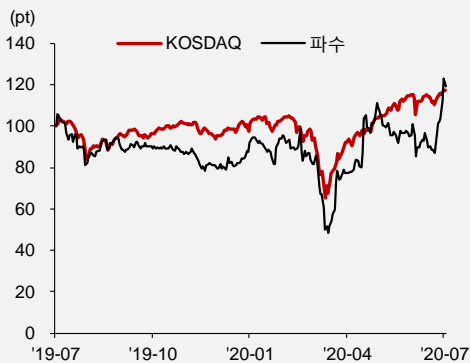


### Not Rated

목표주가	-		
현재주가	5,290 원		
Upside	-		
<b>Key Data</b>	<b>2020년 07월 10일</b>		
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC		
KOSDAQ(pt)	772.81		
시가총액 (억원)	531		
발행주식수 (천주)	10,045		
외국인 지분율 (%)	4.2		
52 주 고가 (원)	5,450		
저가 (원)	2,155		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.1		
주요주주	(%)		
조규곤 외 10 인	29.1		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	24.6	26.7	12.7
상대주가	22.3	10.3	-2.8

### Relative Performance



### LEADING RESEARCH

Analyst 오승택  
stoh@leading.co.kr  
+822-2009-7315

# 파수(150900)

## 데이터 3 법 수혜에 북미에서 성과까지

### 기업 개요 - 데이터 보안 전문 기업

동사는 데이터 보안 (DRM, Digital Rights Management), 어플리케이션 보안, 정보보호 컨설팅 등의 사업을 영위하고 있다. 연결 대상 법인으로는 미국 영업을 주력으로 하고 있는 미국 법인과 (지분 100% 보유), 어플리케이션 보안 사업을 영위하고 있는 스페로우 (지분 91% 보유)가 있으며, 2019 년 기준 매출 비중은 데이터 보안 172 억원 (48.5%), 어플리케이션 보안 74 억원 (20.9%), 유지관리 77 억원 (21.7%), 컨설팅 32 억원 (8.9%) 이다.

### 2020, 해외진출 가시화의 원년

2010 년부터 준비해온 북미 시장에서의 성과가 올해부터 가시화 될 전망이다. 북미 시장은 DLM(Data Leakage Management)에 대한 투자가 집중되어 있던 탓에 DRM 부문에서는 국내에 비해 시작 단계이다. 동사도 2019 년 말부터 수주 성과가 가시화 되기 시작했는데, 현재 통신업체 V 사, 자동차 부품업체 D 사 등으로 납품이 개시되었으며 추후 고객사 내 DRM 의 확산 또한 기대해 볼 수 있다. 또한 글로벌 기업 G 社에 8 월까지 테스트 진행 중으로, 향후 해당 레퍼런스를 기반으로 북미 사업에서의 전망 또한 긍정적으로 평가한다.

### 데이터 3 법 개정안에 따른 수혜

금년 데이터 3 법의 도입으로 비식별 솔루션 제품에 대한 수요 창출이 또다른 성장의 트리거가 될 전망이다. 데이터 3 법의 골자는 실명 데이터를 비식별 데이터로 가공할 경우 이를 기업에서 상업적인 목적으로 사용 가능하도록 하는 법안인데, 이에 따른 데이터 비식별화 솔루션에 대한 수요가 창출될 것이다. 동사는 이미 2016 년부터 비식별화 솔루션 제품을 금융보안원, 한국정보화진흥원 등에 납품한 이력이 있으며, 이미 국내 금융사, 통신사 및 의료 업체들과 해당 솔루션에 대한 내용을 협의 중인 것으로 파악된다.

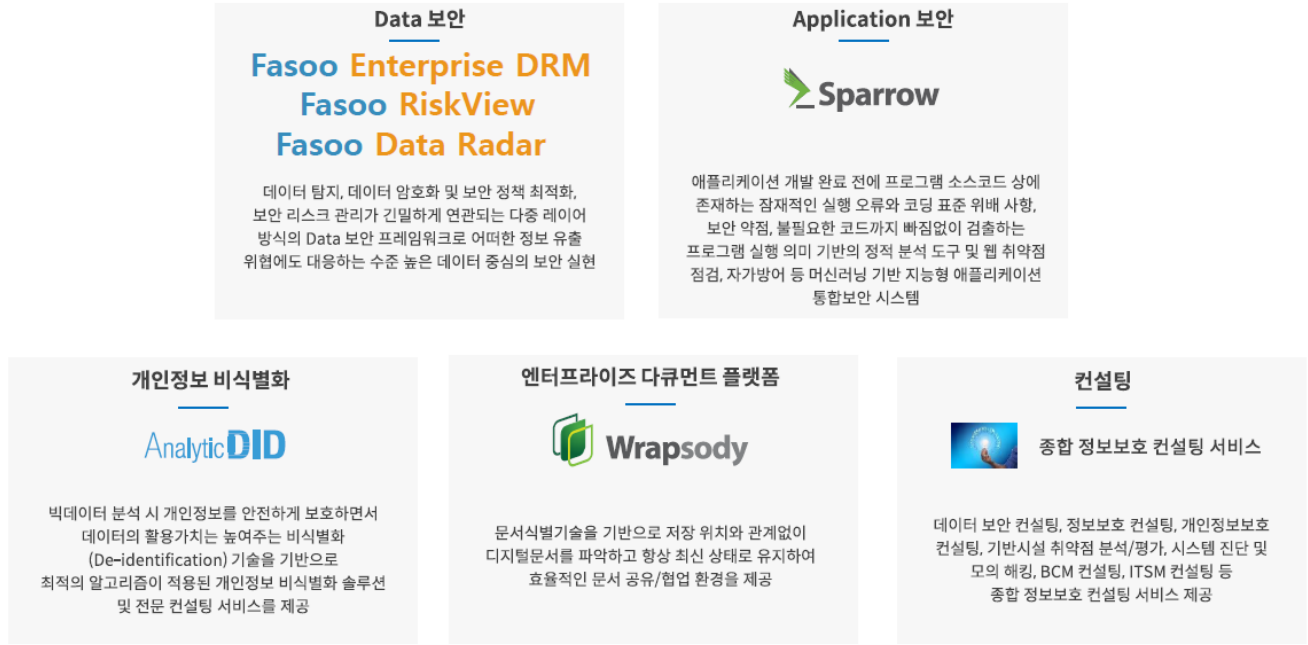
### 매출 성장 시 고정비 레버리지 효과로 더 큰 폭의 이익 성장 전망

올해 매출액은 400~450 억원, 영업이익은 32 억원으로 턱어라운드 가능할 전망이다. 다만 현재로서는 새로이 개화하는 데이터 비식별화 시장 및 북미 DRM 시장 규모에 대한 데이터가 적은 상황이다. 그럼에도 데이터 보안 분야의 북미 PEER 업체인 Varonis 社 (2019 년 매출액 2.5 억달러, 영업이익자 8,660 만 달러)의 시가총액 (32 억달러) 을 고려해 볼 때 올해 본격 턱어라운드 및 내년 증익이 예상되는 동사의 시가총액은 현저한 저평가인 것으로 판단한다. 따라서 긍정적인 시각과 추후 실적 및 시장 규모 파악에 따라 목표주가 제시를 고려하고 있다.

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	253	214	293	322	354
영업이익 (억원)	3	-78	13	15	-30
영업이익률 (%)	1.0	-36.4	4.4	4.8	-8.4
지배순이익 (억원)	9	-121	6	9	-39
PER (배)	75.4	-	78.6	35.8	-
PBR (배)	2.5	3.7	3.1	1.5	2.1
ROE (%)	3.3	-61.4	4.0	4.9	-20.8
EPS (원)	106	-1,495	68	91	-407

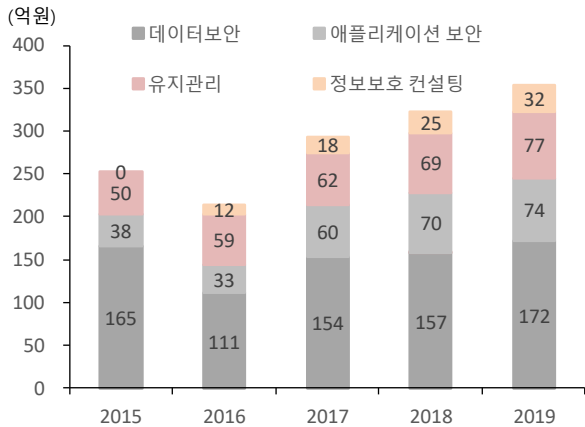
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 파수의 5개 주요 사업 영역



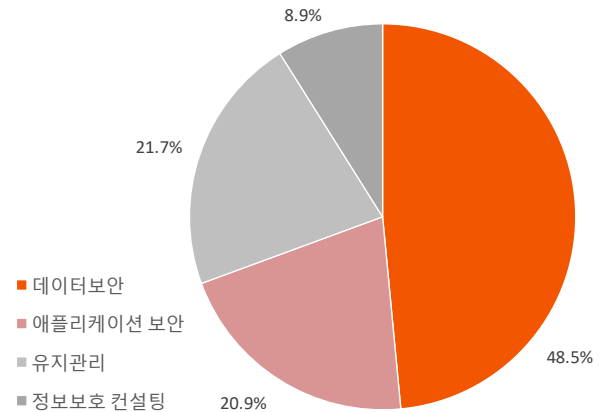
자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 사업부문별 매출액 추이



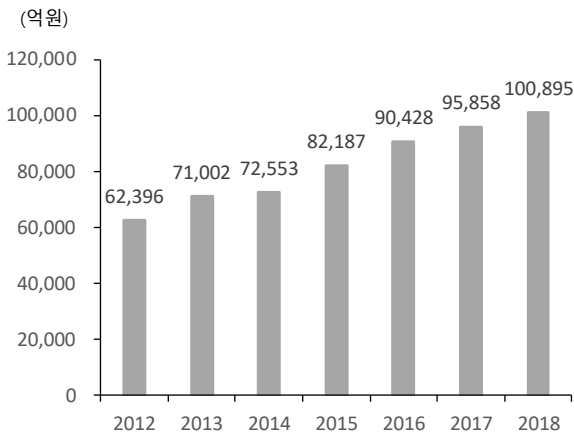
자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 2019 기준 제품별 매출 비중



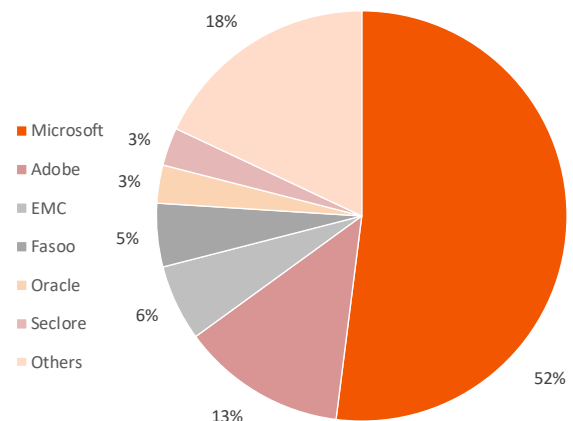
자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 정보보호 시장 규모



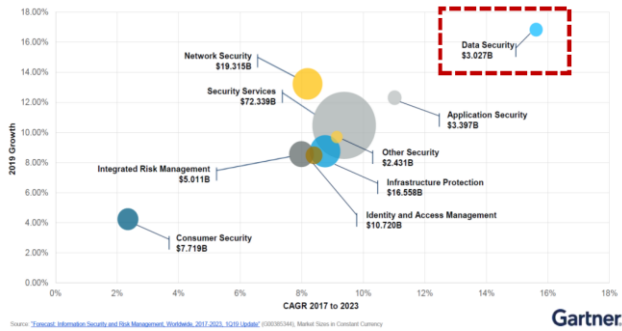
자료: Gartner, 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 DRM 시장 점유율



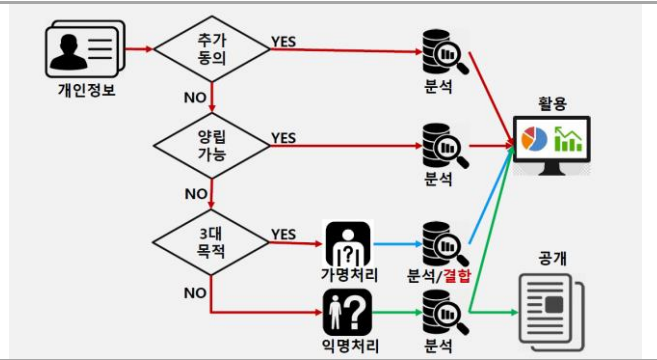
자료: Frost&Sullivan, 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 타 분야 대비 높은 성장률의 데이터 보안 분야



자료: Gartner, 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 데이터 3법 개정안



자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 8. 데이터 비식별 처리 예시

Original Data				
이름	나이	성별	주소	소득
Daniel	23	남자	대구 중구	150만
Sean	25	남자	대구 서구	200만
Philip	27	남자	대구 북구	200만
Kate	32	여자	부산 동래구	180만
Helen	38	여자	부산 해운대구	180만
Jamie	46	남자	서울 마포구	250만

**De-identification**

**1. 나이에 따른 소득을 연구하는 경우**

이름	나이	성별	주소	소득
*	20초반	*	대구	150만
*	20중반	*	대구	200만
*	20후반	*	대구	200만
*	30초반	*	부산	180만
*	30후반	*	부산	180만
*	40중반	*	서울	250만

- 식별자인 이름 데이터는 삭제
- 준식별자 중 사용 목적에 중요한 나이는 범주화 수준을 적게(초/중/후반으로 구분) 적용하여 나이에 대한 상세 정보 제공
- 단 성별과 주소에 대해서는 범주화 수준을 높게 적용하여 재식별 위험을 낮춤

**2. 지역에 따른 소득을 연구하는 경우**

이름	나이	성별	주소	소득
*	20대	*	대구 중구	150만
*	20대	*	대구 서구	200만
*	20대	*	대구 북구	200만
*	30대	*	부산 동래구	180만
*	30대	*	부산 해운대구	180만
*	40대	*	서울 마포구	250만

- 식별자인 이름 데이터는 삭제
- 준식별자 중 사용 목적에 중요한 주소는 비식별을 적용하지 않고 주소에 대한 상세 정보 제공
- 단 나이의 성별에 대해서는 범주화 수준을 높게 적용하여 재식별 위험을 낮춤

자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. 데이터 가명 처리 예시

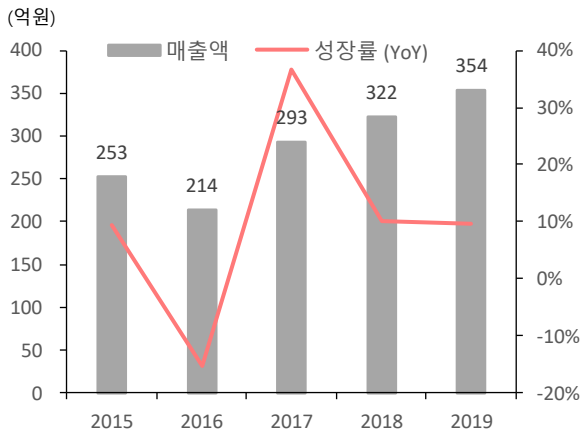
가명처리 예시

항목	개인정보 1	개인정보 2	개인정보 3
이름	B2EE92358E8CFDC9BBAB5DE	CC86BBCA29271A6AE8CE4E	C1118445CE2FF8BF12B435
전화번호	5F150427C1632727D4C6E29 622B70CBCD02830BFA	CCFC7EC64916A647ECFA44 01988F2E4D57CD9E7155	0573229825E909A2711A29 D069361B10219B217967
생년월일	1987.10.30	1985.11.10	1991.08.20
성별	남성	남성	남성
질병	위염	대장암	간암
보험가입건수	2	3	5

\* 이름, 전화번호를 조합해 SHA-256 해시함수를 통해 암호화

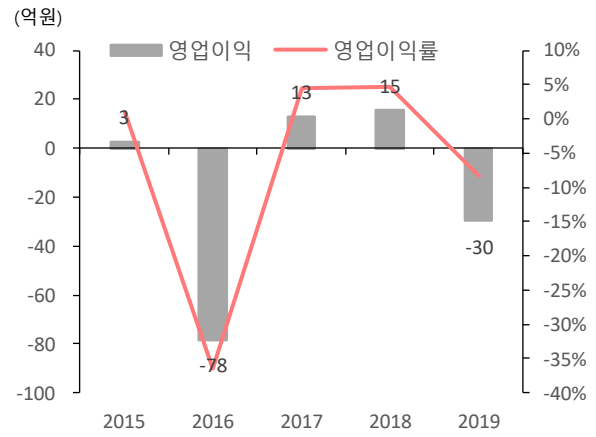
자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 10. 매출액 및 매출액 성장률 추이



자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

그림 11. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 파수, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
<b>자산총계</b>	411	383	416	460	473
유동자산	237	208	224	260	268
현금및현금성자산	67	63	56	39	88
단기금융자산	3	3	2	3	1
매출채권및기타채권	140	111	134	190	168
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	173	175	192	199	205
장기금융자산	1	3	22	20	18
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	15	12	9	8	14
무형자산	100	127	138	144	136
<b>부채총계</b>	149	249	273	245	301
유동부채	57	71	180	111	220
단기차입부채	20	20	149	67	155
기타단기금융부채	0	0	0	0	14
매입채무및기타채무	37	51	30	41	51
비유동부채	92	178	93	134	81
장기차입부채	54	128	42	63	11
기타장기금융부채	0	0	0	14	0
<b>자본총계*</b>	261	134	143	214	172
지배주주지분*	261	134	143	210	167
비지배주주지분	0	0	0	5	5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
<b>매출액</b>	253	214	293	322	354
매출원가	117	137	111	118	173
<b>매출총이익</b>	136	77	181	205	181
판매비와관리비	133	155	168	189	211
<b>영업이익</b>	3	-78	13	15	-30
EBITDA	22	-55	35	37	16
비영업손익	-2	-18	-11	-8	-10
이자수익	1	1	1	0	1
이자비용	0	4	8	7	8
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	0	0	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-2	-15	-4	-2	-3
<b>세전계속사업이익</b>	1	-96	2	7	-39
법인세비용	-8	26	-3	-3	-1
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	9	-121	6	10	-39
지배주주순이익*	9	-121	6	9	-39
비지배주주순이익	0	0	0	1	1
기타포괄손익	-2	-2	1	-3	-7
<b>총포괄손익</b>	7	-123	7	7	-45

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	14	-10	-6	-20	57
당기순이익	9	-121	6	10	-39
현금유입(유출)이없는수익	25	80	48	53	81
자산상각비	20	23	22	22	46
영업자산부채변동	-19	34	-59	-79	19
매출채권및기타채권	-14	24	-27	-78	8
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무증	19	13	-28	10	5
<b>투자활동현금흐름</b>	-39	-62	-39	-24	-17
투자활동현금유입액	20	1	2	2	3
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	59	63	41	26	20
유형자산	9	2	1	3	2
무형자산	50	58	32	23	18
<b>재무활동현금흐름</b>	62	60	39	26	10
재무활동현금유입액	66	82	39	26	33
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	59	79	39	23	33
재무활동현금유출액	0	17	0	0	23
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	23
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	-1	0	0
<b>현금변동</b>	38	-11	-7	-18	50
기초현금	37	75	63	56	39
<b>기말현금</b>	75	63	56	39	88

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
<b>주당지표 및 주가배수</b>					
EPS*	106	-1,495	68	91	-407
BPS*	3,243	1,650	1,756	2,202	1,735
CFPS	179	-122	-68	-205	594
SPS	3,137	2,641	3,597	3,383	3,683
EBITDAPS	278	-680	429	392	168
DPS (보통,현금)	50	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	47.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	75.4	-	78.6	35.8	-
PBR*	2.5	3.7	3.1	1.5	2.1
PCFR	44.5	-	-	-	6.2
PSR	2.5	2.3	1.5	1.0	1.0
EV/EBITDA	28.9	-	16.3	10.6	26.5
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	9.3	-15.2	36.6	10.1	9.7
영업이익증가율	-83.9	적전	흑전	18.0	적전
지배주주순이익증가율*	-60.9	적전	흑전	75.6	적전
매출총이익률	53.6	36.0	61.9	63.4	51.1
영업이익률	1.0	-36.4	4.4	4.8	-8.4
EBITDA이익률	8.9	-25.8	11.9	11.6	4.6
지배주주순이익률*	3.4	-56.6	1.9	3.0	-10.9
ROA	0.7	-19.7	3.3	3.5	-6.4
ROE	3.3	-61.4	4.0	4.9	-20.8
ROIC	17.6	-41.5	14.8	7.8	-10.7
부채비율	57.2	185.6	191.0	114.4	175.4
차입금비율	28.1	110.7	133.7	60.9	97.0
순차입금비율	2.2	63.6	94.3	42.9	45.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

파수(150900)

일자	2020-07-13
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%