2022년 04월 18일 I Equity Research

파수 (150900)

사상 최대 1분기 실적으로 달라진 체력 검증 완료

1Q22 Pre: 1분기도 드디어 BEP 수준에 근접할 전망

2022년 1분기 파수의 실적은 매출액 85억원, 영업적자 -3억원으로 BEP 수준을 달성할 전망이다. 1분기는 동사의 비수기로 2019-21년 과거 3개년 1분기 -15억원→-19억원→-18억원의 영업적자를 기록했지만, 올해 1분기 BEP 수준을 기점으로 달라진 기초 체력이 검증될 전망이다. 이는 1) 올해 1월 출시된 중소 및 중견 기업용 DRM 솔루션 판매가 확대되고 있으며, 2) 해외 고객사인 미국 G사의 DRM 사용 유저 수 증가에 따른 해외 매출 성장이 1분기부터 가시화되고 있고, 3) 개인정보 비식별화 솔루션 수주 확대가 지속되고 있기 때문이다. 현재 파수의 2022년 기준 PER은 11배 수준으로 밸류에이션 매력이 높으며 국내 보안 솔루션 업체 중 해외 매출 성장 잠재력이 가장 높은 업체로서 해외 고객사 확대에 따른 밸류에이션 확장이 가능할 전망이다.

DRM/앱보안/비식별화 솔루션 전 제품의 고른 성장 기대

파수는 2021년 2분기부터 미국 G사 향 DRM 매출이 일부 인식되기 시작하며 해외 매출 성장이 지속되고 있다. 동사의 2019-21년 해외 매출은 8.5억원→9.8억원→13.6억원을 기록하고 있다. G사의 경우 영구 라이선스 계약이 아닌 연간 계약 방식으로 매년 유의미한 반복적 매출이 전망되며, 올해도 G사 내 DRM 사용 유저 수 증가에 따른 추가 수주 및 계열사 확대 적용 기대감은 유효하다. 작년 자회사 스패로우의 애플리케이션 보안 매출은 고객사의 사업 지연으로 부진했지만 올해는 수주 본격화 및 신제품 판매에 힘입어 큰 폭의 성장이 예상된다. 2022년 애플리케이션 보안 매출액은 78억원(+76.0%, YoY)으로 전망한다. 개인정보 비식별화 솔루션은 마이데이터 사업 시행에 따라 수요가 본격화될 것으로 예상되며, 비금융권(의료, 유통 등) 고객사로도 판매가 예상되는 만큼 파수의 시장점유율 확대가 가능할 전망이다.

2022년 매출액 542억원, 영업이익 116억원 전망

2022년은 매출액 542억원(+28.5%, YoY), 영업이익 116억원(+174.2%, YoY)으로 전망한다. 1) DRM 제품의 국내 안정적 성장 및 해외 신규 고객사 확보 기대, 2) 자회사 스패로우의 완연한 회복, 3) 데이터 비식별화 솔루션 'AnalyticDID' 수요 증가에 따라 올해도 성장을 이어갈 전망이다. 2021년 실적 턴어라운드에 이어 올해는 가파른 외형 성장과 영업레버리지 효과가 본격화되는 해로 21.4%의 영업이익률을 예상한다.

스몰캡_Report

Not Rated

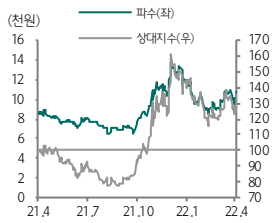
CP(4월15일): 10,700원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	924.44
52주 최고/최저(원)	13,900/6,410
시가총액(십억원)	124.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,629.9
60일 평균 거래량(천주)	119.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
21년 배당금(원)	0
21년 배당수익률(%)	0.00
외국인지분율(%)	5.17
주요주주 지분율(%)	
조규곤 외 7 인	22.20

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.6	31.0	25.1
상대	11.8	40.3	37.3

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	29	32	35	36	42
영업이익	십억원	1	2	(4)	(1)	4
세전이익	십억원	0	1	(5)	(1)	4
순이익	십억원	1	1	(5)	(1)	4
EPS	원	68	105	(470)	(74)	367
증감율	%	흑전	54.4	적전	적지	흑전
PER	배	78.8	30.9	(7.8)	(108.0)	36.4
PBR	배	2.8	1.4	2.0	4.1	5.6
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
ROE	%	3.9	4.6	(28.1)	(3.8)	15.8
BPS	원	1,947	2,361	1,830	1,936	2,372
DPS	원	0	0	0	0	0



리서치센터 미래산업팀
Analyst 김두현
02-3771-7775
kimdoohyun11@hanafn.com

리서치센터 미래산업팀
연구원 조정현
02-3771-7650
chunghyuncho@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 파수 실적 추정

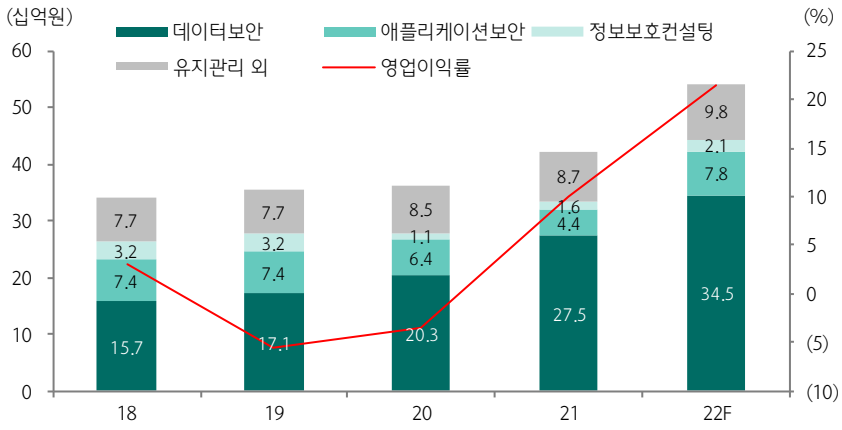
(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	20	21	22F
매출액	**6.3**	**7.8**	**8.9**	**19.2**	**8.5**	**9.8**	**11.7**	**24.2**	**36.4**	**42.2**	**54.2**
YoY(%)	*15.1%*	*21.2%*	*47.9%*	*3.7%*	*35.8%*	*25.3%*	*31.2%*	*26.2%*	*3.0%*	*15.8%*	*28.5%*
데이터보안	3.1	4.7	5.7	13.9	4.9	5.5	7.4	16.7	20.3	27.5	34.5
애플리케이션보안	1.0	0.8	0.9	1.7	1.2	1.8	1.4	3.4	6.4	4.4	7.8
정보보호컨설팅	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.8	1.1	1.6	2.1
유지관리 외	1.8	2.0	1.9	3.0	2.0	2.1	2.4	3.3	8.5	8.7	9.8
영업이익	**-1.8**	**-1.7**	**0.6**	**7.2**	**-0.3**	**0.2**	**1.8**	**9.9**	**-1.2**	**4.2**	**11.6**
영업이익률(%)	*-29.2%*	*-21.9%*	*6.4%*	*37.6%*	*-3.5%*	*2.2%*	*15.6%*	*40.7%*	*-3.4%*	*10.0%*	*21.4%*
순이익	**-1.8**	**-1.7**	**0.5**	**7.1**	**-0.3**	**-0.1**	**1.9**	**9.7**	**-0.8**	**4.1**	**11.2**
순이익률(%)	*-29.2%*	*-22.1%*	*5.8%*	*37.2%*	*-3.5%*	*-1.2%*	*16.2%*	*40.1%*	*-2.1%*	*9.7%*	*20.6%*

자료: 파수, 하나금융투자

2022년 전 제품의 고른 성장 및 영업레버리지 효과 본격화 전망

그림 1. 파수 실적 추이 및 전망



자료: 파수, 하나금융투자

그림 2. 파수 해외 진출 현황



미국 시장을 위한 집중 투자

- 2012년 2월 미국법인 Fasoo, Inc. 설립, 10여 년간 지속적인 투자
- 글로벌 기업 **GA와 공급 계약 체결**, 계열사 확장 도입 논의 중

해외 주요 기업 고객 확보

MAMPU 말레이시아	HS VINA 베트남	GREENFEED 베트남
Cashing Pro 홍콩	IPCC 홍콩	Dr. Reddy's Laboratory 인도
HS INNI 인도네시아	ACLEDABANK 캄보디아	Shibata Gas 일본

자료: 파수, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**29**	**32**	**35**	**36**	**42**
매출원가	11	12	18	15	17
매출총이익	18	20	17	21	25
판관비	17	19	21	23	21
영업이익	**1**	**2**	**(4)**	**(1)**	**4**
금융손익	(1)	(1)	(1)	1	(0)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	(1)	(0)
세전이익	**0**	**1**	**(5)**	**(1)**	**4**
법인세	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
계속사업이익	1	1	(5)	(1)	4
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1**	**1**	**(5)**	**(1)**	**4**
비지배주주지분 순이익	0	0	0	(0)	(0)
지배주주순이익	**1**	**1**	**(5)**	**(1)**	**4**
지배주주지분포괄이익	1	1	(5)	(1)	4
NOPAT	3	2	(4)	(1)	5
EBITDA	3	4	1	4	9
성장성(%)					
매출액증가율	38.1	10.3	9.4	2.9	16.7
NOPAT증가율	흑전	(33.3)	적전	적지	흑전
EBITDA증가율	흑전	33.3	(75.0)	300.0	125.0
영업이익증가율	흑전	100.0	적전	적지	흑전
(지배주주)순익증가율	흑전	0.0	적전	적지	흑전
EPS증가율	흑전	54.4	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	62.1	62.5	48.6	58.3	59.5
EBITDA이익률	10.3	12.5	2.9	11.1	21.4
영업이익률	3.4	6.3	(11.4)	(2.8)	9.5
계속사업이익률	3.4	3.1	(14.3)	(2.8)	9.5

대차대조표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	**22**	**26**	**27**	**25**	**28**
금융자산	6	4	9	10	17
현금성자산	6	4	9	10	10
매출채권	13	19	17	14	10
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	3	1	1	1
비유동자산	**19**	**20**	**20**	**21**	**17**
투자자산	2	2	2	3	2
금융자산	2	2	2	3	2
유형자산	1	1	1	3	2
무형자산	**14**	**14**	**14**	**11**	**10**
기타비유동자산	**2**	**3**	**3**	**4**	**3**
자산총계	**42**	**46**	**47**	**46**	**45**
유동부채	**18**	**11**	**23**	**17**	**10**
금융부채	13	3	10	6	1
매입채무	0	2	3	2	1
기타유동부채	5	6	10	9	8
비유동부채	**9**	**13**	**8**	**9**	**8**
금융부채	**4**	**8**	**1**	**1**	**0**
기타비유동부채	5	5	7	8	8
부채총계	**27**	**25**	**31**	**26**	**18**
지배주주지분	**14**	**21**	**16**	**21**	**26**
자본금	**4**	**5**	**5**	**6**	**6**
자본잉여금	15	22	22	27	29
자본조정	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타포괄이익누계액	(0)	0	0	0	0
이익잉여금	(4)	(5)	(10)	(11)	(8)
비지배주주지분	**0**	**0**	**1**	**0**	**0**
자본총계	**14**	**21**	**17**	**21**	**26**
순금융부채	13	11	9	3	(12)

투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(원)					
EPS	68	105	(470)	(74)	367
BPS	1,947	2,361	1,830	1,936	2,372
CFPS	790	781	428	1,200	1,120
EBITDAPS	429	402	101	374	803
SPS	3,597	3,471	3,690	3,569	3,767
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	78.8	30.9	(7.8)	(108.0)	36.4
PBR	2.8	1.4	2.0	4.1	5.6
PCFR	6.8	4.2	8.6	6.7	11.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
PSR	1.5	0.9	1.0	2.2	3.5
재무비율(%)					
ROE	3.9	4.6	(28.1)	(3.8)	15.8
ROA	1.3	2.1	(9.5)	(1.6)	9.2
ROIC	12.2	6.5	(12.8)	(3.5)	26.9
부채비율	191.0	114.4	186.1	126.2	69.8
순부채비율	92.6	49.4	55.5	15.8	(44.0)
이자보상배율(배)	1.6	2.2	(4.7)	(1.7)	11.5

현금흐름표

(단위:십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	**(1)**	**(2)**	**6**	**8**	**13**
당기순이익	1	1	(5)	(1)	4
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	2	2	5	5	5
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(2)	(2)	(5)	(5)	(5)
영업활동 자산부채 변동	(6)	(8)	3	(0)	2
투자활동 현금흐름	**(4)**	**(2)**	**(2)**	**(3)**	**(8)**
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	(4)	(2)	(2)	(3)	(8)
재무활동 현금흐름	**4**	**3**	**1**	**(3)**	**(6)**
금융부채증가(감소)	4	(5)	(1)	(8)	(11)
자본증가(감소)	0	8	0	5	2
기타재무활동	0	0	2	0	3
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	**(1)**	**(2)**	**5**	**1**	**(0)**
Unlevered CFO	6	7	4	12	13
Free Cash Flow	(0)	(2)	6	8	14

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

파수



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.29	Not Rated	-		
20.5.24	1 년 경과		-	-
19.5.24	BUY	7,400	-45.76%	-22.97%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.67%	4.33%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 04월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 4월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2022년 4월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.