



2019년 5월 27일 | Equity Research



‘보안주’의 ‘보완’이 시급하다

미중 갈등에 보안주의 반격이 시작됐다.

- | 보안주의 re-rating이 필요한 시점
- | 보안주, 어떤 기업에 투자할 것인가?
- | Top picks : 윈스, 라온시큐어, 파수닷컴



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

윈스(136540) | BUY | TP 19,500원 | CP(5월24일) 15,900원
 라온시큐어(042510) | BUY | TP 5,200원 | CP(5월24일) 3,445원
 파수닷컴(150900) | BUY | TP 7,400원 | CP(5월24일) 4,730원
 케이사인(192250) | Not Rated | CP(5월24일) 1,580원
 지니언스(263860) | Not Rated | CP(5월24일) 4,815원
 에스에스알(275630) | Not Rated | CP(5월24일) 8,800원
 휴네시온(290270) | Not Rated | CP(5월24일) 8,100원



CONTENTS

1. 보안주의 Re-rating이 필요한 시점	3
1) 정부 정책에 민감한 보안주	3
2) 시장 확장기: PC → 모바일을 넘어 → IoT로!	5
3) 인식의 변화. 더 이상 선택이 아닌 필수	5
2. 보안주, 어떤 기업에 투자할 것인가?	6
1) 해외로의 진출이 가능한가? 파급력이 있는가?	6
2) 실적이 성장하고 있거나 턴어라운드가 가능한가?	7
3) 자체 영속하기가 쉽지 않다. M&A를 통해 성장!	7
3. 보안산업 개요	8
4. 보안 관련주 총 정리	10
Top picks 및 관심종목	11
원스(136540)	12
라온시큐어(042510)	17
파수닷컴(150900)	23
케이사인(192250)	29
지니언스(263860)	33
에스에스알(275630)	37
휴네시온(290270)	41

2019년 5월 27일 | Equity Research

‘보안주’의 ‘보완’이 시급하다

미중 갈등에 보안주의 반격이 시작됐다.

보안주의 re-rating이 필요한 시점

2019년 시장 관심에서 멀어져 거래가 부진했던 보안주들의 반격이 시작될 예정이다. 최근 미중 무역갈등으로 불거진 화웨이 네트워크장비 사용 규제는 사실상 ‘보안’에서 시작된 것이니 이미 시작된 것이나 다름없다. 미국 외교부의 5G 장비에 대한 보안 중요성이 지속적으로 강조될 것으로 전망되는 가운데 보안주의 re-rating이 예상되는 주요 근거는 다음과 같다. 1) 정책 수혜주. 2019년 하반기 5G 상용화를 위한 핀테크, 블록체인 등 정부의 사활이 기대된다. 2) 시장 확장기. 5G 시대를 맞아 다양한 사물들이 연결되고 IT 의존도가 높아져 그만큼 해킹에 대한 위험도 높아졌다. 기존 보안시장이 PC에서 모바일로 넘어오면서 확장됐다면 이제 IoT 시장으로의 확대를 앞두고 있다. 3) 인식의 변화. 이제 보안은 선택이 아닌 필수다.

보안주, 어떤 기업에 투자할 것인가?

2019년 직접적인 수혜가 예상되는 윈스, 라온시큐어, 파수닷컴을 보안주 Top Picks으로 제시한다. 이외에 보안 관심종목으로는 케이사인, 지니언스, 에스에스알, 휴네시온이 있다. 보안산업은 국가 장치산업인 만큼 정부 정책에 민감하고, 해외로의 진출이 쉽지 않다. 한편, 윈스는 일본 고객사의 교체수요 주기 도래에 따른 매출 확대와 5G 투자에 따른 외형 성장이 기대된다. 라온시큐어는 생체 인증시장의 2차 확장기에 따른 모바일 보안부문 대장주로 단말기의 확대, 해외시장으로의 진출 등 확장기 앞에 놓여있다. 파수닷컴은 19년 신규 사업과 미국 법인에 영업선을 다양화하여 의미있는 실적 성장이 이뤄질 것으로 예상된다. 이 외 관심종목도 정부정책의 직접적인 수혜가 예상되는 만큼 보안주에의 관심이 필요한 시점이다.

보안시장 개요

국내 보안시장은 크게 정보보안 및 물리보안 시장으로 나뉘며, 최근에는 전 산업의 IT화로 융합형 보안시장이 빠르게 성장 중이다. 국내 보안업체는 1,000여개로 영세한 다수의 보안업체와 소수의 대형업체로 이뤄져있다. M&A를 통한 통합솔루션 수축사례가 증가하는 만큼, 대형사와 소형사 간의 양극화는 심화될 것으로 예상된다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월24일)
윈스(136540)	BUY(신규)	19,500원	15,900원
라온시큐어(042510)	BUY(신규)	5,200원	3,445원
파수닷컴(150900)	BUY(신규)	7,400원	4,730원
케이사인(192250)	Not Rated	-	1,580원
지니언스(263860)	Not Rated	-	4,815원
에스에스알(275630)	Not Rated	-	8,800원
휴네시온(290270)	Not Rated	-	8,100원



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com

1. 보안주의 Re-rating이 필요한 시점

미중 무역 갈등으로
화웨이 장비 규제 심화될 것으로 예상.
보안주에 관심이 필요한 시점

2019년 시장 관심에서 멀어져 거래가 부진했던 보안주들의 반격이 시작될 예정이다. 최근 미중 무역갈등으로 불거진 화웨이 네트워크장비 사용 규제는 사실상 '보안'에서 시작된 것이니 이미 시작된 것이나 다름없다. 미국 외교부의 5G 장비에 대한 보안 중요성이 지속적으로 강조될 것으로 전망되는 가운데 보안주의 re-rating이 예상되는 주요 근거는 다음과 같다. 1) 정책 수혜주. 2019년 하반기 5G 상용화를 위한 핀테크, 블록체인 등 정부의 사활이 기대된다. 2) 시장 확장기. 5G 시대를 맞아 다양한 사물들이 연결되고 IT 의존도가 높아져 그만큼 해킹에 대한 위험도 높아졌다. 기존 보안시장이 PC에서 모바일로 넘어오면서 확장됐다면 이제 IoT 시장으로의 확대를 앞두고 있다. 3) 인식의 변화. 이제 보안은 선택이 아닌 필수다.

1) 정부 정책에 민감한 보안주

과거 보안주는 대규모 해킹사건,
정부의 지원 등 이벤트 때마다
주가가 크게 상승했으나,
이렇다 할 성과가 크게 없었음

과거 보안주는 수년간 여러 번에 걸쳐 우리들에게 꿈과 희망을 가져다 주었다. 물론, 이후 기대와는 달리 여러 차례에 걸쳐 실망감을 안겨준 것도 사실이다. 보안주 특성상 국가 장치 산업이자 민감한 이슈기에 해외로의 진출이 쉽지 않고, 국가 정책에 직접적인 영향을 받기 때문에 테마성으로 주가가 움직였던 이유가 크다. 2009년, 2011년 대규모 디도스 공격, 2013년 3월, 6월 사이버테러, 2014년 한수원 원전 문서유출 위협 등 사이버 테러와 2014년 공인인증서 의무 사용 폐지, 2015년 정보보호 산업의 육성에 관한 법률 제정 등 범정부적 차원에서 보안산업에의 지원이 이뤄졌던 당시 특히 보안주들이 부각되었다. 한편, 각기 안정적으로 사업을 영위 중임에도 불구하고 기대에 부합하는 그렇다 할 폭발적인 성장은 없었기에 시장의 관심에서 벗어나 주가는 크게 하락한 상태이다.

하반기, 정부의 지원 정책 확대와
여러 이벤트가 예정되어 있는 만큼
보안주에 선별적인 접근이 필요함.

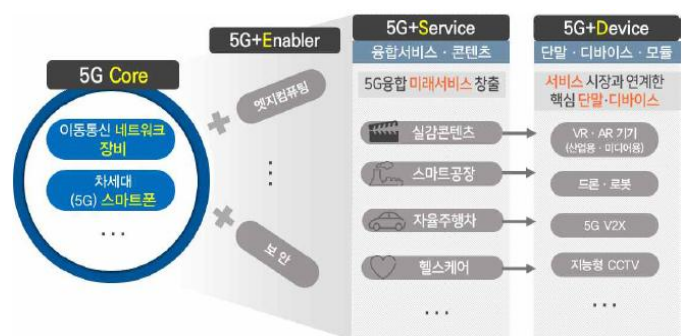
우리는 이제 보안주로부터 두번째 배신을 당하지 않기 위해 보안주의 선별적인 접근이 필요하다. 정부는 5G 시대 선도를 위해 정보보호산업을 본격 육성하겠다는 계획을 내세웠으며, 4월 발표한 5G 플러스 전략에서 10대 선도사업 중 하나로 정보보호산업을 육성, G2 수준의 기술 경쟁력을 갖추도록 지원하겠다고 밝혔다. 특히 하반기는 제3 인터넷 전문은행 인가를 비롯해 세틀뱅크 상장, 정부의 블록체인 산업 활성화를 위한 규제 발굴 및 개선 등 각종 이벤트가 예정되어 있는 만큼 보안주에 다시 편승해야 할 시점이다.

그림 1. 2019년 정보보호 비전 및 추진 전략



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 2. 5G로 보안서비스를 필요로 하는 산업 증가 예상



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

표 1. 정부의 5G+전략 보안부문 주요 내용

혁신적 R&D 추진	- 사이버보안 챌린지형 R&D 통한 신기술 개발 유도, 우수 연구자 집중 지원 - 정보보호 전문 연구실 확대, 개편. - 신기술 개념 정립과 증명, 안전한 암호 사용 예측, 공급망 위험 분석 등 전문 분야에 장기 연구 지원. - 수요자 참여형 정보보호 리빙랩 추진. 현장 실증형으로 지능형 CCTV 시범 사업 등이 있음.
기술 경쟁력 강화 지원	- 글로벌 정보보호 스타트업에 대한 기술 지원. 피칭형식 경쟁형 평가로 진행 - R&D 데이터셋 공유 활성화. 사이버위협정보(트래픽 및 로그 데이터 등), AI 학습데이터 등 데이터셋 구축, 정보보호 데이터셋 기반 보안기술의 실증, 검증하는 테스트베드 지원. - 정보보호 R&D 전문인력 양성 위한 전략대학원 (2019년 3곳) 신설, 신기술 인재양성 전문연구실 지속 확대. - 기업 국제 공동 연구 강화. 사이버 위협정보 공유 온라인 플랫폼 구축 및 사이버보안 인텔리전스 지원
수요자 참여기반 개방형 R&D 기 조성	- 기획-운영-성과확산 전 주기에 걸쳐 수요자 참여 기반 R&D 체계 구축 - 중장기적 기술 개발 전략을 수립, 관리하는 정보보호 기술 전략 연구실 운영

자료: 기사 발췌, 하나금융투자

표 2. 5G 서비스별 보안 위협 분석

5G서비스	보안 위협			
	데이터	서비스 플랫폼	네트워크	디바이스·사물
자율주행차서비스	• 실감 콘텐츠 유출 • 자율주행차 관제정보 유출 • 자율주행차 관리정보 유출 • AI 학습 데이터 유출 • AI 학습 데이터 위변조	• 자율주행 관제 플랫폼 해킹 • 콘텐츠 서비스 플랫폼 해킹 • 자율주행 관리 서비스 해킹 • 물류·배송 서비스 플랫폼 해킹	• 전송 콘텐츠 유출 • V2X네트워크 해킹	• 사용자 단말 해킹 • 자율주행차량 해킹 • 사용자/기기 인증정보 위변조
로봇서비스	• 서비스 사용자/기기 데이터 유출 • 로봇 관리 데이터 유출 • 서비스 콘텐츠 유출 • AI 학습 데이터 유출	• 로봇 관리서버 해킹 • AI 기능 서버 해킹 • 과금 등 서비스 서버 해킹 • 콘텐츠 서버 해킹 • IoT 기기 관리 서버 해킹	• 전송 데이터 유출 • IoT망 해킹	• 로봇 해킹 • 사용자 IoT 기기 해킹 • 사용자/로봇 인증정보 위변조
AI서비스	• 개인정보 유출 • AI 학습데이터 유출 • AI 학습데이터 위변조 • AI 카메라 프라이버시 침해	• AI 취약성 공격 • AI 서버 해킹 • 스마트 헬스케어 서비스 해킹 • 가상회의 서비스 해킹	• 전송 데이터 유출	• 소셜 로봇 해킹 • 스마트 키오스크 해킹 • IOT 기기 해킹 • 사용자/기기 인증 정보 위변조
재난대응 서비스	• 재난 빅데이터 유출 • CCTV 프라이버시 침해 • AI 학습 데이터 유출 • AI 학습데이터 위변조	• 재난 빅데이터 센터 해킹 • 재난 관제시스템 해킹 • 재난 대응시스템 해킹 • 현장 지휘시스템 해킹	• 전송 데이터 유출 • 긴급현장 재난망 해킹 • 현장 데이터 위변조	• 구조로봇 및 UAV 해킹 • CCTV 해킹 • 센서 해킹 • 현장 단말/개인장비 해킹
AR/VR 서비스	• 실감 콘텐츠 유출	• 실감미디어 서비스 서버 해킹 • 과금 서버 해킹	• 전송 데이터 유출	• 사용자 단말 해킹
스마트 시티/ 스마트팩토리 서비스	• CCTV 프라이버시 침해 • 개인정보 유출 • 교통정보 유출 • AI 학습데이터 유출 • AI 학습데이터 위변조	• 시키 관제센터 해킹 • AI 서버 해킹 • 시티 모니터링 서비스 서버 해킹 • 교통정보 서비스 서버 해킹 • 스마트 팩토리 서비스 서버 해킹	• 전송 데이터 유출 • IoT망 해킹	• CCTV 해킹 • 센서 해킹 • IoT 기기 해킹 • 무인이동체 해킹

자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

네트워크 시장의 발달과
기술 발달로 모바일 중심 시장에서
커넥티드카, 웨어러블,
스마트헬스케어 등 적용 단말기가
증가하면서 시장 확대 예상

2) 시장 확장기: PC → 모바일을 넘어 → IoT로!

2014년 공인인증서 의무가 폐지된 이후 ATM, 디지털 키오스크, 간편결제, 스마트뱅킹 서비스로 확대, 현재는 한 단계 발전한 지문, 홍채, 정맥 등 생체인식 기술을 활용한 본인 인증 서비스로 확산되었다. 또한 2018년 4월 FIDO Alliance와 웹 표준화 단체 W3C는 FIDO2 인증을 완료했다. 인터넷사용자가 온라인 서비스를 데스크톱, 모바일 환경 등에서 사용할 수 있도록 지원해 다양한 웹브라우저 환경에서 모든 플랫폼과 디바이스에도 적용이 가능하게 됐다. 구글, 마이크로소프트, 모질라, 오페라 등이 WebAuthn 기본으로 지원하기로 했고 윈도우, 맥, 리눅스, 크롬 OS, 안드로이드 플랫폼 등에 적용될 예정이다. 다양한 기업 서비스로 등록된 3억 5,000만명이 웹브라우저와 운영시스템에 적용되는 파이도2 표준을 사용하게 될 전망이다. 한편, 현대차는 지난 12월 지문을 이용해 자동차의 문을 열고 시동도 켤 수 있는 '스마트 지문인증 출입, 시동시스템'을 개발했다. 지문을 등록한 여러 명의 운전자가 미리 설정해 놓은 정보에 따라 운전석 시트 위치, 미러의 각도 등 조절이 자동적으로 가능하다. 이처럼 네트워크 시장의 발달과 기술 발달로 커넥티드카, 웨어러블, 스마트 헬스케어 등 서비스 적용 가능한 단말기가 증가하면서 보안시장에 대한 니즈는 점차 증가할 전망이다.

그림 3. FIDO2



자료: Yubico, 하나금융투자

그림 4. 생체인증 기술로 차량 열쇠없이 도어 개폐와 시동이 가능해짐



자료: 현대차, 하나금융투자

3) 인식의 변화. 보안은 더 이상 선택이 아닌 필수

보안시장은 사후 대처 중심에서
예방으로, 더 이상 선택이 아닌
필수 시장으로 도래 중

보안시장은 더 이상 선택이 아닌 필수 시장으로 도래했다. 전 산업의 IT화로 대부분 산업에 보안 기술 적용이 요구되고 있다. 또한, 사고 발생 전에는 중요성에 대한 인식이 낮지만, 보안사고 발생 시 개인, 사회, 국가 전 영역에 영향을 줄 수 있어 파급력이 매우 큰 기간 산업이다. 국내 정보보호산업 성장 배경에는 정부의 법 제도 정비, 정부 및 기업의 보안 부문에 대한 투자 강화 등 이유도 크지만, 보안사고 증가로 인한 인식 변화 (사후 대처→예방)도 주요 성장 요인으로 판단된다. 2009년, 2011년 두 차례에 걸친 대규모 디도스 공격, 2013년 3월, 6월 사이버테러, 2014년 한수원 원전 문서유출 위협, 지능형 지속위협 공격 등 사이버 공격이 지속되면서 개인정보 침해에서 국가적 재난으로 인식이 확산되었다. 한편, 정부는 정보통신망법 개정을 통해 오는 6월부터 CISO 지정, 신고의무 대상기업 확대, 겸직제한, 자격 요건 등을 강화했다. 4만1,000여개의 기업들이 CISO 지정 대상자로 비IT 기업들에게까지도 보안 요건이 강화됐다. 상대적으로 쉽고 빠르게 대응하기 힘든 대기업이나 비 IT기업에 대한 정부의 요건 강화와 정책적 지원 확대로 산업 관계자들의 보안 인식 또한 높아질 것으로 기대된다.

2. 보안주, 어떤 기업에 투자할 것인가?

Top picks:

원스, 라온시큐어, 파수닷컴

투자포인트:

실적 성장, 해외로의 진출 가능성,
우호적인 정부정책 등

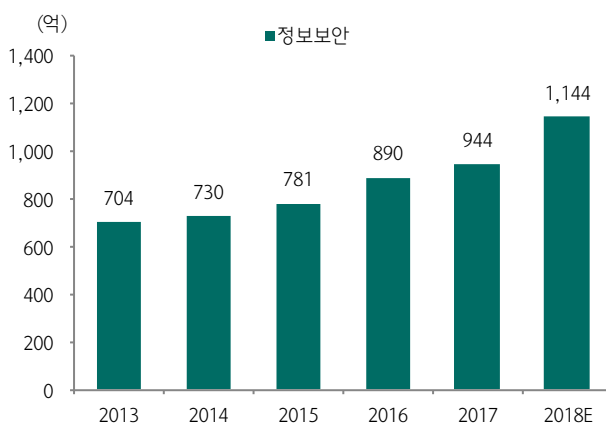
2019년 직접적인 수혜가 예상되는 원스, 라온시큐어, 파수닷컴을 보안주 Top Picks으로 제시한다. 이외에 관심종목으로는 케이사인, 지니언스, 에스에스알, 휴네시온이 있다. 보안산업은 국가 장치산업인 만큼 정부 정책에 민감하고, 해외로의 진출이 쉽지 않다. 한편, 원스는 일본 고객사의 교체수요 주기 도래에 따른 Q의 확대와 5G 투자에 따른 P*Q의 확대로 매출 및 영업이익단의 성장이 가속화될 전망이다. 라온시큐어는 기존 보안 서비스 부문이 안정적으로 받쳐주는 가운데, 생체인증시장의 2차 확장기에 따른 최대 수혜주가 될 전망이다. 최근 AI구글 스피커로의 적용 가능성(?), 화웨이에 대응하는 최대 수혜주(?)로 시장의 관심이 뜨거웠다. 물론 해당 단말기의 증가가 라온시큐어의 직접적인 매출로 단기에 반영되지는 않겠지만, 장기적으로 지문인식기능을 탑재한 스마트 기종의 확대와 PC, 스피커, 자동차 등 적용 단말기가 증가할수록 솔루션의 수요는 급증할 것으로 예상된다. 파수닷컴은 본업에 신규사업 매출이 반영되어 실적 부문에서의 개선이 두드러질 전망이다. 특히 미국 법인의 영업선을 강화에 성장 잠재력도 갖췄다, 이 외 관심 종목도 5G 상용화 시점을 앞두고 정부정책의 직접적인 수혜가 예상되는 만큼 보안주에의 관심이 필요한 시점이다.

1) 해외로의 진출이 가능한가? 파급력이 있는가?

보안산업은 해외 진출이 쉽지 않음.
수출이 용이한 성격의 서비스이거나,
우수한 기술력, 유통 플랫폼을 보유한
기업 중심으로 제한적으로 수출

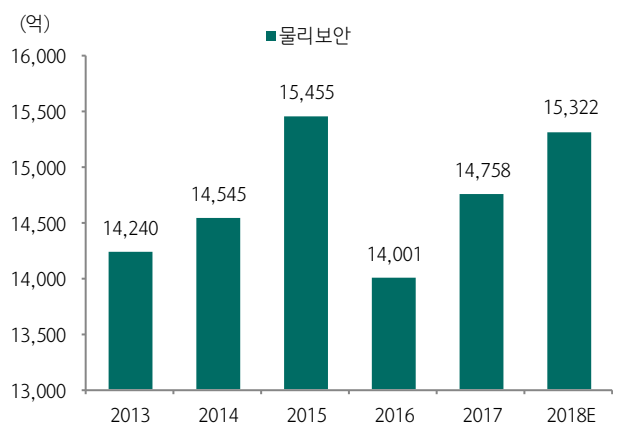
보안산업은 국가 기간산업으로 해외로의 진출이 어렵다. 정보보호산업 수출 추이를 보면, 2013~2018년 정보보안 시장은 CAGR 10.2% 성장한 반면, 물리보안 시장은 CAGR 1.5% 성장에 그쳤다. 국내 각 보안기업이 위치해 있는 지역을 보아도 알 수 있듯이, 사고 발생시 즉각 대응 등의 문제로 대부분의 물리보안 기업은 영세한 형태로 지방에 위치하고 있다. 또한, 최근 중국 제품의 저가 공세로 인한 국내 보안제품의 가격경쟁력 약화도 진출의 어려움으로 들 수 있다. 즉, 타 국가로의 진출에 있어 수출이 용이한 성격의 서비스 이거나, 기술의 우수성, 해외 유통플랫폼을 보유한 경우 제한적으로 해외 진출이 이뤄지고 있다. 대표적인 기업으로는 원스, 라온시큐어, 지란지교시큐리티, 파수닷컴 등이 있다. 원스는 일본의 후지쯔에 납품을 통해 SI형태로 NTT Docomo에 진출, 라온시큐어는 FIDO Alliance의 아시아 최초 회원으로 구글, MS, 아마존, 삼성전자, 페이스북 등 글로벌 IT 기업과 어깨를 나란히 하고 있으며, 지란지교는 2004년부터 현지화 전략을 통해 일본내 4,000개 이상의 고객사를 확보 중이다. 파수닷컴은 최근 가트너 애널리스트인 '데버라 키시'를 미국법인 마케팅 부사장으로 영입해 영업력을 강화했다.

그림 5. 정보보안 수출규모 지속적으로 성장 중이나 규모가 영세함



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 6. 물리보안 부문 수출 규모의 성장이 제한적



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

보안산업은 규모가 영세하고,
4분기에 매출이 쏠려있어
분기별 실적 변동이 크며,
R&D 비용이 지속적으로 발생.
한편, 일정 규모의 매출을 이룬 경우
M&A 및 R&D를 통해 성장 가능

2) 실적이 성장하고 있거나 턴어라운드가 가능한가?

보안산업이 주식시장에서 각광받지 못했던 이유는 규모가 영세하고 산업 특성상 4분기에 매출이 쏠려있어 분기별 실적이 일정하지 않은 점과 R&D 비용이 지속적으로 발생해 안정적으로 사업 영위가 힘든 구조이기 때문이다. 하지만 국내 보안 솔루션 업체들은 초기 서비스 구축 이후 일정 기간 동안 5~15%의 유지보수 비용을 받아 보다 안정적인 캐시카우를 확보 중이며, 교체주기 도래시 기존 기업과의 계약을 진행하고자 하는 관성이 크다. 즉, 일정기간 해당 보안 분야 내 고객사와 지위를 확보할 경우 안정적인 매출 확보가 가능하고 벌어들인 현금으로 R&D 개발 또는 M&A를 통해 외형을 확장하는 구조이다. 본업과 신사업 매출로 외형성장이 기대되고, 해외로의 모멘텀이 큰 기업으로는 라온시큐어와 파수닷컴 등이 있다.

3) 자체 영속하기가 쉽지 않다. M&A를 통해 성장!

해외 보안업체들은 M&A를 통해 외
형 성장 중

보안 시장에서의 성장 화두가 각 분야에서의 M&A를 통한 성장이다. 네트워크장비업체 시스코는 240억 달러에 보안업체 듀오시큐리티(Duo Security)를 인수, 블랙베리는 140억 달러에 사이런스(Cylance)를, RFLX 그룹은 8억 1천7백만달러에 스레트메트릭스(ThreatMetrix)를, 기술지향적 사모펀드 토마브라보(Thoma Bravo)는 160억 달러에 바라쿠타(Barracuda)를, 하드웨어 강자 IBM은 오픈소스 클라우드 소프트웨어의 대표주자 레드햇(Red Hat)을 340억 달러에 인수, 보안업체 비트디펜더(Bitdefender)는 네덜란드의 행동 패턴분석 및 보안전문기업 레드삭스(RedSocks)를, 보안업체 팔로알토 네트워크스(Palo Alto Networks)는 클라우드 보안전문업체 레드록(RedLock)을 1억 7300만달러에 인수했다.

국내 보안 시장의 각 부문의
규모는 영세해 M&A를 통한
성장이 필수로 요구됨.
국내 주요 기업들 사이에서도
M&A 사례가 증가하고 있음

한편, 2017년 국내 정보 보안시장 규모는 2.7조원에 불과해 글로벌 보안시장의 2% 미만 수준이다. 한편, 2018년 국내 보안 사업 영위 기업은 464개로 방화벽, IPS, DDos차단시스템, Anti멀웨어 등 각 보안부문의 규모가 대부분 500억원 미만으로 (아래 그림 참고) 각 분야에 특화된 기업이 1등을 하더라도 추가 성장이 제한적이다. 또한 대기업은 보안기술을 내재화 하여 주 고객사가 수익성이 낮은 공공부문에 집중되어있다. 따라서 국내 보안업체의 외형성장을 위해서는 M&A를 통한 보안부문 서비스영역 확대가 필수적이다. SK텔레콤은 국내 2위 물리보안업체인 ADT캡스를 인수해 기존 NSOK와 합병, 정보보안업체 SK인포섹을 완전 자회사로 편입해 보안부문을 강화했다. 윈스는 퓨처시스템의 방화벽 사업을 인수, SGA그룹은 10여년간 20여개사 M&A를 통한 원천기술 확보와 MS확대, 지란지교시큐리티는 SSR과 모비젠 인수를 통해 블록체인과 빅데이터 플랫폼 부문 진출했다.

그림 7. 2017년 네트워크부문 부문별 규모

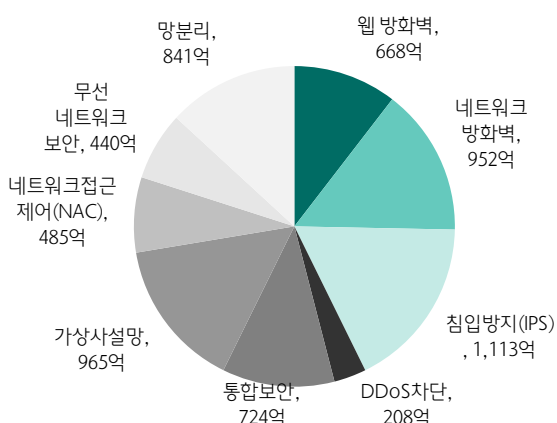
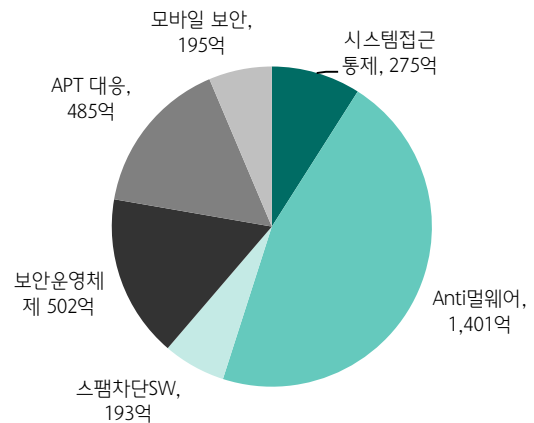


그림 8. 2017년 시스템(단말)보안 부문별 규모



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

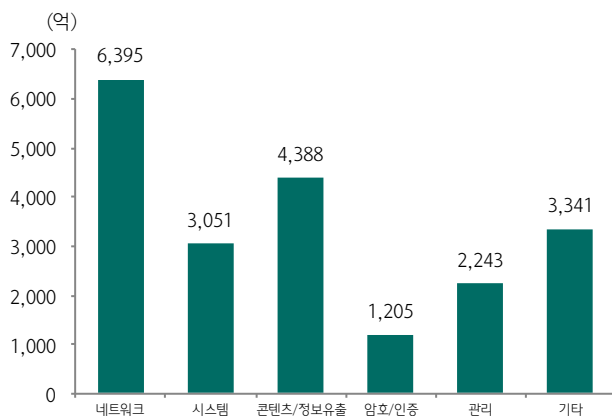
3. 보안산업 개요

정보보호산업은 정보보안,
물리보안으로 나뉨.
최근에는 융합보안 강조.

정보보호산업은 크게 정보보안, 물리보안 2가지로 나뉜다. 정보보안 산업으로는 해킹, 침입 탐지, 개인정보 유출방지, 컴퓨터 포렌식 등을 포함하며 물리보안 산업으로는 영상 감시, 바이오 인식, 무인전자 경비 등 내용을 포함한다. 한편, 최근에는 정보 보안과 물리보안을 모두 포함한 융합보안이 강조되고 있으며 운송보안(자동차, 항공 등), 의료, 건설, 국방, 방범 보안로봇 등 여러 산업에 망라하여 적용되고 있다. 글로벌 정보보안 시장은 2017년 1,378억 달러 규모로 IoT, 클라우드컴퓨팅, 빅데이터, 모바일기술 발달로 향후 5년(2017~2022)간 CAGR 11% 성장을 예상한다. (MarketsandMarkets, 2017). 글로벌 물리보안 시장은 2018년 874억 달러 규모로 4년간(2018~2022) CAGR 17.2% 성장을 예상한다 (Technavio). 한편, 북미, 유럽, 일본을 포함한 주요 선진국이 전체 정보보호 시장의 90% 가량 점유하고 있으며 최근 중국이 빠르게 성장 중이다.

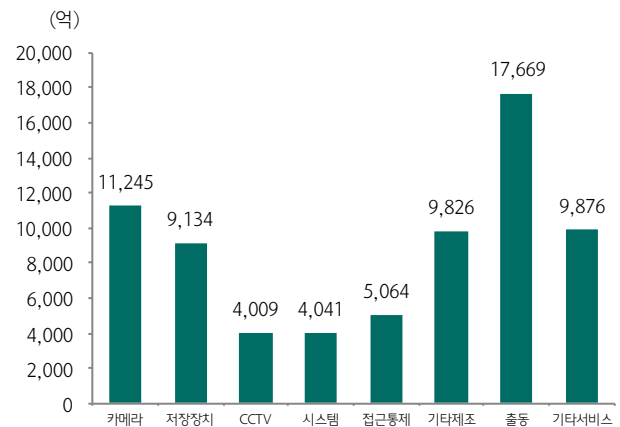
2018년 국내 정보보호산업 내 기업으로는 정보보안이 464개, 물리보안이 549개로 총 1,013개의 기업이 사업 영위 중이다. 2018년 정보보호산업 매출 규모는 총 10조 895억 규모로 17년 대비 5.3% 증가했다. 전체 시장규모 대비 물리보안 시장이 70% 가량 차지 중이나, 정보보안시장이 2조 7449억 규모에서 3조 30억 규모로 9.4% 증가해 동기간 물리보안 시장 3.6% (17년 6조 8408억→18년 7조 864억 원) 성장한 것 대비 빠르게 성장 중이다.

그림 9. 2018년 정보보안 부문별 규모



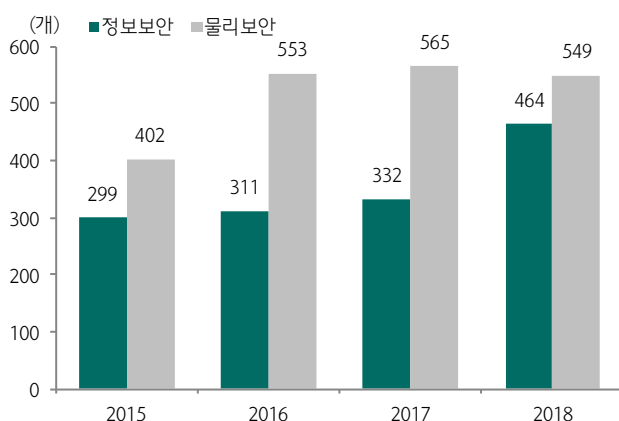
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 10. 2018년 물리보안의 부문별 규모



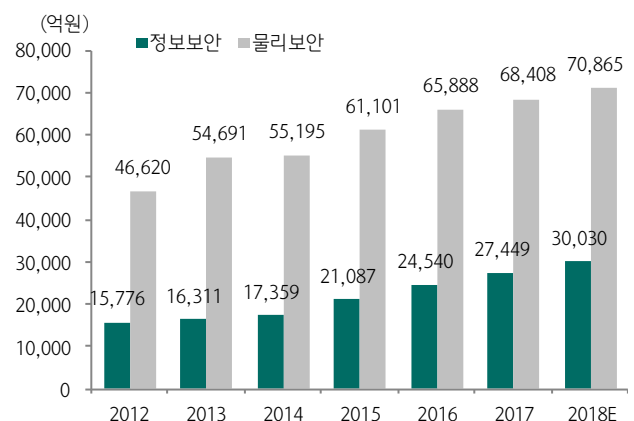
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 11. 국내 정보보호산업 기업 현황



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 12. 정보보호산업 매출 현황



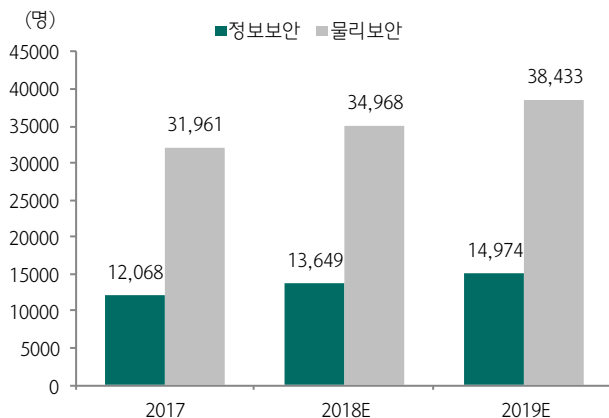
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

정보보안시장의 성장이
두드러지는 가운데,
기존 시스템개발/공급 시장 대비
서비스 부분의 성장이 예상됨

전체 정보보안시장 내 정보보안 시스템개발 및 공급시장 규모는 2017년 기준 2조 357억원으로 정보보안 시장의 74% 규모를 차지해 서비스 시장(7,092억)의 3배 가까이 된다. 한편, 2018년 정보보안시스템 개발 및 공급시장이 8.4% 성장이 예상되는 가운데 서비스 부문은 12.4%의 성장이 예상된다. 향후 보안 공격의 고도화/지능화/복잡화/다양화 등으로 보안컨설팅 서비스, 보안관제 서비스, 보안시스템 유지관리, 보안성 지속 등 포함한 서비스 시장의 지속적인 성장이 예상된다.

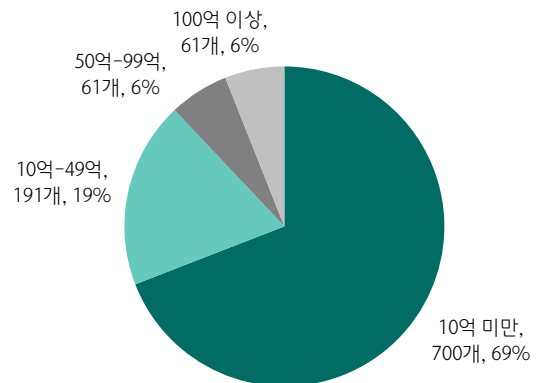
국내 정보 보안은 크게 엔드포인트 보안, 서버보안, 네트워크보안, 응용보안, 보안관제 5가지로 나뉘며 그 안에서도 각각 30여개의 카테고리 분류된다. 코스닥시장에 상장되어 있는 주요 10여개 상위 보안기업은 각 150여개의 제품 군에서 사업영역을 확대해 왔으며 각각의 단위 보안만으로는 기업 성장에 한계가 있어 통합 솔루션 구축 사례가 확대되고 있다. 이에 국내 보안 산업은 규모가 영세한 다수의 보안업체와 소수의 대형 업체에 의해 양극화가 심화 중이다. 국내 정보보호산업 시장 내 기업의 50% 이상에 해당되는 520개 기업이 서울에 위치하고 있으며, 91%가 비상장 기업이다. 종업원 규모 20인 미만인 기업은 56%, 자본금 10억 미만 기업은 70%를 차지해 대부분의 기업이 영세한 형태임을 알 수 있다. 한편, 200인 이상 기업은 6.4%, 자본금 100억 이상 기업은 6.0%로 소수의 거대 기업에 의해 시장 움직임을 알 수 있다.

그림 13. 정보보호산업 인력 현황



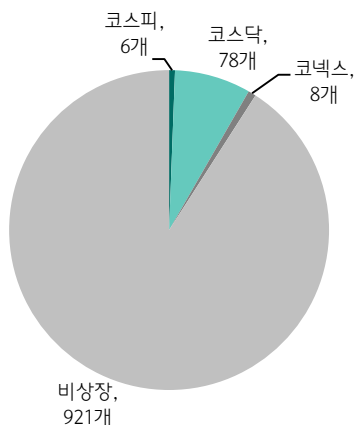
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 14. 2018년 국내 정보보호산업 자본금에 분류 현황



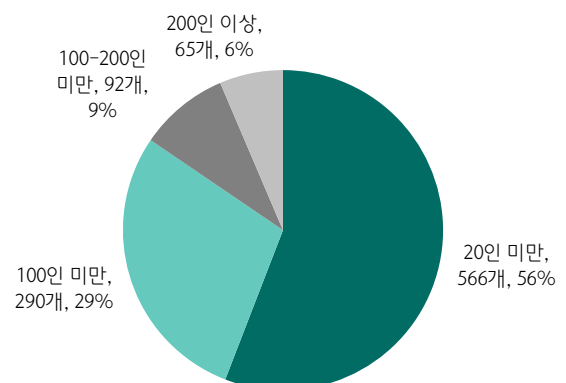
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 15. 2018년 국내 정보보호산업 상장유무에 따른 분류현황



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 16. 2018년 국내 정보보호산업 종업원수에 따른 분류 현황



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

4. 보안 관련주 총 정리

표 3. 보안 관련주 정리

범주	종목명	사업내용
네트워크보안	안랩	V3, IPS 등의 보안솔루션 사업 영위
	원스	IPS, DDoS 차단 시스템 등을 주력으로 정보보안 솔루션 개발, 공급
	지니언스	네트워크접근제어(NAC) 솔루션 개발 사업 영위.
	휴네시온	망간자료전송 보안플랫폼 기업. 공급. 한국전력, 금감원 등 공공기관을 주요 고객으로 함
시스템(단말) 보안	라온시큐어	모바일통합 (단말관리, 암호인증PKI, 모바일백신, 가상키패드) 솔루션 제공
	이스트소프트	알집, 알씨, 알캡쳐, 알약 등 유틸리티, 보안 SW 사업 영위.
	에스에스알	국내 최초 화이트해커 보유. 웹해킹방지 솔루션, 보안 컨설팅/관리 사업 영위
	플랜티넷	유해사이트 차단서비스 소프트웨어 제공. 개인, 기업, 공공기관 등에 제공
콘텐츠/정보유출 방지보안	인포뱅크	기업용 메시징, 양방향미디어, 스마트카 서비스 등과 보안솔루션 사업 영위
	지란지교 시큐리티	문서, 모바일보안에 강점. SSR, 모비젠 인수로 블록체인, 빅데이터 플랫폼 부문으로 진출
	SGA솔루션즈	보안운영체제 및 전자서명(PKI) 반으로 서버보안, 전자문서 포함 응용보안 사업 영위
	파수닷컴	데이터보안사업(전자문서 보안관리), IBM 판매채널 통한 북미, 일본 등 고객사 확대 전략
암호/인증	민앤지	개인정보 보안관련 서비스 제공(휴대폰번호 도용방지, 로그인 플러스 등)
	이크레더블	대기업을 주요 협력체로 전자신용인증서비스와 이마켓플레이스 서비스 제공
	한국정보인증	국내 최초 공인인증기관으로 공인인증서 발급, PKI솔루션 개발, 웹보안서버 및 보안토큰 판매
	드림시큐리티	암호, 인증, 감시 등 보안 기술이 적용된 제품과 공개키 기반 보안 알고리즘
	이니텍	인증, 암호화 기술 기반 소프트웨어 개발. 인터넷 뱅킹서비스 백업, APS, SI사업 등 영위
	케이사인	DB암호화, PKI인증, 통합인증 솔루션 사업 영위하며 국내 DB암호화부문에서 높은 MS 영위
	한국전자인증	국내 법인용 공인인증시장에서 높은 지위. 글로벌 인증, 보안서버 인증 등 사업 다각화
	시큐브	전자서명인증, 해킹차단, 침입방지를 위한 서버보안 솔루션 제공
	한컴시큐어	인증 및 데이터보안 업체로 FIDO UAF/U2F 통합인증 획득으로 생체인증 시장에 진출
	미래테크놀로지	다우키움그룹의 인증보안 계열사로 OTP 사업을 주 사업으로 영위.
보안관리	이글루시큐리티	통합보안관리(ESM), 지능형지속위협(APT) 솔루션 등. 공공부문 보안관제, 솔루션 국내 1위
	코닉글로리	유선보안솔루션(TMS), 무선보안솔루션(AIRTMS) 등 보안솔루션 사업 영위
기타	다우데이터	컴퓨터 HW, SW의 판매, 임대서비스업 등 사업 영위. 어도비, 오토데스크, 시만텍 등과 총판계약 체결
	가비아	인터넷 인프라서비스업체로 도메인 및 호스팅부문 국내 1위. 클라우드 보안인증, 보안관제 서비스 제공
	에스넷	SI, NI 솔루션업체로 5G 상용화와 함께 데이터처리 솔루션 수요 증가 기대됨
	오픈베이스	IT서비스 전문업체로 Radware, F5, Brocade 등 글로벌 파트너와 전략적 협력관계 맺음
	SGA	산업용PC사업 목적으로 설립, 보안 SW 개발 등 영위하는 SGA솔루션즈, SGA임베디드 등 종속기업으로 보유
	수산아이앤티	수산중공업 계열 IT기업. IPS 협력사업 공유단말접속관리, 모바일 유해차단 서비스 등 영위

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

원스(136540)	12
락온시큐어(042510)	17
파수닷컴(150900)	23
케이사인(192250)	29
지니언스(263860)	33
에스에스알(275630)	37
휴네시온(290270)	41
원스(136540)	12

2019년 5월 27일 | Equity Research

원스(136540)

원스, 5G 네트워크 장비에는 보안 장비도 같이 깔린다

투자 의견 'BUY', 목표주가 19,500원으로 커버리지 개시

원스에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 19,500원을 제시한다. 목표주가 19,500원은 2019년 예상 EPS에 Target PER 16.5배 적용하여 산출했다. Target PER은 2012년~2013년 국내외 LTE망 투자에 따른 주요 통신사향 IPS(침입방지시스템) 매출 발생 시기의 평균 PER 15배에 10% 할증한 수치로, LTE 대비 매출 확장성이 큰 점을 감안했다. 동 기간 PER 30배까지 증가했던 점을 감안하면 추가 업사이드 여력이 여전히 크다. 2011년 코스닥시장에 상장한 원스는 IPS를 주력으로 DDoS, APT 공격 등에 대응하는 네트워크 보안장비를 제공하는 보안전문 업체이다. 매출의 50%가 공공기관, 20%가 국내 통신사로부터 발생 중이며, 일본 및 동남아시아 진출을 통한 외형 확장 중이다.

실적 + 5G 모멘텀 + 정책 수혜 3박자 갖췄다

원스가 매력적인 투자 기업으로 꼽히는 근거는 다음과 같다.

- 1) 일본향 주요 고객사의 교체주기 도래와 NGFW(차세대 방화벽) 부문 신규 매출 발생으로 국내외의 매출 증가 예상, 2) 통신사들의 5G 망 투자 확대에 따른 보안솔루션 수요 증가, 3) 4월 '5G+전략'을 발표로 보안 산업에 대한 정부의 적극적인 관심과 투자가 예상되어 투자 매력도가 높다.

2019년 매출 888억원, 영업이익 148억원 전망

2019년은 매출액 888억원(YoY, +25.7%), 영업이익 148억원(YoY, +35.4%)을 전망한다. 2019년 1분기 매출은 국내외 통신사의 교체수요 주기 도래로 전년 동기대비 30% 성장했다. 수익성이 낮은 공공기업향 상품매출 감소 지속 및 영업이익 레버리지 효과가 큰 해외 매출 증가로 영업이익 증가(YoY, +157.9%)가 두드러졌다. 2019년은 통신사향 교체수요 적극 반영, NGFW향 신규 매출 발생으로 하반기로 갈수록 매출의 우상향 곡선이 기대된다. 향후 5G 시장 상용화에 따른 트래픽 및 패킷량 증가로 원스의 하이엔드급 제품 수요 확대를 전망하며, 향후 매출 및 영업이익률 상승 국면이 기대된다.

Top picks

BUY

| TP(12M): 19,500원 | CP(5월24일): 15,900원

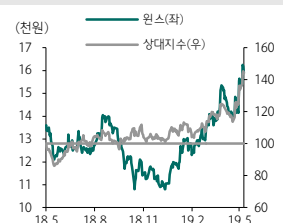
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	16,250/10,800
시가총액(십억원)	192.2
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	12,088.1
60일 평균 거래량(천주)	137.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0
19년 배당금(예상, 원)	320
19년 배당수익률(예상, %)	2.01
외국인지분율(%)	7.05
주요주주 지분율(%)	
금융통신 외 5인	33.48
신영자산운용	6.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.4 40.7 20.0
상대	21.3 39.3 51.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	87.4	97.3
영업이익(십억원)	14.8	17.6
순이익(십억원)	13.5	15.8
EPS(원)	1,120	1,310
BPS(원)	10,163	11,241

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	72.0	70.7	88.8	100.5	109.4
영업이익	십억원	7.5	10.9	14.8	17.6	20.0
세전이익	십억원	9.0	12.4	15.5	18.6	21.3
순이익	십억원	8.0	11.6	14.3	16.8	18.8
EPS	원	702	990	1,185	1,386	1,556
증감률	%	N/A	41.0	19.7	17.0	12.3
PER	배	17.60	11.16	13.42	11.47	10.22
PBR	배	1.44	1.18	1.55	1.40	1.26
EV/EBITDA	배	12.10	10.20	10.50	8.76	7.35
ROE	%	8.87	12.04	13.34	14.03	14.07
BPS	원	8,592	9,336	10,229	11,323	12,587
DPS	원	310	320	320	320	320



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

2019년 실적 성장 예상:
일본향 주요 고객사 교체주기 도래
+ NGFW 신규 매출 발생

5G 모멘텀:
신규망 투자로 보안솔루션 수요 증가
+ 100G 시장 개화

1. 실적과 5G 모멘텀, 정책 수혜까지 3박자 맞췄다.

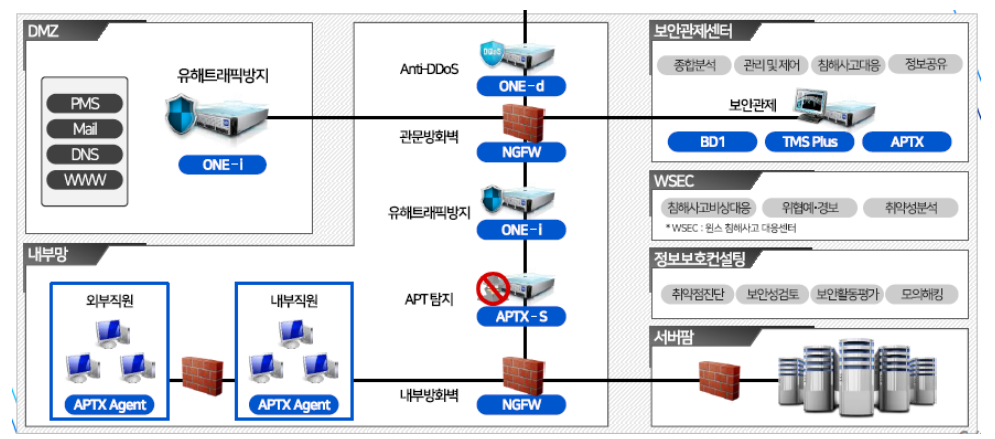
1) 2019년 실적 성장 예상

일본향 주요 고객사의 교체주기 도래와 NGFW(New Generation Firewall, 차세대 방화벽) 부문 신규 매출 발생으로 국내 외의 매출 증가가 기대된다. 2002년 일본 시장 첫 진출 이후, 2011~2014년 4년간 330억원의 수출 성과를 확보했다. 네트워크 보안시장은 약 5년의 교체 주기를 가지며, 2019년은 윈스가 NTT Docomo에 납품한 IPS 장비의 교체주기 도래에 따른 매출이 본격적으로 반영될 전망이다. 또한, NGFW의 신규 매출이 발생될 예정이다. 윈스는 2017년 퓨처시스템의 방화벽 사업을 인수해, IPS, Anti-DDoS, VPN 등 기능을 기존 방화벽에 all-in-one Security 형태로 탑재했다. 경찰청, 행정안전부, 교육청 등 공공기관의 네트워크 보안투자는 5~6년의 교체주기를 가지며, 2019년은 재난망, 경찰청 등으로의 매출이 발생될 예정이다. 한편, 2013년 윈스의 IPS 제품은 공공기관향 60~70% 이상의 높은 점유율 차지했다. 레퍼런스를 중요하게 여기고 타 제품으로의 교체가 쉽지 않은 보안시장 특성상 2019년은 윈스의 해이다.

2) 5G 모멘텀

통신사들의 5G 망 투자 확대에 따른 보안솔루션 수요 증가가 기대된다. 윈스는 IPS를 KT와 LG유플러스의 LTE망에, SK브로드밴드의 인터넷 망에 독점 공급 중이다. 2018년부터 SK텔레콤으로 신규 망 증설에 따른 IPS 추가 공급 중이며, 해당 제품은 하이엔드급으로 수익성이 높다는 점에서 영업이익 기여도에 긍정적이다. 또한, 기존 LTE망 대응을 위해서 40G 제품이 주력으로 공급되었으나, 향후 5G 상용화 이후에는 데이터트래픽 급증에 따른 100G 시장 개화로 지속적인 매출 확대가 기대된다.

그림 1. 인터넷환경에서의 윈스 보안 로드맵



자료: 윈스, 하나금융투자

정책 수혜:

정부의 대기업 진출 제한 +
5G+정보보호 R&D 중장기 추진전략

3) 정책 수혜

보안시장은 더 이상 선택이 아닌 필수 시장으로 도래했다. 전 산업의 IT화로 대부분 산업에 보안 기술 적용이 요구되고 있다. 또한, 사고 발생 전에는 중요성에 대한 인식이 낮지만, 보안사고 발생 시 개인, 사회, 국가 전 영역에 영향을 줄 수 있어 파급력이 매우 큰 기간 산업이다. 2013년 정부는 소프트웨어 산업진흥법을 개정, 대기업의 공공 SW 시장 참여를 제한했다. 한편, 보안시장은 R&D 투자가 지속적으로 요구되어 영세한 기업의 존립이 어렵고 정부로부터의 자금 지원 및 정책에 매우 민감하다. 최근, 정부는 4월 '5G+전략'을 발표, 10대 핵심 산업에 정보보호와 지능형CCTV가 포함되어 정보보호 산업에 대한 정부의 적극적인 관심과 투자가 예상된다. 정부는 5G+ 정보보호 R&D 중장기 추진 전략 통해 국가 사이버 안전 확보 및 해외 정보보호 기술 선진국 대비 90% 이상의 G2 급 글로벌 기술 경쟁력 확보를 목표로 하고 있다.

과학기술정보통신부의 국내 2018 정보보호산업 실태조사에 따르면, 정보보호 시장 확대를 위한 정부 지원 시 필요사항에 대한 설문조사 결과 정보보안 시장의 경우 공공부문의 시장 수요 창출(20.2%), 자금지원 및 세제 혜택 (25.5%) 부문이 응답의 절반 가량을 차지했다. 즉, 국내 정보보안 기업의 성장에 있어서 정부의 적극적인 지원과 정책이 밑받침 되어야 성장으로 이어짐을 알 수 있다. 현재 정책 방향과 맞물려 보안 시장의 확대에 이어질 전망이다.

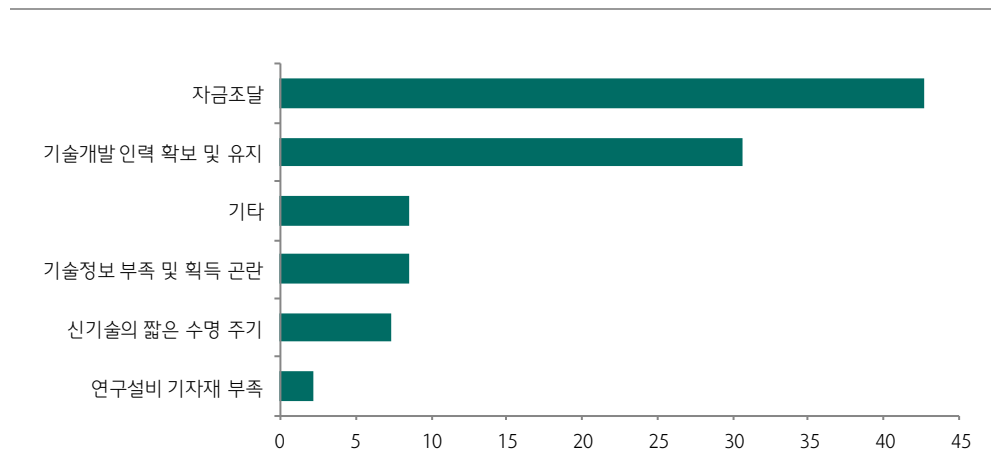
표 1. 정부의 5G+전략 보안부문 주요 내용

혁신적 R&D 추진	- 사이버보안 챌린지형 R&D 통한 신기술 개발 유도, 우수 연구자 집중 지원 - 정보보호 전문 연구실 확대, 개편. - 신기술 개념 정립과 증명, 안전한 암호 사용 예측, 공급망 위험 분석 등 전문 분야에 장기 연구 지원. - 수요자 참여형 정보보호 리빙랩 추진. 현장 실증형으로 지능형 CCTV 시범 사업 등이 있음.
기술 경쟁력 강화 지원	- 글로벌 정보보호 스타트업에 대한 기술 지원. 피칭형식 경쟁형 평가로 진행 - R&D 데이터셋 공유 활성화. 사이버위협정보(트래픽 및 로그 데이터 등), AI 학습데이터 등 데이터셋 구축, 정보보호 데이터셋 기반 보안기술의 실증, 검증하는 테스트베드 지원. - 정보보호 R&D 전문인력 양성 위한 전략대학원 (2019년 3곳) 신설, 신기술 인재양성 전문연구실 지속 확대. - 기업 국제 공동 연구 강화. 사이버 위협정보 공유 온라인 플랫폼 구축 및 사이버보안 인텔리전스 지원
수요자 참여기반 개방형 R&D 기반 조성	- 기획-운영-성과확산 전 주기에 걸쳐 수요자 참여 기반 R&D 체계 구축 - 중장기적 기술 개발 전략을 수립, 관리하는 정보보호 기술 전략 연구실 운영

자료: 기사 발췌, 하나금융투자

그림 2. 2018 기술개발 시 애로사항

(단위 : %, 복수응답)



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

2019년, 매출 888억 영업이익 148억 전망

2019년은 매출액 888억원(YoY, +25.7%), 영업이익 148억원(YoY, +35.4%)을 전망한다. 2019년 1분기 매출은 국내외 통신사의 교체수요 주기 도래로 전년 동기대비 30% 성장했다. 수익성이 낮은 공공기업향 상품매출 감소 지속(14년~17년 평균 201.5억→2018년 33억) 및 영업이익 레버리지 효과가 큰 해외 매출 증가로 영업이익 증가(YoY, +157.9%)가 두드러졌다. 2019년은 통신사향 교체수요의 적극 반영, NGFW향 신규 매출 발생으로 하반기로 갈수록 매출의 우상향 곡선이 기대된다. 향후 5G 시장 상용화에 따른 트래픽 및 패킷량 증가로 윈스의 하이엔드급 제품의 지속적인 수요 확대를 전망하며, 향후 매출 및 영업이익률 상승 국면이 기대된다.

표 2. 윈스 실적 추정

	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	736	720	707	888	1,005
YoY	13.3	-2.1	-1.8	25.7	13.2
솔루션	348	356	422	557	635
서비스	169	181	198	217	237
상품(SI)	219	135	36	50	60
기타	0	48	51	64	74
영업이익	85	75	109	148	176
YoY	5.5	-11.8	46.4	35.4	18.9
OPM	11.5	10.4	15.5	16.7	17.5
당기순이익	88	77	115	142	166
YoY	-14.5	-11.8	49.0	23.4	16.9
NPM	11.9	10.7	16.3	16.0	16.5

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	72.0	70.7	88.8	100.5	109.4
매출원가	41.8	35.7	45.0	51.0	55.4
매출총이익	30.2	35.0	43.8	49.5	54.0
판매비	22.7	24.1	29.0	31.9	34.0
영업이익	7.5	10.9	14.8	17.6	20.0
금융손익	0.7	1.7	(0.8)	(0.5)	(0.2)
종속/관계기업손익	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(0.3)	1.5	1.5	1.5
세전이익	9.0	12.4	15.5	18.6	21.3
법인세	1.2	0.9	1.3	2.0	2.6
계속사업이익	7.7	11.5	14.2	16.6	18.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.7	11.5	14.2	16.6	18.7
비지배주주지분 손익	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	8.0	11.6	14.3	16.8	18.8
지배주주지분포괄이익	8.9	11.6	14.3	16.8	18.8
NOPAT	6.4	10.1	13.6	15.7	17.6
EBITDA	10.1	14.1	17.5	19.9	21.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(1.8)	25.6	13.2	8.9
NOPAT증가율	N/A	57.8	34.7	15.4	12.1
EBITDA증가율	N/A	39.6	24.1	13.7	10.1
영업이익증가율	N/A	45.3	35.8	18.9	13.6
(지배주주)순이익증가율	N/A	45.0	23.3	17.5	11.9
EPS증가율	N/A	41.0	19.7	17.0	12.3
수익성(%)					
매출총이익률	41.9	49.5	49.3	49.3	49.4
EBITDA이익률	14.0	19.9	19.7	19.8	20.0
영업이익률	10.4	15.4	16.7	17.5	18.3
계속사업이익률	10.7	16.3	16.0	16.5	17.1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	73.7	75.2	106.0	123.2	141.8
금융자산	50.0	28.2	47.0	56.4	69.1
현금성자산	10.6	9.6	23.5	29.9	40.2
매출채권 등	14.8	19.6	24.6	27.8	30.3
재고자산	8.0	10.6	13.4	15.1	16.5
기타유동자산	0.9	16.8	21.0	23.9	25.9
비유동자산	59.9	78.4	61.2	59.0	57.1
투자자산	12.4	14.8	0.3	0.4	0.4
금융자산	12.4	0.0	0.1	0.1	0.1
유형자산	40.6	26.7	24.2	22.2	20.5
무형자산	3.8	4.8	4.6	4.4	4.2
기타비유동자산	3.1	32.1	32.1	32.0	32.0
자산총계	133.6	153.6	167.2	182.2	198.9
유동부채	16.9	15.7	18.3	19.9	21.2
금융부채	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
매입채무 등	11.7	8.4	10.6	11.9	13.0
기타유동부채	1.3	3.4	3.8	4.1	4.3
비유동부채	22.5	33.7	34.1	34.3	34.5
금융부채	22.5	32.3	32.3	32.3	32.3
기타비유동부채	0.0	1.4	1.8	2.0	2.2
부채총계	39.4	49.5	52.4	54.3	55.7
지배주주지분	90.3	102.0	112.8	126.0	141.3
자본금	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	39.7	46.5	46.5	46.5	46.5
자본조정	(7.9)	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
기타포괄이익누계액	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	51.8	59.9	70.7	83.9	99.2
비지배주주지분	3.9	2.1	2.0	1.9	1.8
자본총계	94.2	104.1	114.8	127.9	143.1
순금융부채	(23.6)	8.0	(10.8)	(20.2)	(32.9)

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	702	990	1,185	1,386	1,556
BPS	8,592	9,336	10,229	11,323	12,587
CFPS	1,004	1,277	1,570	1,768	1,938
EBITDAPS	883	1,205	1,445	1,643	1,813
SPS	6,307	6,044	7,346	8,314	9,050
DPS	310	320	320	320	320
주기지표(배)					
PER	17.6	11.2	11.9	10.1	9.0
PBR	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
PCFR	12.3	8.7	8.9	7.9	7.3
EV/EBITDA	12.1	10.2	9.2	7.6	6.3
PSR	2.0	1.8	1.9	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	8.9	12.0	13.3	14.0	14.1
ROA	6.0	8.1	8.9	9.6	9.9
ROIC	11.3	15.9	18.4	19.9	21.3
부채비율	41.8	47.5	45.6	42.4	38.9
순부채비율	(25.1)	7.7	(9.4)	(15.8)	(23.0)
이자보상배율(배)	7.4	7.9	9.2	11.0	12.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	16.4	2.0	7.8	13.0	16.1
당기순이익	7.7	11.5	14.2	16.6	18.7
조정	2.4	2.6	2.7	2.3	1.9
감가상각비	2.6	3.2	2.7	2.3	1.9
외환거래손익	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	(0.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	6.3	(12.1)	(9.1)	(5.9)	(4.5)
투자활동 현금흐름	(6.9)	(13.7)	9.7	(3.1)	(2.4)
투자자산감소(증가)	(12.4)	(2.4)	14.5	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(24.1)	(11.2)	0.0	0.0	0.0
기타	29.6	(0.1)	(4.8)	(3.1)	(2.4)
재무활동 현금흐름	(6.7)	10.7	(3.5)	(3.5)	(3.5)
금융부채증가(감소)	26.4	9.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	45.4	7.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(75.6)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.9)	(3.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
현금의 증감	2.6	(1.0)	14.0	6.4	10.2
Unlevered CFO	11.5	14.9	19.0	21.4	23.4
Free Cash Flow	(7.7)	(9.2)	7.8	13.0	16.1

2019년 5월 27일 | Equity Research

라운시큐어(042510)

투자 수확의 시기 본격 도래!

투자 의견 'BUY', 목표주가 5,200원으로 커버리지 개시

라운시큐어에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 5,200원을 제시한다. 목표주가 5,200원은 2019년 예상 EPS에 Target PER 37배 적용하여 산출했다. Target PER은 2015년 인증시장 패러다임 변화로 주목 받았던 2015년~2017년 연간 하단 평균 PER임을 감안할 때 여전히 상승 여력이 크다. 2015년 정부의 공인인증서 의무화 폐지, 2016년 FIDO 생체인증 시장의 개화에 대한 기대감으로 주가 상승했다면 2019년은 인증시장의 확장과 해외 진출 기대감이 높은 해이다.

FIDO 생체인증 국내 최다 레퍼런스 보유 보안솔루션 업체

라운시큐어는 모바일 보안 1위 업체로 보안솔루션 업체 중 유일하게 모바일 통합보안(MDD, 암호/인증, 모바일백신, 가상키패드) 솔루션을 보유하고 있다. 2015년 FIDO Alliance를 통해 FIDO 인증을 획득, 2018년 8월 국제 생체인증표준협회에서 '터치엔원패스', '파이도동글'로 FIDO2 인증을 획득했다. 2016년 신한은행 모바일 뱅킹플랫폼 '써니뱅크'에의 지문인증 서비스 구축을 시작으로 현재 금융기관, 공공기관, 포털, 오픈마켓, 핀테크, 게임, 통신 등 다양한 산업 군의 500여개 기업을 고객으로 확보 중이다.

2019년 매출 304억, 영업이익 47억 예상

라운시큐어의 2019년 1분기 매출은 39.5억(YoY, +1.7%), 영업이익은 -7.1억(적전)으로 전년동기대비 영업이익은 악화됐다. 신규사업 및 고객사 확대에 따른 판관비 증가로 영업이익 하락했으나 매출은 전년과 유사한 수준이었다. 2019년은 매출 304억(YoY, +23.6%), 영업이익 47억(YoY, +17.5%)을 전망한다. 지난 2015년 라운시큐어가 공인인증서 사용 의무화 폐지로 시장의 주목을 받은 이후 인증시장의 2차 확장시기로 2020년은 더욱 좋을 것으로 예상된다. 주요 확장 이유로는 1) 신규 보안 서비스의 매출 확대와 유지보수 매출로 실적 안정 성장세 2) FIDO2 인증 획득 통한 적용 단말기 및 고객사 확대이다.

Top picks

BUY

TP(12M): 5,200원 | CP(5월24일): 3,445원

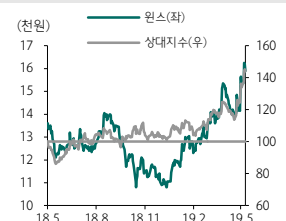
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	3,705/2,060
시가총액(십억원)	109.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	31,809.6
60일 평균 거래량(천주)	3,764.7
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.55
주요주주 지분율(%)	
이순형	21.17
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.5 45.4 10.6
상대	17.0 43.9 40.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	30.4	36.5
영업이익(십억원)	4.7	7.2
순이익(십억원)	4.5	6.6
EPS(원)	138	204
BPS(원)	754	953

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	21.2	24.6	30.4	36.5	43.0
영업이익	십억원	3.3	4.0	4.7	7.2	9.5
세전이익	십억원	3.2	4.0	4.9	7.5	9.9
순이익	십억원	3.4	3.7	4.4	6.5	8.6
EPS	원	106	117	139	203	271
증감률	%	96.3	10.4	18.8	46.0	33.5
PER	배	27.69	17.90	24.83	16.98	12.71
PBR	배	5.89	3.42	4.58	3.61	2.81
EV/EBITDA	배	20.98	12.30	18.42	11.81	8.34
ROE	%	23.82	21.09	20.33	23.78	24.86
BPS	원	497	613	752	955	1,226
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



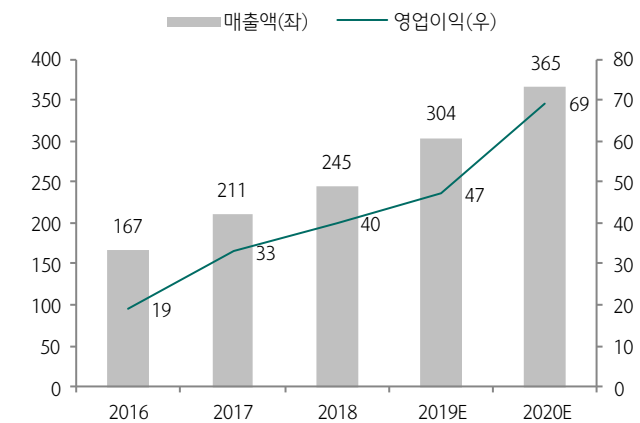
Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

FIDO 생체인증 국내 최다 레퍼런스 보유 보안솔루션 업체

FIDO 생체인증 국내 최다 레퍼런스
보유 보안 솔루션 업체

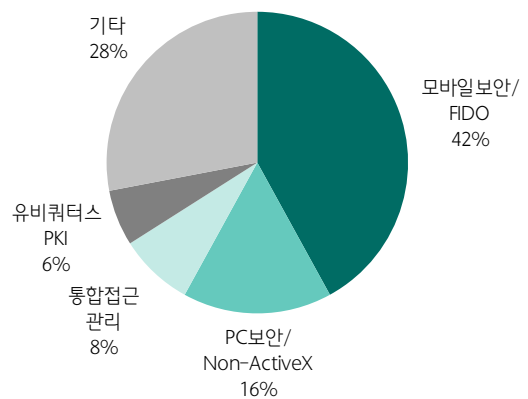
라운시큐어는 모바일 보안 1위 업체로 보안솔루션 업체 중 유일하게 모바일 통합 보안(MDD, 암호/인증, 모바일백신, 가상키패드) 솔루션을 보유하고 있다. 2015년부터 FIDO Alliance를 통해 FIDO 인증을 획득해 2016년 신한은행의 모바일뱅킹 플랫폼 '써니뱅크'에 지문인증서비스를 구축, 국내 최초로 FIDO 생체인증 서비스를 시작했다. 2018년 8월 국제 생체인증 표준협회에서 '터치엔원패스', '파이도동글'로 FIDO2 인증을 획득함에 따라 다양한 단말환경의 지원이 가능해졌다. 현재 금융기관, 공공기관을 비롯해 포털, 오픈마켓, 핀테크, 게임, 통신 등 다양한 산업 군의 500여개 기업을 고객으로 확보 중이다.

그림 1. 라온시큐어 매출액 및 영업이익 추이 전망



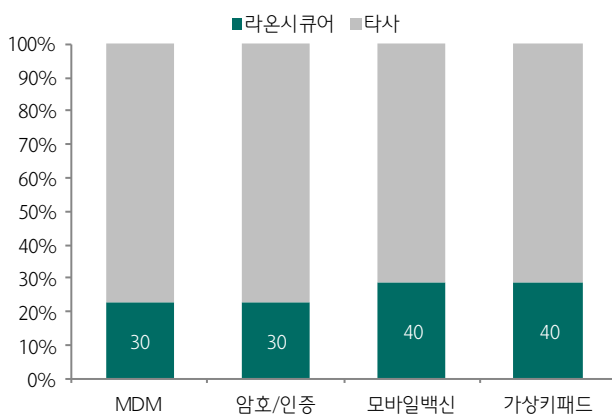
자료: 하나금융투자

그림 2. 라온시큐어 2018년 매출 구성



자료: 하나금융투자

그림 3. 라온시큐어 모바일 분야별 시장 점유율



주: 시장점유율 기준(금융회원 결제사 140개사)
자료: 라온시큐어, 하나금융투자

그림 4. 라온시큐어의 FIDO 구축 사례



자료: 라온시큐어, 하나금융투자

2019년은 유지보수 매출과
신규제품 판매 증가에
따른 실적 성장 예상

신규보안 서비스의 매출 확대와 유지보수 매출로 실적 안정 성장세

2019년은 기존 고객들의 유지보수 매출과 신규 제품 판매 증가에 따른 본격적인 실적 성장이 예상되는 해이다. 솔루션 업체의 경우 통상 초기 솔루션 구축에 따른 매출이 발생한 이후 매년 5~15%의 유지보수 비용을 받는 구조로, PC 대비 업데이트가 잦은 모바일 부문은 경우 유지보수 비용이 상대적으로 높다. 또한, 매출 기여가 높을 것으로 예상되는 주요 신제품은 ① Non-ActiveX ② USIM 스마트인증 이다. ① Non-ActiveX는 ActiveX의 설치 없이 다양한 브라우저의 환경을 지원하는 전자서명, 키보드보안, 방화벽, 백신 등에 적용되는 PC보안솔루션으로 15년 9월부터 이슈된 구글 크롬브라우저, 마이크로소프트 엣지브라우저의 미지원 문제 등을 해결하는데 획기적이다. ② USIM스마트인증은 2013년 7월 최초 성공, 14년 9월 정식 런칭을 통해 이동통신 3사에 서비스 제공 중이다. 스마트폰에 탑재된 USIM 칩에 공인인증서를 저장하여 이용할 수 있는 서비스로 높은 보안성, 휴대성, 편의성을 갖췄다. 2017년 8월 출시 10일만에 누적다운로드 10만건을 돌파 하였으며 안정적으로 매출을 가져다 줄 것으로 예상된다.

그림 5. 라온시큐어 솔루션&서비스 사업 영역

라온시큐어 사업 영역

Platform	Solution	Service
- 스마트워크 보안 ONEGuard - 생체인증/보안 TOUCHENOnePass	- 모바일 보안 TOUCHENmVaccine TOUCHENmTranskey TOUCHENmOTP TOUCHENmWiseaccess TOUCHENMACserverless Key+wireless AppIron - PKI Key+biz TOUCHENfirewall - PC보안 / Non-ActiveX TOUCHENtranskey TOUCHENnxKey TOUCHENnxFirewall TOUCHENnxWeb Key+nxBiz	- B2C 보안 USIM스마트인증 스마트사인 MobiSign Raon Mobile Security - 카드 본인 확인 서비스 - 보안 인텔리전스 ISMS 인증 컨설팅 모의해킹 해킹연구, 교육

자료: 라온시큐어, 하나금융투자

그림 6. USIM 기반 공인인증서비스

USIM 기반 공인인증 서비스



자료: 라온시큐어, 하나금융투자

FIDO2 인증 획득 통한 적용 단말기 및 고객사 확대

인증시장의 2차 개회기 도래

2014년 정부의 공인인증서 사용 의무화 폐지로 2016년초 은행권을 시작으로 카드사, 보험사 등으로 FIDO 생체인증 서비스가 확대 제공되어왔다. 공인인증서의 사용 편의성 미비 등으로 지속적인 서비스 개선요구에도 불구하고 금융권은 관성적으로 공인인증체계를 유지하는 체계였다. 2019년 현재 금융시장의 비대면 거래 확대와 생체인증을 지원하는 모바일 단말기의 증가로 금융기관의 독자인증서 마련이 구체화로 인증시장의 2차 개회기 도래가 예상된다

2014년 FIDO 1.0 규격 이후
2018년 PC환경에도 적용가능한
FIDO2.0 규격 표준화 완료
라운시큐어도 FIDO2 인증 획득

2014년 12월 FIDO 1.0 규격이 발표된 이후 2016년 10월 16개 시중은행 및 증권, 보험, 카드사 등 50여개의 금융회사가 참여의사를 밝혔다. 이후 2018년 3월 모바일(안드로이드, iOS) 응용 프로그램 중심에서 FIDO 기술을 웹브라우저에서도 활용할 수 있는 온라인 인증 표준인 FIDO 2.0 가 완성되었다. 다양한 웹브라우저의 지원을 통해 FIDO 인증 솔루션이 모든 플랫폼과 디바이스에 걸쳐 사용가능해 졌다. 구글, 마이크로소프트, 모질라, 오페라 등이 기본적으로 지원하기로 한 가운데 윈도우, 맥, 리눅스, 크롬, 안드로이드 플랫폼에 적용 시작되었다. 라온시큐어는 250여개의 기업들이 참여하는 FIDO Alliance의 아시아 최초 멤버로 2018년 8월 국제 생체인증표준협회에서 터치엔원패스(TouchEn OnePass), 라온파이도동글로 FIDO2 인증을 획득했다.

FIDO Alliance의 회원사로는 구글, MS, 아마존, 삼성전자, ARM, 페이스북 등이 가입되어 있으며 FIDO2 인증을 바탕으로 해외 고객사로의 확대 기대가 큰 상황이다. 2017년 미국내 법인을 설립하였으며, 일본 및 동남아로의 진출을 위해 영업선 강화 중이다. 현재까지 해외 부문의 매출기여도는 크지 않지만 향후 수출이 가시화되는 시점에 라온시큐어의 확장성 클 것으로 예상된다.

그림 7. FIDO 방식



자료: 라온시큐어, 하나금융투자

그림 8. 글로벌 FIDO Alliance



자료: 라온시큐어, 하나금융투자

2019년 매출 304억, 영업이익 47억 예상

2019년 매출 304억,
영업이익 49억 예상

라운시큐어의 2019년 1분기 매출은 39.5억(YoY, +1.7%), 영업이익은 -7.1억(적전)으로 전년동기대비 수익성은 악화됐다. 매출은 전년과 유사한 수준이었으며, 영업이익 하락은 신규사업 및 고객사 확대에 따른 판관비 증가로 우려할 수준은 아니라 판단된다. 2019년은 매출 304억(YoY, +23.6%), 영업이익 47억(YoY, +17.5%)을 전망한다. 라운시큐어의 주요 사업인 통합접근관리, PC보안 부문의 안정적인 매출 발생과 신사업 매출이 본격적으로 반영되는 덕분이다. 특히 USIM스마트인증과 유지보수 매출은 라운시큐어의 캐시카우로, FIDO부문은 적용 단말기 및 고객사 확대에 따른 주력 성장 부문이다. 2019년은 지난 2015년 라운시큐어가 공인인증서 사용 의무화 폐지로 시장의 주목을 받은 이후 인증시장의 2차 확장시기로 주목해야 할 시기이다.

표 1. 라운시큐어 실적 추이 및 전망

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	39	38	46	122	39	57	73	135	211	245	304
YoY	-6.8	-9.8	3.7	48.8	0.7	48.6	58.4	10.5	26.2	16.4	23.9
통합접근관리	2	4	3	12	2	4	4	12	28	21	22
PC보안	6	8	7	18	6	8	8	18	37	39	40
모바일보안/FIDO	22	17	19	44	17	24	30	54	93	102	125
유비쿼터스PKI	1	1	7	5	2	3	8	4	7	14	17
기타	8	8	10	44	12	18	23	47	45	70	100
영업이익	1	0	1	38	-7	2	10	43	40	47	69
OPM	2.3	0.7	3.0	30.9	-18.4	3.5	13.7	31.6	15.8	16.4	15.4
순이익	1	1	2	34	-7	2	10	79	34	38	45
NPM	3.1	1.7	3.8	28.0	-18.7	3.5	13.7	58.5	16.3	15.4	14.8

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	21.2	24.6	30.4	36.5	43.0
매출원가	8.2	10.3	12.0	13.5	15.4
매출총이익	13.0	14.3	18.4	23.0	27.6
판매비	9.7	10.2	13.7	15.8	18.1
영업이익	3.3	4.0	4.7	7.2	9.5
금융손익	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	3.2	4.0	4.9	7.5	9.9
법인세	(0.2)	0.2	0.4	0.9	1.1
계속사업이익	3.4	3.8	4.5	6.6	8.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.4	3.8	4.5	6.6	8.8
비배주주지분 손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	3.4	3.7	4.4	6.5	8.6
지배주주지분포괄이익	3.4	3.7	4.4	6.5	8.6
NOPAT	3.5	3.8	4.3	6.3	8.4
EBITDA	4.1	4.6	5.2	7.6	9.9
성장성(%)					
매출액증가율	26.9	16.0	23.6	20.1	17.8
NOPAT증가율	105.9	8.6	13.2	46.5	33.3
EBITDA증가율	57.7	12.2	13.0	46.2	30.3
영업이익증가율	73.7	21.2	17.5	53.2	31.9
(지배주주)순이익증가율	100.0	8.8	18.9	47.7	32.3
EPS증가율	96.3	10.4	18.8	46.0	33.5
수익성(%)					
매출총이익률	61.3	58.1	60.5	63.0	64.2
EBITDA이익률	19.3	18.7	17.1	20.8	23.0
영업이익률	15.6	16.3	15.5	19.7	22.1
계속사업이익률	16.0	15.4	14.8	18.1	20.5

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	13.8	20.5	26.7	35.1	45.6
금융자산	8.3	10.6	14.5	20.6	28.5
현금성자산	3.7	5.7	8.5	13.3	19.9
매출채권 등	5.1	9.4	11.6	14.0	16.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6
비유동자산	6.5	7.0	6.7	6.6	6.5
투자자산	0.8	1.2	1.4	1.7	2.0
금융자산	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0
유형자산	0.7	1.0	0.8	0.6	0.5
무형자산	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3
기타비유동자산	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7
자산총계	20.3	27.4	33.3	41.7	52.1
유동부채	3.5	6.5	7.8	9.4	11.0
금융부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	3.3	6.3	7.8	9.4	11.0
기타유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	0.6	0.8	0.9	1.1
금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
부채총계	4.4	7.1	8.6	10.3	12.1
지배주주지분	15.8	19.5	24.0	30.3	39.0
자본금	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	6.3	10.0	14.4	20.9	29.5
비배주주지분	0.2	0.8	0.8	1.0	1.1
자본총계	16.0	20.3	24.8	31.3	40.1
순금융부채	(7.9)	(10.5)	(14.5)	(20.6)	(28.5)

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	106	117	139	203	271
BPS	497	613	752	955	1,226
CFPS	118	145	164	240	310
EBITDAPS	128	146	164	240	310
SPS	668	774	956	1,147	1,352
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	27.7	17.9	26.2	17.9	13.4
PBR	5.9	3.4	4.8	3.8	3.0
PCFR	24.7	14.5	22.2	15.2	11.7
EV/EBITDA	21.0	12.3	19.6	12.6	9.0
PSR	4.4	2.7	3.8	3.2	2.7
재무비율(%)					
ROE	23.8	21.1	20.3	23.8	24.9
ROA	18.2	15.6	14.5	17.2	18.4
ROIC	79.6	65.6	64.0	88.9	110.7
부채비율	27.3	35.2	34.7	32.9	30.3
순부채비율	(49.7)	(51.6)	(58.7)	(65.6)	(71.1)
이자보상배율(배)	201.5	867.0	3,038.4	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2.8	3.3	4.3	6.3	8.4
당기순이익	3.4	3.8	4.5	6.6	8.8
조정	0.4	0.9	0.5	0.4	0.4
감가상각비	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(1.4)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
투자활동 현금흐름	(3.8)	(1.7)	(1.4)	(1.5)	(1.6)
투자자산감소(증가)	1.2	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(4.9)	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.3)
재무활동 현금흐름	(1.2)	0.3	(0.2)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(1.3)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(2.2)	2.0	2.7	4.8	6.8
Unlevered CFO	3.8	4.6	5.2	7.6	9.9
Free Cash Flow	2.6	2.8	4.3	6.3	8.4

2019년 5월 27일 | Equity Research

파수닷컴(150900)

데이터보안 시장점유율 1위 파수닷컴, 정부 정책 수혜로 성장 가속화

투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원으로 커버리지 개시

파수닷컴에 대해 투자 의견 'BUY, 목표주가 7,400원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 7,400원은 2019년 예상 EPS에 Target PER 24배를 적용했다. Target PER은 Peer Group 중 파수닷컴과 시가총액과 사업 규모가 비슷한 기업의 과거 3년 평균 PER에 20% 할인한 수치로 파수닷컴이 성장 초입에 있는 점을 고려하였다. 파수닷컴은 1) 주력 사업인 데이터보안과 애플리케이션보안 분야에서의 독보적 시장점유율로 향후 안정적인 수익창출이 기대되는 점 2) 정부 빅데이터 정책에 의한 수혜로 신사업 부문의 매출가시화가 임박한 점을 감안 할 시 경쟁사 대비 높은 투자 매력도를 보유하고 있다 판단한다.

데이터보안시장의 성장 + 정부 정책 수혜로 수주 증가

파수닷컴은 1) 성장하는 데이터 보안시장 내 사업 확장 및 해외 진출 등 다양한 성장 동력을 보유하고 있으며 2) 데이터보안 관련 정부 정책 수혜가 기대된다. 파수닷컴의 주력 사업인 DRM 시장은 문서 디지털화와 정보기기 다변화로 인해 추가적 보안솔루션 수요가 늘어나고 있다. 파수닷컴은 강력한 시장점유율을 기반으로 확장 솔루션을 추가적으로 수주하며 매출 증가를 가속화하고 있다. 또한 파수닷컴은 영업력을 강화하며 미국 시장 진출을 본격화할 계획이다. 이와 함께 정부 시큐어코딩 의무화로 솔루션 수요가 증가하고 있어 공공기관 향 솔루션 수주 점유율 1위인 파수닷컴이 지속적으로 수혜를 입을 것으로 보인다. 파수닷컴은 최근 정부 주도 빅데이터 플랫폼 구축에 참여하는 10개 기업 중 5개 기업에 개인정보 비식별화 솔루션 납품 계약을 확정해 향후 관련 매출증가도 기대된다.

2019년 매출액 390억원, 영업이익 38억원 전망

파수닷컴의 2019년 실적은 매출액 390억원(+21.0%, YoY)과 영업이익 38억원(+145.8%, YoY)으로 전망한다. 기존 보안솔루션 수주증가와 신사업 부문의 손익분기점 도달로 전사적 매출 증가 및 수익률 개선이 예상된다. 기존 보안솔루션은 제품업그레이드 수요, 경쟁사 고객 원백, 정부 정책 수혜로 증가할 것으로 보이며, 비용 부담이 컸었던 신규 사업은 올해 수주 증가로 손익분기점을 넘기며 전사적 수익률 개선에 도움이 될 것으로 보인다.

Top picks

BUY(신규)

TP(12M): 7,400원 | CP(5월24일): 4,730원

Key Data		Consensus Data		
			2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	690.03	매출액(십억원)	N/A	N/A
52주 최고/최저(원)	4,905/3,000	영업이익(십억원)	N/A	N/A
시가총액(십억원)	45.3	순이익(십억원)	N/A	N/A
시가총액비중(%)	0.02	EPS(원)	N/A	N/A
발행주주수(천주)	9,567.2	BPS(원)	N/A	N/A
60일 평균 거래량(천주)	32.8	Stock Price		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.1			
19년 배당금(예상, 원)	0			
19년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	2.30			
주요주주 지분율(%)				
조규근 외 10 인	30.60			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	7.0 28.9 (3.6)			
상대	17.5 27.6 22.0			

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	29.3	32.2	39.0	43.7	49.0
영업이익	십억원	1.3	1.5	3.8	4.5	4.9
세전이익	십억원	0.2	0.7	2.8	4.0	4.5
순이익	십억원	0.6	0.9	3.0	6.6	6.0
EPS	원	68	93	309	694	628
증감률	%	흑전	36.8	232.3	124.6	(9.5)
PER	배	78.59	34.85	15.32	6.81	7.53
PBR	배	2.75	1.37	1.78	1.41	1.19
EV/EBITDA	배	16.28	11.25	9.07	7.35	6.41
ROE	%	4.01	4.90	13.14	24.37	17.90
BPS	원	1,947	2,361	2,664	3,358	3,987
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com

RA 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

1. 벨류에이션

1. 투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원
제시 현 주가 대비 56%
Upside 보유

파수닷컴에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 7,400원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 7,400원은 2019년 예상 EPS에 Target PER 24배를 적용했다. Target PER은 Peer Group 중 파수닷컴과 시가총액과 사업 규모가 비슷한 기업의 과거 3년 평균 PER에 20% 할인한 수치로 파수닷컴이 성장 초입에 있는 점을 고려하였다. 파수닷컴은 1) 주력 사업인 데이터보안과 애플리케이션보안 분야에서의 독보적 시장점유율로 향후 안정적 수익창출이 기대되는 점 2) 정부 빅데이터 정책에 의한 수혜로 신사업 부문의 매출가시화가 임박한 점을 감안할 시 경쟁사 대비 높은 투자 매력도를 보유하고 있다.

표 1. 파수닷컴 PEER 그룹 Valuation

기업명	시가총액	2018년 매출액	PER				주요 사업 내용
			2016	2017	2018	평균	
인포뱅크	653	184	79.2	47.8	20.6	30.0	기업용 메시징, 양방향미디어, 스마트카 서비스 등과 보안솔루션 사업 영위
지란지교시큐리티	568	843	-30.0	14.4	25.3		문서, 모바일보안에 강점. SSR, 모바일 인수로 블록체인, 빅데이터 부문 진출
시큐브	583	184	23.3	19.2	19.0		전자서명인증, 해킹차단, 침입방지를 위한 서버보안 솔루션 제공
지니언스	455	214	N/A	15.7	18.8		네트워크접근제어(NAC) 솔루션 개발 사업 영위.
휴네시온	389	161	N/A	N/A	29.2		망간자료전송 보안플랫폼 기업. 공공기관을 주요 고객으로 함
플랜티넷	464	232	23.7	-49.5	29.7		유해사이트 차단서비스 소프트웨어 제공. 개인, 기업, 공공기관 등에 제공

자료: 하나금융투자

2. 실적전망

2019년 매출액 390억원, 영업이익 38억원 전망

2019년 기존 보안솔루션
수주증가와 신사업부문의
손익분기점 도달로 전사적
매출증가 및 수익률 개선 예상

파수닷컴의 2019년 실적은 매출액 390억원(+21.0%, YoY)과 영업이익 38억원(+145.8%, YoY)으로 전망한다. 기존 보안솔루션 수주증가와 신 사업부문의 손익분기점 도달로 전사적 매출증가 및 수익률 개선이 예상된다. 데이터보안 솔루션은 제품 업그레이드 수요와 경쟁사 고객 원백 증가로 연평균 8% 성장이 지속될 것으로 보인다. 또한 어플리케이션 보안 솔루션은 공공기관 향 수주 증가 및 기존 외산 경쟁사 고객 원백으로 2019년 매출액 94억원(+33.6% YoY)을 시현할 전망이다. 이 외 매출저조로 비용부담이 컸었던 신규사업(랩소디, AnalyticDID)은 올해 수주 증가로 손익분기점을 넘기며 전사적 수익률 개선에 도움이 될 것으로 보인다. 파수닷컴은 기존 보안솔루션의 미국시장 진출과 정부 정책 수혜로 수주 증가가 예상되는 만큼 눈에 띄는 매출 성장이 기대된다.

표 2. 파수닷컴 분기별 실적 추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5.2	7.0	5.2	14.9	5.3	7.6	6.7	19.4	29.3	32.2	39.0
(%YoY)	2.1%	20.0%	-18.0%	23.5%	2.1%	8.8%	29.5%	30.3%	36.6%	10.1%	21.0%
데이터보안	2.4	3.4	2.1	7.9	2.6	3.1	2.4	9.0	15.4	15.7	17.1
애플리케이션보안	0.9	1.4	1.1	3.8	0.7	1.8	1.7	5.3	6.0	7.0	9.4
정보보호컨설팅	0.3	0.5	0.4	1.3	0.3	0.7	0.6	1.1	1.8	2.5	2.7
유지관리	1.7	1.7	1.5	2.0	1.7	1.8	1.7	3.5	6.2	6.9	8.8
기타	-	-	-	-	-	0.2	0.3	0.6	-	-	1.1
영업이익	-1.7	-0.8	-1.6	5.7	-1.6	-0.5	-1.5	7.4	1.3	1.5	3.8
OP margin	-31.7%	-11.6%	-31.8%	37.9%	-30.4%	-7.0%	-22.7%	38.2%	4.4%	4.7%	9.6%
당기순이익	-1.8	-1.0	-1.7	5.5	-1.7	-0.6	-1.7	7.2	0.6	1.0	3.1
NP margin	-34.6%	-13.8%	-33.7%	36.8%	-32.0%	-8.3%	-25.7%	37.1%	1.9%	3.0%	8.1%

자료: 하나금융투자

3.기업개요

1. 기업개요: 데이터보안 시장점유율 1위 파수닷컴

국내 DRM부문 시장점유율 1위
소프트웨어보안전문업체 파수닷컴

파수닷컴은 1999년 10월 삼성SDS 사내 벤처포트로 출발, 2000년 6월 분사하며 설립된 보안 소프트웨어업체로서 데이터보안, 애플리케이션보안, 정보보호컨설팅 등의 서비스를 제공하고 있다. 파수닷컴은 국내 최초 기업 데이터 보호용 DRM(Digital Rights Management) 서비스를 출시 하였고, 국내 DRM 부문 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 또한 파수닷컴은 20년 이상의 사업 경력으로 국내 공공기관, 대기업 등 3,500여개의 프로젝트 레퍼런스를 보유하고 있다. 파수닷컴은 2017년 Gartner Magic Quadrant에 아시아 기업 중 유일하게 등재되며 국내외 보안시장에서 높은 인지도를 확보했다. 파수닷컴은 다수의 연구인력, 축적된 데이터보안 기술, IT트렌드에 맞춘 신규솔루션 확장으로 5G상용화 이후 도래할 초연결 사회를 대비하고 있다.

2. 파수닷컴 대표 사업부

1) 데이터보안

데이터보안사업부는 DRM기술 기반
공공기관 및 기업 내
데이터유출방지보안 솔루션을 제공

파수닷컴 매출의 가장 높은 비중을 차지하고 있는 데이터보안 사업부는 공공기관 및 기업 내 데이터유출방지보안 솔루션을 제공하는 사업부이다. 데이터 보안분야는 2018년 기준 국내 822억 시장규모를 형성하고 있다. 파수닷컴은 국내 데이터 보안시장 시장점유율 1위 1,200여 개의 고객사를 보유하고 있다. 파수닷컴은 공공기관, 금융, 기업 등 다양한 업종에서 쌓은 기술적 레퍼런스를 바탕으로 제품 업그레이드, 사용자 라이선스 추가, 확장신제품 추가 등으로 데이터보안사업부의 지속적 매출성장동력을 확보하고 있다.

2) 애플리케이션보안 전문 자회사 Sparrow

Sparrow는 프로그램 분석기술을
기반 소프트웨어 오류 및 보안
취약점 예방 솔루션을 제공

파수닷컴의 애플리케이션보안전문 자회사 Sparrow는 프로그램 분석기술을 기반으로 소프트웨어 오류 및 보안 취약점 예방 솔루션을 제공한다. IoT 시대가 본격화되며 소프트웨어 보안이 중요시 되고 있는 가운데 Sparrow는 2014년 국내 최초로 CC인증을 획득하여 공공기관 및 금융권에 보안 솔루션을 납품 중이다. Sparrow는 서울대 무결점 연구센터와 산학연계를 통해 우수인력을 지속적으로 영입 중이며, 꾸준한 업그레이드 솔루션 발매로 시큐어코딩 확장 분야인 정적,동적 분석솔루션까지 영역을 확장하고 있다.

그림 1. 파수닷컴 사업부별 매출액 비중

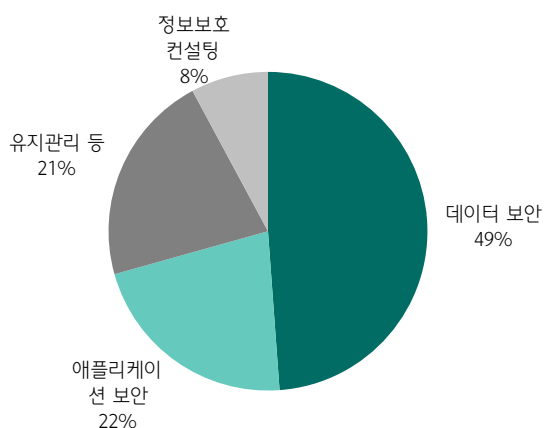
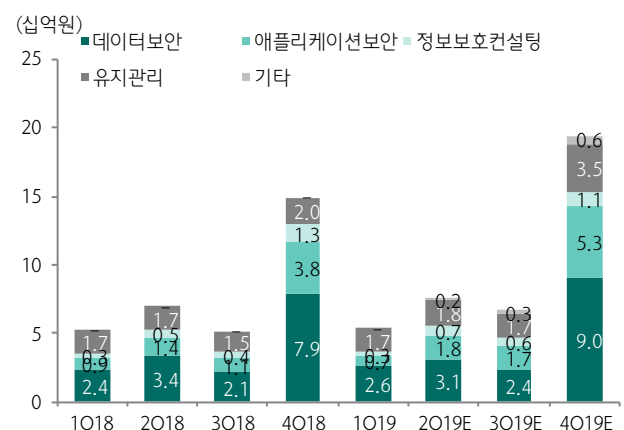


그림 2. 파수닷컴 사업 부문별 매출액 추이



자료: 파수닷컴, 하나금융투자

자료: 파수닷컴, 하나금융투자

4.투자포인트

1. 성장하는 데이터보안 시장 속 다양한 성장동력보유

1) 급변하는 IT 환경변화에 따라 동반 성장중인 데이터보안 산업

급변하는 IT 환경변화에 따라
동반 성장중인 데이터보안 산업

5G로 인한 IoT(사물인터넷) 및 클라우드 상용화와 스마트 모바일기기 확산으로 초연결사회가 가까워짐에 따라 데이터 보안산업도 재조명 받고 있다. 글로벌 데이터보안 시장규모는 연평균 8.3%로 성장 중이며 2020년 기준 11.8조원 규모에 달할 것으로 보인다. 파수닷컴의 주력사업인 DRM(Digital Rights Management)분야 또한 문서디지털화와 정보기기 다변화로 인한 추가적 보안솔루션 수요 증가로 동반 성장 중이다. DRM분야는 진입장벽이 높아 소수업체가 전체시장을 양분화하고 있으며, 고객충성도가 높아 업체간 고객이동이 적은 편이다. 파수닷컴은 국내 DRM업체 중 시장점유율 1위를 유지해 왔으며, 지속적 R&D 및 솔루션 개발을 통해 급변하는 IT 트렌드에 맞추어 데이터보안제품을 출시하고 있다.

2) 다양한 성장동력보유: 사업확장 + 미국시장진출

파수닷컴은 IT 트렌드에 따른
사업확장과 해외보안시장 진출 등
보안시장 내 다양한 성장동력을 보유

파수닷컴은 IT 트렌드에 따른 사업확장과 해외보안시장 진출 등 보안시장 내 다양한 성장동력을 보유하고 있다. 파수닷컴은 기존 DRM플랫폼을 기반으로 개발한 신규솔루션을 출시하며 매출성장을 견인하고 있다. 기존 DRM솔루션 매출에 신규솔루션까지 추가적으로 수주하며 매출증가를 가속화 하는 양상이다. IT 환경 변화가 지속적으로 급변하는 만큼 맞춤형 신규솔루션 수요 또한 증가하여 향후 매출 증가의 원동력이 될 것으로 보인다. 또한 파수닷컴은 미국시장 진출로 고객군을 넓혀가고 있다. 파수닷컴은 지속적으로 미국 대기업 향 DRM 솔루션 수주를 따내며 미국 내 레퍼런스를 쌓아왔고, 최근 유명 가트너 애널리스트인 '데보라 키시'를 파수닷컴 미국법인 마케팅 부사장으로 영입하며 영업력을 강화하였다. 올해 미국 대형은행 향 솔루션 수주를 앞두고 있고 향후 미국 시장 영업을 본격화하는 만큼 매출성장의 기대가 크다.

그림 3. 글로벌 정보보호 시장 규모 추이



자료: Gartner, 하나금융투자

그림 4. 다양한 파수닷컴 데이터보안 제품군



자료: 파수닷컴, 하나금융투자

Sparrow는 정부 시큐어코딩 의무화 이후 공공기관 및 기업 향 수주증가가 지속될 전망

파수닷컴의 개인정보 비식별화 솔루션인 AnalyticDID 정부 주도 빅데이터 플랫폼 구축에 투입

2. 정부정책 수혜에 따른 외형성장 기대

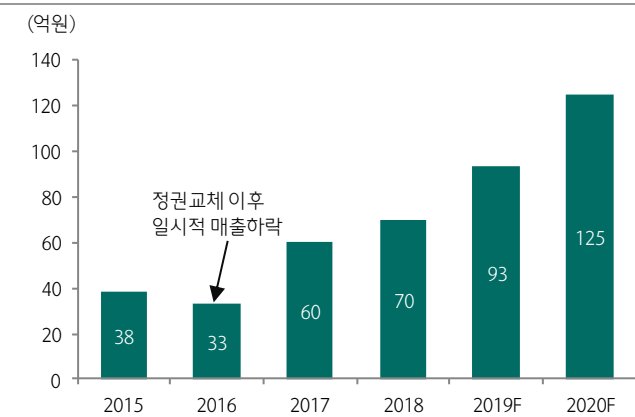
1) 정부 시큐어코딩 의무화에 따른 수혜: 공공기관 수주 + 기업 수주 증가

파수닷컴의 자회사 Sparrow는 정부 시큐어코딩 의무화 이후 공공기관 및 기업 향 수주증가가 지속될 전망이다. 정부는 2015년부터 모든 공공기관 전자정부 사업에 시큐어코딩 적용을 의무화하였다. 이후 시스템전산화와 공공기관 소프트웨어 개발이 늘어나며 시큐어코딩 관련 애플리케이션보안 솔루션 수주가 증가하였고, Sparrow의 매출 또한 지속적으로 증가하고 있다. 또한 Sparrow는 공공기관 향 프로젝트 수주 시 필요한 CC인증을 보유하고 있고 어플리케이션보안 솔루션 특성상 Sparrow가 외산 업체 대비 선호되고 있다. Sparrow는 공공기관에서 쌓은 레퍼런스와 외사 대비 접근성 높은 맞춤형 서비스로 외산 위주의 금융, 대기업 고객 향 수주도 증가하고 있는 추세이다.

2) 정부 빅데이터 플랫폼 및 센터 구축에 대한 수혜: 비식별화 솔루션 수주

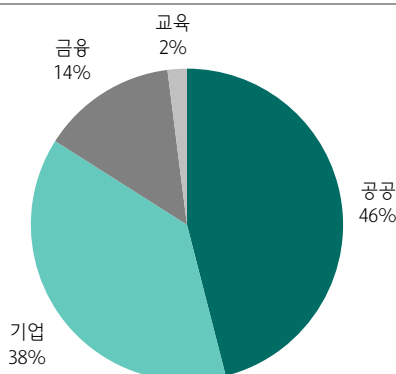
파수닷컴의 개인정보 비식별화 솔루션인 AnalyticDID가 정부 주도 빅데이터 플랫폼 구축에 투입되며 향후 매출성장에 기여 할 것으로 보인다. 정부는 예산 1,516억원을 투입하여 분야별 (금융, 환경, 미디어, 통신 등) 빅데이터 센터 구축을 통해, 수집된 데이터를 분석하고 혁신서비스를 발굴하려는 계획이다. 파수닷컴은 금융보안원, 국립암센터, KISA등에 개인정보 비식별화 솔루션 수주를 확정 지었으며, 현재 국회에서 보류중인 비식별화 법안 통과 시 해당 기관 향 수주 매출이 인식될 것으로 보인다. 향후 AnalyticDID가 100여개의 기관별 센터에 추가 납품 시, 비식별화 처리 데이터 건수 당 매출을 인식하는 솔루션도 준비하고 있는 만큼 정부 빅데이터 프로젝트에 대한 수혜가 클 것으로 예상된다.

그림 5. 2015년 시큐어코딩 의무화 후 Sparrow 매출액 추이



자료: 파수닷컴, 하나금융투자

그림 6. 파수닷컴 업종별 매출액 비중



자료: 파수닷컴, 하나금융투자

표 3. 정부 빅데이터 지원 과제 사업자 선정 결과표

분야	과제명	주관기관	센터구성
금융	금융 빅데이터	비씨카드	7개 (다음소프트 등)
환경	환경 비즈니스 빅데이터	수자원공사	9개 (그린에코스 등)
미디어	문화체육관광 빅데이터	문화정보원	10개 (야놀자 등)
교통	DIAMOND-E 빅데이터	교통연구원	8개 (아이나비 등)
헬스케어	암 빅데이터	국립암센터	5개 (삼성서울병원 등)
유통,물류	유통,물류 빅데이터	매일방송	10개 (식신 등)
통신	통신 빅데이터	케이티	15개 (두잉랩 등)
중소기업	중소기업 빅데이터 유통	더존비즈온	8개 (인크루트 등)
지역경제	지역경제 빅데이터	경기도청	9개 (코나아이 등)
산림	산림 어메니티 빅데이터	임업진흥원	8개 (비글 등)

자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 7. Sparrow 지능형 어플리케이션 통합 보안 시스템



자료: Sparrow, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	29.3	32.2	39.0	43.7	49.0
매출원가	11.1	11.8	14.4	16.4	19.1
매출총이익	18.2	20.4	24.6	27.3	29.9
판매비	16.8	18.9	20.9	22.8	25.0
영업이익	1.3	1.5	3.8	4.5	4.9
금융손익	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(0.4)	(0.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.2	0.7	2.8	4.0	4.5
법인세	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(2.9)	(1.8)
계속사업이익	0.6	1.0	3.1	6.9	6.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.6	1.0	3.1	6.9	6.3
비지배주주지분 손익	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
지배주주순이익	0.6	0.9	3.0	6.6	6.0
지배주주지분포괄이익	0.7	0.6	2.6	5.8	5.3
NOPAT	3.4	2.1	4.1	7.7	6.8
EBITDA	3.5	3.7	6.0	6.9	7.7
성장성(%)					
매출액증가율	36.9	9.9	21.1	12.1	12.1
NOPAT증가율	흑전	(38.2)	95.2	87.8	(11.7)
EBITDA증가율	흑전	5.7	62.2	15.0	11.6
영업이익증가율	흑전	15.4	153.3	18.4	8.9
(지배주주)순이익증가율	흑전	50.0	233.3	120.0	(9.1)
EPS증가율	흑전	36.8	232.3	124.6	(9.5)
수익성(%)					
매출총이익률	62.1	63.4	63.1	62.5	61.0
EBITDA이익률	11.9	11.5	15.4	15.8	15.7
영업이익률	4.4	4.7	9.7	10.3	10.0
계속사업이익률	2.0	3.1	7.9	15.8	12.9

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	22.4	26.0	28.1	35.0	40.6
금융자산	5.9	3.9	2.5	6.3	8.5
현금성자산	5.6	3.9	2.5	6.2	8.4
매출채권 등	13.4	19.0	21.9	24.5	27.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	3.1	3.1	3.7	4.2	4.7
비유동자산	19.2	19.9	19.7	21.2	23.4
투자자산	2.2	2.0	1.6	1.8	2.0
금융자산	2.2	1.3	1.6	1.8	2.0
유형자산	0.9	0.8	0.9	1.1	1.3
무형자산	13.8	14.4	14.5	15.5	17.3
기타비유동자산	2.3	2.7	2.7	2.8	2.8
자산총계	41.6	46.0	47.9	56.2	64.0
유동부채	18.0	11.1	8.8	9.5	10.2
금융부채	14.9	6.7	3.5	3.5	3.5
매입채무 등	3.0	4.3	5.2	5.8	6.5
기타유동부채	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
비유동부채	9.3	13.4	14.6	15.4	16.3
금융부채	4.2	7.7	7.7	7.7	7.7
기타비유동부채	5.1	5.7	6.9	7.7	8.6
부채총계	27.3	24.5	23.4	24.8	26.5
지배주주지분	14.3	20.9	23.9	30.6	36.6
자본금	4.1	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	14.7	22.1	22.1	22.1	22.1
자본조정	(0.4)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	(4.1)	(5.0)	(2.0)	4.6	10.6
비지배주주지분	0.0	0.5	0.6	0.9	1.1
자본총계	14.3	21.4	24.5	31.5	37.7
순금융부채	13.2	10.6	8.7	4.9	2.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	68	93	309	694	628
BPS	1,947	2,361	2,664	3,358	3,987
CFPS	659	675	586	726	802
EBITDAPS	429	402	630	726	802
SPS	3,597	3,471	4,082	4,569	5,117
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	78.6	34.8	15.3	6.8	7.5
PBR	2.8	1.4	1.8	1.4	1.2
PCFR	8.1	4.8	8.1	6.5	5.9
EV/EBITDA	16.3	11.3	9.1	7.4	6.4
PSR	1.5	0.9	1.2	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	4.0	4.9	13.1	24.4	17.9
ROA	1.4	2.0	6.3	12.8	10.0
ROIC	13.2	7.0	12.1	20.4	16.4
부채비율	191.0	114.4	95.3	79.0	70.2
순부채비율	92.6	49.4	35.6	15.7	7.4
이자보상배율(배)	1.6	2.2	6.9	9.4	10.2

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(0.6)	(2.0)	4.0	7.8	7.3
당기순이익	0.6	1.0	3.1	6.9	6.3
조정	4.7	4.9	2.3	2.5	2.8
감가상각비	2.2	2.2	2.3	2.5	2.8
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.5	2.7	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(5.9)	(7.9)	(1.4)	(1.6)	(1.8)
투자활동 현금흐름	(3.9)	(2.4)	(2.1)	(3.9)	(5.0)
투자자산감소(증가)	(1.8)	0.1	0.4	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.7)	(0.8)
기타	(2.0)	(2.2)	(2.0)	(3.0)	(4.0)
재무활동 현금흐름	3.9	2.6	(3.2)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	4.3	(4.6)	(3.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.2	8.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.7)	(1.8)	(1.4)	3.9	2.2
Unlevered CFO	5.4	6.3	5.6	6.9	7.7
Free Cash Flow	(0.7)	(2.3)	3.5	7.1	6.5

2019년 5월 27일 | Equity Research

케이사인(192250)

차세대 인증 시장 개화, 주목 받는 케이사인!

보안솔루션 분야의 선두주자

케이사인은 1999년 설립된 보안솔루션 회사로 2014년 11월 스팅합병을 통해 코스닥시장에 상장했다. 주요 사업으로는 PKI, DB암호화, 통합인증솔루션 등이 있다. 2014년 개인정보 보호법 개정에 따라 정형 데이터베이스(이하 'DB'), 2016년 개정에 따라 비정형 DB를 암호화하도록 규정되며 케이사인의 매출 성장을 견인했다. 5G 시대가 본격적으로 개막하며 미디어콘텐츠, 통신, 클라우드컴퓨팅 등 분야에서 그 어느 때보다 보안이 중요시 될 것으로 예상되는 만큼, 보안솔루션 분야의 선두주자인 케이사인의 성장이 기대된다.

투자포인트

- 1) **비정형 DB암호화**: 2016년 개인정보보호법 개정에 따른 비정형 DB암호화는 2021년까지 600~700억원의 매출을 발생시킬 것으로 예상된다. 비정형 DB는 개인정보가 포함된 영상, 이미지, 녹취파일 등이 모두 해당된다. 2016년에 이미 개인정보보호법이 개정되었으나 각 정부부처의 예산부족과 기업의 비용부담 문제로 암호화가 늦어졌으나, 2019년부터는 본격적인 수주가 이뤄질 것으로 예상된다.
- 2) **기기인증으로 확장**: 2015년 우크라이나 발전소 악성소프트웨어 공격, 2016년에는 독일 원전 연료처리시스템 악성코드 감염으로 인한 대규모 정전사태가 발생했다. 이에 한국전력공사의 자회사 한전KDN은 현재 산업통상자원부의 주도하에 전력계측기와 원격검침 등을 위한 보안 인증시스템 R&D를 케이사인과 함께 추진 중이다. 개발 단계에서 케이사인은 이미 관련 매출액이 발생 중이며(2019년 19억원 전망), 향후 전국 단위로 시행 시 매출액은 큰 폭으로 증가할 전망이다.

2019년 매출액 258억원, 영업이익 20억원 전망

케이사인의 2019년 실적은 매출액 258억원(YoY, +8.9%), 영업이익 20억원(YoY, +42.9%, OPM 7.8%)을 전망한다. 비정형 DB암호화와 기기인증 수주증가가 매출성장을 견인할 것으로 예상되며, 자회사 세인트시큐리티의 anti-malware 사업의 흑자전환으로 인한 영업이익 훼손이 축소될 것으로 전망한다.

Initiate

Not Rated

| CP(5월24일): 1,580원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	1,910/910
시가총액(십억원)	102.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	64,671.3
60일 평균 거래량(천주)	8,495.3
60일 평균 거래대금(십억원)	14.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.56
주요주주 지분율(%)	
최소락 외 3인	34.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.9) 52.7 (8.7)
상대	0.0 51.1 15.6

Consensus Data

	2019	2020
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	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	26.5	23.7	25.8	28.7	31.9
영업이익	십억원	(5.1)	1.4	2.0	2.9	4.0
세전이익	십억원	(6.7)	(2.0)	1.6	2.6	4.7
순이익	십억원	(4.3)	(0.4)	1.4	2.3	4.2
EPS	원	(70)	(7)	22	35	65
증감률	%	적전	적지	폭전	59.1	85.7
PER	배	N/A	N/A	72.34	45.04	24.48
PBR	배	2.06	1.33	1.99	1.90	1.77
EV/EBITDA	배	N/A	12.18	18.25	15.16	12.14
ROE	%	(8.82)	(0.93)	2.79	4.32	7.49
BPS	원	744	773	795	830	894
DPS	원	10	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

투자포인트

1. 개인정보보호법 개정으로 인한 비정형 DB암호화 수주 증가

비정형 DB암호화 시장 개방

2014년 개인정보보호법 개정에 따른 정형 DB암호화로 케이사인 DB암호화 부문에서 약 6년간 1,000억원의 매출이 발생했다. 2016년 개인정보보호법 개정에 따른 비정형 DB암호화는 2021년까지 600~700억원의 매출을 발생시킬 것으로 예상된다. 비정형 DB는 개인정보가 포함된 영상, 이미지, 녹취파일 등이 모두 해당되는데, 특히 의료기관, 보험사, 금융기관, 통신사 등에 비정형데이터가 많을 것으로 예상된다. 케이사인의 기존 고객층이 주요 공공기관 및 대기업, 각종 금융기관으로 이루어져 있는 만큼, 자연스럽게 비정형 DB암호화 수주로 이어질 것으로 전망한다. 2016년에 이미 개인정보보호법이 개정되었으나 각 정부부처의 예산부족과 기업의 비용부담 문제로 암호화가 늦어졌으나, 2019년부터는 본격적인 수주가 이뤄질 것으로 예상된다.

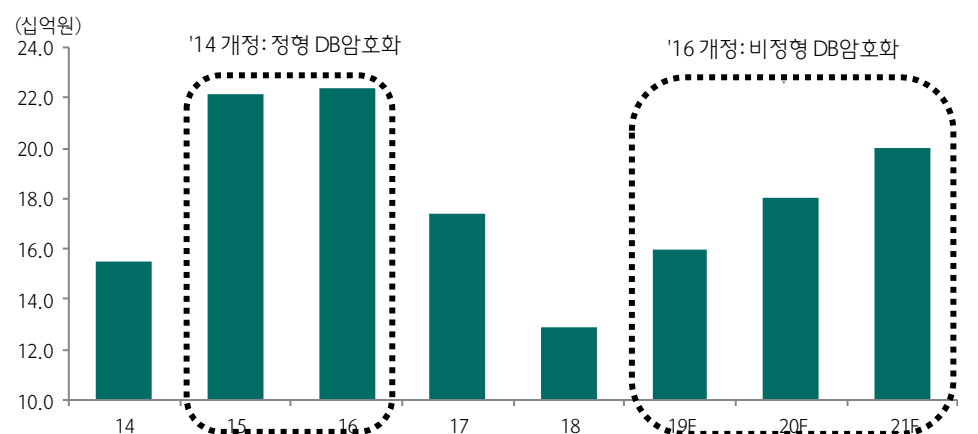
2. PKI 제품의 기기인증 분야로 확대

기재부 주도 보안 인증시스템 R&D사업 참여

PKI 제품 분야는 스마트가전, 전력 계측기 등 기기용 인증 분야로 확장해 삼성전자 및 한국전력 향 매출이 발생 중이다. 삼성전자의 경우 칩 인증용 인증시스템을 2012년부터 매년 납품 및 구축하여 모바일 기기 인증 분야로 사업 영역을 성공적으로 확대 했다. 2015년 우크라이나 발전소 악성소프트웨어 공격, 2016년에는 독일 원전 연료처리시스템 악성코드 감염으로 인한 대규모 정전사태가 발생했다. 이에 한국전력공사의 자회사 한전KDN은 현재 산업통상자원부의 주도하에 전력계측기와 원격검침 등을 위한 보안 인증시스템 R&D를 케이사인과 함께 추진 중이다. 개발 단계에서 케이사인은 이미 관련 매출액이 발생 중이며(2019년 19억원 전망), 향후 전국 단위로 시행 시 매출액은 큰 폭으로 증가할 전망이다.

그림 1. 케이사인 DB암호화 부문 매출액 추이

정형 DB암호화 매출: 1천억원
비정형 DB암호화 매출: 6~7백억원



자료: 하나금융투자

2019년 전망

1. 2019년 매출액 258억원, 영업이익 20억원 전망

케이사인 2019년 실적은 매출액 258억원(YoY, +8.9%), 영업이익 20억원(YoY, +42.9%, OPM 7.8%)을 전망한다. 비정형 DB암호화와 기기인증 수주증가가 매출성장을 견인할 것으로 예상되며, 자회사 세인트시큐리티의 anti-malware 사업의 흑자전환으로 인한 영업이익 훼손이 축소될 것으로 전망한다.

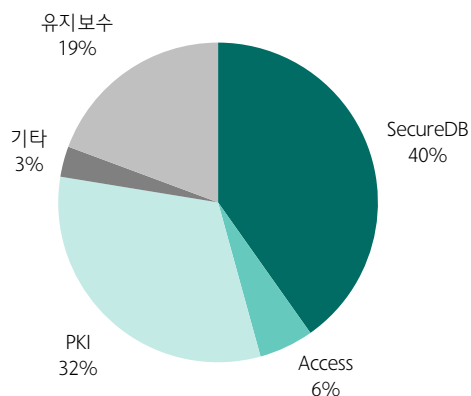
표 1. 케이사인 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	2020F
매출액	26.5	23.7	25.8	28.7
순증(YoY)	(17.4)	(10.6)	8.9	11.2
DB암호화	17.4	12.9	16.0	18.0
Access	1.9	1.1	1.0	1.0
PKI	2.5	2.9	2.9	2.9
기타	1.2	3.3	2.8	3.3
용역(유지보수)	3.3	3.6	3.1	3.5
영업이익	(5.1)	1.4	2.0	2.9
순증(YoY)	적전	흑전	42.9	45.0
OPM	(19.2)	5.9	7.8	10.1
지배주주 당기순이익	(4.3)	(0.4)	1.4	2.3

자료: 하나금융투자

그림 2. 2019년 1분기 기준 사업부문별 매출 breakdown



자료: 케이사인, 하나금융투자

그림 3. 케이사인 제품 분류별 사업내용

대분류	소분류	세부항목 및 사업내용
정보보안제품	시스템(단말) 보안	- 시스템접근통제 - Anti 멀웨어 - APT 대응
	컨텐츠/정보유출 방지보안	- DB보안(접근통제) - DB암호
	암호/인증	- 공개키기반구조(PKI) - 통합접근관리(EAM)/SSO - 통합계정관리(IM/IAM)
	보안관리	- 기업보안관리(ESM) - 위협관리시스템(TMS) - 패치관리시스템(PMS) - 로그관리 분석시스템

자료: 케이사인, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	26.5	23.7	25.8	28.7	31.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	26.5	23.7	25.8	28.7	31.9
판매비	31.6	22.3	23.8	25.8	27.9
영업이익	(5.1)	1.4	2.0	2.9	4.0
금융손익	1.5	(0.3)	0.6	0.7	0.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.1)	(3.1)	(1.0)	(1.0)	0.0
세전이익	(6.7)	(2.0)	1.6	2.6	4.7
법인세	(1.8)	(1.2)	0.2	0.3	0.6
계속사업이익	(4.9)	(0.8)	1.4	2.3	4.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.9)	(0.8)	1.4	2.3	4.2
비지배주주지분 손익	(0.6)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(4.3)	(0.4)	1.4	2.3	4.2
지배주주지분포괄이익	(4.9)	(0.4)	0.8	1.2	2.3
NOPAT	(3.7)	0.6	1.8	2.6	3.5
EBITDA	(2.9)	3.9	4.3	5.1	6.0
성장성(%)					
매출액증가율	(17.4)	(10.6)	8.9	11.2	11.1
NOPAT증가율	적전	흑전	200.0	44.4	34.6
EBITDA증가율	적전	흑전	10.3	18.6	17.6
영업이익증가율	적전	흑전	42.9	45.0	37.9
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	64.3	82.6
EPS증가율	적전	적지	흑전	59.1	85.7
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	(10.9)	16.5	16.7	17.8	18.8
영업이익률	(19.2)	5.9	7.8	10.1	12.5
계속사업이익률	(18.5)	(3.4)	5.4	8.0	13.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	50.6	49.0	54.6	58.4	64.0
금융자산	41.3	35.4	39.8	42.0	45.7
현금성자산	23.3	15.2	17.8	17.5	18.5
매출채권 등	5.5	4.4	4.8	5.3	5.9
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타유동자산	3.8	9.1	9.9	11.0	12.3
비유동자산	22.6	21.4	17.5	16.5	15.6
투자자산	2.9	3.6	1.1	1.2	1.3
금융자산	2.9	1.0	1.1	1.2	1.3
유형자산	1.6	2.1	2.3	2.4	2.5
무형자산	15.4	12.8	11.3	10.1	9.0
기타비유동자산	2.7	2.9	2.8	2.8	2.8
자산총계	73.2	70.4	72.2	74.9	79.6
유동부채	24.8	18.4	18.7	19.2	19.7
금융부채	19.5	14.4	14.4	14.4	14.4
매입채무 등	4.2	3.6	3.9	4.3	4.8
기타유동부채	1.1	0.4	0.4	0.5	0.5
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	24.8	18.4	18.7	19.2	19.7
지배주주지분	45.7	49.9	51.3	53.6	57.8
자본금	6.1	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	22.2	28.0	28.0	28.0	28.0
자본조정	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	17.5	15.6	17.0	19.2	23.4
비지배주주지분	2.7	2.1	2.1	2.1	2.1
자본총계	48.4	52.0	53.4	55.7	59.9
순금융부채	(21.8)	(21.0)	(25.5)	(27.6)	(31.3)

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(70)	(7)	22	35	65
BPS	744	773	795	830	894
CFPS	(36)	59	51	63	93
EBITDAPS	(47)	60	67	78	93
SPS	431	368	399	444	493
DPS	10	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	72.3	45.0	24.5
PBR	2.1	1.3	2.0	1.9	1.8
PCFR	N/A	17.3	30.8	25.2	17.0
EV/EBITDA	N/A	12.2	18.3	15.2	12.1
PSR	3.6	2.8	4.0	3.6	3.2
재무비율(%)					
ROE	(8.8)	(0.9)	2.8	4.3	7.5
ROA	(5.7)	(0.6)	2.0	3.1	5.4
ROIC	(15.6)	2.4	7.2	10.5	14.4
부채비율	51.2	35.3	35.0	34.4	32.9
순부채비율	(45.0)	(40.4)	(47.6)	(49.5)	(52.3)
이자보상배율(배)	(14.3)	5.2	8.7	12.6	17.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4.8	6.4	3.1	3.5	5.1
당기순이익	(4.9)	(0.8)	1.4	2.3	4.2
조정	2.6	7.2	2.5	2.4	2.2
감가상각비	2.2	2.5	2.3	2.2	2.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	4.7	0.2	0.2	0.2
영업활동 자산부채 변동	7.1	(0.0)	(0.8)	(1.2)	(1.3)
투자활동 현금흐름	(8.2)	(13.9)	(0.2)	(3.6)	(3.9)
투자자산감소(증가)	2.2	(0.7)	2.5	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타	(9.4)	(12.1)	(1.7)	(2.5)	(2.8)
재무활동 현금흐름	(3.1)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
금융부채증가(감소)	0.5	(5.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	6.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.4)	(1.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
배당지급	(1.2)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(6.7)	(8.2)	2.7	(0.3)	1.0
Unlevered CFO	(2.2)	3.8	3.3	4.1	6.0
Free Cash Flow	3.8	5.3	2.1	2.5	4.1

2019년 5월 27일 | Equity Research

지니언스(263860)

IoT보안 이제는 선택이 아닌 필수!

IoT 시대 통합 보안 플랫폼 선두주자

지니언스는 2005년에 설립되어 NAC(Network Access Control) 분야의 국내 선두주자로 통합 보안 솔루션 개발 사업을 영위하고 있다. 지니언스의 국내 NAC 시장점유율은 50%로 1위를 차지하고 있으며, 특히, 조달청 국가종합전자조달 시스템인 나라장터에서 2018년 기준 시장점유율 72%로 공공부문에서도 제품기획력과 기술력을 인정받고 있다. 향후 IoT, 클라우드 환경의 확산으로 통합 보안 플랫폼 NAC의 성장기 기대되며, 차세대 지능형 기업용 단말 보안 솔루션인 EDR(Endpoint Detection & Response)의 국내 시장이 개화를 앞두고 있어 긍정적이다.

NAC 시장 확대와 차세대 보안 솔루션 EDR

지니언스의 투자포인트는 다음과 같다.

1) IoT 기기 증가 및 스마트 팩토리 확대에 따른 NAC 매출 확대:

NAC는 네트워크접속 중인 단말을 누가, 언제, 어디서 접속하고 있는지 실시간으로 관리할 수 있는 보안제품이다. 향후 IoT 기기 증가와 스마트 팩토리 인프라 확대에 따라 네트워크 접속 단말이 증가될 것으로 예상되며, 이에 따라 NAC 라이선스 매출도 확대될 것으로 전망된다.

2) 국내 EDR 시장 개화:

머신러닝을 탑재한 지니언스 EDR 솔루션의 악성코드 탐지율은 99.5%로, 60%대의 탐지율을 보이는 전통적인 백신에 비해 높은 악성코드 탐지율을 보유하고 있다. 2019년 3월 지니언스 EDR 솔루션을 나라장터에 등록을 완료 했으며, 향후 국내 공공기관에서 EDR 솔루션 채택할 것으로 예상된다. 이에 따라 2019년 국내 EDR 매출도 확대될 것으로 예상된다.

2019년 매출액 237억원, 영업이익 36억원 전망

지니언스의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 237억원(+10.7% YoY)과 27억원(+12.5% YoY)으로 전망한다. 국내 기업들이 정보보안의 중요성이 높아지며 중견기업 등 신규 고객 확대와 2019년 하반기 동남아, 아랍 등 해외 NAC S/W 수출도 본격적으로 진행될 것으로 전망된다. 중장기적으로는 NAC 글로벌 비즈니스 확대와 차세대 보안솔루션 EDR부문이 성장동력이 될 것으로 전망한다.

Update

Not Rated

I CP(5월24일): 4,815원

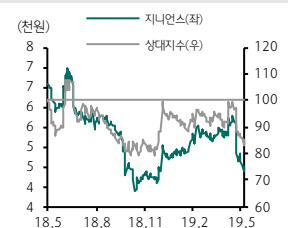
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	7,356/4,300
시가총액(십억원)	45.5
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	9,444.6
60일 평균 거래량(천주)	97.8
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.29
주요주주 지분율(%)	
이동범 외 5인	45.88
프리미어파트너스 외 1인	9.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(19.8) 3.3 (26.6)
상대	(11.9) 2.3 (7.1)

Consensus Data

	2019	2020
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	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	20.8	21.4	23.7	28.2	31.2
영업이익	십억원	3.9	2.4	2.7	3.9	4.5
세전이익	십억원	4.2	2.7	3.1	4.3	4.9
순이익	십억원	3.5	2.6	2.8	3.7	4.2
EPS	원	414	280	296	392	447
증감률	%	(17.4)	(32.4)	5.7	32.4	14.0
PER	배	15.66	18.75	16.27	12.27	10.76
PBR	배	1.78	1.40	1.19	1.08	0.98
EV/EBITDA	배	10.10	10.99	7.39	4.55	3.20
ROE	%	13.63	8.27	8.36	10.11	10.40
BPS	원	3,641	3,763	4,059	4,451	4,898
DPS	원	51	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 연정훈
02-3771-7516
jhyeon568@hanafn.com

NAC시장 확대와 차세대 보안 솔루션 EDR

IoT 기기 증가 및 스마트 팩토리 확대에 따른 NAC 매출 확대: NAC는 네트워크접속 중인 단말을 누가, 언제, 어디서 접속하고 있는지 실시간으로 관리할 수 있는 보안제품이다. 향후 IoT 기기 증가와 스마트 팩토리 인프라 확대에 네트워크 접속 단말기 증가될 것으로 예상되며, 이에 따라 NAC 라이선스 매출도 확대될 것으로 전망된다.

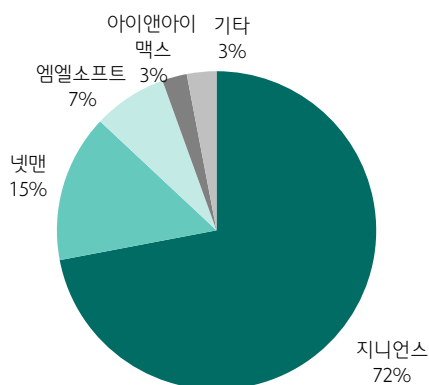
국내 EDR 시장 개화: 머신러닝을 탑재한 지니언스 EDR 솔루션의 악성코드 탐지율은 99.5%로, 60%대의 탐지율을 보이는 전통적인 백신에 비해 높은 악성코드 탐지율을 보유하고 있다. 2019년 3월 지니언스 EDR 솔루션을 나라장터에 등록을 완료 했으며, 향후 국내 공공기관에서 EDR 솔루션 채택할 것으로 예상된다. 이에 따라 2019년 국내 EDR 매출도 확대될 것으로 예상된다.

표 1. 안티 바이러스 VS EDR

	안티 바이러스	EDR
개요	전통적인 개인용 단말 솔루션	차세대 지능형 기업용 단말 솔루션
탐지 방식	제조사 자체 수집 DB로 검증	자체 수집, 글로벌 정보 공유(IOC)로 탐지
대응 영역	DB(패턴) 업데이트를 통해 알려진 일부 악성코드만 대응 가능	AI/머신러닝 기술기반 알려지지 않은 신/변종 악성코드 실시간 대응
차이점	신종 공격 대응 불가	비정상, 이상행위 탐지를 통한 신종 공격 대응 가능
사고 발생 시	사고 발생 시 원인 분석 불가	사고 발생 시 원인 추적 및 분석 가능

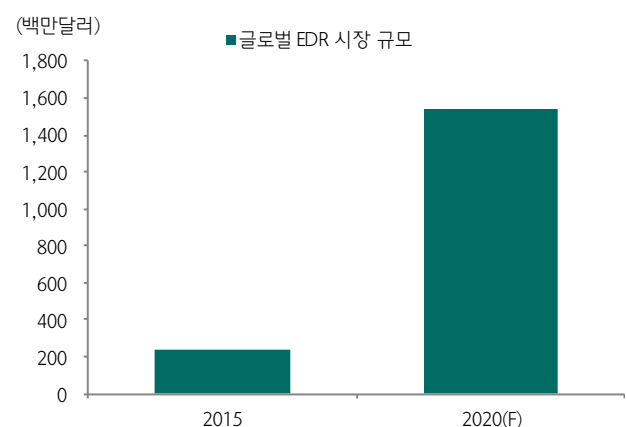
자료: 지니언스, 하나금융투자

그림 1. 나라장터 NAC 시장 점유율



자료: 지니언스, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 EDR 시장 규모



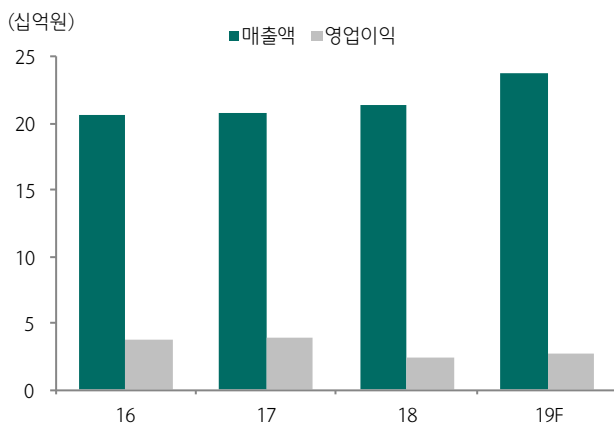
자료: Gartner, 하나금융투자

중장기적으로는 NAC 글로벌
비즈니스 확대 및 EDR 성장 전망

2019년 매출액 237억원, 영업이익 27억원 전망

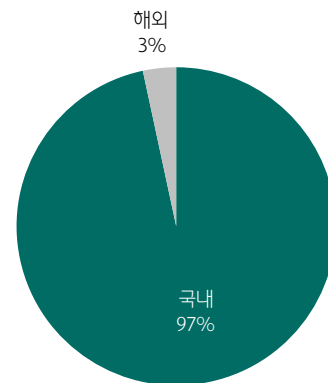
지니언스의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 237억원(+10.7% YoY)과 27억원(+12.5% YoY)으로 전망한다. 국내 기업들이 정보보안의 중요성이 높아지며 중견기업 등 신규 고객 확대와 2019년 하반기 동남아, 아랍 등 해외 NAC S/W 수출도 본격적으로 진행될 것으로 전망된다. 중장기적으로는 NAC 글로벌 비즈니스 확대와 차세대 보안솔루션 EDR부문이 성장동력이 될 것으로 전망한다.

그림 3. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 지니언스, 하나금융투자

그림 2. 국내 및 해외 매출 비중



자료: 지니언스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	20.8	21.4	23.7	28.2	31.2
매출원가	8.0	8.3	9.1	10.5	11.8
매출총이익	12.8	13.1	14.6	17.7	19.4
판매비	8.9	10.7	11.9	13.8	14.9
영업이익	3.9	2.4	2.7	3.9	4.5
금융손익	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.2	2.7	3.1	4.3	4.9
법인세	0.6	0.1	0.3	0.6	0.7
계속사업이익	3.5	2.6	2.8	3.7	4.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.5	2.6	2.8	3.7	4.2
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.5	2.6	2.8	3.7	4.2
지배주주지분포괄이익	3.2	2.5	2.8	3.7	4.2
NOPAT	3.3	2.3	2.5	3.4	3.9
EBITDA	4.2	2.8	3.1	4.3	4.9
성장성(%)					
매출액증가율	1.0	2.9	10.7	19.0	10.6
NOPAT증가율	0.0	(30.3)	8.7	36.0	14.7
EBITDA증가율	5.0	(33.3)	10.7	38.7	14.0
영업이익증가율	2.6	(38.5)	12.5	44.4	15.4
(지배주주)순이익증가율	6.1	(25.7)	7.7	32.1	13.5
EPS증가율	(17.4)	(32.4)	5.7	32.4	14.0
수익성(%)					
매출총이익률	61.5	61.2	61.6	62.8	62.2
EBITDA이익률	20.2	13.1	13.1	15.2	15.7
영업이익률	18.8	11.2	11.4	13.8	14.4
계속사업이익률	16.8	12.1	11.8	13.1	13.5

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	414	280	296	392	447
BPS	3,641	3,763	4,059	4,451	4,898
CFPS	614	385	370	492	555
EBITDAPS	491	293	330	452	515
SPS	2,448	2,271	2,514	2,986	3,303
DPS	51	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	15.7	18.7	16.3	12.3	10.8
PBR	1.8	1.4	1.2	1.1	1.0
PCFR	10.6	13.6	13.0	9.8	8.7
EV/EBITDA	10.1	11.0	7.4	4.6	3.2
PSR	2.6	2.3	1.9	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	13.6	8.3	8.4	10.1	10.4
ROA	10.9	7.0	7.1	8.5	8.7
ROIC	40.4	19.2	16.9	22.4	24.8
부채비율	18.8	18.0	18.3	19.6	19.5
순부채비율	(59.7)	(59.8)	(64.4)	(67.6)	(70.0)
이자보상배율(배)	8,320.5	9,025.4	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	26.7	25.9	29.9	34.8	39.7
금융자산	19.0	19.1	22.4	26.0	29.9
현금성자산	4.0	3.9	5.6	6.0	7.8
매출채권 등	7.0	5.5	6.1	7.3	8.1
재고자산	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
기타유동자산	(0.0)	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동자산	11.2	11.9	11.3	11.2	11.3
투자자산	5.6	0.7	0.0	0.0	0.0
금융자산	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	4.1	7.0	7.3	7.4	7.7
무형자산	1.3	3.8	3.6	3.4	3.3
기타비유동자산	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
자산총계	37.9	37.8	41.1	46.0	51.0
유동부채	4.0	3.2	3.6	4.2	4.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	3.5	3.0	3.3	3.9	4.3
기타유동부채	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
비유동부채	2.0	2.5	2.8	3.3	3.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.0	2.5	2.8	3.3	3.7
부채총계	6.0	5.8	6.4	7.6	8.4
지배주주지분	31.9	32.0	34.8	38.5	42.7
자본금	2.4	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	15.6	13.3	13.3	13.3	13.3
자본조정	(1.9)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	15.8	17.5	20.3	24.0	28.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	31.9	32.0	34.8	38.5	42.7
순금융부채	(19.0)	(19.1)	(22.4)	(26.0)	(29.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2.3	3.1	3.1	3.9	4.5
당기순이익	3.5	2.6	2.8	3.7	4.2
조정	1.4	0.6	0.4	0.4	0.4
감가상각비	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	0.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.6)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
투자활동 현금흐름	(12.2)	(0.9)	(1.4)	(3.5)	(2.6)
투자자산감소(증가)	(5.2)	4.8	0.7	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(1.6)	(3.1)	(0.5)	(0.3)	(0.5)
기타	(5.4)	(2.6)	(1.6)	(3.2)	(2.1)
재무활동 현금흐름	8.1	(2.3)	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	11.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.5)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(1.8)	(0.1)	1.7	0.4	1.8
Unlevered CFO	5.2	3.6	3.5	4.6	5.2
Free Cash Flow	0.7	(0.1)	2.6	3.6	4.0

2019년 5월 27일 | Equity Research

에스에스알(275630)

5G 시대에 꼭 필요한 보안 업체

국내 최대 화이트해커 보유

에스에스알은 국내 최대 해커 보유 업체로 취약점 진단과 웹해킹방지 솔루션을 주 영역으로 하고 있다. 취약점 진단 부문에선 국내 최고 기술력을 보유하여 스팸메일차단 M/S 67%, 모바일보안 출입통제 M/S 90%, 보안파일서버 M/S 60% 등 각 솔루션 부문에서 모두 높은 시장 점유율을 지니고 있다. 최근에는 기존 취약점 시장에서의 강점을 바탕으로 블록체인 관련 보안 솔루션과 클라우드 보안서비스 라인업 확대를 준비 중이다. 국내 최대 화이트해커를 보유한 만큼 모의해킹을 통해 고객사별 취약점에 대한 컨설팅을 제공하며 취약점 진단 시장에서 독보적인 영역을 구축하고 있다.

5G 시대에 따른 수요 증가 기대

5G 시장 가속화로 인한 트래픽, 서비스 증가로 관련 보안시장 확대가 예상된다. 지난 4월 과학기술정보통신부는 5G 시대 자율주행차, 로봇, AI, 재난대응, AR/VR, 스마트시티/스마트팩토리 등 새로운 서비스에 대한 보안 수준 확보를 요구했다. 취약점 진단 종류가 다양화되고 지능화 되는 만큼 서버 취약점 발견에 특화되어있는 에스에스알이 시장을 빠르게 선도할 수 있을 것으로 예상된다. 클라우드 서비스로 취약점 진단을 이용하지 못하는 영세 업체들에게도 서비스를 확대할 계획이어서 온,오프라인 토탈 서비스를 제공할 수 있을 것으로 전망한다.

2019년 매출 144억원, 영업이익 13억원 전망

2019년 매출액은 144억원(YoY +14.2%), 영업이익 13억원(YoY +18.1%)로 추정한다. 에스에스알은 취약점 진단 대상기업 확대에 따라 기존 취약점 진단 매출은 안정적으로 성장할 것으로 예상된다. 클라우드 기반 진단 솔루션 성장과 모회사 지란지교시큐리티를 통한 해외시장 진출이 하반기 실적 방향을 가를 것으로 판단된다. 올해 6월 13일부터 정보보호최고책임자(CISO) 선임 의무를 강화한 정보통신망법이 시행된다. 이번 시행령 개정안에 따라 정보보호최고책임자를 선임해야 하는 의무기업수가 대폭 확대됨에 따라 에스에스알 관련 고객도 대폭 증가할 것으로 예상된다.

Update

Not Rated

| CP(5월24일): 8,800원

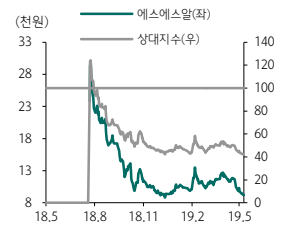
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	29,200/8,410
시가총액(십억원)	51.0
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	5,794.6
60일 평균 거래량(천주)	124.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.04
주요주주 지분율(%)	
지란지교시큐리티 외 7인	51.34
프리미어성장전략엔에이	9.67
이사무투자합자회사	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.0) (12.3) 0.0
상대	(8.9) (13.2) 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	15.8	18.4
영업이익(십억원)	3.7	4.0
순이익(십억원)	3.0	5.8
EPS(원)	519	1,001
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11.3	12.6	14.4	16.0	17.7
영업이익	십억원	2.6	1.1	1.3	1.6	1.9
세전이익	십억원	2.8	1.2	1.5	1.8	2.1
순이익	십억원	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
EPS	원	661	241	217	268	311
증감률	%	2,654.2	(63.5)	(10.0)	23.5	16.0
PER	배	N/A	37.31	40.63	32.90	28.26
PBR	배	N/A	2.20	2.09	1.96	1.83
EV/EBITDA	배	N/A	21.36	20.81	18.19	15.84
ROE	%	43.00	7.19	5.25	6.15	6.71
BPS	원	2,173	4,096	4,219	4,487	4,798
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 황성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

5G시대 정보보안 시장을 이끌 다크호스

취약점 진단 시장 1위 업체

적절한 구/신규 제품 믹스로
안정적 매출 증대

에스에스알의 보안 솔루션 SolidStep은 수작업으로 진행하던 취약점 분석을 빠른 시간, 저렴한 비용으로 수행할 수 있기 때문에 꾸준한 수요가 발생하고 있다. 5G를 필두로 한 4차산업 혁명에 발맞춰 IoT 보안 솔루션, 블록체인 보안, 클라우드 서비스 등 맞춤형 솔루션 출시 계획도 지니고 있어 신제품을 통한 매출 증대도 기대되는 상황이다. 에스에스알 매출액은 2013년 42억원 → 2014년 50억원 → 2015년 57억원 → 2016년 82억원 → 2017년 113억원 → 2018년 126억원으로 매년 꾸준한 증가세를 보여주고 있다.

정부 2022년 정보보안 시장 50%
확대

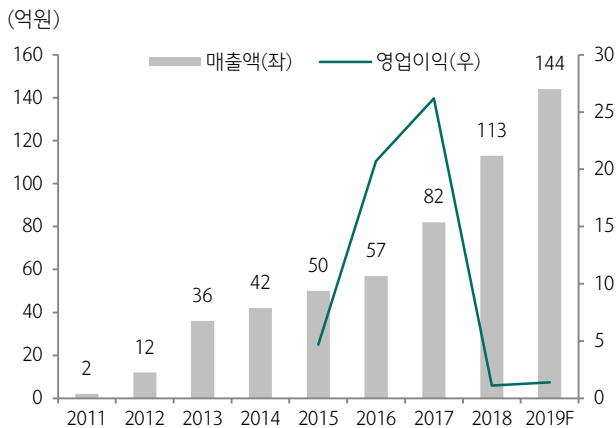
우리나라는 작년 12월 세계 최초 5G 서비스를 시작했다. 올해 1월에는 과학기술정보통신부가 '민간부문 정보보호 종합계획 2019'를 발표하며 사이버 안전망 확대를 통한 정보보호산업 경쟁력 강화를 요구했다. 이미 2022년까지 추진할 정책목표와 과제를 수립했는데, 대표적인 전략으로는 1) 사이버 안전망 확대 2) 정보보호 산업 경쟁력 강화 3) 정보보호 기반 강화이다. 향후 4년간 8,500억원 예산을 투입해 정보보호 시장규모를 약 50% 확대하겠다는 청사진도 제시했다. 우호적인 전망시장 환경 속에 압도적인 기술적 우위와 취약점 진단 시장 점유율 1위인 에스에스알은 구/신규 제품의 적절한 조화로 보안시장 확대를 선도 할 것으로 예상된다.

표 1. 5G 서비스별 보안 위협 분석

5G서비스	보안 위협			
	데이터	서비스 플랫폼	네트워크	디바이스/사물
자율주행차서비스	- 실감 콘텐츠 유출 - 자율주행차 관제정보 유출 - 자율주행차 관리정보 유출 - AI 학습 데이터 유출 - AI 학습 데이터 위변조	- 자율주행 관제 플랫폼 해킹 - 콘텐츠 서비스 플랫폼 해킹 - 자율주행 관리 서비스 해킹 - 물류배송 서비스 플랫폼 해킹	- 전송 콘텐츠 유출 - V2X네트워크 해킹	- 사용자 단말 해킹 - 자율주행차량 해킹 - 사용자/기기 인증정보 위변조
로봇서비스	- 서비스 사용자/기기 데이터 유출 - 로봇 관리 데이터 유출 - 서비스 콘텐츠 유출 - AI 학습 데이터 유출	- 로봇 관리서버 해킹 - AI 기능 서버 해킹 - 과금 등 서비스 서버 해킹 - 콘텐츠 서버 해킹 - IoT 기기 관리 서버 해킹	- 전송 데이터 유출 - IoT망 해킹	- 로봇 해킹 - 사용자 IoT 기기 해킹 - 사용자/로봇 인증정보 위변조
AI서비스	- 개인정보 유출 - AI 학습데이터 유출 - AI 학습데이터 위변조 - AI 카메라 프라이버시 침해	- AI 취약성 공격 - AI 서버 해킹 - 스마트 헬스케어 서비스 해킹 - 가상회의 서비스 해킹	전송 데이터 유출	- 소셜 로봇 해킹 - 스마트 키오스크 해킹 - IOT 기기 해킹 - 사용자/기기 인증 정보 위변조
재난대응 서비스	- 재난 빅데이터 유출 - CCTV 프라이버시 침해 - AI 학습 데이터 유출 - AI 학습데이터 위변조	- 재난 빅데이터 센터 해킹 - 재난 관제시스템 해킹 - 재난 대응시스템 해킹 - 현장 지휘시스템 해킹	- 전송 데이터 유출 - 긴급현장 재난망 해킹 - 현장 데이터 위변조	- 구조로봇 및 UAV 해킹 - CCTV 해킹 - 센서 해킹 - 현장 단말/개인장비 해킹
AR/VR 서비스	실감 콘텐츠 유출	- 실감미디어 서비스 서버 해킹 - 과금 서버 해킹	전송 데이터 유출	사용자 단말 해킹
스마트 시티/ 스마트팩토리 서비스	- CCTV 프라이버시 침해 - 개인정보 유출 - 교통정보 유출 - AI 학습데이터 유출 - AI 학습데이터 위변조	- 시티 관제센터 해킹 - AI 서버 해킹 - 시티 모니터링 서비스 서버 해킹 - 교통정보 서비스 서버 해킹 - 스마트 팩토리 서비스 서버 해킹	- 전송 데이터 유출 - IoT망 해킹	- CCTV 해킹 - 센서 해킹 - IoT 기기 해킹 - 무인이동체 해킹

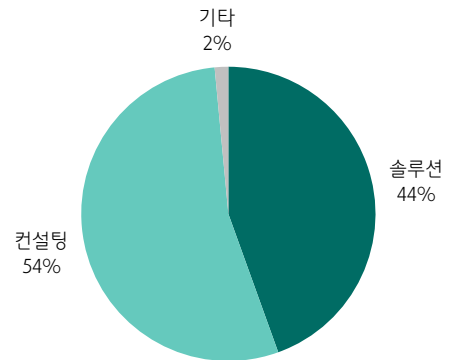
자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 1. 에스에스알 매출액 추이



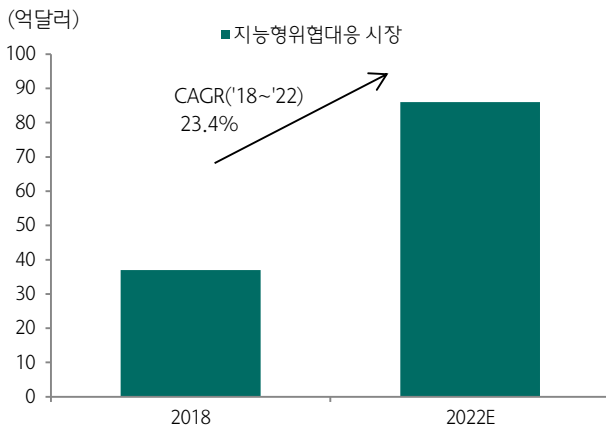
자료: 에스에스알, 하나금융투자

그림 2. 에스에스알 1Q19 매출액 구성



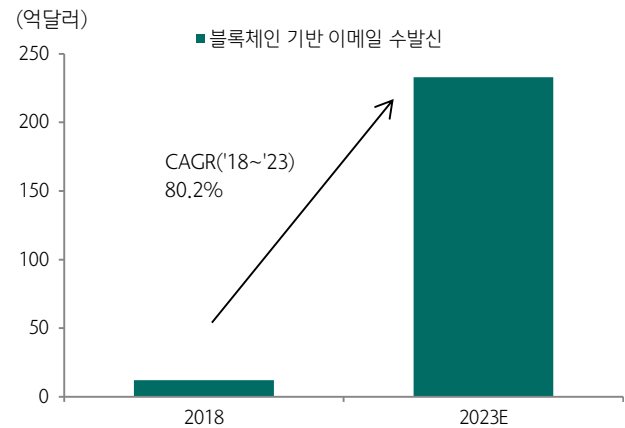
자료: 에스에스알, 하나금융투자

그림 3. 지능형위협대응 시장 추이



자료: Radicati Group, 하나금융투자

그림 4. 블록체인 기반 이메일 수발신 시장 추이



자료: Research And Markets 하나금융투자

그림 5. 에스에스알 사업내용



주: 에스에스알, 하나금융투자

그림 6. 에스에스알 Solid Step 클라우드 서비스 개념도



주: 에스에스알, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11.3	12.6	14.4	16.0	17.7
매출원가	5.9	7.4	8.5	9.4	10.4
매출총이익	5.4	5.2	5.9	6.6	7.3
판매비	2.8	4.0	4.6	4.9	5.3
영업이익	2.6	1.1	1.3	1.6	1.9
금융손익	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	2.8	1.2	1.5	1.8	2.1
법인세	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3
계속사업이익	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
지배주주지분포괄이익	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
NOPAT	2.4	1.1	1.1	1.4	1.7
EBITDA	3.2	1.8	1.8	2.0	2.2
성장성(%)					
매출액증가율	36.1	11.5	14.3	11.1	10.6
NOPAT증가율	380.0	(54.2)	0.0	27.3	21.4
EBITDA증가율	23.1	(43.8)	0.0	11.1	10.0
영업이익증가율	23.8	(57.7)	18.2	23.1	18.8
(지배주주)순이익증가율	2,400.0	(52.0)	8.3	23.1	12.5
EPS증가율	2,654.2	(63.5)	(10.0)	23.5	16.0
수익성(%)					
매출총이익률	47.8	41.3	41.0	41.3	41.2
EBITDA이익률	28.3	14.3	12.5	12.5	12.4
영업이익률	23.0	8.7	9.0	10.0	10.7
계속사업이익률	22.1	9.5	9.0	10.0	10.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	11.2	23.9	26.1	28.4	30.9
금융자산	2.8	13.7	14.6	15.8	17.0
현금성자산	2.8	3.7	3.1	3.1	2.9
매출채권 등	6.9	8.6	9.9	11.0	12.2
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
비유동자산	4.0	3.6	3.1	2.8	2.5
투자자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
금융자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
유형자산	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
무형자산	1.9	1.3	0.9	0.6	0.4
기타비유동자산	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1
자산총계	15.3	27.5	29.2	31.2	33.4
유동부채	4.5	4.3	4.7	5.1	5.5
금융부채	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
매입채무 등	2.9	3.1	3.5	3.9	4.3
기타유동부채	0.2	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
비유동부채	1.7	0.1	0.1	0.1	0.1
금융부채	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	6.1	4.3	4.8	5.2	5.6
지배주주지분	9.1	23.2	24.4	26.0	27.8
자본금	0.7	2.8	2.8	2.8	2.8
자본잉여금	4.1	14.7	14.7	14.7	14.7
자본조정	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4.1	5.1	6.4	7.9	9.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9.1	23.2	24.4	26.0	27.8
순금융부채	0.2	(12.5)	(13.4)	(14.6)	(15.8)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	661	241	217	268	311
BPS	2,173	4,096	4,219	4,487	4,798
CFPS	933	431	313	346	383
EBITDAPS	832	374	313	346	383
SPS	2,975	2,606	2,492	2,754	3,052
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	N/A	37.3	40.6	32.9	28.3
PBR	N/A	2.2	2.1	2.0	1.8
PCFR	N/A	20.9	28.1	25.5	23.0
EV/EBITDA	N/A	21.4	20.8	18.2	15.8
PSR	N/A	3.5	3.5	3.2	2.9
재무비율(%)					
ROE	43.0	7.2	5.3	6.1	6.7
ROA	19.6	5.4	4.4	5.1	5.6
ROIC	32.5	12.6	12.1	14.6	16.4
부채비율	67.3	18.7	19.6	20.0	20.2
순부채비율	1.8	(53.9)	(54.8)	(56.0)	(56.9)
이자보상배율(배)	12.6	18.3	37.8	47.4	56.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1.2	0.1	0.9	1.2	1.3
당기순이익	2.5	1.2	1.3	1.6	1.8
조정	0.9	0.6	0.4	0.3	0.3
감가상각비	0.5	0.7	0.5	0.4	0.3
외환거래손익	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.2)	(1.7)	(0.8)	(0.7)	(0.8)
투자활동 현금흐름	(0.8)	(10.2)	(1.5)	(1.3)	(1.4)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.7)	(10.0)	(1.5)	(1.3)	(1.4)
재무활동 현금흐름	0.2	11.0	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(4.0)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.2	12.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.5	0.9	(0.6)	(0.1)	(0.1)
Unlevered CFO	3.6	2.1	1.8	2.0	2.2
Free Cash Flow	1.2	(0.1)	0.9	1.2	1.3

2019년 5월 27일 | Equity Research

휴네시온(290270)

망 연계 보안 솔루션 1위 업체

국내 대표 망 연계 보안 솔루션 전문 업체

휴네시온은 국내 대표적인 망간자료전송 정보보안 솔루션 업체다. 망간자료전송이란 내부 네트워크의 서버 및 사용자 PC 데이터를 안전하게 연계하는 솔루션으로 정보보안 수요가 많은 공공기관과 금융기관 등에 주요 이용된다. 2013년 공공/방산/금융기관을 중심으로 한 정부기관의 망 분리 의무화가 시작되며 본격적인 수혜를 받기 시작해 매년 가파른 매출액 성장을 보였다. (2013년 47억원 → 2014년 66억원 → 2015년 77억원 → 2016년 119억원 → 2017년 140억원 → 2018년 161억원). 특히 금융기관 수요가 많았던 2017년 망 연계 부문 매출액은 창립 사상 최대 매출액을 기록하였다.

망 연계 시장을 넘어 클라우드 지출

지난 4월 한국인터넷진흥원(KISA)은 과학기술정보통신부와 국내 클라우드 보안서비스(SecaaS) 활성화를 위한 'SecaaS 개발 지원 사업' 대상 과제 5개 과제를 발표했다. 휴네시온은 5개 과제 중 하나인 클라우드 기반 망간 자료전송 서비스를 맡아 개발을 진행한다. 물리적 기반의 보안솔루션을 넘어 클라우드 기반으로 공간 제약 없이 제공 가능한 보안서비스 기술 확장에 발을 디딘 것으로 서비스 고객이 증가함에 따라 적용 대상 업체들이 증가할 가능성이 높다.

휴네시온은 국내 망 분리 사업 점유율 1위인 만큼 그 동안 주력이었던 망 연계 솔루션과 유지보수 매출로 안정적인 성장이 가능하다. 경쟁이 치열한 분야지만 오랜 기간 망 분리 산업 1위 사업자를 유지할 만큼 뛰어난 기술력을 보유하고 있어 클라우드 보안 서비스 시장에서 의미 있는 성과를 예상한다.

올해는 미래를 위한 준비 시기

2019년 매출액은 192억원(YoY +19.2%), 영업이익 8억원(YoY +60%)로 추정한다. 주요 정부기관들의 망연계 수주가 마무리 되어 매출보다는 유지보수, 상품 매출이 크게 늘어났다는 점에서 올해는 신 성장 동력인 클라우드 보안시장 진출을 위한 발판의 기간이 될 것으로 전망한다.

Initiate

Not Rated

| CP(5월24일): 8,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	690.03
52주 최고/최저(원)	16,350/6,800
시가총액(십억원)	38.9
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	4,803.8
60일 평균 거래량(천주)	225.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
19년 배당금(예상, 원)	50
19년 배당수익률(예상, %)	0.62
외국인지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	
정동섭 외 2인	47.15
모비스	9.67
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(17.0) (12.3) 0.0
상대	(8.9) (13.2) 0.0

Consensus Data

	2019	2020
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	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	14.0	16.1	19.2	22.0	25.1
영업이익	십억원	3.4	0.5	0.8	0.9	1.0
세전이익	십억원	3.5	0.7	1.1	1.2	1.3
순이익	십억원	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
EPS	원	987	246	229	261	306
증감률	%	84.1	(75.1)	(6.9)	14.0	17.2
PER	배	N/A	29.19	35.37	31.00	26.50
PBR	배	N/A	1.55	1.68	1.61	1.53
EV/EBITDA	배	N/A	22.78	21.66	18.76	15.92
ROE	%	45.38	6.32	4.85	5.31	5.93
BPS	원	2,683	4,637	4,816	5,028	5,283
DPS	원	0	50	50	50	50



Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com



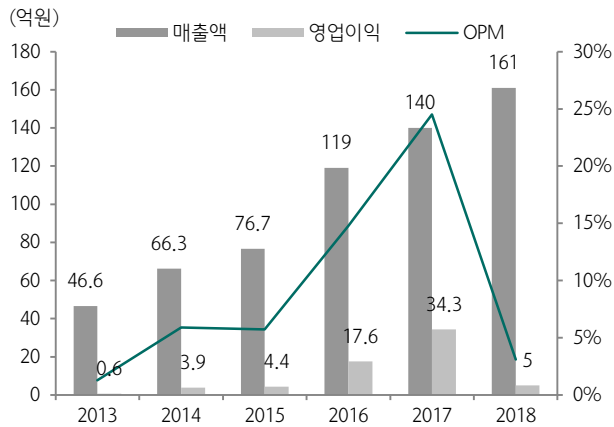
Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

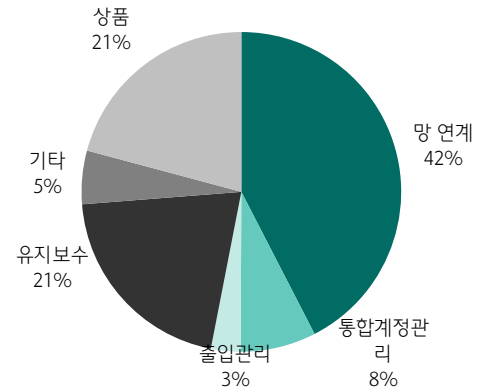
RA 황성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

그림 1. 휴네시온 매출액 추이



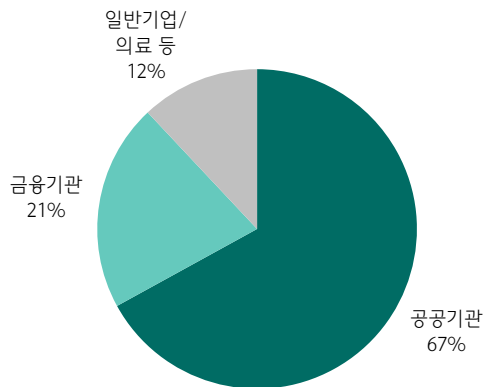
자료: 휴네시온, 하나금융투자

그림 2. 1Q19 부문별 매출 비중



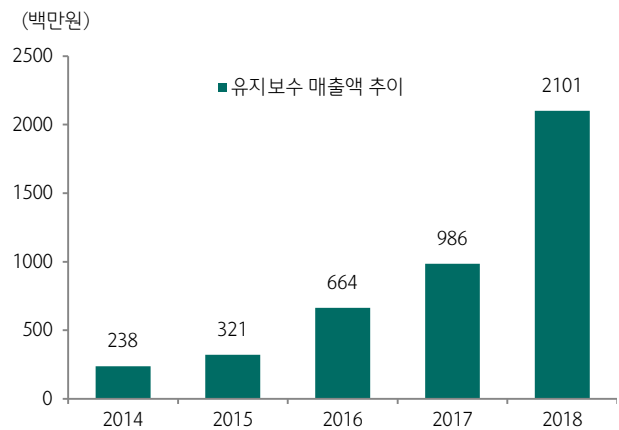
자료: 휴네시온, 하나금융투자

그림 3. 고객별 매출 비중



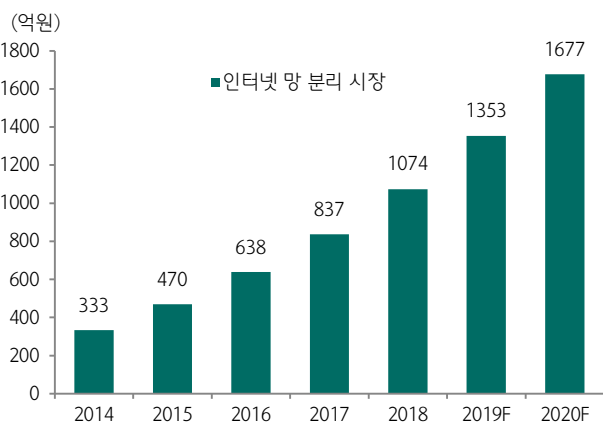
자료: 휴네시온, 하나금융투자

그림 4. 유지보수 매출액 추이



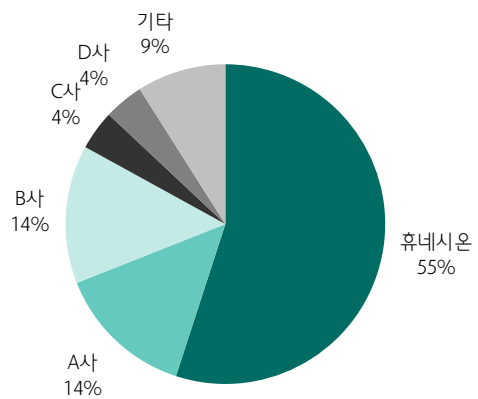
자료: 휴네시온, 하나금융투자

그림 5. 인터넷 망 분리시장 추이



자료: 휴네시온, 하나금융투자

그림 6. 망 연계 솔루션 부문 점유율



자료: 휴네시온, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	14.0	16.1	19.2	22.0	25.1
매출원가	6.8	10.5	12.3	14.1	16.1
매출총이익	7.2	5.6	6.9	7.9	9.0
판매비	3.9	5.0	6.1	7.0	8.0
영업이익	3.4	0.5	0.8	0.9	1.0
금융손익	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	3.5	0.7	1.1	1.2	1.3
법인세	0.5	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
계속사업이익	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
지배주주지분포괄이익	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
NOPAT	2.9	0.7	0.8	1.0	1.2
EBITDA	3.5	0.7	0.9	1.0	1.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.6	15.0	19.3	14.6	14.1
NOPAT증가율	93.3	(75.9)	14.3	25.0	20.0
EBITDA증가율	84.2	(80.0)	28.6	11.1	10.0
영업이익증가율	100.0	(85.3)	60.0	12.5	11.1
(지배주주)순이익증가율	87.5	(66.7)	10.0	18.2	15.4
EPS증가율	84.1	(75.1)	(6.9)	14.0	17.2
수익성(%)					
매출총이익률	51.4	34.8	35.9	35.9	35.9
EBITDA이익률	25.0	4.3	4.7	4.5	4.4
영업이익률	24.3	3.1	4.2	4.1	4.0
계속사업이익률	21.4	6.2	5.7	5.9	6.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	987	246	229	261	306
BPS	2,683	4,637	4,816	5,028	5,283
CFPS	1,274	167	188	209	233
EBITDAPS	1,161	169	188	209	233
SPS	4,621	3,920	3,997	4,574	5,234
DPS	0	50	50	50	50
주가지표(배)					
PER	N/A	29.2	35.4	31.0	26.5
PBR	N/A	1.5	1.7	1.6	1.5
PCFR	N/A	42.9	43.0	38.8	34.8
EV/EBITDA	N/A	22.8	21.7	18.8	15.9
PSR	N/A	1.8	2.0	1.8	1.5
재무비율(%)					
ROE	45.4	6.3	4.8	5.3	5.9
ROA	33.2	5.5	4.1	4.1	4.2
ROIC	104.7	25.2	31.8	37.2	43.9
부채비율	20.2	13.0	24.9	35.4	45.9
순부채비율	(68.8)	(83.7)	(83.4)	(83.3)	(83.1)
이자보상배율(배)	1,000.5	651.4	20.8	8.0	5.4

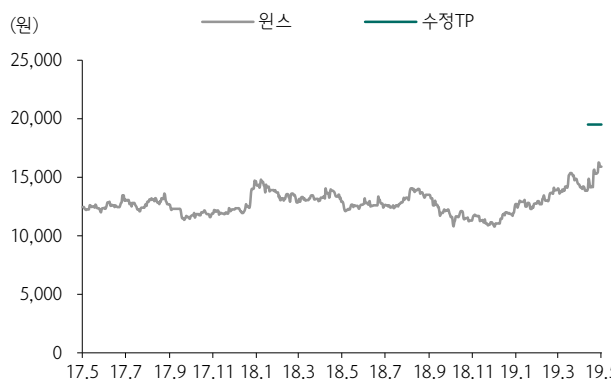
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	10.8	22.8	26.5	30.3	34.6
금융자산	6.6	18.6	21.6	24.7	28.2
현금성자산	5.1	3.6	3.6	4.1	4.7
매출채권 등	3.7	3.3	4.0	4.5	5.2
재고자산	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0
기타유동자산	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
비유동자산	0.7	2.4	2.4	2.4	2.4
투자자산	0.0	0.6	0.7	0.8	0.9
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
무형자산	0.1	0.8	0.7	0.7	0.6
기타비유동자산	0.3	0.7	0.8	0.7	0.8
자산총계	11.5	25.2	28.9	32.7	37.0
유동부채	1.9	2.9	5.7	8.5	11.7
금융부채	0.1	0.0	2.3	4.6	7.1
매입채무 등	1.6	2.5	3.0	3.4	3.9
기타유동부채	0.2	0.4	0.4	0.5	0.7
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1.9	2.9	5.7	8.5	11.7
지배주주지분	9.6	22.3	23.1	24.2	25.4
자본금	1.8	2.4	2.4	2.4	2.4
자본잉여금	1.3	12.6	12.6	12.6	12.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	6.5	7.3	8.1	9.2	10.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9.6	22.3	23.1	24.2	25.4
순금융부채	(6.6)	(18.6)	(19.3)	(20.1)	(21.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2.0	1.6	1.0	1.2	1.3
당기순이익	3.0	1.0	1.1	1.3	1.5
조정	0.7	(0.7)	0.1	0.1	0.0
감가상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	(0.9)	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(1.7)	1.3	(0.2)	(0.2)	(0.2)
투자활동 현금흐름	(1.5)	(15.0)	(3.1)	(2.7)	(3.1)
투자자산감소(증가)	0.0	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.4)	(14.3)	(3.0)	(2.6)	(3.0)
재무활동 현금흐름	2.8	11.9	2.1	2.1	2.3
금융부채증가(감소)	(0.2)	(0.1)	2.3	2.3	2.5
자본증가(감소)	3.0	11.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.1	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(0.0)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
현금의 증감	3.3	(1.5)	0.0	0.5	0.5
Unlevered CFO	3.9	0.7	0.9	1.0	1.1
Free Cash Flow	1.8	1.5	1.0	1.2	1.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.8 19.5.7	BUY	19,500		-

라운시큐어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.22 19.5.20	BUY	5,200		-

파수닷컴



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

케이사인



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.27				-
19.5.26				-
				-

지니언스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.6.27				-

에스에스알



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.23				-
18.12.27				-
18.12.21				-

휴네시온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기/김두현/안주원/김아영) 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 5월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기/김두현/안주원/김아영)는 2019년 5월 27일 현재 해당 회사의 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.