Company Report

DS투자증권

파수 150900

2021.7.1

수확의 계절이 다가온다

비대면 시대에 DRM 데이터 보안 부각

비대면 업무가 늘어나면서 데이터를 포함한 정보 보안의 중요성은 더욱 부각되고 있다. 그 동안의 데이터 보안이 데이터의 외부 유출을 차단하는 DLP에 초점이 맞춰져 있었지만, 원격근무가 많아지면서 데이터를 개별적으로 암호화 해주는 DRM의 중요성이 부각되고 있다. 21년은 비대면 트렌드에 따른 DRM 솔루션 도입과 더불어 윈도우 10 교체 수요까지 더해지면서 본격적인 데이터 보안 부문의 고성장이 기대된다.

상반기 수주 성과는 하반기에 확인될 것

1Q21 신규 수주는 전년대비 +40% 수준이며, 현재도 수주가 증가하는 추세이다. 하반기에는 해외뿐 아니라 개인정보 비식별화 솔루션 수주도 예상되기 때문에 수주 금액은 더욱 증가할 것으로 기대된다. 21년은 제품 개발이 대부분 마무리된 상황에서 신규 수주가 증가하고 있기 때문에 영업레버리지 효과가 기대된다. 올해 경상연구개발비를 포함한 인건비 상승이 제한적이라고 밝히고 있기 때문에 상반기 수주 물량을 바탕으로 한 3Q21 흑자 전환 및 하반기 급격한 수익성 개선 가능성이 높아졌다.

해외 성과 및 비식별화 솔루션도 기대

20년 해외 수출액은 10억원으로 매출액의 2.7%에 불과하지만 올해 하반기부터 가시적인 성과가 드러날 전망이다. 글로벌 업체와의 DRM 공급계약 체결 이후 솔루션 도입을 위한 시스템 구축 작업이 상반기 중에 마무리된 것으로 파악되며 하반기부터는 수출 증가로 나타날 것이다. 한편 올해 8월부터 마이데이터 사업이 가능해지면서 비식별화 솔루션 도입이 본격화될 전망이다. 6~8월 중에는 마이데이터 사업자들을 대상으로 시스템 구축 작업을 진행할 예정이며, 앞선 기술 경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 시장을 빠르게 선점할 것으로 기대된다.

투자의견(신규)	N/R
목표주가	-
현재주가(6/30)	7,610원

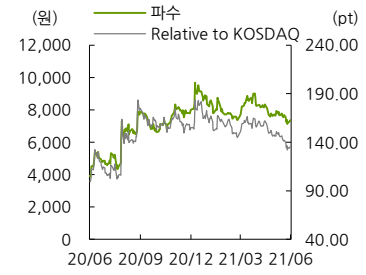
Stock Data

KOSDAQ	1,030.0pt
시가총액(보통주)	82십억원
발행주식수	11,153천주
액면가	500원
자본금	6십억원
60일 평균거래량	63천주
60일 평균거래대금	515백만원
외국인 지분율	2.4%
52주 최고가	9,870원
52주 최저가	3,830원
주요주주	
조규곤(외 12인)	26.1%
자사주(외 1인)	1.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.3	-7.9
3M	-2.8	-9.9
6M	-5.3	-12.1

주가차트



Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	21.4	29.3	32.2	35.4	36.4
영업이익	-7.8	1.3	1.5	-3.6	-1.2
영업이익률(%)	-36.4	4.4	4.8	-10.2	-3.4
세전이익	-9.6	0.2	0.7	-4.6	-1.1
지배주주지분순이익	-12.1	0.6	0.9	-4.6	-0.7
EPS(원)	-1,496	68	94	-476	-66
증감률(%)	적전	흑전	37.5	적전	적지
ROE(%)	-61.4	4.0	4.9	-24.6	-3.7
PER(배)	-4.1	78.6	34.6	-7.7	-121.4
PBR(배)	3.7	3.1	1.5	2.2	4.4
EV/EBITDA(배)	-10.6	16.3	11.1	46.2	24.2

자료: 파수, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



2 차전지·미드스몰캡

김승회

02-709-2623

kimsh911@ds-sec.co.kr

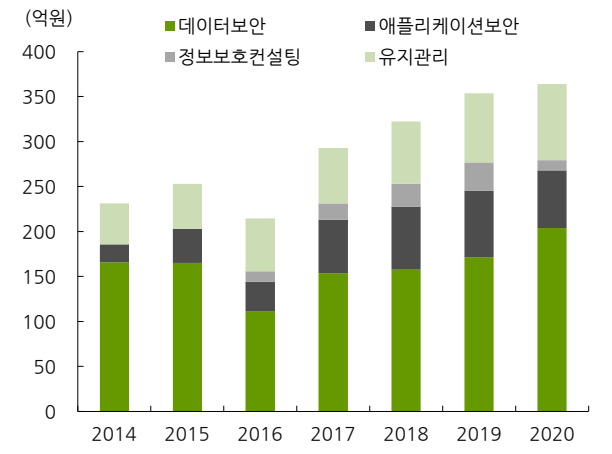
글로벌로 나아가는 데이터 보안 선도 기업

일상이 된 비대면 시대, DRM 중심의 데이터 보안 부각

파수는 2000년에 설립된 정보 보안 업체로 데이터 보안의 핵심 기술인 DRM (디지털 저작권 관리, Digital Rights Management) 솔루션 분야에서 국내 1위를 차지하고 있으며, 최근 시장 니즈가 확대되고 있는 애플리케이션 보안과 개인정보 비식별화 시장까지 진출하면서 전 분야를 아우르는 국내 대표 정보보안 업체이다. 20년말 기준 매출 비중은 데이터 보안 56%, 애플리케이션 보안 17.6%, 정보보호 컨설팅 3.1% 그리고 유지관리가 23.3%이며, 정부 공공기관뿐 아니라 국내 주요 대기업을 고객처로 확보하고 있다.

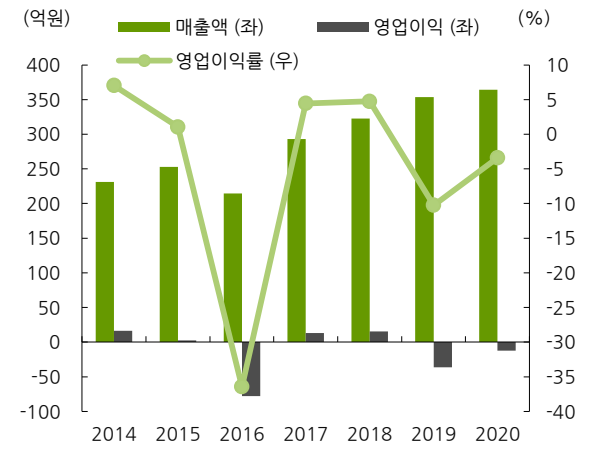
지난해 COVID19 확산 이후 비대면 업무가 늘어나면서 데이터를 포함한 정보 보안의 중요성은 더욱 부각되고 있다. 특히 그 동안의 데이터 보안이 데이터의 외부 유출을 차단하는 DLP (데이터 손실 방지, Data Loss Prevention)에 초점이 맞춰져 있었지만, 원격근무가 많아지면서 내부에서 시스템을 통제/관리해야 하는 DLP의 기능은 저하되고 데이터를 개별적으로 암호화 해주는 DRM의 중요성이 부각되고 있다. DLP는 내부자가 우회 경로를 통해 주요 문서나 도면 등 데이터를 유출할 수 있으며 일단 유출된 데이터에 대해서는 그 내용을 보호할 수 없다. 하지만 DRM은 설사 파일이나 문서가 유출돼도 암호화되어 있기 때문에 데이터 보호가 가능하며 최초 유출자도 찾을 수 있다. 한편, 20년부터 마이크로소프트의 윈도우 7 지원 종료 이후 윈도우 10으로 교체됨에 따라 DRM 업그레이드 수요가 예정되어 있었으나 COVID19로 인해 당초 기대에는 미치지 못했던 것으로 파악된다. 따라서 올해는 비대면 트렌드에 따른 DRM 솔루션 도입과 더불어 윈도우 10 교체 수요까지 더해지면서 본격적인 데이터 보안 부문의 고성장이 기대된다.

그림1 파수 부문별 매출 추이



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림2 파수 매출액, 영업이익 및 영업이익률 추이



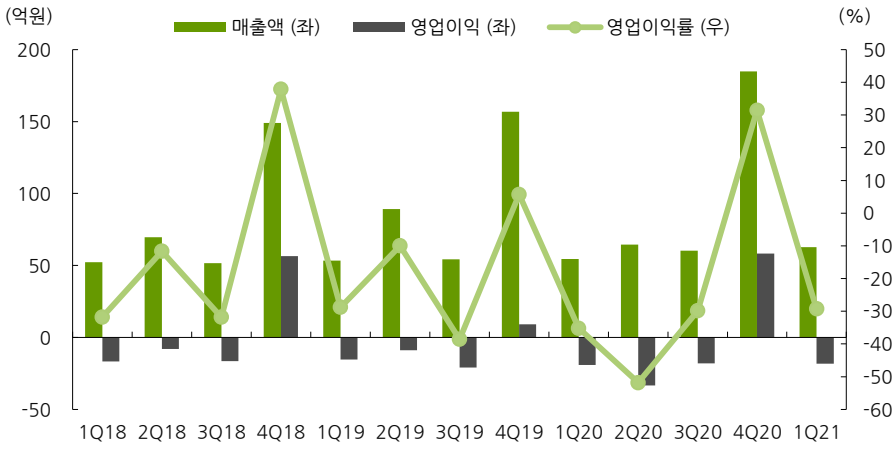
자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

보여지는 실적보다 수주는 더욱 좋다

동사의 1Q21 실적은 매출액 63억원(+15.1% YoY), 영업이익-18억원 (적자지속 YoY), 순이익 -18억원 (적자지속 YoY)으로 부진한 모습이다. 하지만 정보 보안 솔루션 업체 특성상 상반기가 계절적 비수기임을 감안하면 양호한 실적이다. 20년 윈도우 10 업그레이드 솔루션과 개인정보 비식별화 솔루션 'Analytic DID' 개발 등을 위한 인력 충원으로 고정비가 상승했지만, 올해부터 신규 수주를 통해 성과가 드러날 것으로 기대되기 때문이다. 실제 현재까지 정보 보안 솔루션의 수주 성과는 회사측의 기대를 뛰어넘는 것으로 파악된다. 회사측이 전망하는 21년 매출액 성장률은 전년대비 +30% 수준이며, 21년 컨센서스 역시 매출액 475억원(+30.5% YoY), 영업이익 75억원(흑자전환 YoY), 영업이익률 15.8%이다. 1Q21 신규 수주는 전년대비 +40% 수준이며, 현재도 수주가 증가하는 추세이다. 하반기에는 해외 성과뿐 아니라 개인정보 비식별화 관련 수주도 예상되기 때문에 수주 금액은 더욱 증가할 것으로 기대된다.

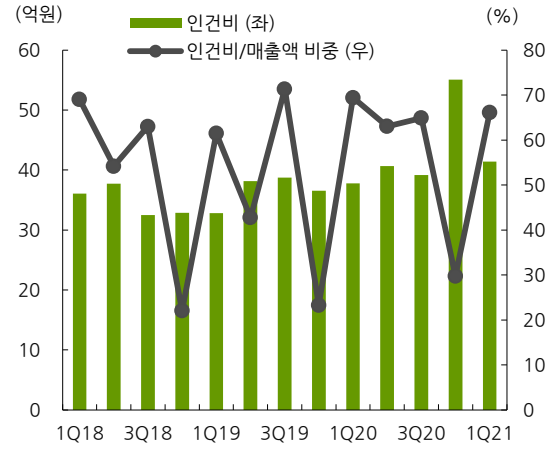
21년은 제품 개발이 대부분 마무리된 상황에서 신규 수주가 증가하고 있기 때문에 영업레버리지 효과가 기대된다. 동사 비용 중 가장 큰 부분을 차지하는 것이 경상연구개발비를 포함한 인건비 (매출원가 + 판관비 + 경상연구개발비)이며, 20년 기준 인건비/매출액 비중은 47.4%에 달한다. 따라서 고정비 비중이 큰 비즈니스 특성상 매출액 증가는 수익성 개선으로 직결된다. 1Q21 인건비/매출액 비중은 66.1%로 전년동기대비 3.3%p 하락했으며, 특히 경상연구개발비/매출액 비중은 10.9%로 1Q20의 16.9%와 비교해 6.0%p 나 낮아졌다. 실제 회사측에서는 올해 경상연구개발비를 포함한 인건비 상승이 제한적이라고 밝히고 있기 때문에 상반기 수주 물량을 바탕으로 한 3Q21 흑자 전환 및 하반기 급격한 수익성 개선 가능성이 높아졌다.

그림3 파수 분기별 실적 추이 - 확연히 드러나는 계절성



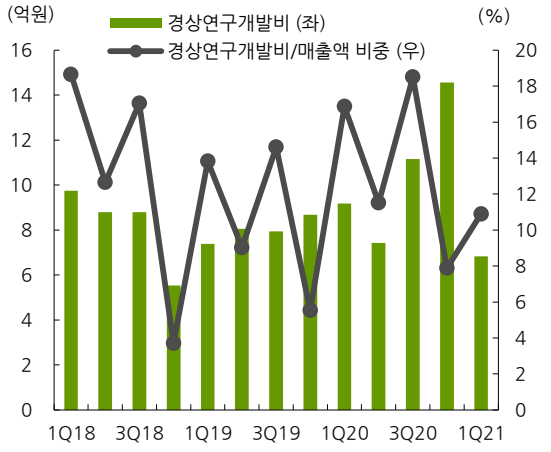
자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림4 인건비 및 매출액 대비 비중



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림5 경상연구개발비 및 매출액 대비 비중

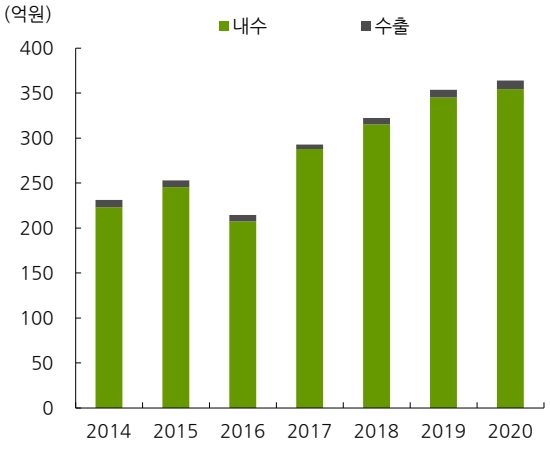


자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

하반기에는 해외에서의 성과도 기대

상대적으로 데이터 보안에서 DRM 적용이 소극적이었던 해외 시장에서 비대면 원격업무가 확대되면서 DRM에 대한 관심이 높아지고 있다. 시장 조사기관인 Gartner에서는 향후 2년 이내 미국 내 DRM 도입이 확대될 것으로 전망하고 있으며, 실제 미국 시장에서 DRM 솔루션을 제공하는 기업은 마이크로소프트를 제외하면 파수가 유일하다. 동사는 미국 시장의 본격적인 진출을 위해 19년 Gartner 출신 인력을 미국법인 마케팅 및 리서치 담당 임원으로 영입했다. 동사의 20년 해외 수출액은 10억원으로 전체 매출액의 2.7%에 불과하지만 올해 하반기부터 가시적인 성과가 드러날 전망이다. 글로벌 업체와의 DRM 공급계약 체결 이후 솔루션 도입을 위한 시스템 구축 작업이 상반기 중에 마무리된 것으로 파악되며 하반기부터는 수출 증가로 나타날 것이다. 향후 적용 범위 확대 및 계열사로의 확장이 가능하기 때문에 DRM 솔루션에 대한 고객사의 긍정적인 반응이 나올 경우 추가적인 매출 증가로 이어질 수 있다. 특히 최근 미국 바이든 행정부에서 사이버보안 강화 행정명령을 발표 (5/12)함에 따라 DRM을 포함한 파수 솔루션 수요 증가가 예상된다. 한편, 북미 시장 이외 지역에서도 DRM 솔루션 도입에 대한 니즈가 늘어나고 있어 3Q21 중 추가적인 해외 수주도 기대해 볼만 하다.

그림6 파수 내수 및 수출 추이 - 20년 수출 비중 2.7% 불과



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림7 '에이펙스 테크 서밋' 행사에서 GE파워와 함께 발표



자료: 언론 보도, 파수, DS투자증권 리서치센터

마이데이터 시대에 개인정보 비식별화는 또 다른 기회

마이데이터는 은행이나 보험사, 카드사 등이 갖고 있는 개인신용정보를 통합해 새로운 서비스를 제공하는 것으로 데이터 3법(개인정보보호법, 신용정보법, 정보통신망법) 개정에 따라 올해 8월부터 마이데이터 사업이 가능해졌다. 기존 금융업체뿐 아니라 네이버, 카카오 등의 빅테크와 핀테크 업체들이 마이데이터 사업에 뛰어들기 위해 적극적으로 준비하고 있어 향후 개인정보의 안전한 결합 및 활용을 위한 비식별화 솔루션 도입이 본격적으로 이루어질 전망이다. 동사는 국내 최초로 'Analytic DID'라는 개인정보 비식별화 솔루션을 개발했으며, 한국인터넷진흥원(KISA)의 '데이터 결합 종합 관리시스템' 사업을 수주한 바 있다. 6~8월 중에는 마이데이터 사업자들을 대상으로 시스템 구축 작업을 진행할 예정이며, 비식별화 솔루션은 도입 초기의 중요성을 감안해 가격보다는 성능 위주의 제품 선택이 이뤄지고 있어 상대적으로 경쟁사 대비 시장 선점 효과가 있을 것으로 기대된다.

[파수 150900]

재무상태표 (십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	20.8	22.4	26.0	26.8	25.1
현금 및 현금성자산	6.3	5.6	3.9	8.8	10.3
매출채권 및 기타채권	11.1	13.4	19.0	16.8	13.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	3.3	3.2	1.2	0.9
비유동자산	17.5	19.2	19.9	20.5	21.4
관계기업투자등	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
유형자산	1.2	0.9	0.8	1.4	3.4
무형자산	12.7	13.8	14.4	13.6	11.3
자산총계	38.3	41.6	46.0	47.3	46.4
유동부채	7.1	18.0	11.1	22.7	17.0
매입채무 및 기타채무	4.1	2.1	2.3	3.2	2.0
단기금융부채	2.0	14.9	6.7	17.0	12.3
기타유동부채	0.9	1.0	2.1	2.5	2.7
비유동부채	17.8	9.3	13.4	8.1	8.9
장기금융부채	12.8	4.2	7.7	1.1	1.2
기타비유동부채	5.0	5.1	5.6	7.0	7.7
부채총계	24.9	27.3	24.5	30.8	25.9
지배주주지분	13.4	14.3	21.0	16.0	20.0
자본금	4.1	4.1	4.8	4.8	5.6
자본잉여금	14.5	14.7	22.1	22.5	27.0
이익잉여금	-4.8	-4.1	-5.0	-10.3	-11.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
자본총계	13.4	14.3	21.4	16.5	20.5

손익계산서 (십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	21.4	29.3	32.2	35.4	36.4
매출원가	13.7	11.1	11.8	17.9	14.9
매출총이익	7.7	18.1	20.5	17.4	21.5
판매비 및 관리비	15.5	16.8	18.9	21.1	22.7
영업이익	-7.8	1.3	1.5	-3.6	-1.2
(EBITDA)	-5.5	3.5	3.7	1.0	3.8
금융손익	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
이자비용	0.4	0.8	0.7	0.8	0.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.5	-0.4	-0.2	-0.3	0.9
세전계속사업이익	-9.6	0.2	0.7	-4.6	-1.1
계속사업법인세비용	2.6	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3
계속사업이익	-12.1	0.6	1.0	-4.5	-0.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-12.1	0.6	1.0	-4.5	-0.8
지배주주	-12.1	0.6	0.9	-4.6	-0.7
총포괄이익	-12.1	0.5	1.1	-4.4	-0.8
매출총이익률 (%)	36.0	61.9	63.4	49.3	59.0
영업이익률 (%)	-36.4	4.4	4.8	-10.2	-3.4
EBITDA마진률 (%)	-25.8	11.9	11.6	2.7	10.5
당기순이익률 (%)	-56.6	1.9	3.0	-12.7	-2.1
ROA (%)	-30.6	1.4	2.0	-9.8	-1.4
ROE (%)	-61.4	4.0	4.9	-24.6	-3.7
ROIC (%)	-23.7	3.9	3.8	-9.1	-3.6

현금흐름표 (십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	-1.0	-0.6	-2.0	5.7	7.8
당기순이익(손실)	-12.1	0.6	1.0	-4.5	-0.8
비현금수익비용가감	8.0	4.8	5.3	8.1	8.8
유형자산감가상각비	0.5	0.5	0.4	2.0	1.8
무형자산상각비	1.8	1.7	1.8	2.6	3.3
기타현금수익비용	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
영업활동 자산부채변동	3.4	-5.9	-7.9	1.9	0.0
매출채권 감소(증가)	2.5	-2.8	-7.8	0.8	1.6
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	1.4	-2.2	1.1	0.0	-1.2
기타자산, 부채변동	-0.5	-0.9	-1.2	1.1	-0.4
투자활동 현금	-6.2	-3.9	-2.4	-1.7	-3.2
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1
무형자산 감소(증가)	-5.8	-3.2	-2.3	-1.8	-1.6
투자자산 감소(증가)	-0.2	0.2	0.0	0.2	-0.4
기타투자활동	0.0	-0.8	0.2	0.0	-1.1
재무활동 현금	6.0	3.9	2.6	1.0	-3.1
차입금의 증가(감소)	7.9	3.9	2.3	1.0	-3.2
자본의 증가(감소)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-1.7	0.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가	-1.1	-0.7	-1.8	5.0	1.4
기초현금	7.5	6.3	5.6	3.9	8.8
기말현금	12.1	29.9	50.4	18.5	35.6
NOPLAT	3.4	23.8	16.4	2.6	7.7
FCF	-3.2	8.7	23.1	-19.6	22.3

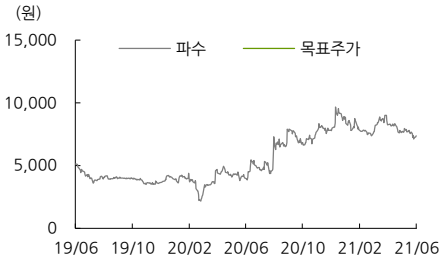
주요투자지표 (원, 배)

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	-4.1	78.6	34.6	-7.7	-121.4
P/B	3.7	3.1	1.5	2.2	4.4
P/S	2.3	1.5	0.9	1.0	2.2
EV/EBITDA	-10.6	16.3	11.1	46.2	24.2
P/CF	n/a	8.1	4.8	9.8	10.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-15.2	36.6	10.1	9.7	2.9
영업이익	n/a	흑전	18.0	적전	적지
세전이익	적전	흑전	232.9	적전	적지
당기순이익	적전	흑전	75.6	적전	적지
EPS	적전	흑전	37.5	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	185.6	191.0	114.4	186.1	126.2
유동비율	293.8	124.6	233.6	118.3	147.6
순차입금/자기자본(x)	61.6	92.6	48.3	55.5	15.8
영업이익/금융비용(x)	-21.3	1.6	2.2	-4.7	-1.7
총차입금 (십억원)	14.8	19.1	14.5	18.1	13.5
순차입금 (십억원)	8.3	13.2	10.4	9.2	3.2
주당지표(원)					
EPS	-1,496	68	94	-476	-66
BPS	1,646	1,756	2,198	1,668	1,797
SPS	2,642	3,597	3,497	3,692	3,596
CFPS	n/a	659	680	374	796
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

파수 (150900) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2021.07.01	N/R	-	-	-



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
BUY	+20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT	
NEUTRAL	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE	-20% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT	

투자의견 비율

기준일 2021.07.01

BUY	NEUTRAL	REDUCE
97.1%	2.9%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.