Hanyang Securities
기업분석

Analyst I 김연우, 최서연
Tel .3770-5334, 5323
ks0504@hygood.co.kr
janice84@hygood.co.kr

파수닷컴(150900)

- 하반기는 수확의 계절

Rating	Not Rated
Target Price	-
Previous	-

주가지표

KOSPI(10/10)	1,941P
KOSDAQ(10/10)	556P
현재주가(10/10)	8,700원
시가총액	704억원
총발행주식수	800만주
120일 평균거래대금	107억원
52주 최고주가	14,000원
최저주가	4,720원
유동주식비율	61.1%
외국인지분율(%)	3.26%
주요주주	조규곤 외 16인(34.2%)

데이터 · 소프트웨어 보안기업

- 2000년 6월 8일 설립된 동사는 국내 1위 문서 보안 기업이자 국내 최초로 시큐어코딩 솔루션에 대한 공통기준 평가(CC) 인증을 받은 데이터 · 소프트웨어 보안 시장의 선도 기업이다. 2013년 기준 E-DRM 부문이 71%로 가장 큰 매출 비중을 차지하였으며 향후 시큐어코딩 시장 확대로 인한 SW보안 부문의 고객사 증가로 인한 유지관리 부문 매출 비중이 커질 것으로 예상되어 성장성에 대한 기대감이 유효해 보인다. 올해 상반기 실적은 하반기에 매출이 집중되는 매출 구조상 적자를 보이고 있으나 적자폭이 크게 감소하였고 하반기는 수주분에 대한 매출 집행과 공공사업 발주 및 시큐어코딩 등으로 지난해 대비 20% 이상 매출 성장이 가능하다는 판단이다.

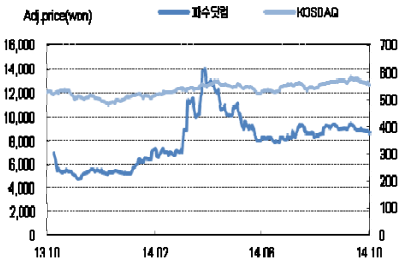
Data 보안 - 안정적 수익원 확보

- 모바일, Cloud 등 IT환경 변화 및 개인정보유출 등 보안 침해 사고 증가로 보안 시장 규모가 확대되는 추세이다. DRM(Digital Rights Management) 시장은 유지관리와 신규투자 이슈가 많아 진입 장벽이 높은데 동사는 세계 최고 DRM 기술 상용화 및 업계 최다 어플리케이션 지원, 32개 국/내외 원천기술에 대한 특허 등 기술 경쟁력 확보로 경쟁사와 차별성을 갖고 입지를 견고히 하고 있다. 또한 동사는 업계 최다인 2,100여개의 레퍼런스를 구축하여 확고한 매출 기반을 확보하였고 기존 고객과 재계약율이 90%에 달하며 정부정책에 따른 유지관리 요율 상승으로 유지관리 매출도 증가세를 보이고 있다..

소프트웨어 개발 보안 - 신규 매출 확대

- 사이버 공격의 대비책으로 SW자체의 보안 취약점을 제거하는데 그 시점에 따라 비용이 최대 30배까지 차이날 수 있어 SW 개발 과정 중 소스코드 구현단계에서 보안약점을 배제하기 위한 시큐어코딩의 중요성이 부각되고 있다. 우리나라에서 SW개발보안 의무화는 2015년 모든 규모의 소프트웨어 사업으로 확대됨에 따라 시장이 본격화될 전망이다. 올해 초 동사는 스패로우로 국내 최초 CC인증을 받고 하나은행, 삼성전자, 농협 등 대규모 레퍼런스를 구축하여 작년 전체 매출의 4%였던 시큐어코딩 매출은 올해 13%까지 상승할 것으로 보인다. 또한 동사는 작년 미국에 현지법인을 설립하여 해외 영업을 강화하고 있는데, 국내 유일 해외 경쟁사 제품과 대등한 수준의 시큐어코딩 기술력을 보이고 있어 영업력의 결과에 따라 해외 수출 가능성도 점증할 것으로 예상되는 점에 주목할 필요가 있겠다.

상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2010A	156	13	22	22	369	0.0	0.0		8.4%	34.1%	5.6%
2011A	161	12	19	19	322	0.0	0.0		7.3%	22.6%	4.1%
2012A	203	40	43	43	715	0.0	0.0		19.6%	37.7%	24.5%
2013A	213	16	20	20	301	18.0	1.8	10.3	7.6%	10.6%	7.2%
2014F	240	36	39	39	492	17.9	2.6	11.1	15.0%	15.2%	22.8%

자료: : 파수닷컴, 한양증권 리서치센터 추정 *2010년~2013년 IFRS별도기준, 2014년 IFRS연결기준(시장컨센서스)

■ 데이터 · 소프트웨어 보안기업

동사는 2000년 6월 8일 설립되어 데이터 보안 및 소프트웨어 개발 보안 사업을 영위하고 있다. 세계 최초로 DRM 기술을 상용화 한 국내 1위 문서 보안 기업인 동사는 경쟁사 대비 높은 기술력과 시장 대응력으로 시장을 선도하고 올해 1월에는 국내 최초로 시큐어코딩 솔루션에 대한 공통기준평가(CC)인증을 받아 공기업 중심으로 솔루션을 공급 중에 있다.

데이터 보안 사업은 크게 E-DRM(기업용 문서보안, 개인정보보호)과 C-DRM(멀티미디어 콘텐츠 보안, 전자책, 이러닝)으로 구분되며 가장 큰 매출 비중을 차지한다. 2013년 기준 매출 비중은 E-DRM 71%, C-DRM 6%, SW보안 4%, 유지관리 19%였으나 올해에는 시큐어코딩 시장 확대로 인한 SW보안 부문의 매출과 고객사 증가로 인한 유지관리 부문 매출 비중이 커질 것으로 예상된다.

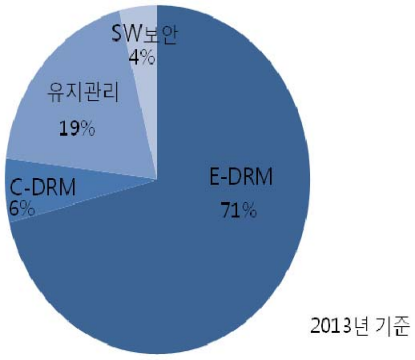
올해 상반기 실적은 매출액 91억원(+26.9%, yoy), 영업이익 -19억원(5억원 개선, yoy)으로 적자폭을 개선해 나가고 있으나 매출 구조상 대부분의 수주인식이 4분기에 집중되는 관계로 수치상은 부진한 결과를 나타냈다. 그러나 하반기는 수주분 인식이 집중될 것으로 예상되는 가운데, 공공사업 발주 및 시큐어코딩 등으로 큰 폭의 실적 개선도 가능하다는 판단이다.

<도표1> 회사연혁

연도	내용
2000.06	파수닷컴 법인 설립
2000.07	파수 DRMTM 서비스 개시
2002.10	日도시바社에 FSD 구축
2004.12	삼성 IT 솔루션 파트너 선정
2009.10	DRM 최초 자체개발 암호모듈로 국정원 검증필 획득
2010.02	도시바 아메리카와 파트너쉽 공식 발표
2011.06	F&S 선정 Global Competitive Strategy Innovation 수상
2011.12	WBS(월드베스트소프트웨어)사업 주관사업자 선정
2012.02	미국지사 설립(캘리포니아, Sunnyvale)
2013.10	코스닥 상장
2014.01	SPARROW, 업계 유일 시큐어코딩 진단도구 CC 인증 획득

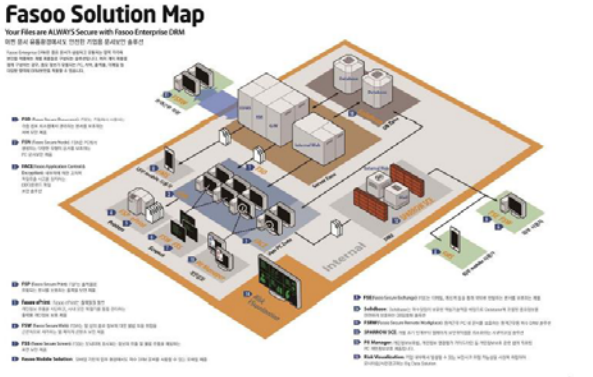
자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표2> 사업 영역별 매출 비중



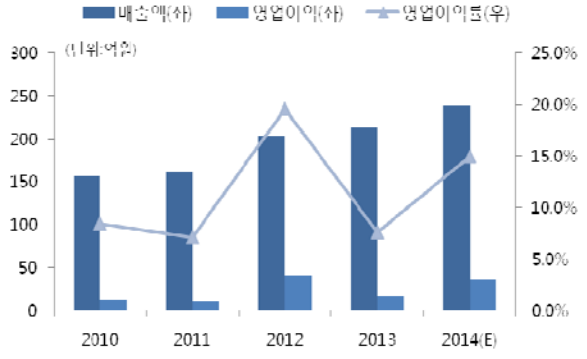
자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표3> Full Line-up 제품군



자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표4> 연간 실적추이



자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

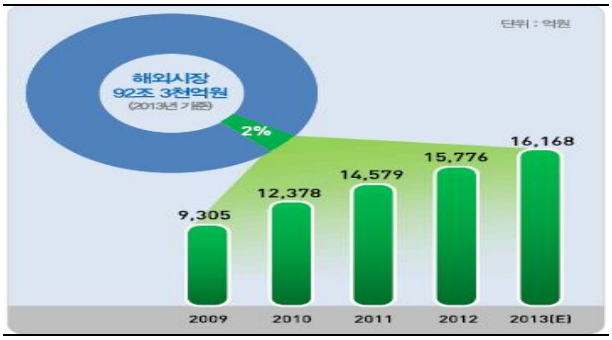
■ Data보안 – 안정적 수익원 확보

글로벌 보안 시장은 모바일, Cloud 등 IT 환경 변화 및 개인정보유출 등 보안 침해 사고 증가로 성장세가 가속화되고 시스코의 소스파이어 인수 및 IBM의 트러스티어 인수 등 글로벌 보안업체의 M&A가 활발히 진행되며 보안업체에 대한 투자도 증가세를 보이고 있다. 반면 국내에서는 2013년 보안 솔루션에 대한 매출 상승이 미비했으나 기업 기밀문서 유출, 카드사 개인정보 유출 등 다양한 이슈에 따라 보안 산업의 중요성이 커짐에 따라 국내 보안 시장 규모도 확대되는 추세이다.

DRM(Digital Rights Management)시장은 기존 시스템의 문서와의 호환 문제와 OS 및 각종 문서 어플리케이션의 잦은 버전 업그레이드, 각종 플랫폼 지원 등으로 유지관리와 신규투자 이슈가 많아 신생 업체들이 시장에 진입하기 어렵다. 여기에 동사는 세계 최초 DRM 기술 상용화 및 업계 최다 어플리케이션 지원, 32개 국/내외 원천기술에 대한 특허 등 기술 경쟁력 확보로 마크애니, 소프트캠프 등 기존 경쟁사와의 차별성도 두드러지고 있다.

또한 대부분 보안업체의 주요 고객이 공공기관인 반면 동사는 공공기관뿐 아니라 대기업, 금융회사 등 업계 최다인 2,100여개의 레퍼런스를 구축하여 확고한 매출 기반을 확보하고 있다. 문서보안 제품은 고객충성도가 높아 한번 도입된 문서보안 제품이 그룹사 및 시스템 확장에 지속적으로 들어가기 때문에 큰 문제가 없는 한 지속적인 매출이 발생하여 동사의 경우 신규 고객사보다 기존 고객사에서의 매출 비중이 더 크다. 더불어 동사는 기존 고객과 재계약율이 90%에 달하며 정부정책에 따른 유지관리 요율 상승으로 유지관리 매출이 증가하는 추세이다.

<도표5> 정보보안사업 매출 추이



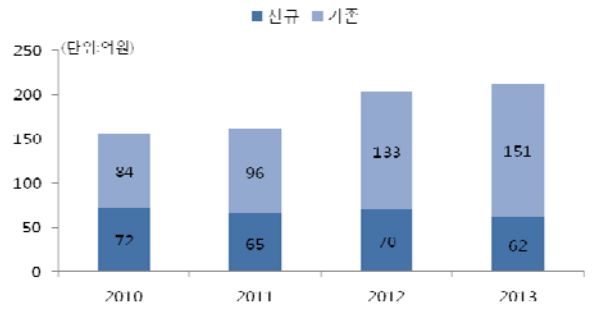
자료: IDC/KISIA/KDCA2013년국내정보보호산업실태조사, 한양증권 리서치센터

<도표6> 고객사 현황



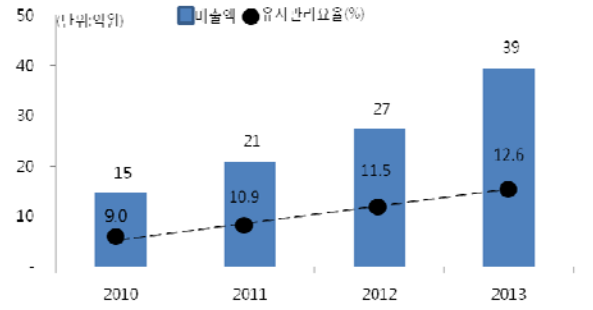
자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표7> 신규 기존 고객사 매출액 추이



자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표8> 유지관리 부문 매출액 추이



자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

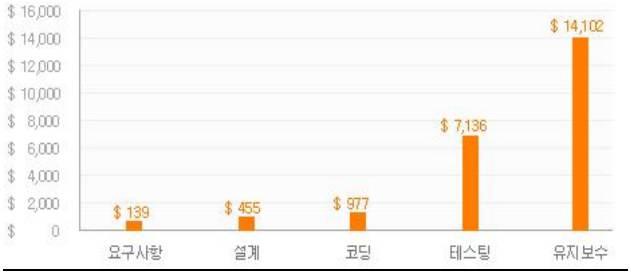
■ 소프트웨어 개발 보안 – 신규 매출 확대

사이버 공격의 약 75%가 SW 자체의 보안 취약점을 악용하는 것으로 특정 SW의 보안취약점을 대상으로 지능화된 기법을 이용해 지속적으로 공격하는 APT(Advance Persistent Threat) 공격 또한 전방위적으로 확산되는 추세이다. 결함을 제거하는 시점에 따라 비용 차이가 최대 30배까지 발생할 수 있으므로 SW 개발 단계에서 보안약점을 제거하는 것이 가장 효과적이다. 이에 따라 SW 개발 과정 중 소스코드 구현단계에서 보안약점을 배제하기 위한 기술인 시큐어코딩의 중요성이 부각되고 있다.

우리나라에서 SW 개발보안 의무화는 2012년 12월 정보시스템 감리대상 정보화 사업(40억원 이상)을 대상으로 시행되어 올해는 사업 규모가 20억 이상으로 확대되었고 2015년부터는 모든 규모의 소프트웨어 사업으로 확대됨에 따라 시장이 본격화 될 전망이다. 2007년 시큐어코딩 솔루션을 국내 최초로 출시한 동사는 스패로우로 올해 초 국내 최초 CC 인증을 받고 하나은행, 삼성전자, 농협 등 대규모 레퍼런스를 구축하여 작년 전체 매출의 4%였던 시큐어코딩 매출은 올해 13%까지 상승할 것으로 보인다.

또한 동사는 본격적 미국 사업을 위해 작년 현지법인을 설립하여 현지인 경영진을 영입하는 등 영업력을 강화하고 있다. SW 소스코드 상의 보안 약점을 검출하고 이에 대한 솔루션을 제공하는 시큐어코딩 기술력은 이미 국내 유일의 인증 업체이고 해외 경쟁 업체와도 대등한 수준의 기술력을 보유하고 있는 것으로 파악되고 있어 해외 영업력의 결과에 따라 수출 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 특히, SW의 해외 수출은 처음 레퍼런스를 쌓는 과정이 어렵지 수출의 물꼬가 트이면 레퍼런스 효과를 보는 경향이 있어 수출 여부에 따라 성장성에 대한 프리미엄이 증가할 수 있는 부분이라 판단된다.

<도표9> SW 결함 수정 비용



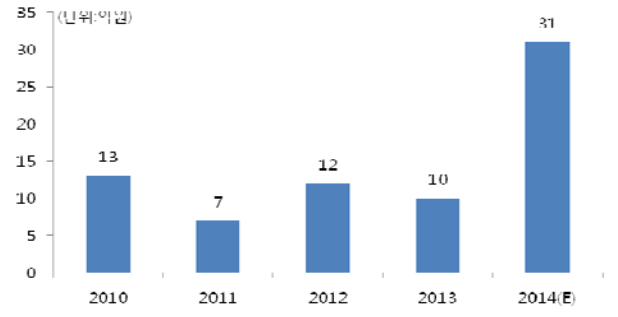
자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표10> 스패로우 고객



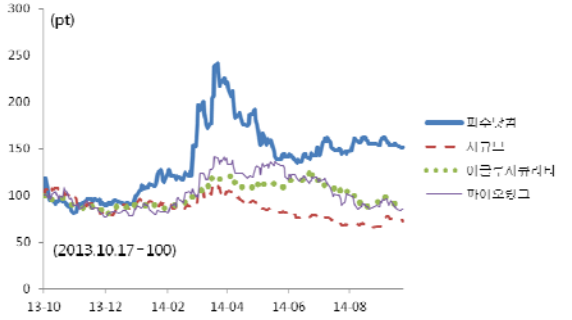
자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표11> SW보안 매출 추이



자료: 파수닷컴, 한양증권 리서치센터

<도표12> 유사기업 주가 추이



자료: bloomberg, 한양증권 리서치센터

■ 리스크 요인 점검

동사의 매출 구조를 보면 SW 업체의 특성상 대부분의 실적이 4분기에 집중되는 모습을 보이고 있다. 따라서 해외 수출이나 지속적인 고객 증가로 인한 유지보수 매출과 시큐어코딩 매출 등이 상반기에 얼마나 발생하는지에 따라 적자구조를 탈피할 수 있다는 결론이 나온다. 즉, 주가 측면에서 대부분의 실적이 집중되는 3분기 실적 이후부터 4분기 실적 발표시점까지 주가의 탄력적 움직임이 나타날 가능성이 높고 그 외 기간 동안은 펀더멘탈보다는 모멘텀에 좌지우지되는 경향이 높아 기관 투자자들의 롱텀 투자에 제한이 될 수 있는 점은 아쉬운 부분이다.

한편, 이달 18일 약 304만주의 물량이 보호예수에서 해제될 예정이다. 그 중 대표이사 및 특수 관계인 물량이 약 260만주여서 실제로 시장에 영향을 미칠 수 있는 물량은 최대로 50만주 정도로 예상해 볼 수 있겠다. 다만, 하반기 매출이 집중되는 네트워크 보안 회사의 특성과 시큐어코딩 법규 수혜 효과 그리고 해외 공략 등 내년도에도 성장성에 대한 기대감이 높아 보이는 만큼 부정적 영향은 최소화될 것으로 예상된다.

Compliance Notice

• 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
• 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
• 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관이나 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
• 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김연우, 최서연)
• 투자의견
Buy(매수) 향후 6개월간 15% 이상 상승예상
Hold(보유) 향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
Reduce(축소) 향후 6개월간 15% 이상 하락 예상
당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 Buy, Hold, Reduce의 3단계로 변경되었습니다.

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
파수닷컴	150900	2014.10.13	Not Rated	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

요약 재무재표 (억원, %, 원, 배)

Income statement	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
매출액	138	156	161	203	213
매출원가	59	64	65	62	87
매출총이익	79	92	96	141	126
매출총이익률(%)	57.3%	58.7%	59.8%	69.4%	59.3%
판매비와관리비등	64	79	85	101	110
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	15	13	12	40	16
영업이익률(%)	10.7%	8.4%	7.3%	19.6%	7.6%
조정영업이익	15	13	12	40	16
EBITDA	27	25	25	55	34
EBITDA마진율(%)	19.6%	16.1%	15.4%	27.2%	16.0%
조정EBITDA	27	25	25	55	34
순금융손익	-2	-1	-1	-1	-1
이자손익	-1	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	-1
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업손익	13	12	10	39	15
당기순이익	13	22	19	43	20
당기순이익률(%)	9.5%	14.2%	12.1%	21.4%	9.4%
지배지분순이익	13	22	19	43	20
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	13	22	19	39	18

주 : 조정영업이익=매출총이익-판관비

Balance sheet	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
유동자산	55	80	104	130	216
재고자산	0	0	0	0	0
단기금융자산	1	0	1	0	51
매출채권및기타채권	39	65	62	98	102
현금및현금성자산	13	10	33	26	50
비유동자산	51	64	72	89	100
유형자산	10	8	6	8	8
무형자산	36	39	43	46	50
투자자산	1	2	1	3	4
자산총계	106	144	177	219	316
유동부채	24	42	40	46	50
단기차입금	5	15	10	20	0
매입채무및기타채무	14	20	23	24	29
비유동부채	28	26	42	38	24
사채	0	0	20	20	0
장기차입금	15	8	2	0	0
부채총계	52	68	81	84	74
지배주주지분	54	76	96	135	242
자본금	30	30	30	31	40
자본및이익잉여금	25	47	66	100	195
기타자본	-1	-1	-1	4	7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	54	76	96	135	242

Cash flow statement	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
영업활동으로인한현금흐름	19	4	26	14	31
당기순이익	13	22	19	43	20
현금유출이없는비용및수익	13	16	17	18	23
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	9	9	10	12	15
기타	1	3	4	3	5
영업활동관련자산부채변동	-7	-34	-11	-46	-11
매출채권및기타채권의감소	0	-26	3	-34	-4
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-7	4	2	-5	7
기타	0	-12	-16	-7	-14
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-16	-16	-15	-21	-73
투자자산의 감소(증가)	0	-1	1	-2	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	-5	-3
무형자산의 감소(증가)	-13	-12	-14	-14	-18
단기금융자산의감소(증가)	0	1	-1	1	-51
기타	0	-2	0	-1	0
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	4	10	12	0	66
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	3	-22
사채의증가(감소)	0	0	20	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	1	89
기타	4	10	-9	-2	2
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	-3	-3
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가	6	-2	23	-8	24
기초현금	7	14	12	34	27
기말현금	14	12	34	27	51

Valuation Indicator	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	220	369	322	715	301
EPS(지배순이익 기준)	220	369	322	715	301
BPS(자본총계 기준)	898	1,267	1,580	2,180	3,043
BPS(지배지분 기준)	898	1,267	1,580	2,180	3,043
DPS(보통주)	0	0	50	50	50
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0
PER(지배순이익 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0
PBR(자본총계 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
PBR(지배지분 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8
EV/EBITDA (발표 기준)					10.3

Financial Ratio	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
성장성(%)					
매출액증가율	22.3%	13.2%	3.1%	26.0%	5.1%
영업이익증가율	-275.4%	-11.2%	-10.6%	240.3%	-59.3%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	235.0%	68.2%	-12.8%	121.9%	-57.9%
EPS(지배기준) 증가율	235.0%	68.2%	-12.8%	121.9%	-57.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	4315.8%	-7.1%	-1.7%	123.0%	-38.3%
수익성(%)					
ROE(당기순이익 기준)	27.6%	34.1%	22.6%	37.7%	10.6%
ROE(지배순이익 기준)	27.6%	34.1%	22.6%	37.7%	10.6%
ROIC	20.5%	5.6%	4.1%	24.5%	7.2%
ROA	13.1%	17.7%	12.1%	22.0%	7.5%
배당수익률	NA	NA	NA	NA	0.9%
안전성(%)					
부채비율	97.7%	89.7%	85.0%	62.2%	30.5%
순차입금비율(자본총계 대비)	19.4%	26.4%	5.4%	11.2%	-33.1%
이자보상비율	10.2%	10.3%	9.4%	24.4%	10.7%

The best for you

www.hygood.co.kr

한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩 2층
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
도곡지점	(02)3462-9889	서울 강남구 도곡로 194 일양약품빌딩 3층
삼풍지점	(02)594-1131	서울 서초구 서초중앙로 227 진일빌딩 4층
행당지점	(02)2294-2211	서울 성동구 고산자로 202 행당동 무학빌딩 3층
덕소지점	(031)576-2211	경기 남양주시 덕소로 97번길 2 동산빌딩 5층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
부평지점	(032)544-2211	인천 계양구 경명대로 1049 대진빌딩 3층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료 입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.