DS투자증권

파수 150900

2021.10.12

실적으로 보여준다

3Q21 흑자 전환 예상

파수의 3Q21 실적은 매출액 87억원 (+43.8% YoY), 영업이익 2억원 (흑자전환 YoY)으로 3Q17 이후 4년만에 흑자 전환에 성공할 것으로 예상된다. 이미 상반기까지 전년대비 +40% 이상의 신규 수주를 달성했기 때문에 매출액 증가에 대한 가시성은 매우 높다. 부문별로는 DRM을 포함한 데이터 보안 매출액이 52억원 (+50.4% YoY)를 기록하며 2Q21에 이어 성장을 견인할 것으로 기대된다.

4Q21에는 사상 최대 실적 기대

4Q21에는 계절적 성수기 진입과 영업 레버리지 효과 극대화로 인해 사상 최대 실적 달성이 기대된다. 동사의 4Q21 실적은 매출액 257억원(+39.2% YoY), 영업이익 110억원 (+88.5% YoY)으로 영업이익률 42.6% 기록할 것으로 추정된다. 비대면 트렌드에 따른 DRM 솔루션 도입과 윈도우 10 교체 수요에 따라 데이터 보안 매출액이 184억원 (+54.1% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 또한 2Q21부터 가시화된 해외 수출과 12/1일 시행이 예정된 마이데이터 사업을 앞두고 개인정보 비식별화 솔루션 매출 등이 더해지면서 고성장에 기여할 것으로 판단된다.

실적 개선 가시화되면서 주가 저평가 매력 부각

22년은 해외 수출과 비식별화 솔루션 매출 증가가 더해지면서 매출액 685억원 (+41.2% YoY), 영업이익 131억원 (+72.4% YoY), 순이익 105억원 (+49.4% YoY)를 기록할 것으로 추정된다. 현재 주가는 21E P/E 11.0배, 22E P/E 7.4배에 불과해 올해 실적 개선 및 내년 이후 성장을 반영하지 않고 있다. 상반기까지의 영업적자로 인해 적절한 Valuation을 받지 못했으나, 3Q21부터 실적 개선이 가시화되면서 주가 저평가 매력이 부각될 것으로 판단한다.

투자의견(유지)	N/R
목표주가	-
현재주가(10/8)	6,920원

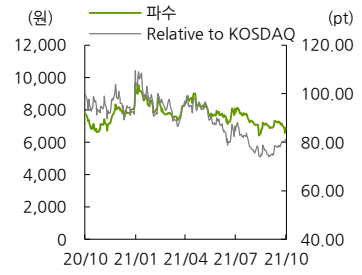
Stock Data

KOSDAQ	953.1pt
시가총액(보통주)	77십억원
발행주식수	11,153천주
액면가	500원
자본금	6십억원
60일 평균거래량	48천주
60일 평균거래대금	353백만원
외국인 지분율	2.3%
52주 최고가	9,870원
52주 최저가	5,520원
주요주주	
조규곤(외 12인)	26.1%
자사주(외 1인)	1.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.0	8.6
3M	-14.8	-5.8
6M	-18.1	-16.0

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

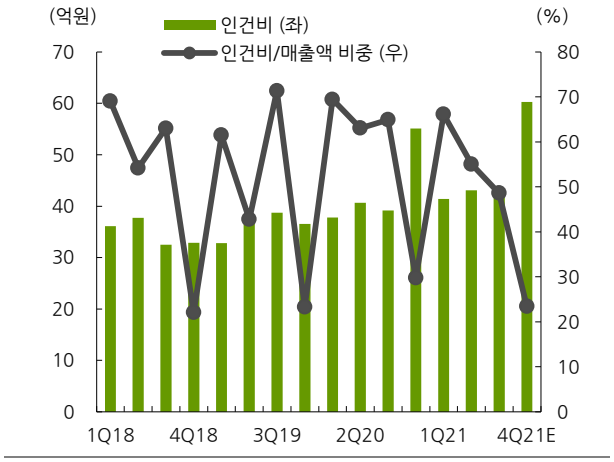


2 차전지·미드스몰캡
김승회
02-709-2623
kimsh911@ds-sec.co.kr

3Q21 흑자 전환 예상

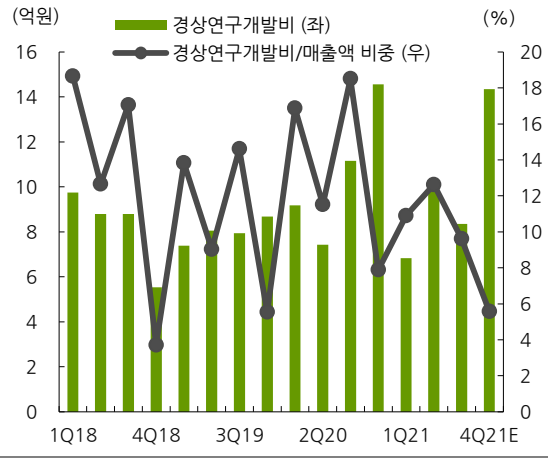
파수의 3Q21 실적은 매출액 87억원 (+43.8% YoY), 영업이익 2억원 (흑자전환 YoY)으로 3Q17 이후 4년만에 흑자 전환에 성공할 것으로 예상된다. 이미 상반기까지 전년대비 +40% 이상의 신규 수주를 달성했기 때문에 매출액 증가에 대한 가시성은 매우 높다. 부문별로는 DRM을 포함한 데이터 보안 매출액이 52억원 (+50.4% YoY)를 기록하며 2Q21에 이어 성장을 견인할 것으로 기대되며, 애플리케이션 보안 9억원, 정보보호 컨설팅 3억원, 유지관리 22억원 등 기타 부문에서도 견조한 성장세가 이어질 전망이다. 한편 동사 비용의 대부분을 차지하는 인건비 (매출원가 + 판관비 + 경상연구개발비) 대비 매출액 비중이 1Q21 66.1%, 2Q21 55.1%에서 3Q21 48.6%로 점차 하락함에 따라 영업레버리지 효과 발생으로 인한 수익성 개선이 가능할 전망이다.

그림1 인건비 및 매출액 대비 비중



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림2 경상연구개발비 및 매출액 대비 비중



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

4Q21 사상 최대 실적 기대

4Q21에는 계절적 성수기 진입과 영업 레버리지 효과 극대화로 인해 사상 최대 실적 달성이 기대된다. 동사의 4Q21 실적은 매출액 257억원(+39.2% YoY), 영업이익 110억원 (+88.5% YoY)으로 영업이익률 42.6% 기록할 것으로 추정된다. 비대면 트렌드에 따른 DRM 솔루션 도입과 윈도우 10 교체 수요에 따라 데이터 보안 매출액이 184억원 (+54.1% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 또한 2Q21부터 가시화된 해외 수출과 12/1일 시행이 예정된 마이데이터 사업을 앞두고 개인정보 비식별화 솔루션 매출 등이 더해지면서 고성장에 기여할 것으로 판단된다.

표1 파수 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(백만원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	5,337	8,921	5,431	15,675	5,442	6,446	6,033	18,485	6,261	7,824	8,687	25,724
1) 데이터보안	2,621	3,180	2,308	9,033	2,516	2,441	3,455	11,967	3,147	4,732	5,198	18,444
2) 애플리케이션보안	697	2,270	909	3,516	565	1,787	540	3,506	983	838	919	3,856
3) 정보보호컨설팅	311	1,208	643	998	528	146	14	448	330	278	343	476
4) 유지관리	1,708	2,262	1,572	2,129	1,833	2,072	2,024	2,563	1,801	1,976	2,226	2,948
매출원가	2,210	4,296	2,931	8,495	2,234	4,258	3,254	5,183	3,064	3,457	3,276	6,715
매출원가율 (%)	41.4	48.2	54.0	54.2	41.0	66.1	53.9	28.0	48.9	44.2	37.7	26.1
판관비	4,662	5,517	4,595	6,280	5,124	5,530	4,579	7,482	5,031	6,074	5,219	8,041
영업이익	-1,535	-892	-2,095	900	-1,916	-3,342	-1,800	5,819	-1,834	-1,706	192	10,967
영업이익률 (%)	-28.8	-10.0	-38.6	5.7	-35.2	-51.8	-29.8	31.5	-29.3	-21.8	2.2	42.6
세전이익	-1,707	-1,127	-2,278	537	-1,947	-4,191	-2,035	7,092	-1,827	-2,045	162	10,412
순이익	-1,707	-1,127	-2,278	612	-1,947	-4,138	-2,035	7,368	-1,827	-1,730	162	10,412

자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

22년은 해외 수출과 비식별화 솔루션 매출 본격화 전망

동사는 상반기 데이터 보안 수출 4.5억원 (+152.8% YoY)을 기록하며 가시적인 성과를 보여줬다. 북미 지역 글로벌 업체와의 DRM 공급계약 체결 이후 시스템 구축이 마무리 됨에 따라 하반기부터 본격적인 DRM 솔루션 수출 증가로 이어질 전망이다. 고객사는 DRM 솔루션에 대해 적용 범위 확대 및 추가 계열사로의 확장을 고려하고 있기 때문에 내년 이후가 더욱 기대되는 상황이다. 한편 동사는 9월말 베트남 그린피드에 DRM 솔루션과 화면 보호 솔루션 공급 계약을 체결했다. 북미 지역 외에서 데이터 보안 관련 가시적인 성과가 드러난 것으로 동남아 지역에서도 데이터 보안에 대한 수요가 확대되고 있어 추가적인 수주가 기대된다. 지난 8월 예정이었던 마이데이터 사업은 API 구축 의무화가 11월말로 유예되면서 12/1일부터 전면 시행될 예정이다. 현재까지 마이데이터 본허가를 받은 사업자는 총 40개 기관으로 API 구축 이후에는 개인정보 활용을 위한 비식별화 솔루션 도입이 이루어질 전망이다. 40개 사업자 중 18곳은 핀테크 업체로 기존 금융기관과 달리 비식별화 솔루션 도입에 적극적이다. 특히 가격보다는 성능 위주로 제품을 선택할 가능성이 높아 22년에는 'Analytic DID' 솔루션 매출 증가가 기대된다.

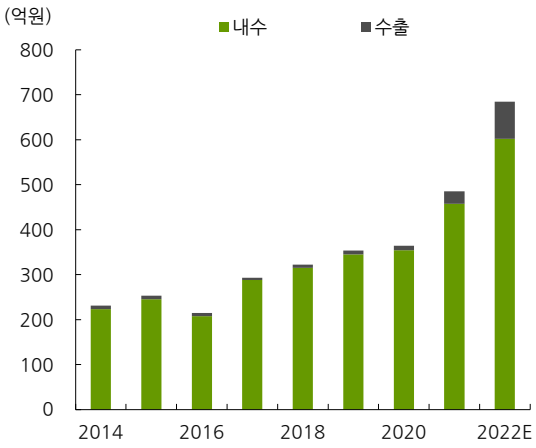
동사의 22년 실적은 해외 수출과 비식별화 솔루션 매출 증가가 더해지면서 매출액 685억원 (+41.2% YoY), 영업이익 131억원 (+72.4% YoY), 순이익 105억원 (+49.4% YoY)를 기록할 것으로 추정된다. 영업이익률은 19.2%로 고정비가 높은 사업 구조 상 매출 증가에 따른 수익성 개선이 두드러질 전망이다. 현재 주가는 21E P/E 11배, 22E P/E 7.4배에 불과하다. 상반기까지의 영업적자로 인해 적절한 Valuation을 받지 못했으나 3Q21부터 실적 개선이 가시화되면서 주가 저평가 매력이 부각될 것으로 판단한다.

표2 파수 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	214	231	253	214	293	322	354	364	485	685
매출원가	87	81	117	137	111	118	179	149	165	263
매출원가율(%)	40.6	34.8	46.4	64.0	38.1	36.6	50.7	41.0	34.0	38.5
매출총이익	127	151	136	77	181	205	174	215	320	421
판관비	113	134	133	155	168	189	211	227	244	290
영업이익	14	16	3	-78	13	15	-36	-12	76	131
영업이익률(%)	6.7	7.0	1.0	-36.4	4.4	4.8	-10.2	-3.4	15.7	19.2
세전이익	13	17	1	-96	2	7	-46	-11	67	123
순이익	18	22	9	-121	6	10	-45	-8	70	105

자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림3 파수 내수/수출 추이 및 전망



자료: 파수, DS투자증권 리서치센터

그림4 '에이펙스 테크 서밋' 행사에서 GE파워와 함께 발표



자료: 언론 보도, 파수, DS투자증권 리서치센터

[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	-	-	-
2021.10.12	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 2021.09.30

BUY	NEUTRAL	REDUCE
97.3%	2.7%	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.