

파이오링크 (170790)

한경래

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.com

투자의견

N/R
신규

6개월 목표주가

N/R

현재주가
(20.07.22)

14,200

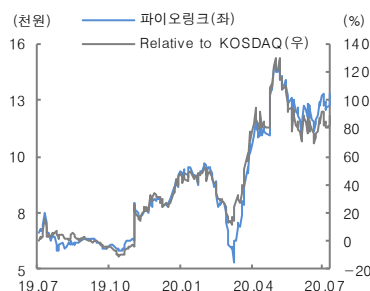
스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSDAQ	794.99
시가총액	97십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	3십억원
52주 최고/최저	15,200원 / 5,020원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	1.56%
주요주주	조영철 외 3 인 39.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.4	24.6	44.6	89.3
상대수익률	9.2	-0.5	25.2	60.7



테마 보다 폭증하는 이익에 주목

데이터센터 솔루션 개발, 제조 업체

- 네트워크, 보안 사업 영위. 주요 네트워크 제품으로 ADC(애플리케이션 전송 장치), 보안스위치, 웹방화벽 등, 보안사업에는 관제서비스, 솔루션 등
- 2019년 기준 매출 비중 네트워크 63%(ADC 39%, 보안스위치 19%, 웹방화벽 5%), 보안사업 37%
- NHHI 최대주주로 지분 28.97% 보유

ADC, 폭증하는 데이터 트래픽 및 국산화 트렌드 동시 수혜

- ADC는 데이터센터의 폭증하는 네트워크 트래픽 효율적으로 관리하기 위해 여러 패킷을 서버에 분배해주는 필수 장치
- 국내 데이터센터 2019년 158개에서 2025년 32개 신규 구축될 예정
- 국내 ADC 시장의 주요 경쟁자는 라드웨어, F5네트웍스, 시트릭스 등 대부분 외국 업체. 파이오링크가 유일한 국내 업체로 파악
- 동사의 시장 점유율은 35%로 상위 4개 업체가 과점하는 형태
- 동사는 기존에 공공기관 데이터센터 투자 수주 선점하며 성장
- 2018년 4분기부터 KB금융 핵심 전산 고도화 프로젝트 수주 받으며 레퍼런스를 바탕으로 금융권의 ADC 수주 증가 중
- NHN도 경남에 5,000억원 투자해 2021년 데이터센터 착공 들어갈 예정

엔택트 테마 아닌 확실한 펀더멘털 개선, 리레이팅 기대

- 2020년 매출액 480억원(+36.7% YoY), 영업이익 107억원(+158.4% YoY) 예상. 1분기 저점으로 갈수록 실적 성장하는 흐름
- 판관비율 1Q20 전년 동기 대비 6.5% 개선. 확실한 영업레버리지 효과로 2020년 영업이익률 22.3%(+10.5%p YoY) 기대
- 업황 연초보다 더 좋은 상황에서 분기별 실적 확실한 우상향 기대
- 단순한 엔택트 테마주 아닌 높은 외형 성장 및 펀더멘털 개선되는 만큼 주가 리레이팅 필요

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	29	19	27	35	48
영업이익	2	-2	1	4	11
세전순이익	-2	-2	1	4	11
총당기순이익	-3	-3	0	6	11
지배지분순이익	-3	-3	0	6	11
EPS	-419	-438	53	820	1,604
PER	-	-	82.0	10.0	8.9
BPS	5,302	4,716	4,879	5,640	7,150
PBR	1.4	1.3	0.9	1.5	2.0
ROE	-7.4	-8.7	1.1	15.6	25.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

데이터센터 솔루션 개발, 제조 업체

데이터센터 최적화를 위한 솔루션 개발 및 제조 업체다. 크게 네트워크, 보안 사업을 영위하며 주요 네트워크 제품으로는 ADC(애플리케이션 전송 장치), 보안스위치, 웹방화벽 등이 있다. 보안사업에는 관제서비스, 솔루션 등이 있다. 2019년 기준 매출 비중은 네트워크 63%(ADC 39%, 보안스위치 19%, 웹방화벽 5%), 보안사업 37%다. NHH이 최대 주주로 지분 28.97%를 보유하고 있다.

ADC, 폭증하는 데이터 트래픽 및 국산화 트렌드 동시 수혜 기대

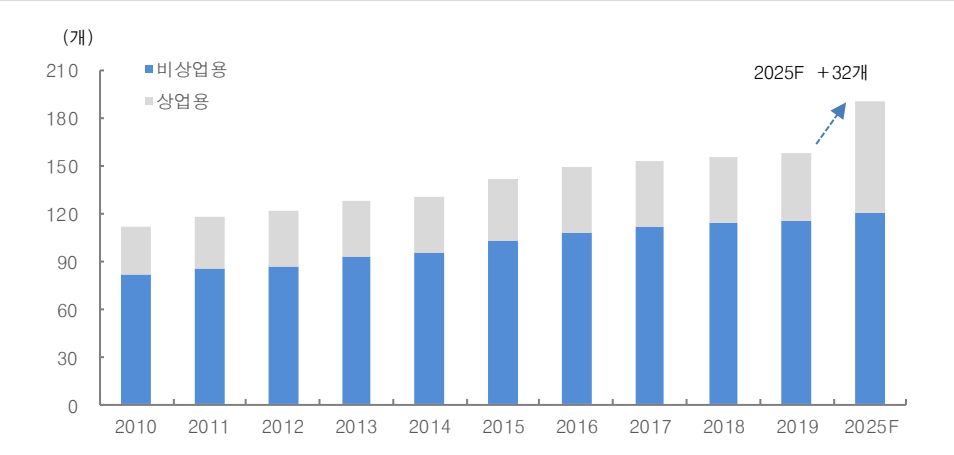
ADC는 데이터센터의 폭증하는 네트워크 트래픽을 효율적으로 관리하기 위해 여러 패킷을 서버에 효과적으로 분배해주는 필수 장치다. 언택트 트렌드와 함께 OTT 등 동영상 서비스, 5G 서비스 확대 등으로 가속화된 데이터센터 증가와 함께 구조적 성장이 지속되고 있다.

국내 데이터센터는 2019년 158개에서 2025년까지 32개의 데이터센터가 신규 구축될 예정이다. 지금까지 비상업용 비중이 70% 이상이었으나 한국데이터센터 협회에 따르면 2030년까지 상업용 데이터센터 시장도 연평균 10.9% 성장이 전망된다.

국내 ADC 시장의 주요 경쟁자는 라드웨어, F5네트웍스, 시트릭스 등 대부분 외국 업체이며 파이오링크가 유일한 국내 업체로 파악된다. 동사의 시장 점유율은 35%로 상위 4개 업체가 과점하는 형태다.

파이오링크는 기존에 공공기관 데이터센터 투자 수주를 선점하며 성장했었다. 2018년 4분기부터 KB금융의 핵심 전산 고도화 프로젝트 수주를 받으며 이 레퍼런스를 바탕으로 금융권의 ADC 수주가 증가하고 있다. NHN도 경남에 5,000억원을 투자해 2021년 데이터센터 착공에 들어갈 예정이다. 최대주주인만큼 투자 시 수주 확보 가능성이 높다. KB금융 수주 받기 전인 2018년 이전의 사기업 매출 비중은 20%에서 최근 30%까지 올라오고 있다. 사기업이 공공기관에 비해 수익성이 좋은 만큼 점진적인 이익률 개선도 가능할 전망이다.

그림 1. 국내 데이터센터 추이 및 전망



자료: 한국데이터센터연합회, 대신증권 Research Center

클라우드 보안스위치 일본향 매출 본격화

2020년 일본향 클라우드 보안스위치의 높은 성장이 예상된다. 일본 클라우드 관련 시장 성장과 함께 보안에 대한 인식이 강화되고 있다. 보안스위치 설치를 위한 IT 인력 파견 시 시간, 비용 부담이 크기 때문에 클라우드형으로 고객이 쉽게 설치, 구성할 수 있는 장점으로 수요가 급증하고 있다.

일본향 매출은 3가지 형태로 진행된다. 1) 일본 총판을 통한 공급, 2) 일본 대기업과의 ODM, 3) 국내 대기업과의 협업이다. 국내 대기업과 협업은 코로나19로 지연됐으나 1, 2번 방식의 공급은 진행 중이다.

2020년 1분기 매출액 15억원을 기록하며 2019년 연간 매출 20억원 가까이 달성했다. 현지 시장의 긍정적 반응으로 총판 및 일본 대기업을 통한 공급이 분기별로 확대되어 2020년 매출액 100억원을 상회할 것으로 예상된다.

언택트 테마 아닌 확실한 펀더멘털 개선, 리레이팅 기대

2020년 매출액 480억원(+36.7% YoY), 영업이익 107억원(+158.4% YoY)이 예상된다. 1분기를 저점으로 갈수록 실적 성장을 보이는 흐름이다. 코로나19 이후 데이터 트래픽 폭증에 따른 ADC 고사양 제품 수요가 증가해 2020년 ADC 매출액은 194억원(+41.5% YoY)이 예상된다. 보안스witch는 일본향 본격적인 매출 확대로 118억원(+77.6% YoY)이 기대된다.

2019년 소폭 흑자전환한 보안사업부는 2020년 매출액 154억원으로 전년 대비 17.4% 외형 성장하며 이익률 개선될 전망이다. 비용단에서 주목해야할 부분은 판관비다. 2019년 28.4%의 외형 성장에도 판관비는 -2.6% YoY로 판관비율 2018년 47.3%에서 2019년 35.8%로 11.5%p 하락했다. 2020년 1분기에도 판관비율이 전년 동기 대비 6.5% 개선되며 더 낮아졌다. 인력 효율화, 경사연구개발비를 연간 50억원 수준으로 유지하는 점이 고정비 감소로 이어지고 있다. 영업레버리지 효과가 크게 나타날 것으로 예상되는 만큼 2020년 영업이익률은 22.3%(+10.5%p YoY)가 기대된다.

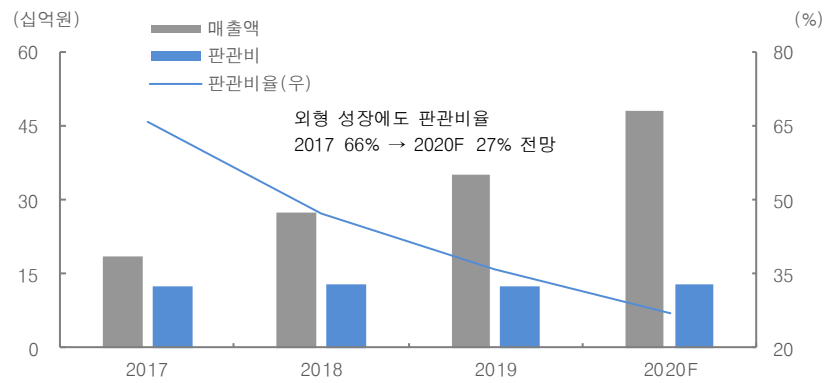
언택트 수혜주로 3월 이후 주가 랠리가 이어졌지만 5월 이후 코로나19 확산에 따른 실적 성장 둔화 우려로 주가가 조정 중이다. 업황이 연초보다 더 좋은 상황에서 분기별 실적도 확실한 우상향이 기대된다. 단순한 언택트 테마주가 아닌 높은 외형 성장과 펀더멘털이 확실히 개선되는 만큼 주가 리레이팅이 필요하다.

표 1. 파이오링크의 영업실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020F
매출액	18.6	27.4	35.1	48.0
네트워크	15.6	20.0	22.0	32.7
ADC	11.5	12.1	13.7	19.4
보안 스위치	2.8	5.7	6.6	11.8
웹방화벽	1.3	2.2	1.7	1.5
보안사업	3.0	7.4	13.1	15.4
영업이익	-1.7	1.1	4.2	10.7
당기순이익	-3.0	0.4	5.6	11.0
영업이익률	-9.0	4.1	11.8	22.3
순이익률	-16.1	1.3	16.0	22.9

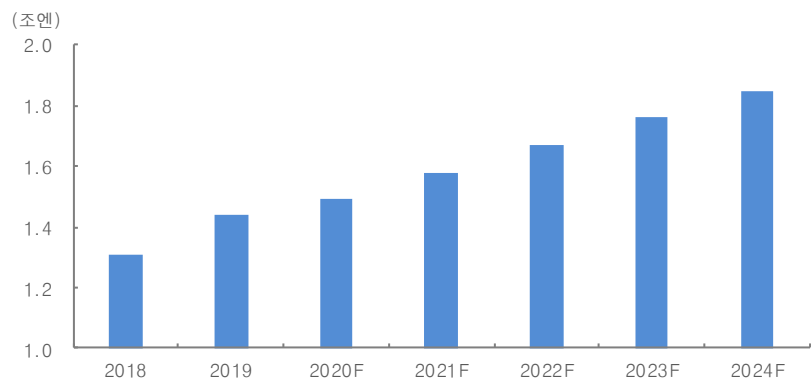
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

그림 2. 매출액 대비 판관비, 판관비율 추이 및 전망



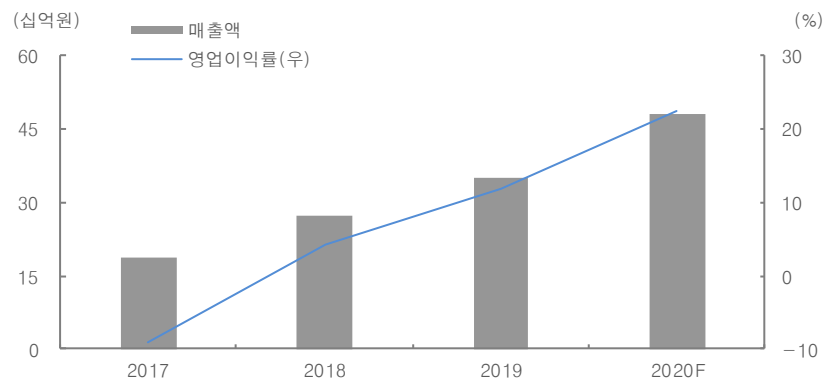
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

그림 3. 일본 데이터센터 서비스 시장 규모 전망



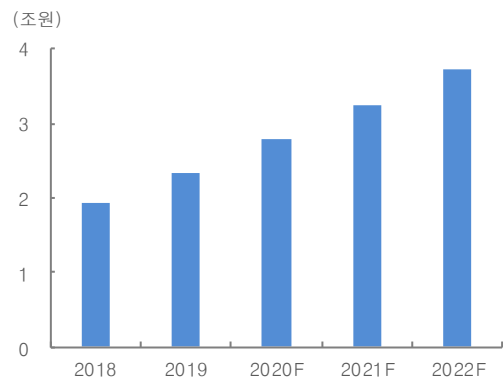
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

그림 5. 국내 클라우드 시장 규모 전망



자료: Galner, 대신증권 Research Center

그림 6. 파이오링크 ADC 제품



자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

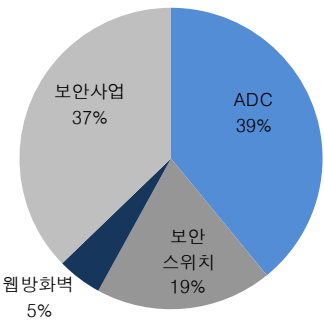
- 데이터센터 솔루션 개발, 제조 업체
- 주요 네트워크 제품으로 ADC(애플리케이션 전송 장치), 보안스위치, 웹방화벽 등, 보안사업에는 관제서비스, 솔루션 등
- 2019년 매출 비중 네트워크 63%(ADC 39%, 보안스위치 19%, 웹방화벽 5%), 보안사업 37%
- 자산 532억원, 부채 152억원, 자본 380억원 (1Q20 기준)
(발행주식수: 6,856,330 / 자기주식수: 494,455, 1Q20 기준)

주가 변동요인

- 데이터센터 신규 구축 및 국산화 수혜
- 보안사업 수출에 따른 수익성 회복
- 전체 외형확대에 따른 영업레버리지 효과

자료: 파이오링크, 파이오링크 대신증권 Research Center

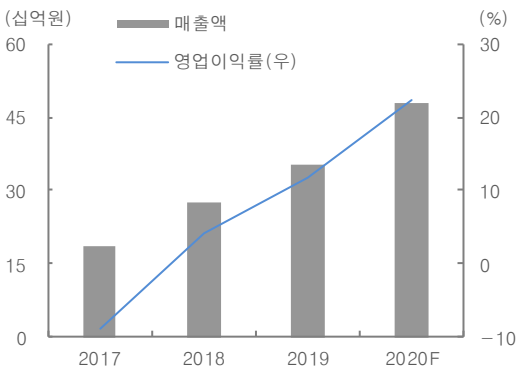
파이오링크 사업부문별 매출 비중



주: 2020년 매출액기준
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

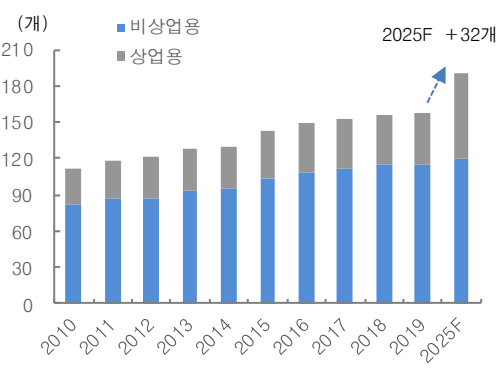
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



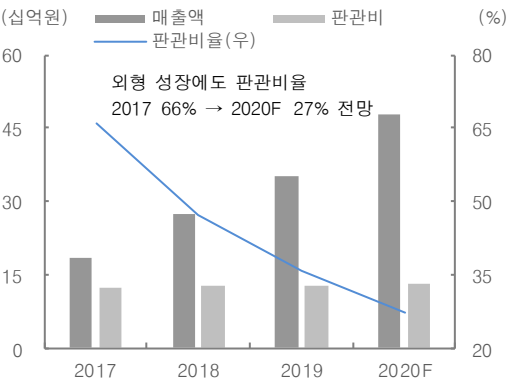
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

국내 데이터센터 추이 및 전망



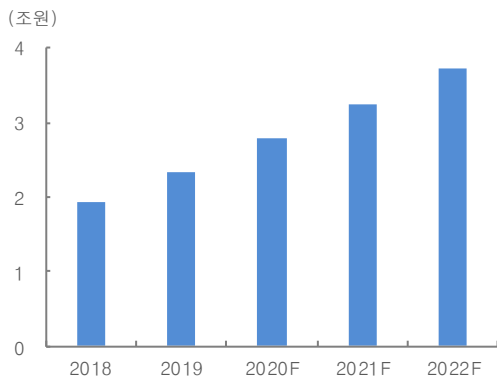
자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

매출액 대비 판관비, 판관비율 추이 및 전망



자료: 파이오링크 대신증권 Research Center

국내 클라우드 시장 규모 전망



자료: 파이오링크 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	29	19	27	35	48
매출원가	14	8	13	18	24
매출총이익	15	11	14	17	24
판매비와관리비	14	12	13	13	13
영업이익	2	-2	1	4	11
영업이익률	5.4	-9.0	4.1	11.8	22.3
EBITDA	3	0	2	5	12
영업외손익	-4	0	0	0	0
관계기업손익	0	0	0	-1	-1
금융수익	1	2	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	2	1	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	-3	-1	0	0
법인세비용차감전순손익	-2	-2	1	4	11
법인세비용	1	1	1	-2	0
계속사업순손익	-3	-3	0	6	11
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	-3	0	6	11
당기순이익률	-10.0	-16.1	1.3	16.0	22.9
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-3	-3	0	6	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-3	-3	0	5	11
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-3	-3	0	5	0

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
EPS	-419	-438	53	820	1,604
PER	-18.0	-13.7	82.0	10.0	8.9
BPS	5,302	4,716	4,879	5,640	7,150
PBR	1.4	1.3	0.9	1.5	2.0
EBITDAPS	416	-55	324	786	1,694
EV/EBITDA	10.4	NA	4.1	5.4	5.1
SPS	4,182	2,719	3,990	5,122	7,004
PSR	1.8	2.2	1.1	1.6	2.0
CFPS	613	66	496	1,063	2,154
DPS	0	0	0	100	100

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
성장성					
매출액 증가율	34.9	-35.0	46.7	28.4	36.7
영업이익 증가율	-194.4	-208.7	-167.3	269.1	158.4
순이익 증가율	-14.2	4.4	-112.1	1,449.2	95.6
수익성					
ROIC	15.5	-23.6	2.8	38.6	64.7
ROA	3.1	-3.7	2.5	8.3	18.3
ROE	-7.4	-8.7	1.1	15.6	25.1
안정성					
부채비율	27.7	32.5	38.4	38.0	30.0
순차입금비율	-61.5	-69.0	-62.9	-70.3	-77.2
이자보상배율	7,507.0	-12,480.5	759.8	76.7	0.0

자료: 파이오링크, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
유동자산	34	32	35	40	52
현금및현금성자산	14	12	15	20	31
매출채권 및 기타채권	8	6	10	8	8
재고자산	3	3	3	3	4
기타유동자산	9	11	7	9	9
비유동자산	12	11	12	14	12
유형자산	3	4	4	5	5
관계기업투자금	3	3	3	2	1
기타비유동자산	7	4	5	6	6
자산총계	46	43	46	53	64
유동부채	5	5	6	6	6
매입채무 및 기타채무	2	3	4	3	3
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	2	3	3	3
비유동부채	5	6	6	9	9
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	6	6	9	9
부채총계	10	11	13	15	15
자배지분	36	32	33	39	49
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	26	26	27	27	27
이익잉여금	8	6	6	12	22
기타지분변동	-2	-3	-3	-3	-3
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	36	32	33	39	49
순차입금	-22	-22	-21	-27	-38

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동 현금흐름	3	3	1	8	12
당기순이익	-3	-3	0	6	11
비현금항목의 가감	7	3	3	2	4
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	1	1
기타	6	2	2	-1	2
자산부채의 증감	-2	2	-3	1	-2
기타현금흐름	1	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-4	-4	2	-2	1
투자자산	-1	-1	1	3	1
유형자산	0	-1	0	0	0
기타	-2	-1	2	-4	0
재무활동 현금흐름	-2	-1	0	-1	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-1
기타	-2	-1	0	-1	-1
현금의 증감	-2	-2	3	5	11
기초 현금	16	14	12	15	20
기말 현금	14	12	15	20	31
NOPLAT	2	-3	0	6	11
FCF	2	-4	0	7	11

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

파이오링크(170790) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	20.07.22
투자의견	NA
목표주가	NA
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200720)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.7%	11.3%	0.5%

산업 투자의견

— Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

— Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

— Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

— Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

— Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

— Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상