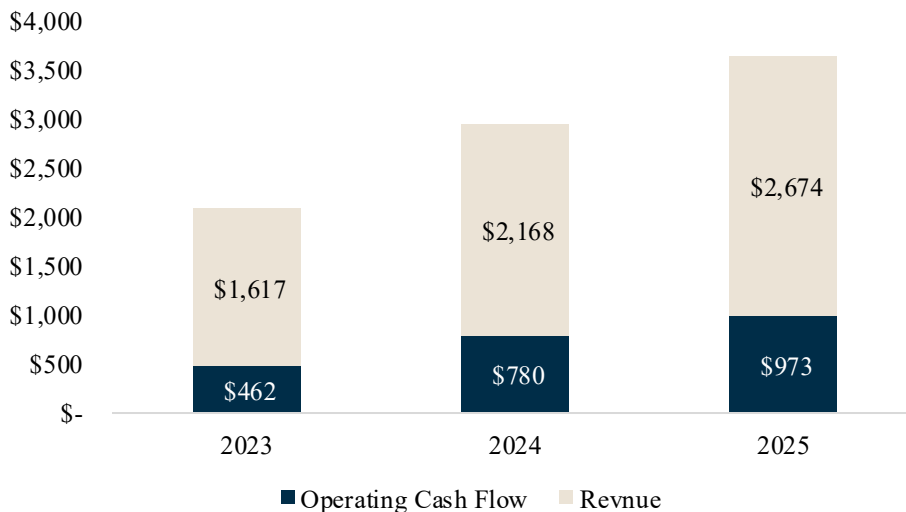
매출 대비 영업 현금 흐름 마진은 다음과 같습니다

- 2023년: 28.6%
- 2024년: 36%
- 2025년: 36.4%

이러한 수치는 영업 현금 흐름이 매출 성장을 앞지르는 견고한 성장을 보여주며, 회사가 매출의 점점 더 많은 부분을 현금으로 전환하고 있음을 나타냅니다.

## 영업 현금 흐름

Operating Cash Flow & Revenue



# 현금 흐름 창출

## 영업 현금 흐름

순손실에서 영업활동 현금흐름으로의 조정은 몇 가지 기여 요인들을 강조합니다:

- 다음을 포함한 대규모 비현금 비용:
  - 감가상각비 및 무형자산 상각비
  - 2025년 기준 1억 6,630만 달러 규모의 이연 계약 취득 원가 상각
  - 약 6,300만 달러 규모의 비현금 리스 비용
  - 6억 6,140만 달러 규모의 주식 보상 비용
- 운전 자본 역학
  - 고객의 선제적 청구 및 선결제를 반영하는 이연 수익의 증가: 2025년 5억 7,310만 달러 (2024년 4억 5,030만 달러 및 2023년 4억 1,860만 달러 대비)
  - 매출채권, 계약 원가 및 기타 미지급 비용의 변동.

높은 반복 매출, 선제적 청구, 그리고 비현금 비용의 조합을 통해 Zscaler는 GAAP 기준 순이익이 마이너스임에도 불구하고 상당한 현금을 창출할 수 있습니다.

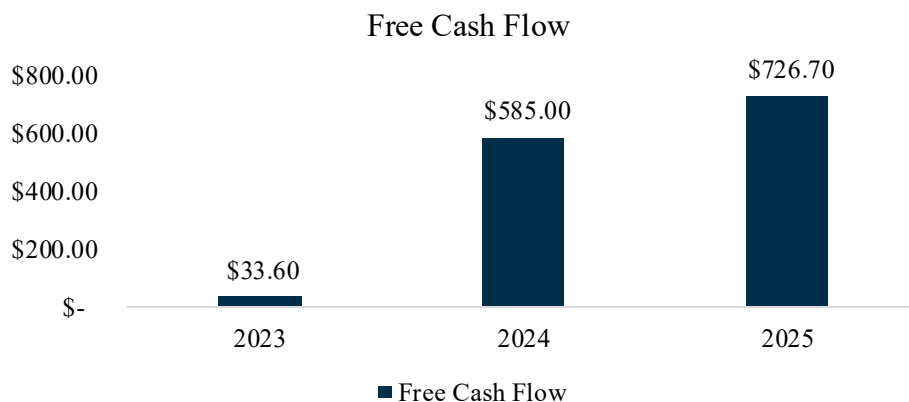
# 현금 흐름

## 3.2 잉여흐름 정의 및 실적

Zscaler는 영업활동 현금흐름에서 유형자산(부동산, 장비 등) 구매액과 자본화된 내부 사용 소프트웨어 비용을 차감하여 FCF를 산출합니다. 이 정의에 따른 연도별 실적은 다음과 같습니다:

- 2023년 FCF: 3,360만 달러 (마진율 20.6%)
- 2024년 FCF: 5억 8,500만 달러 (마진율 27.0%)
- 2025년 FCF: 7억 2,670만 달러 (마진율 27.2%)

## 현금 흐름



FCF 산출 시 차감된 주요 투자 항목은 다음과 같습니다:

- 유형자산 구매: 데이터 센터, 네트워크 인프라, 사무 시설에 대한 지출을 포함하며 2023년 9,720만 달러, 2024년 1억 4,460만 달러, 2025년 1억 6,430만 달러를 기록했습니다.
- 자본화된 내부 사용 소프트웨어 개발비: 2023년 3,150만 달러에서 2025년 8,150만 달러로 증가 추세에 있습니다.

## 시사점

자본 지출(Capex)과 자본화된 소프트웨어 비용의 증가에도 불구하고, FCF 마진은 20% 후반대에서 안정화되었습니다. 이는 Zscaler의 비즈니스 모델이 자본 집약적이지 않으며, 고정 인프라와 운영 비용을 충당한 후 발생하는 대부분의 추가 매출이 현금 기반 이익으로 이어진다는 것을 의미합니다. 일반적으로 두 자릿수 매출 성장, 높은 매출총이익, 그리고 25% 이상의 지속적인 FCF 마진을 유지하는 기업은 투자자들에게 매우 매력적인 것으로 평가받습니다.

# 현금 흐름 창출

## 3.3 수익의 질: 지속 가능성 및 리스크

지스케일러(Zscaler)의 현금 흐름 수치는 인상적이지만, 이러한 수익의 질과 지속 가능성을 평가하려면 그 동인을 분석해야 합니다:

- 이연 매출(Deferred revenue)에 대한 의존도
  - 영업 현금 흐름의 상당 부분이 이연 매출의 증가에서 발생합니다. 이는 SaaS 비즈니스에서 전형적인 모습이며 건강한 고객 수요를 반영합니다. 하지만 이는 갱신율이 떨어지거나 고객이 더 짧은 결제 주기를 요구할 경우, 이연 매출 성장을 통한 현금 흐름 혜택이 둔화될 수 있음을 의미하기도 합니다.
- 주식 기반 보상(Stock-based compensation)의 기여
  - 주식 기반 보상은 영업 현금 흐름 조정에서 주요한 비현금 항목입니다. 이는 현금을 직접 소비하지는 않지만, 주식 가치 희석을 통해 주주들에게 경제적 비용을 발생시킵니다. 기업은 상당한 규모의 주식을 발행하면서 현재의 강력한 잉여현금흐름(FCF)을 보여줄 수 있는데, 이는 실질적으로 경제적 부담을 미래의 주주들에게 전가하는 것입니다. 투자자들은 진정한 가치 창출을 평가하기 위해 FCF와 발행 주식 수의 증가를 함께 살펴봐야 합니다.
- 자본화된 내부 이용 소프트웨어(Capitalized internal-use software)
  - 내부 이용 소프트웨어를 자본화하면 일부 R&D 비용을 즉시 비용으로 처리하는 대신 대차대조표(자산)에 반영하게 됩니다. 이는 회계 기준에 부합하며 클라우드 인프라 비즈니스에서 흔히 볼 수 있는 방식입니다. 그럼에도 불구하고, 이는 회사의 R&D 및 인프라 투자의 일부가 영업 비용이 아닌 투자 현금 흐름으로 나타나게 하여, 현재 기간의 영업 이익률과 FCF를 실제보다 더 강해 보이게 만들 수 있습니다. 핵심 질문은 이러한 투자가 진정으로 장기적인 가치를 창출하고 있는지, 아니면 단순히 비용을 이연시키고 있는지 여부입니다.
- FCF 마진의 안정성
  - 지속적인 대규모 투자에도 불구하고 FCF 마진이 2024년과 2025년에 약 27% 수준을 유지했다는 점은 지스케일러의 현금 창출이 일시적인 요행이 아님을 시사합니다. 결제 관행, 경쟁 구도 또는 비용 구조에 큰 변화가 없는 한, 이 회사는 상당한 FCF를 창출할 능력이 있는 것으로 보입니다.

## 수익의 질

# 대차대조표 건전성

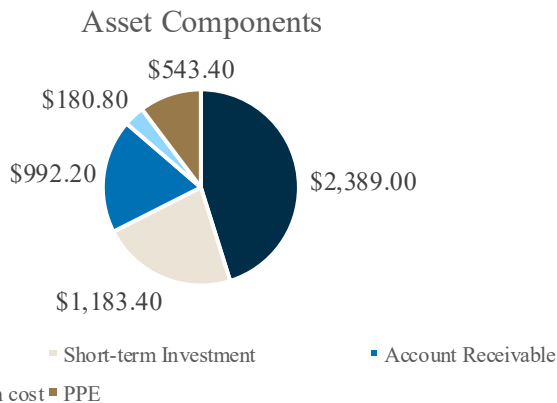
## 4.1 자산 기반 및 유동성 현황

2025년 7월 31일 기준, 지스케일러(Zscaler)의 총 자산은 64억 1,990만 달러로 보고되었으며, 이는 2024년의 47억 500만 달러에서 증가한 수치입니다. 자산 기반의 가장 큰 구성 요소는 다음과 같습니다:

- 현금 및 현금성 자산: 23억 8,900만 달러 (2024년 14억 2,310만 달러 대비)
- 단기 투자: 11억 8,340만 달러 (2024년 9억 8,660만 달러 대비)
- 매출채권(순액): 9억 9,220만 달러 (2024년 7억 3,650만 달러 대비)
- 이연 계약 취득 원가: 1억 8,080만 달러 유형 자산(순액): 5억 4,340만 달러 (3억 8,310만 달러 대비)
- 운용 리스 사용권 자산 및 영업권이 나머지 자산 기반을 형성합니다.

현금과 단기 투자를 합산하면, 지스케일러는 약 35억 7,000만 달러의 고유동성 자산을 보유하고 있으며, 이는 주로 머니마켓펀드(MMF), 미국 국채, 정부 기관 증권, 양도성예금증서(CD) 및 우량 회사채에 투자되어 있습니다.

## 유동성



부채 측면을 살펴보면, 2025년 유동 부채는 총 약 24억 3,000만 달러로, 2024년 약 31억 1,000만 달러에서 감소했습니다 (주로 2025년 만기 전환사채 상환 후 유동 부채에서 제외되었기 때문입니다). 가장 큰 항목은 다음과 같습니다:

- 이연 매출(유동): 20억 5,440만 달러
- 운용 리스 부채(유동), 미지급 보상, 매입 채무 및 기타 유동 부채

이러한 구조는 지스케일러의 유동 자산이 유동 부채를 초과하고 있음을 나타내며, 이는 건강한 운전 자본 구성을 보여줍니다. 회사는 단기 의무를 이행하고, 일상적인 운영 자금을 조달하며, 성장을 위한 투자를 지속할 수 있는 충분한 유동성을 확보하고 있습니다.

# 대차대조표 건정성

## 4.2 이연 매출 및 계약 부채 (Deferred revenue and contract liabilities)

앞서 언급했듯이, 이연 매출은 지스케일러 대차대조표의 핵심적인 특징입니다:

- 총 이연 매출: 2025년 7월 31일 기준 24억 6,800만 달러 (유동 및 비유동 합계)로, 2024년 18억 9,500만 달러에서 증가했습니다.
- 비유동 이연 매출: 4억 1,360만 달러 (2024년 2억 5,110만 달러 대비)로, 1년 이후에 인식될 매출을 의미합니다.

## 유동성

이 수치들은 서비스로 제공되기 전 이미 수취한 현금을 나타냅니다. 이는 유동성과 매출 가시성 모두에 긍정적인 기여를 합니다. 이연 매출의 성장은 회사의 강력한 외형 성장(Top-line) 실적과 일치하며, 고객들이 계속해서 다년 계약을 체결하고 대금을 선불로 지급하고 있음을 시사합니다.

투자자 관점에서 높은 이연 매출 잔액은 일반적으로 긍정적인 신호이며, 우려할 만한 추세 없이 지속적으로 성장하고 있습니다. 10-K 보고서상에서 비정상적인 할인이나 계약 품질의 저하 징후는 발견되지 않았으며, 크고 성장하는 잔여 이행 의무(RPO) 잔액은 지스케일러 계약 포트폴리오의 건전성을 뒷받침합니다.



# 대차대조표 건정성

## 4.3 전환사채 및 레버리지 (Convertible senior notes and leverage)

지스케일러(Zscaler)의 주요 부채는 선순위 전환사채로 구성됩니다:

- 2025년 7월, 회사는 총 원금 17억 2,500만 달러 규모의 0% 선순위 전환사채(2028년 만기, 이하 "2028년 채권")를 발행했습니다. 인수 수수료 및 발행 비용을 제외한 순수입은 약 17억 달러였습니다.
- 2028년 채권은 정기적인 현금 이자가 발생하지 않으며 원금도 증액되지 않습니다. 조기 전환, 상환 또는 재매입되지 않는 한 2028년 7월 15일에 만기가 도래합니다.
- 초기 전환율은 원금 1,000달러당 약 2.2752주이며, 이는 주당 약 439.52달러의 초기 전환 가격에 해당합니다. 완전 전환 시 약 390만 주가 발행될 가능성이 있습니다.
- 미상각 발행 비용을 차감한 2028년 채권의 2025년 7월 31일 기준 순장부금액은 약 17억 70만 달러였습니다.

## 전환사채

동시에 지스케일러는 원금 11억 5,000만 달러 규모의 기존 0.125% 선순위 전환사채(2025년 만기, 이하 "2025년 채권")를 전액 상환(retired)했습니다. 회사는 원금 전액을 현금으로 상환했으며, 프리미엄은 380만 주의 신주를 발행하여 결제했습니다. 또한 관련 캡드 콜(capped call) 거래를 통해 240만 주를 수취했습니다. 그 결과 2025년 채권은 더 이상 대차대조표에 나타나지 않습니다.

또한 지스케일러는 전환 시 발생할 수 있는 잠재적 희석을 줄이거나 원금 초과 현금 결제분을 상쇄하기 위해 약 1억 9,680만 달러를 들여 캡드 콜 거래를 체결했습니다. 이 거래의 초기 행사가격은 2028년 채권의 전환 가격과 동일하며 상한 가격은 더 높게 설정되어 있습니다. 본질적으로 이는 주가가 크게 상승할 경우 주식 희석이나 현금 유출에 대한 헤지(Hedge) 역할을 합니다.

레버리지 관점에서 다음 사항을 주목해야 합니다:

- 2028년 채권은 현금 이자가 없어 발행 비용의 비현금 상각을 제외하면 손익계산서에 미치는 영향이 제한적입니다.
- 지스케일러의 현금 및 단기 투자액이 2028년 채권의 순장부금액을 초과하므로, 회사는 순부채 상태가 아닌 순현금(net cash) 상태에 있습니다.
- 해당 채권은 주가가 전환 가격을 크게 상회하고 보유자가 전환을 선택할 경우 향후 주식 가치 희석을 초래할 수 있습니다.

# 대차대조표 건정성

## 4.4 자본, 누적 결손금 및 희석 고려 사항

2025 회계연도 기준 대차대조표의 자본 측면은 다음과 같습니다:

- 발행 및 유통 주식수(보통주): 1억 5,830만 주로, 2024년 1억 5,250만 주에서 증가했습니다.
- 주식발행초과금(Additional paid-in capital): 29억 8,060만 달러로, 누적된 지분 금융 및 주식 기반 보상을 반영합니다.
- 누적 결손금(Accumulated deficit): -11억 8,960만 달러로, 설립 이후 발생한 순손실 총액입니다.
- 기타포괄손익누계액: 매도가능증권 및 현금흐름 헤지의 가치 변동으로 인한 소액의 양수(+) 잔액을 보유하고 있습니다.

## 자본

주식 수 증가의 주요 동인은 다음과 같습니다:

- 주식 부여 및 행사
- 2025년 만기 채권(2025 Notes)의 프리미엄 정산을 위해 발행된 주식
- 직원 및 경영진에 대한 지속적인 주식 인센티브

지스케일러(Zscaler)는 또한 미집행 보상, 직원 주식 매수 계획(ESPP), 2028년 만기 채권의 정산을 위해 향후 발행될 상당량의 예약 주식을 공시했습니다. 이는 자본 구조에서 주식 가치 희석이 지속적인 특징으로 남을 것임을 확인시켜 줍니다.

잠재적 투자자를 위한 핵심 포인트:

- 대차대조표 리스크 낮음: 회사는 상당한 현금 및 투자 자산을 보유하고 있으며 전환사채 규모도 관리 가능한 수준으로, 자본력이 탄탄합니다.
- 희석 리스크 실재: 지속적으로 높은 주식 기반 보상과 2028년 채권의 잠재적 전환은 시간이 지남에 따라 주식 수를 증가시킬 것입니다. 매출 및 잉여현금흐름(FCF)의 성장이 이를 상쇄하지 못한다면 주당 지표가 희석될 수 있습니다.

# 가치평가

- 상대 가치 평가
- 현금 흐름 할인 모형

# 상대 가치 평가

## 비교군

산업 분석에서 언급했듯이, 지스케일러(Zscaler)는 사이버 보안 산업에 속해 있습니다. 따라서 관련 비교 대상 기업들과의 실적을 대조해 보는 것이 중요합니다. 이에 따라 현재 시장 내 지스케일러의 위치를 분석하기 위해 다음과 같은 비교 대상 기업군을 선정했습니다: Datadog, MongoDB, Atlassian, Workday, CrowdStrike, Palo Alto Networks.

## 기업 비교

지스케일러의 경쟁 구도와 전략적 위치를 이해하기 위해서는 기업 비교 분석을 수행하는 것이 필수적입니다. 당사의 조사 결과, 이번 벤치마킹 작업에 가장 적합한 기업들은 다음과 같습니다:

- 직접적인 사이버 보안 경쟁사: CrowdStrike, Palo Alto Networks
- 고성장 클라우드 중심 SaaS 기술 기업: Datadog, MongoDB, Atlassian, Workday

FactSet Data: 12/2/2025								FY 25			
Company	Ticker	Share Price	Fully Dilutive Shares Outstanding	Equity Value	(-) Cash	(+) Gross Debt	(+) Non-Controlling Interest	Enterprise Value	Revenue	Gross Income	Free Cash Flow
Zscaler	ZS	241.68	169.00	40,843.92	(3,321.30)	1,699.90	0.00	39,222.52	2,833.30	2,168.80	847.40
Datadog - A	DDOG	156.38	370.60	57,954.43	(4,140.30)	982.40	0.00	54,796.53	3,211.70	2,566.60	939.80
MongoDB - A	MDB	401.99	86.60	34,802.33	(2,305.80)	0.00	0.00	32,906.53	2,317.10	1,652.10	354.60
Atlassian - A	TEAM	153.91	280.80	43,217.93	(2,778.40)	988.10	0.00	41,427.63	5,460.10	4,533.20	1,501.80
Workday - A	WDAY	213.06	278.90	59,422.43	(6,852.00)	2,986.00	0.00	55,556.43	9,205.00	6,955.00	2,585.00
CrowdStrike	CRWD	516.55	261.30	134,974.52	(4,972.40)	744.70	38.00	130,784.82	4,341.10	3,212.60	1,037.90
Palo Alto Networks	PANW	189.88	746.40	141,726.43	(4,219.00)	0.00	0.00	137,507.43	9,556.70	7,021.20	3,690.80
Maximum				141,726.43	(2,305.80)	2,986.00	38.00	137,507.43	9,556.70	7,021.20	3,690.80
75th Percentile				116,086.49	(3,118.88)	986.68	0.00	111,977.72	8,268.78	6,349.55	2,314.20
Median				58,688.43	(4,179.65)	863.55	0.00	55,176.48	4,900.60	3,872.90	1,269.85
25th Percentile				46,902.05	(4,784.05)	186.18	0.00	44,769.85	3,494.05	2,728.10	964.33
Minimum				34,802.33	(6,852.00)	0.00	0.00	32,906.53	2,317.10	1,652.10	354.60

# 상대 가치 평가

## 멀티플 선정

본 리서치는 기업 가치를 평가하기 위해 EV/Sales(기업가치 대비 매출액), EV/Gross Income(기업가치 대비 매출총이익), 그리고 EV/Free Cash Flow(기업가치 대비 잉여현금흐름) 멀티플을 사용하기로 결정했습니다.

- EV/Sales 논거: 지스케일러(Zscaler)와 같은 고성장 기술주 및 SaaS(서비스형 소프트웨어) 기업에 있어 매우 중요한 지표입니다. 성장성과의 관련성: 지스케일러와 같은 고성장 기업은 영업이익이 마이너스인 경향이 있습니다. 따라서 매출을 지표로 사용하는 것이 고성장 기업의 가치를 평가하는 핵심입니다.
- EV/Gross Income: 특히 SaaS 업계 내에서는 EV/Sales보다 더 우수한 측정 지표로 간주됩니다. 매출총이익(Gross Profit)은 매출원가(COGS)를 고려한 수치로, 기업의 주요 운영 효율성과 비즈니스 모델의 질을 이해하는 데 필수적입니다.
- EV/FCF: 가장 근본적이며 조작 가능성이 낮은 밸류에이션 지표로 평가받습니다. FCF(잉여현금흐름)는 기업이 실제로 벌어들이는 현금과 사용하는 현금을 보여줍니다. FCF는 비현금성 회계 항목이나 발생주의 항목의 영향을 덜 받습니다..

## 멀티플

Valuation Statistics												
	Ticker	Share Price	Fully Dilutive Shares Outstanding	Equity Value	(-) Cash	(+) Gross Debt	(+) Non-Controlling Interest	Enterprise Value	EV/Revenue	EV / Gross Income	EV/Free Cash Flow	
	Zscaler	ZS	241.68	169.00	40,843.92	(3,321.30)	1,899.90	0.00	39,222.52	13.84x	18.08x	46.29x
	Datadog - A	DDOG	156.38	370.60	57,954.43	(4,140.30)	982.40	0.00	54,796.53	17.06x	21.35x	58.31x
	MongoDB - A	MDB	401.99	86.60	34,812.33	(2,305.80)	0.00	32,506.53	14.03x	19.68x	91.67x	
	Atlassian - A	TEAM	153.91	280.80	43,217.93	(2,778.40)	988.10	0.00	41,427.63	7.59x	9.14x	27.59x
	Workday - A	WDAY	213.06	278.90	59,422.43	(6,852.00)	2,986.00	0.00	55,556.43	6.04x	7.99x	21.49x
	CrowdStrike	CRWD	516.55	261.30	134,974.52	(4,972.40)	744.70	38.00	130,746.82	30.13x	40.71x	126.01x
	Palo Alto Networks	PANW	189.88	746.40	141,726.43	(4,219.00)	0.00	137,507.43	14.39x	19.58x	37.26x	
	Maximum				141,726.43	(2,305.80)	2,986.00		137,507.43	30.13x	40.71x	126.01x
	75th Percentile				116,086.40	(3,118.88)	986.68		111,949.22	16.39x	20.93x	83.33x
	Median				58,688.43	(4,179.65)	863.55		55,176.48	14.21x	19.63x	47.78x
	25th Percentile				46,902.05	(4,784.05)	186.18		44,769.85	9.20x	11.75x	30.00x
	Minimum				34,812.33	(6,852.00)	0.00		32,506.53	6.04x	7.99x	21.49x

# 상대 가치 평가

## 상대 가치 분석 결과

- EV/Revenue (기업가치 대비 매출): 해당 비교 집단의 EV/Revenue 멀티플은 최소 6.04x에서 최대 30.13x까지 넓은 범위를 나타내며, 중앙값은 14.21x입니다. 이는 현재 투자자들이 피어 그룹(비교 대상 기업)의 매출 1달러당 약 14.21달러의 기업 가치 프리미엄을 지불하고 있음을 의미합니다.
- EV/Gross Income (기업가치 대비 매출총이익): 해당 비교 집단의 EV/Gross Income 멀티플은 최소 7.99x에서 최대 40.71x까지 분포하며, 중앙값은 19.63x입니다. 이는 투자자들이 피어 그룹의 매출총이익 1달러당 약 19.63달러의 기업 가치를 지불하고 있음을 나타냅니다.
- EV/Free Cash Flow (기업가치 대비 잉여현금흐름): 해당 비교 집단의 EV/Free Cash Flow 멀티플은 최소 21.49x에서 최대 126.01x까지 형성되어 있으며, 중앙값은 47.78x입니다. 이는 투자자들이 피어 그룹의 잉여현금흐름 1달러당 약 47.78달러의 기업 가치를 지불하고 있음을 의미합니다.

## 결론

Multiples	Maximum	75th Percentile	Median	25th Percentile	Minimum
Public Company Comparables:					
EV/Revenue	30.13x	16.39x	14.21x	9.20x	6.04x
EV/Gross Income	40.71x	20.93x	19.63x	11.75x	7.99x
EV/FCFF	126.01x	83.33x	47.78x	30.00x	21.49x

## 상대 가치 분석 결론

위의 중앙값 멀티플을 적용했을 때, 지스케일러(Zscaler)의 내재 주가는 247.81 ~ 261.51달러 사이로 결론지었습니다. 12월 3일 기준 현재 주가(243.66 달러)와 비교하면, 지스케일러는 7.34%의 잠재적 상승 여력(Upside)을 가지고 있습니다.

EV Calculations based on Peer Multiples	Minimum	25th Percentile	Median	75th Percentile	Maximum
EV/Revenue	17,100.28	26,059.98	40,257.74	46,447.13	85,359.15
EV/Gross Income	17,324.34	25,483.81	42,574.08	45,395.93	88,291.76
EV/FCFF	18,212.19	25,424.70	40,490.21	13,891.68	106,780.09

Implied Share Price Calculations	Minimum	25th Percentile	Median	75th Percentile	Maximum
EV/Revenue	110.78	163.80	247.81	284.43	514.68
EV/Gross Income	112.10	160.39	261.51	278.21	532.03
EV/FCFF	117.36	160.04	249.18	91.79	641.43

# 현금 흐름 할인 모형

## 손익계산서 추정

매출 성장률을 결정하는 것은 현금 흐름 할인 모형의 핵심 요소입니다. 종합적인 산업 및 기업별 분석을 바탕으로, 당사는 2026회계연도부터 2030년까지의 매출 성장률을 각각 25%, 20%, 18%, 15%, 10%로 추정했습니다. 또한, 마진율 방식(Margin method)을 활용하여 장기적인 수익성 수렴 가능성을 반영한 2030 회계연도의 추정 순이익을 도출했습니다.

## 손익계산서 추정

S in thousands	Actuals					Projections		
	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
Income Statement								
Revenues	1,616,952	2,167,771	2,673,115	3,341,394	4,009,673	4,731,414	5,441,126	5,985,238
Cost of Revenue	(362,832)	(477,129)	(618,178)	(752,650)	(801,935)	(898,969)	(979,403)	(1,017,490)
Selling General	(1,137,957)	(1,312,291)	(1,507,896)	(2,086,397)	(2,205,320)	(2,483,992)	(2,720,563)	(2,902,840)
R&D	(350,786)	(499,828)	(672,485)	(778,643)	(934,372)	(946,283)	(1,088,225)	(1,197,048)
Depreciation & Amortization	(773)	0	(1,700)	(2,043)	(2,454)	(2,935)	(3,476)	(4,047)
Earning from Operations	(234,623)	(121,477)	(127,144)	(278,340)	65,592	399,236	649,459	863,813
Net Non Operating Income	53,921	95,998	115,842	179,175	(39,355)	(199,618)	(259,784)	(172,763)
Other Income Expense	(1,862)	(3,750)	(6,989)	(5,601)	1,230	6,240	8,120	5,400
Income Taxes	(19,771)	(28,477)	(23,187)	(46,488)	10,955	66,680	108,472	144,273
Net income	(202,335)	(57,706)	(41,478)	(151,254)	38,422	272,538	506,268	840,724
Margins/Growth Rates								
-								
Revenue Growth Rate	48.22%	34.07%	23.31%	25.00%	20.00%	18.00%	15.00%	10.00%
Cost of Revenue as a % of Revenue	22.44%	22.01%	23.13%	22.53%	20.00%	19.00%	18.00%	17.00%
Selling General as a % of Revenue	70.38%	60.54%	56.41%	62.44%	55.00%	52.50%	50.00%	48.50%
R&D as % of Revenue	21.69%	23.06%	25.16%	23.30%	23.30%	20.00%	20.00%	20.00%
Net Non Operating Income as % of Revenue	22.98%	79.03%	91.11%	64.37%	60.00%	50.00%	40.00%	20.00%
Other Income Expense	0.79%	3.09%	5.50%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%	3.13%
Tax Rate	8.43%	23.44%	18.24%	16.70%	16.70%	16.70%	16.70%	16.70%

# 현금 흐름 할인 모형

## 잉여현금흐름 추정 (Free Cash Flow Projection)

손익계산서 프로젝트에서 수행한 EBIT를 활용하여, 지스케일러(Zscaler)의 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 산출할 수 있었습니다. 회사는 공격적인 자본지출(CapEx)과 초기 영업 손실로 인해 초기 몇 년간(FY 2026-2028\$)은 음(-)의 현금흐름을 기록할 것으로 예상되지만, 2029회계연도부터는 유의미한 턴어라운드가 예상됩니다. 양(+)의 FCF로의 이러한 전환은 영업 레버리지가 본격적으로 효과를 발휘함에 따라 회사가 자생적인 비즈니스 모델로 이행하고 있음을 보여줍니다.

## 잉여현금흐름 추정 및 WACC

\$ in thousands	Projections				
	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
EBIT	(278,340.16)	65,592.18	399,235.62	649,459.00	863,812.56
Tax expense	(46,488.20)	10,955.16	66,680.08	108,472.23	144,273.43
EBIT (1-T)	(324,828.35)	54,637.02	332,555.54	540,986.77	719,539.14
Depreciation	2,042.77	2,453.82	2,934.53	3,476.07	4,046.97
Operating Cash Flow	(322,785.58)	57,090.84	335,490.07	544,462.84	723,586.10
Change in NWC	(39,335.46)	(16,378.69)	145,586.28	7,097.12	5,441.13
CapEx	(300,725.44)	(360,870.53)	(425,827.22)	(489,701.30)	(538,671.43)
Free Cash Flow	(584,175.56)	(287,400.99)	(235,923.43)	47,664.42	179,473.54
PV of Free Cash Flows	(536,519.82)	(242,422.56)	(182,767.19)	33,912.81	117,276.87

## 가중평균자본비용 (WACC)

완전 희석 유통주식수, 현재 ZS 주가, 그리고 FactSet에서 제공한 총 부채를 사용하여 산출한 결과, 부채대비 자기자본 비율(시장가치 기준)은 4.44%, 부채 비중은 1.19%로 나타났습니다. 타인자본비용(5.43%)\*은 다모다란(Damodaran) 교수의 A2 신용 등급 스프레드(0.85%)와 무위험 이자율(4.58%, S&P Global, 2025)을 기준으로 계산되었습니다. 베타값은 FactSet에서 도출했습니다. 위의 모든 정보를 종합하여 산출된 WACC는 8.88%입니다.

WACC	
Market Cap	41,097,290.40
Fully Diluted Shares Outstanding	168,930.00
Price	\$ 243.28
Total Debt (Approximated with Book Value)	1,797,000.00
D+E	42,894,290.40
D/E	0.044
D/(D+E)	4.19%
Corporate Tax Rate	21.00%
Cost of Debt	5.43%
Credit Rating	A2
Credit Spread	0.85%
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Beta	1.04
E/(D+E)	95.81%
Cost of Equity	9.08%
WACC	8.88%



# 현금 흐름 할인 모형

## 터미널 가치 (Terminal Value - 영구 가치)

지스케일러(Zscaler)의 터미널 가치를 결정하기 위해, 당사는 상대 가치 분석에서 도출된 중앙값 EV/Sales 멀티플을 활용하는 멀티플 방식(Exit Multiple Method)을 채택했습니다. 이 방법론은 현재의 시장 정서와 동종 업계의 가치 평가 기준을 반영하기 때문에 선택되었습니다. 지스케일러가 고성장 사이버 보안 분야의 리더임을 고려할 때, 멀티플 방식은 영구성장법(Perpetual Growth Method)보다 산업 특유의 위험-수익 프로필을 더 정확하게 나타냅니다.

가중평균자본비용(WACC)을 할인율로 적용한 결과, 기업 가치 계산 내에서 터미널 가치는 \$552.2억 달러(\$1,000달러 단위 기준 (\$55,224,024.49)로 산출되었습니다.

## 터미널 가치 및 내재 주가 산출

EXIT Multiple	
Median EV/Sales	14.12x
ZS Sales	5,985,238.14
Enterprise Value	84,511,562.55
PV of Enterprise Value	55,224,024.49
Enterprise Value	54,413,504.60

## 내재 주가 산출 (Implied Share Price Computation)

2026년부터 2030년까지의 잉여현금흐름(FCFF) 현재가치와 터미널 가치를 합산한 지스케일러의 총 기업 가치(Enterprise Value)는 약 544.1억 달러(\$54,413,504.6천 달러)입니다. 여기서 순부채를 가산하고 완전 희석 유통주식수로 나누면, 지스케일러의 내재 주가는 332.62달러로 계산됩니다. 현금 흐름 할인(DCF) 모델에 따르면, 지스케일러는 12월 17일 기준 주가(\$226.43) 대비 46.89%의 상승 여력(Upside)을 가지고 있습니다. 이 내재 주가는 현재 주가보다 상당히 높게 형성되었으며, 따라서 WACC 및 터미널 성장률 가정이 변할 때 주가가 어떻게 변하는지 확인하기 위한 민감도 분석이 필요합니다.

Enterprise Value	
Sum of PV FCFF	(810,519.9)
PV of TV	55,224,024.5
Enterprise Value	54,413,504.6
Net Debt	(1,775,400.0)
Equity Value	56,188,904.6
Diluted Share #	168,930.0
Implied Price	332.62

# 현금 흐름 할인 모형

## DCF 민감도 분석

민감도 분석은 가중평균자본비용(WACC)과 매출 멀티플(Exit Sales Multiple)이 변할 때 내재 주가가 어떻게 달라지는지 보여줍니다. 변동 범위: WACC는 6.00%에서 10.00%까지, 매출 멀티플은 11x에서 15x까지의 범위를 설정했습니다. 시나리오 예시: 만약 WACC가 8.00%이고 매출 멀티플이 13x라면, 내재 주가는 \$298.12 되며 이는 현재 주가 대비 31.66%의 상승 여력이 있음을 나타냅니다.

## 민감도 분석

		WACC				
		6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
EXIT Sales Multiple	11.00x	\$275.79	\$262.48	\$249.90	\$238.00	\$226.74
	12.00x	\$302.27	\$287.74	\$274.01	\$261.02	\$248.74
	13.00x	\$328.74	\$313.00	\$298.12	\$284.05	\$270.74
	14.00x	\$355.22	\$338.26	\$322.24	\$307.08	\$292.74
	15.00x	\$381.69	\$363.52	\$346.35	\$330.11	\$314.73

# 결론

가치평가 모델 결론

# 결론

## 두 가지 가치 평가 모델에 대한 결론: 상대 가치 분석 및 현금 흐름 할인법

지스케일러에 대한 가치 평가 결과, 상대 가치 분석(Comparable Analysis)에서는 261.51달러, 현금 흐름 할인(DCF) 모델에서는 332.62달러의 내재 주가가 도출되었습니다. 두 방법론 사이에 차이가 존재하지만, 두 모델 모두 현재 시장 주가 대비 상당한 가치 상승 여력이 있음을 일관되게 나타내고 있습니다. 이러한 수치 차이는 각 모델이 포착하는 관점이 다르기 때문에 발생합니다. 상대 가치 분석은 현재 시장의 가격 책정 기준을 반영하는 반면, DCF 모델은 2030년까지 영업 마진 확대를 통해 실현될 지스케일러의 내재적인 장기 현금 창출 잠재력을 포착합니다. 두 모델의 평균값을 적용한 최종 내재 주가는 275.61달러로 산출되었습니다.

## 결론

### 내재 주가

