

PIOner of LINK Technology

파이오링크 (170790)



BUY

현재주가(2024.7.04) 9,100원
 목표주가 15,520원
 Upside Potential ▲70%

STOCK DATA

KOSDAQ 847.49
 시가총액(억원) 624
 발행주식수(주) 6,856,330
 외국인보유비중(%) 1.78
 52주 최고(원) 17,720
 52주 최저(원) 8,990

STOCK PRICE(12M)



Team 하기스

김 준 학 한 시 연 김 혜 민
 이 혜 빈 김 도 원 김 건 우

▶ Focus on 파이오링크

동사는 2000년 설립된 애플리케이션 네트워킹 및 웹 보안 전문 기업으로, 클라우드 데이터센터의 최적화를 위한 제품 및 솔루션을 개발하고 기업의 정보자산을 보호하는 보안서비스를 주요 사업으로 영위 중이다. 7년째 국내 ADC 시장 점유율 1위를 유지하고 있으며, 2013년 8월 KOSDAQ에 상장하였다.

▶ Investment Summary

1. 데이터 센터의 축복이 끝이 없네, ADC

대규모 데이터 증설, 교체수요의 꾸준한 발생으로 24년 ADC 매출액 약 286.8억 원(YoY +57%) 달성할 것으로 전망한다.

2. 딸각하니 매출 폭발, 보안스위치

새로운 매출처인 홈 네트워크 시장의 등장, 일본向 매출액 증대로 24년 보안스위치 매출액 약 202억 원(YoY +42.58%) 달성할 것으로 전망한다.

3. 보안서비스는 공공기관이 다 한다.

공공기관 레퍼런스의 꾸준한 증가를 토대로 24년 보안서비스 매출액은 약 264억 원(YoY +7%) 달성할 것으로 전망한다.

4. 앞으로 우리를 책임질 성장기 산업 : 차세대 데이터센터 HCI의 등장!

▶ Valuation

Peer PER Valuation 기법을 사용하여 Target P/E 7.7 산출한 목표 주가는 15,520원이다. 상승 여력 70%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

억 원	19	20	21	22	23	24F
매출액	351	398	543	616	590	775
매출액증가율	28.4%	13.4%	36.4%	13.4%	-4.2%	31.3%
GPM	48%	50%	50%	49%	48%	50%
영업이익	42	65	109	114	90	145
영업이익증가율	269%	57%	68%	4%	-21%	61%
OPM	11.8%	16.4%	20.1%	18.5%	15.3%	18.7%
당기순이익	56	107	112	121	106	138
당기순이익증가율	1449%	90%	5%	9%	-13%	31%
EPS(원)	820	1,557	1,629	1,771	1,542	2,015
PER(배)	10	8.77	10.84	6.83	6.89	5.74

세계의 흐름, 데이터센터에 주목! 국내 데이터센터는?

생성형 AI 등장과 세계적인 디지털화 기조에 따라 데이터 처리량이 급증하였다. 따라서 **처리해야 할 전 세계 연간 데이터 규모는 26년 200.1 ZB로, CAGR +20%**에 이를 것으로 전망된다. 이에 전 세계가 데이터를 처리 및 저장하기 위해, 대규모 서버와 스토리지 역할을 하는 '데이터센터'에 주목하기 시작했다. **글로벌 데이터센터 시장 규모는 23년 2,295억 달러에서 CAGR +7.5% 증가하여 30년 4,094억 달러를 달성할** 전망이다.

데이터센터 HUB Korea, 그리고 정부의 이원화 압박

국내 데이터센터 시장은 27년까지 **CAGR +17% 증가할** 전망이다. 국내 데이터센터 시장의 성장은 ① 해외 빅테크 기업들의 국내 데이터센터 구축 관심, ② 국내 대형 기업들의 데이터센터 다중화에 기인한다.

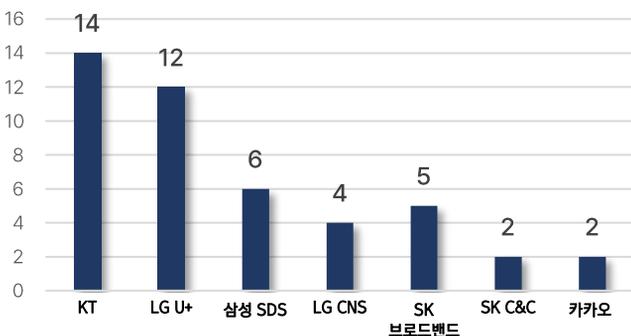
- ① 현재 우리나라는 해외 기업들의 새로운 데이터센터 투자처로 각광받고 있다. 우리나라는 새로운 IT기술에 대한 높은 적응력과 안정적인 인터넷 환경을 갖춰 데이터센터 허브로 적절하다. 또한 지진과 같은 재난의 위험성과 정치적 리스크가 적다는 것도 이점으로 작용한다. 이에 따라 현재 서울/경기와 지방까지 다양한 글로벌 CSP(Cloud Service Provider)와 코로케이션 기업의 데이터센터가 자리 잡았다. 25년까지 엑티스, 디지털엠텔지, DCI 등 9곳 이상의 글로벌 기업들이 진출 예정 중에 있다.
- ② 22년 발생한 '카카오 먹통 사태'는 기업들의 데이터센터 이중화, 이원화의 중요성을 사회에 대두시켰다. 정부는 해당 사건 이후 '카카오 먹통 방지법'을 제정하여 네이버, 카카오 등 플랫폼 사들의 데이터센터 이중화 시스템을 의무화했다. 현재 KT는 14개의 국내 자체 데이터센터를, LGU+는 12개, 삼성 SDS는 6개를 보유하는 등 국내 대기업들은 센터 이중화를 넘어 다중화를 진행 중이다.

데이터센터, 어떻게 돌아가는 걸까? 이제 ADC에 주목할 때!

데이터센터의 운영 과정은 ① 클라우드 네트워크를 통해 데이터 유입 ② 라우터를 통해 데이터센터의 서버로 연결 ③ 방화벽과 IPS/IDS를 통해 데이터의 안정성 확인 ④ ADC를 통해 트래픽을 다수의 서버에 분산 ⑤ 올바른 서버로 분산된 데이터를 웹 방화벽에서 보호 ⑥ 서버에 도달한 데이터를 스토리지에 저장 으로 구성된다.

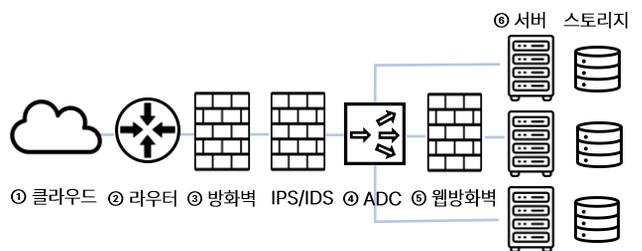
글로벌 데이터 트래픽이 22년부터 30년까지 **CAGR +25% 성장할** 전망에 따라 ADC의 역할에 특히 주목할 필요가 있다. 데이터를 효율적으로 관리하는 것이 센터의 구축 목적이기에, 센터의 장비 중 ADC가 해당 역할의 핵심이다. 최근 다수 발생한 시스템 먹통 문제는 센터의 필수 구성요소인 ADC를 통해 해결 가능하다. 데이터 트래픽이 증가함에 따라 ADC의 수요가 필연적으로 시장의 주목을 받고 있다. 이에 따라 **글로벌 ADC 시장은 23년부터 28년까지 CAGR +16.4% 성장할** 전망이다.

[자료 01] 국내 기업들의 데이터센터 다중화 현황



출처 : 컬리어스 한국 데이터센터 시장 리포트 23년 1월호, Team 하기스 단위 : 개

[자료 02] 데이터센터 운영 과정



출처 : 파이오링크 IR 자료, Team 하기스

보안만이 살길이다

뜨거운 감자, 보안

정보 보안 시장은 생성형 AI의 급증에 따른 데이터센터의 증설과 클라우드 사용 확대에 따라 그 중요성이 대두되고 있다. **국내 보안 시장 규모는 CAGR +13.7% 성장**해 24년 6.6조 원 규모를 달성할 전망이다. 이는 ① **데이터센터 보안의 필요성 증대**, ② **클라우드가 지닌 한계점에 기인**한다.

- ① 보안은 데이터센터 기업의 생존과 직결되어 있다. 기업의 주요 정보와 고객의 민감한 정보를 담고 있기 때문이다. 22년 디지털 신뢰 현황 조사 보고서에 따르면 **소비자의 42%가 기업의 디지털 보안에 대한 신뢰를 잃은 후 해당 기업과의 거래를 중단**한 것으로 나타났다. 현시점, 데이터센터의 증설이 확대되며 이와 관련된 사이버 범죄의 피해 규모 역시 기하급수적으로 증가하고 있다. 데이터센터의 보안은 이제 선택이 아닌 필수이다.
- ② 클라우드 인프라 접속은 원격 형태이기에 공격 경로가 다양하며, 네트워크의 경계 자체를 없애는 특징을 지니기에 사이버보안이 필수적이다. 실제로 클라우드 환경에 보안 전략을 적용하지 않은 기업은 보안 전략을 채택한 기업 대비 **평균 66만 달러 높은 피해액**을 기록했다. 또한 기업의 60%가 클라우드 환경 기반의 원격근무 방식을 채택하면서 데이터 유출에 대한 대응력이 저하되었다. 따라서 보안 시스템·인프라 확대 수요가 주목받고 있다.

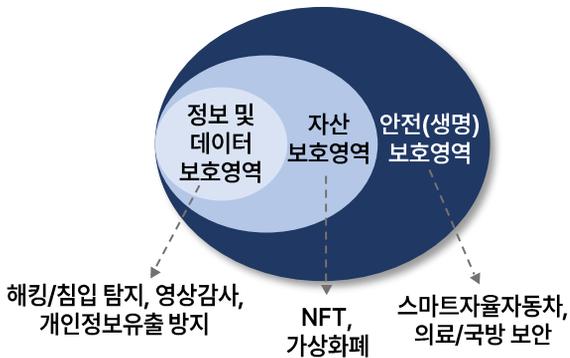
이제는 내가 나선다! 정부의 보안 의무화

사이버보안의 영역이 확대되고 필요성이 증대됨에 따라 정부에서도 정보보호산업에 주목하고 있다. 정부는 24년 1조 1천억 원(YoY +20%)의 예산을 투입하여, '제로트러스트 전환 로드맵' 수립과 K-시큐리티 얼라이언스 체계 등의 본격적인 정보 보호 정책 추진을 계획 중이다.

이러한 투자와 함께 보안 관련 규제도 강화하는 상황이다. 기업의 정보보호 투자를 촉진하기 위해 **22년부터 정보보호 공시 의무제도를 시행**하고 있다. 실제로 23년 공시 이행 기업의 정보보호 투자액은 1조 8,526억 원(YoY +20.9%)으로 제도 시행으로 투자액이 증가하고 있다. 정보보호 중요성이 커짐에 따라 향후 의무 공시 대상은 지속적으로 확대되어 투자액 규모 역시 늘어날 전망이다.

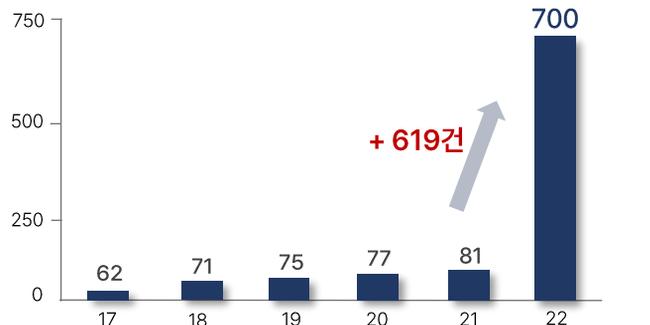
또한 21년 약 40만 개의 아파트 월패드가 해킹되며 **홈네트워크 보안의 중요성이 대두되기** 시작하였다. 이에 **22년부터 세대 간 망 분리를 의무화**하는 지능형 홈 네트워크 설비 및 기술기준 개정을 시행하였다. 따라서 정부의 공공사업과 정책에 따라 국내 보안 기업의 수혜가 기대된다.

[자료 03] 정보보호산업의 영역 확대



출처 : 신한투자증권, Team 하기스

[자료 04] 의무공시 도입에 따른 공시건수 추이



출처 : 과학기술정보통신부

단위: 건수

거버넌스

현재 동사의 최대 주주는 국내 보안관제서비스 1위 기업인 이글루코퍼레이션이다. 2021년 동사는 이글루코퍼레이션이 참여한 이글루 컨소시엄과 함께 키르기스스탄 국가 통합 사이버안전센터 구축 프로젝트를 주주·완료하여 대한민국의 보안 장비 및 사이버 위협 대응 기술을 수출하였다. 동사와 이글루시큐리티는 협력적인 관계는 앞으로의 보안관제와 클라우드 및 상호보완적인 제품개발 부문의 시너지 효과의 구축이 기대되는 바이다.

또한 과거 동사의 **대주주였던 NHN과의 사업협력관계**를 빼놓을 수 없다. NHN은 24년 '국가 AI 데이터센터' 전략을 발표하면서 국내 데이터센터 구축에 대한 열망을 표하였다. 이러한 NHN의 행보는 과거 클라우드 및 플랫폼의 근간이 되는 네트워크/보안 통합 솔루션 사업을 함께 진행했던 동사에게 낙수효과가 있을 것으로 예상된다.

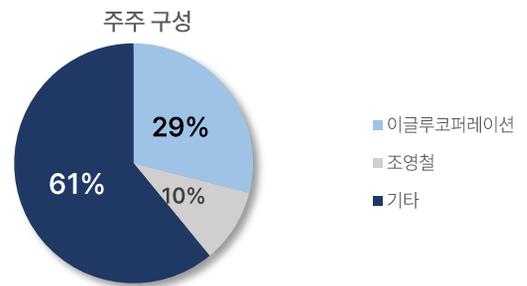
마지막으로 동사의 대주주이자 대표인 **조영철 대표**는 **24년 제17대 한국정보보호산업협회장으로 선출**되었다. 한국정보보호산업협회는 정부의 정보보호산업의 정책 개발 및 산업의 방향성을 제시하며, 우리나라에 로드맵 제시 역할을 수행한다. 이러한 협회의 회장으로 선출된 것은 현 동사의 네트워크 보안 분야에서의 국내 입지를 확인할 수 있는 것으로, 추후 정부와의 보안사업 진행에 있어서 동사의 레퍼런스 확보에 강점을 가질 것으로 예상된다.

[자료 05] 파이오링크 주요 연혁

2013.08	코스닥시장 상장
2014.04	국내최초 고성능 SDN 스위치 출시
2014.12	NHN 엔터테인먼트와 전략적 제휴
2015.10	보안관제 서비스 시작
2015.11	TiFRONT Cloud Switch 출시
2018.04	보안컨설팅 서비스 시작
2020.07	POPCON HCI 출시
2021.10	(주)이글루시큐리티로 최대주주 변경
2022.03	홈 네트워크 보안 시장 진출

출처 : 파이오링크 IR 자료

[자료 06] 파이오링크 주주구성



출처 : 파이오링크, Team 하기스

제품소개

네트워크 사업부는 매출의 약 58%를 차지하며, 동사 주요 제품들을 생산·판매한다. 네트워크 사업부에는 ① ADC, ② 보안스위치, ③ 웹방화벽, ④ HCI 제품이 있다.

- ① **ADC** : 'PAS' 제품군으로 웹서버 앞단에서 특정 서버에 트래픽이 과도하게 몰리지 않도록 다양한 서버에 트래픽을 분산시키고, 서버 응답 속도를 향상시키며 보안을 강화하는 장비이다. 동사의 자체 기술과 개발로 국내 ADC 시장 1위를 점유하는 대표 제품이다.
- ② **보안스위치**: 'TiFRONT' 제품군으로 엔드 유저들의 정보 송신과 수신을 담당하는 전통적인 L2 스위치에 보안 기능을 추가한 스위치이다. PC, 인터넷 공유기 등 엔드포인트와 가장 가까운 곳에 설치되어 유해 트래픽이 네트워크에서 확산하는 것을 차단한다.
- ③ **웹방화벽**: 'WEBFRONT' 제품군으로 웹 서버로 향하는 트래픽에 대한 감지와 웹 공격, 부정 로그인, 웹사이트 위변조, 민감정보 유출 등을 차단하는 기능을 담당한다.
- ④ **HCI** : 'POPCON HCI' 제품으로 소프트웨어 정의 기술을 이용해 컴퓨팅, 스토리지, 네트워크를 하나로 통합하여 클라우드 환경 구축이 가능한 어플라이언스 타입의 HCI이다.

보안 사업부는 매출의 약 37%를 차지한다. 보안 위협을 실시간으로 감지하는 시스템을 구축하는 서비스인 보안관제서비스와 보안컨설팅 서비스를 제공 중이다. 빅데이터 및 AI 기반 차세대 보안 컨설팅을 선보이고 있으며, 원격 관제, 파견 관제 서비스를 통해 효율적 보안 서비스를 제공한다.



ADC



보안스위치



웹방화벽

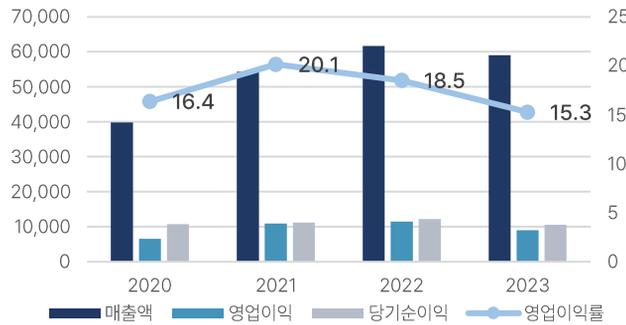
재무분석

21년 급증 이후로 꾸준히 성장하던 매출액과 영업이익이 23년 주춤하였는데, 이는 일본向 수출 재고자산 증가, 정부 협업 '스쿨넷' 프로젝트 완료로 인한 역기저 효과로 보인다. 그러나 24년의 경우 네트워크 장비의 교체주기 도래, 새로운 대규모 프로젝트가 예정되어 있기에 역성장한 실적이 크게 개선될 것으로 전망한다.

무차입 경영 수준을 유지하는 동사의 부채비율은 꾸준히 감소하는 추세를 보이며 전체적으로 상당히 낮은 수치이다. 유동비율 역시 600% 이상을 유지하고 있기에 재무구조는 안정적인 것으로 판단된다. 또한 23년 기준 유동자산이 708억 원으로 CAPEX 및 투자 여력이 건재한 것으로 확인된다.

동사의 영업활동현금흐름은 DC형 부담금 납입으로 인한 현금 유출의 영향으로 23년 정(+)에서 부(-)의 흐름을 보여준다. 투자활동현금흐름 또한 DC형 퇴직연금 가입에 따른 단기금융상품의 감소로 인해 연속 부(-)에서 정(+)의 흐름을 나타내고 있다.

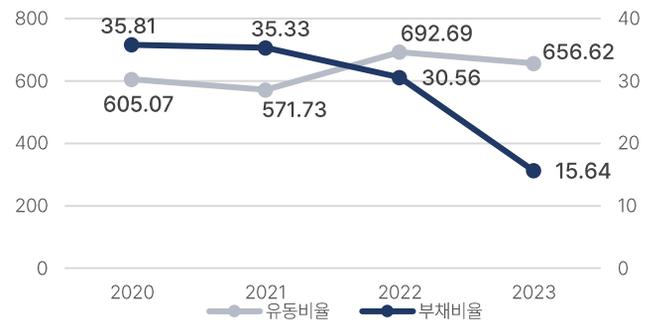
[자료 07] 매출액, 영업이익, 당기순이익, 영업이익률



출처 : DART, Team 하키스

단위 : 백만, %

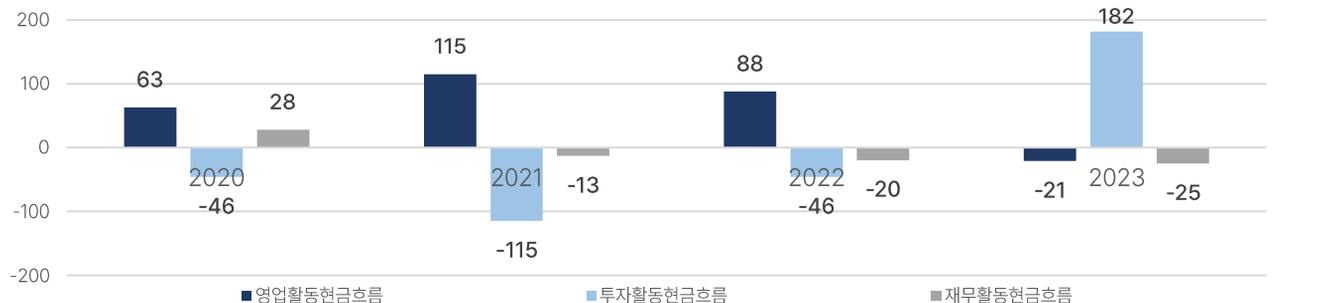
[자료 08] 안정성 지표



출처 : DART, Team 하키스

단위 : %

[자료 09] 현금 흐름 분석



출처 : DART, Team 하키스

단위 : 억 원

Business Model

동사는 내수와 수출 모두 체계적인 파트너 조직을 구성하여 파트너사를 통해 최종 소비자에게 판매하는 전략을 취하고 있다. 즉, 파트너사가 구축해 온 탄탄한 영업망을 활용하여 레퍼런스 확보, 매출처를 확대한다. 현재 계약 중인 파트너사는 총 87개 사로, 제품군 별로 구성되어 있다. 추가로 해외의 경우 일본 10개 사 및 기타 해외 9개 사, 그리고 수출 기반 국내 3개 사와 계약 관계에 있다. 이를 통해 **전국 각 지역으로의 영업력을 확대하여 납품하며 약 5,000개 이상의 최종소비자를 보유**하고 있다.

[자료 10] 파이오링크 밸류체인



출처: Team 하기스

경쟁사 분석

네트워크 사업부 장비 중 ADC, 보안스witch는 제품의 성능을 평가하는 기준이 다양하고, 성능과 용도 별로 다수의 모델이 존재한다. 그렇기에 명확한 경쟁사를 선정하여 직접적으로 비교하는 것은 불가하다고 판단된다. 따라서 네트워크 장비에 대해 간접적 방식으로 경쟁사 분석을 진행하였다.

1) ADC

동사는 국내 유일 ADC 생산 업체이다. 시가총액이 큰 글로벌 벤더사와 경쟁하면서도 국내 시장 점유율 약 43%, 7년 연속 점유율 1위를 유지하는 것으로 보아 동사의 시장 내 경쟁력은 충분히 입증되었다고 볼 수 있다. 이후에도 동사의 점유율이 반전될 가능성은 매우 적다고 판단되는데, 이는 ① 높은 시장 진입장벽, ② 지리적 이점, ③ 락인효과에 근거한다.

- ① ADC는 고도의 기술 뿐만 아니라 네트워크 각 기술 단계별 성숙도, 보안기술에 대한 이해 및 실행 능력이 필요하기에 시장의 진입장벽은 높은 편이다. 이에 따라 신규 기업의 시장 진입 및 점유율 확보는 매우 어렵다고 판단된다.
- ② ADC 제품은 4년의 교체주기를 가지며 유지보수가 1년마다 지속적으로 이루어져야만 한다. 그렇기에 국내 고객사에는 글로벌 벤더사와 비슷한 안정적인 기술력을 가지는 동시에 지리적으로 가까워 유지보수가 쉬운 동사의 제품이 매력도가 크다. 이는 동사가 국내 유일 제조사로서 고객맞춤 커스터마이징, 신속한 C/S 서비스를 제공한다는 점에 기인한다.
- ③ 동사의 주요 납품처는 공공기관과 금융권이다. 해당 고객사 특성상 문제 발생 시 책임 소재를 명확히 하기 위해 기술력에 만족한다면 문제가 발생하지 않는 한 기존 제품 사용을 유지하는 락인 효과가 존재한다.

2) 보안스위치

보안스위치의 경우 비상장기업인 한드림넷이 시장 점유율 약 70%를 차지하고 있으며, 동사에 비해 약 **3배 이상의 파트너사와 엔드유저를 확보**하고 있다. 본 팀은 파트너사와 엔드유저 확보 비율을 고려한 지난 5년간의 보안스위치 매출액을 비교하였으며, 파트너사 대비 매출액 비중이 동사가 더 크다는 것을 확인할 수 있었다. 이는 동사의 제품이 비교적 하이엔드이며, 경쟁사와 시장 타겟층이 다르다는 것을 방증한다. 보안산업의 방향성이 보안의 취약성에 대비하여 더욱 하이엔드의 기술력이 요구되는 지금 동사의 높은 기술력은 시장침투에 가속력이 붙을 것으로 예상된다.

1. 데이터 센터의 축복이 끝이 없네, ADC

24년 ADC 사업부 매출액은 약 286.8억 원(YoY +57%)을 달성할 것으로 예상된다. ADC는 트래픽 분산에 더불어 데이터센터 이중화 구축, 재난상황 시 정상 작동 중인 서버에 세션을 연결하는 등 센터에서 필수적 역할을 한다. 동사의 ADC 매출 성장은 24년 대규모 데이터센터 증설에 따른 ADC 수요 증가에 기인한다.

지금 우리나라는, 데이터센터 BOOM

동사의 24년 신규 데이터센터向 ADC 매출액은 비약적으로 성장해 123.3억 원(YoY +235%)을 달성할 것으로 전망한다. 현재 빅테크 기업의 국내 데이터센터 증설과 정부의 데이터센터 이원화 정책, 그리고 데이터 트래픽 증가로 인해 다수의 대용량 데이터센터가 신설 중이다. 19~22년도의 국내 상업용 데이터센터 증가량은 연간 1.25개로 부진했다. 수도권 데이터센터 공급 과잉과 전력 협의, 원가 상승 등의 압력 때문이다. 하지만 23년부터 지방으로 데이터센터를 분산하여 해당 문제를 해결하였고, 데이터센터 증설이 다시금 본격화되었다. 그럼에도 23년도 국내 데이터센터의 공실률은 4%로, 공급이 역부족한 상황이기에 24년 추가적인 센터 증설이 불가피하다.

23년 상업용 데이터센터 용량은 90MW였다. 이에 따라 동사는 42억 원의 신규 민간向 매출을 달성했다. 24년 완공 예정인 국내 데이터센터의 용량은 전년 대비 약 3배 이상인 305MW이다. 동사는 국내 1위의 시장점유율을 유지 중이며, 경쟁사 대비 유지관리가 편리하다는 이점을 준다. 따라서 19년도 이후 쌓은 레퍼런스 축적을 바탕으로 민간 M/S 확대 기조를 이어 나갈 전망이다. 이에 따라 증설되는 민간 데이터센터에 납품될 ADC의 추가 매출이 발생할 것으로 판단한다.

2. 딸각하니 매출 폭발, 보안스위치

동사의 24년 보안스위치 매출액은 약 202억 원(YoY +42.58%)을 달성하며, 큰 폭의 성장을 이룰 전망이다. 이는 1) 새로운 매출처의 등장, 2) 일본向 매출액 증대에 기인한다.

1) 아파트 월패드 스위치 ON!

동사는 신규 시장인 홈 네트워크 시장에서 매출액이 71억 원 발생할 예정이다. 세대 망 분리 의무화에 따라, 망 분리가 되지 않았던 기존의 홈 네트워크 스위치에서 망 분리가 가능한 보안스위치로의 전환이 필수적인 상황이다.

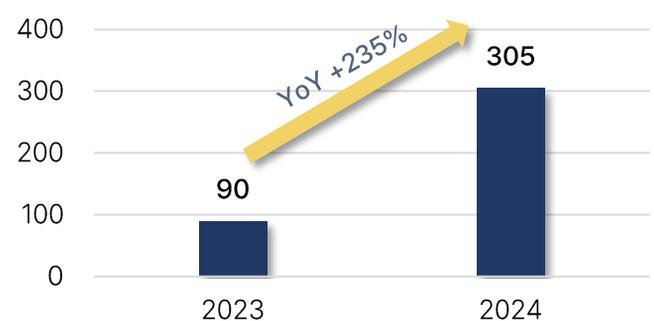
동사 제품의 경우 이미 망 관련 인증을 모두 획득하여 우리나라 아파트에 즉각 납품이 가능하다. 네트워크 공사는 완공시점과 기존 아파트 전부 진행가능하기에 24년 국내 아파트들에 대해 첫 매출이 발생할 것으로 예상된다. 24년 국내 아파트의 총 4,745개의 단지과 45,556개의 동에 설치될 예정이며, 한 단지당 1대의 백본스위치와 한 동당 1대의 보안스위치가 탑재된다. 이러한 정책의 수혜로 24년 동사의 제품은 백본스위치 237개, 보안스위치 2,278개가 납품될 것으로 예상된다.

[자료 11] 24년 증설되는 국내 데이터센터 현황

기업 구분 (분기)	신규 공급 용량
KINX (2)	20MW
다우기술 (2)	24MW
Pacific (2)	120MW
Actics (3)	21MW
Digital Edge (4)	120MW

출처 : 신한투자증권

[자료 12] 23년과 24년의 데이터센터 증설 용량 비교



출처 : 신한투자증권

단위 : MW

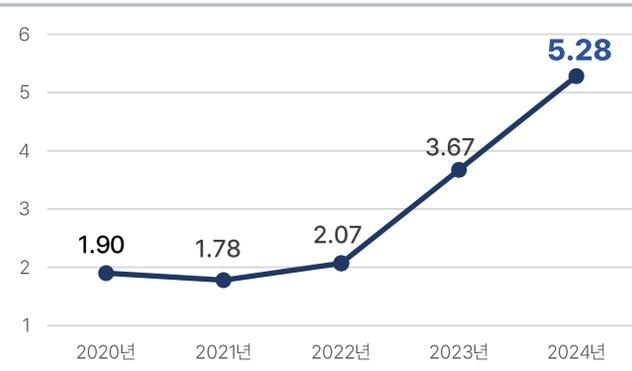
2) 클라우드 보안스위치, 일본을 부탁해!

동사의 24년 일본向 클라우드 보안스위치의 매출액은 약 88억 원(YoY +43.55%)으로 예상된다. 이는 ㉠ 디지털 대전환으로 인한 24년 IT Capex의 높은 성장, ㉡ IT 인력 부족에 따른 임금 상승과 24년 역대 최대의 임금 상승률로 인한 비용 압박 심화에 기인한다.

일본은 기술 투자 부진 및 경제 의존도가 높은 산업의 글로벌 패러다임 변화로 인한 디지털 절벽에 놓여있는 상황이다. 이를 해결하기 위해 일본 정부는 디지털 전환을 가속화 시키기 위한 투자를 확대하고 있다. 일본의 IT Capex 성장률은 22년(66.28%), 23년(35.32%)보다 높은 성장이 전망된다. 특히 클라우드와 관련된 사업에 대한 투자가 급증하고 있다.

일본의 급격한 디지털 대전환은 IT 인력 부족을 야기했다. 2030년 약 79만 명의 인력이 부족할 것으로 전망된다. 이에 일본 IT 인력의 평균 임금은 타 직종 대비 60% 이상으로 매우 높은 수준으로 형성되어 있다. 더불어 24년 일본의 평균 임금 상승률이 30년 만에 최고 수준인 5.28%를 기록하며 IT 기업들의 임금 비용 부담에 대한 압박은 더욱 심화할 것으로 예상된다. 동사의 클라우드 보안스위치와 함께 제공하는 TiController는 별도의 IT 기술자를 필요로 하지 않기에 최적의 대안으로 자리 잡았다. 일본 IT 기술자 연봉 하한선이 8,000만 원 인 것을 감안했을 때, 1,500만 원의 단가인 보안스위치의 사용은 약 85%의 비용 절감이 가능하다.

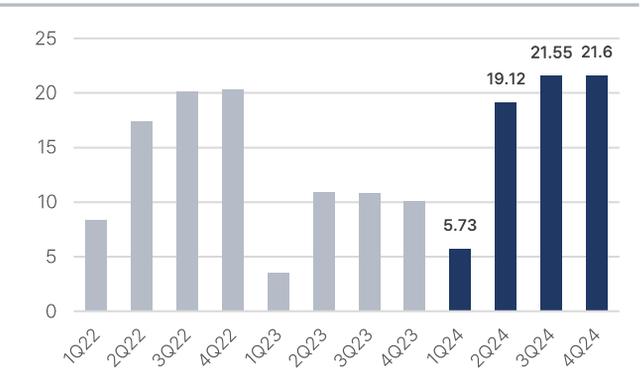
[자료 13] 일본 5개년 임금상승률



출처: 랜고

단위: % YoY

[자료 14] 일본 IT Capex 성장률



출처: BOJ Tankan Survey, 삼성증권

단위: % YoY

3. 보안서비스는 공공기관에서 다 한다.

이글루시큐리티와 우리의 사이는 이글이글~

동사의 24년 보안서비스 매출액은 약 264억 원(YoY +7%)으로 전망된다. 국내보안시장의 핵심은 '레퍼런스'이다. 국내 보안시장은 공공기관이 70%의 비중을 차지하고 있는 시장으로 정부 정책의 방향성과 공공기관과의 레퍼런스가 국내 보안서비스 사업의 매출을 결정한다. 또한 보안 산업의 특성상 레퍼런스를 확보하면 5년 이상 안정적으로 매출이 발생하기에 공공기관과의 관계가 가장 중요하다고 판단된다.

동사의 경우 창립 이래 정부와의 레퍼런스를 꾸준히 늘려오며 매출액의 60%는 공공기관이 담당하고 있다. 더불어 동사의 최대 주주이자 보안서비스 관련 기업인 이글루시큐리티는 공공시장 점유율 70%로 독보적인 1위를 20년간 유지하고 있다. 이에 따라 두 기업의 협업이 국내 보안시장에서 절대적인 영향력을 펼칠 것으로 기대된다.

24년 이글루시큐리티의 국내 최초 AI 보안관제 솔루션 출시, MS와 파트너십을 맺은 클라우드 보안관제 솔루션 출시로 인한 매출 성장 전망에 클라우드 산업에 하이엔드 기술력을 가지고 있는 동사인 만큼 24년의 이글루시큐리티의 보안서비스 매출액 성장은 동사에게도 수혜가 될 것으로 기대된다.

4. 앞으로 우리를 책임질 중장기 산업 : 차세대 데이터센터 HCI의 등장!

국내 유일한 HCI, 국내 데이터센터는 다 접수할 예정

동사는 중장기 사업으로 HCI 사업에 꾸준히 투자하고 있다. 21년 HCI 시장에 진출한 동사는 하드웨어인 'POPCON HCI'와 함께 SDDN 통합솔루션을 선보였다. 국내 최초로 자체 기술개발로 이루어졌으며, 기술지원으로 정부 공인인증을 받아 국내 데이터센터에 진출하고 있다. 하이퍼컨버지드 시스템은 데이터센터의 차세대 통합 솔루션으로 **국내 시장 19년 1,465억 원에서 27년 3,509억 원 CAGR +9.13%**까지 성장할 전망이다. 따라서 HCI가 이용되는 데이터센터는 **1) 쉽고 편리한 운영 및 관리, 2) 구축 기간 단축, 3) 무중단 확장과 비용 절감**의 효과를 누릴 수 있기에 동사의 성장 동력이 될 것으로 기대된다.

리스크 : 24년 1분기 실적, 적자 전환!?! 걱정하지말자

계절성이 있는 매출

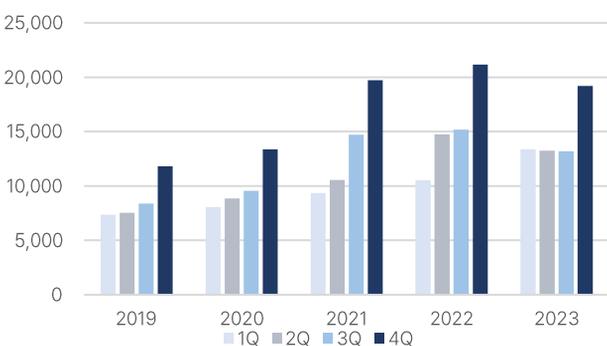
24년 1분기 동사는 당기순이익 -15억 원으로 적자 전환이 이루어졌다. 기본적으로 동사의 경우 **판관비 내 고정비의 비율이 96%로 굉장히 높게 형성**되어 있다. 따라서 23년 증가한 고정성 비용과 24년 1분기의 매출액의 낮은 수치로 적자 전환이 이루어진 것으로 판단된다. 하지만 **동사 매출의 경우 3, 4분기에 집중되는 계절성**을 가진다. 이는 정부 및 민간의 데이터 관련 시설에 대하여 상반기 예산 및 설계가 이루어지며, 제품 투입은 대부분 하반기에 이루어지는 것에 기인한다. 이에 따라 **1분기 매출액이 비교적 낮은 수치로 보이는 것은 당연하다.**

매출 완벽 분석!

24년 1분기 매출액을 살펴보면 보안서비스의 전년 동기대비 매출액은 상승(YoY +1%)하였으며, 네트워크 장비 매출액 하락은 **① 일본향 매출액 재고 축적 영향, ② 네트워크 장비의 매출액 이연**으로 확인된다.

- ① 일본향 매출이 전년 동기 대비 낮은 수치로 보이는 이유는 23년 1분기의 일시적으로 높은 매출이다. 23년 1분기의 경우 클라우드 보안스위치의 가격 인상의 영향으로 일본 총판의 선제적인 재고축적이 이루어졌다. 이로 인한 초과공급이 이루어졌고, 23년 2, 3, 4분기의 수출액이 부진했던 것으로 나타났다. 본 팀은 **재고 축적의 영향이 24년 1분기까지 미쳤으며, 초과 공급분의 해소가 거의 완료됨에 따라 매출액이 회복될 것으로 판단한다.**
- ② 네트워크 장비의 경우 1분기 실적이 예상치보다 낮은 이유는 **계절성 매출과 다음 분기로 이연된 일부 매출의 영향**인 것으로 판단된다. 이는 선수금과 네트워크 장비 매출액의 과거 추이를 살펴보았을 때, **매출액 대비 선수금의 비율이 높게 형성되어 있으면 해당 비율이 하반기에 다시 줄어드는 현상**에 기인한다. 현재 24년 1분기의 경우 선수금은 26억 원으로 매출액 대비 선수금의 비율이 과거 대비 가장 크게 나타나고 있다. 이에 따라 본 팀은 24년 1분기 추정 매출액 중 일부 금액이 **이연된 것으로 판단, 계절성을 고려하여 타분기에 안분한 매출액을 추정**해 주었다.

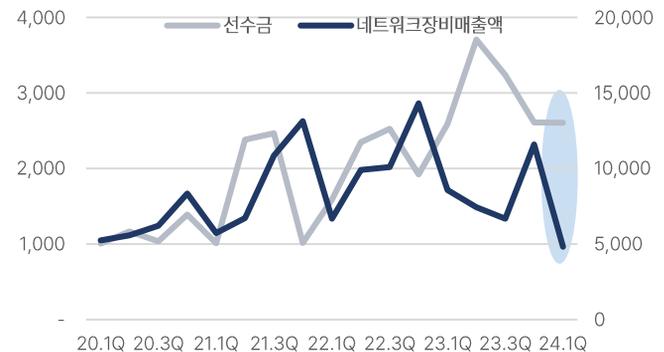
[자료 15] 분기별 매출액 추이



출처 : DART, Team 하기스

단위 : 백만원

[자료 16] 선수금과 매출액 추이



출처 : DART, Team 하기스

단위 : 백만원

PEER PER VALUATION

동사의 PEER Group을 선정하기 위해 네트워크 장비 판매 혹은 보안솔루션 제공 산업을 영위하는 그룹을 우선 선정하였다. 이후 다음과 같은 기준을 선정하여 재분류의 과정을 거쳤다. 과정은 다음과 같다.

PEER Group	사업 부문	시가총액(억 원)	24 FW P/E
케이아이엔엑스	기업 고객을 대상으로 인터넷 인프라 서비스 제공	4,299	16.1
윈스	네트워크 보안제품 판매 및 보안서비스 제공	1,783	7.4
안랩	보안서비스, 모바일보안, 온라인게임보안, 네트워크 보안솔루션 제공	6,499	18.3
이글루	보안 솔루션과 보안관리 서비스 제공	678	3.4
모니터랩	웹서비스 보안 솔루션 제품 판매, 클라우드 기반 산업 영위	763	12.2
F5네트웍스(해외)	네트워크 애플리케이션, 서버 및 스토리지 시스템의 보안 최적화 애플리케이션 제공 네트워크 제품의 개발 및 판매	110,000	13.48
라드웨어(해외)	클라우드 보안 제품 및 솔루션 제공	11,000	28.9
시스코(해외)	네트워킹, 데이터 센터, 협업, 보안 등의 필요한 솔루션과 관련 제품판매	2,520,000	11.9

이 중 '안랩'의 경우 정치테마주로, 기존 벨류에이션 대비 프리미엄이 붙은 것으로 판단하였다. 따라서 평균 산업에서 시장에서의 정치테마주 리레이팅 되었다고 판단 PEER 그룹에서 제외하였다. 케이아이엔엑스의 경우 데이터센터 인프라를 제공하는 사업으로 동사의 전방산업을 영위하는 기업으로 판단 PEER 그룹에서 제외하였다. 마지막 해외 기업의 경우 시가총액의 규모가 너무 크다는 점, 국내 매출액이 가장 큰 비중을 차지하는 동사와 달리 전 세계적으로 영업이 이루어진다는 점에 따라 PEER 그룹에서 제외해주었다. 결론적으로 동사의 최종 PEER는 데이터센터 관련으로 네트워크 장비 판매 산업과 보안서비스 산업을 영위하고 있는 '윈스', '모니터랩' 이다.

PEER Group	시가총액(억 원)	24 FW P/E
윈스	1,740	7.4
모니터랩	659	12.2
이글루	614	3.4
파이오링크	739	7.7

이에 따라 **24F EPS 2,015(원) Target P/E는 7.7(배)**를 적용, **목표주가 15,520(원)**을 제시하며 상승여력 **+51%로 BUY 의견**을 제시한다.

Valuation PEER PER Method (24F)	
24F 당기순이익 (억 원)	138
발행 주식 수	6,856,330
24F EPS (원)	2,015
Target P/E	7.7
현재주가 (원)	9,100
목표주가 (원)	15,520
상승 여력	+70%

Compliance Note

- 본 리포트는 하기스의 저작물로서, 모든 저작권은 작성자(김건우, 김도원, 김준학, 김혜민, 이해빈, 한시연) 및 팀 하기스에게 있습니다. 저작권자의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 리포트는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 또한 작성자와 해당 기업 관계자 사이에 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 리포트는 조사분석자료로, 종목 선택과 최종 투자결정에 대한 책임은 투자자에게 있습니다. 수록된 내용 및 자료는 투자 참고용으로 사용될 수 있으나, 투자자의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

매출추정

본 팀은 파이오링크의 매출액은 **1) ADC, 2) 보안스위치, 그리고 3) 보안서비스**로 나누어 추정하였다.

1) ADC 사업부

ADC 사업부는 교체수요로 인한 매출액과, 신규 수요로 발생하는 매출액으로 나누어 추정하였다.

[교체 수요로 인한 매출액]

ADC의 경우 **교체수요로 인한 매출액은 각 년도 매출액의 50%**이다. ADC 교체주기가 4년인 것을 기본 전제로 한다. 각 년도의 교체수요 매출액에 4년 전 총 ADC 매출액을 나눈 비율을 구하여, **평균치 0.71**을 구하였다. 이를 24년도 적용하여 **20년도 총 매출액의 71%가 24년도 교체수요로 인한 매출액이라 추정**하였다. 분기별 추정인 경우, 20년의 각 분기별 교체수요 비율을 24F 총 교체수요 매출에 곱하여 구해주었다.

단위: 억 원	16	17	18	19	20	21	22	23	1Q 24	2Q 24F	3Q 24F	4Q 24F	24F
총 매출액	157	115	121	137.3	148.1	173	230	181.9	286.8				286.8
교체수요로 인한 매출액 (이연 금액)	78.5	57.54	60.5	68.7	74	86.5	115	91	11.3	24.7 (2.5)	31.1 (3.3)	37.9 (4.2)	105
교체수요 매출액/ 4년 전 총 매출액					0.47	0.75	0.95	0.66					0.71

[신규 수요로 발생하는 매출액]

신규 데이터센터 증설로 인한 매출액은 공공기관向, 민간기업向으로 나누어 각각 추정해 주었다.

① 공공기관向

공공기관向 신규 매출은 꾸준히 약 50억 원 이상의 매출의 발생하고 있기에 큰 변화는 없을 것으로 판단된다. 이에 따라 **5개년 평균치를 적용**해주었다. 분기별 추정의 경우, 계절성을 반영하여 24F 추정액에서 분배해 주었다.

단위: 억 원	19	20	21	22	23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F
공공향 신규 수요	61.8	55.5	51.9	69	54.6	11.3	12.6	14.4	20.4	58.6

② 민간기업向

민간기업向 신규 매출은 24년 완공되는 데이터센터의 용량을 기준으로 계산해 주었다. 국내 시장점유율의 경우, 22년부터 43%를 꾸준히 유지 중인 것을 고려하여 고정해 주었다. 23년도 증설된 데이터센터 용량은 90MW이다. 23년 매출액인 36.8억을 증설 용량인 90으로 나누어 **1MW당 발생하는 매출액 0.4억 원에 24년 증설 용량인 305MW**를 곱해주었다. 분기별 추정의 경우, 각 데이터센터의 완공 시기에 따라 24F 총매출액을 분기별로 분배해 주었다.

단위: 억 원	19	20	21	22	23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F
민간기업향 신규 수요	6.9	18.5	34.6	46	36.8	-	66.3	8.5	48.5	123.3
신규증설 데이터센터 용량(MW)					90	-	164	21	120	305

전체 ADC 추정 매출액 표는 다음과 같다.

단위: 억 원	20	21	22	23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F
교체수요로 인한 매출액	74	86.5	115	91	11.3	24.7	31.1	37.9	105
공공항 신규 수요	55.5	51.9	69	54.6	11.3	12.6	14.4	20.4	58.6
민간기업항 신규 수요	18.5	34.6	46	36.4	-	66.3	8.5	48.5	123.3
총 매출액(이연 금액)	148.1	173	230	181.9	22.4	103.6(2.5)	54(3.3)	106.8(4.2)	286.8(10)

2) 보안스위치 사업부

[아파트용 보안스위치]

아파트용 보안스위치의 경우 P, Q 추정을 진행해 주었다.

[P 추정]

나라장터에 기재되어 있는 백본스위치 1,700만 원, 보안스위치 320만 원을 적용해 주었다.

[Q 추정]

[투자포인트 2]에 언급하였듯, 1) 24년 아파트에 대해 동 하나당 보안스위치 1개, 단지 하나당 백본 스위치 1개가 필요하다. 2) 21, 22, 23년 아파트의 분기 별 세대 수를 더해 각 분기의 평균을 산출하여 분기별 비중을 구하였다. 3) 24년에 설치될 예정인 아파트는 총 205만 세대로, 평균 한 동에 들어가는 아파트 세대인 45세대를 나누어 45,556개의 동을 산출했다. 4) 평균 한 단지에 들어가는 동 수인 9.6동을 나누어 4,745개의 단지를 도출하였다. 전체시장 Q에서 23년 동사의 보안스위치 시장 점유율(5%)을 반영하여 각각 2,278동, 237개의 단지로 추정하였다. 5) 24년 완공 아파트 전체 동 수와 단지 수에 비중을 적용해 주어 각 분기의 보안스위치, 백본스위치 판매대수를 산출하였다.

단위: 억 원	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F
3개년 분기별 평균 아파트 비중(%)	21	24	23	32	100
보안스위치 판매대수	468	541	529	739	2,278
백본스위치 판매대수	49	56	55	77	237
매출액(이연 금액)	16	29(1.85)	29(2.48)	40(3.16)	114(7.49)

출처 : 한국 부동산원

[클라우드 보안스위치]

[P 추정]

클라우드 보안스witch는 TiFRONT와 TiController가 세트로 묶여 판매된다. 나라장터에 기재되어 있는 22년 1,330만 원을 적용시켜주었다. 23년과 24년은 인상된 P인 1,490만 원을 적용시켜주었다.

[Q 추정]

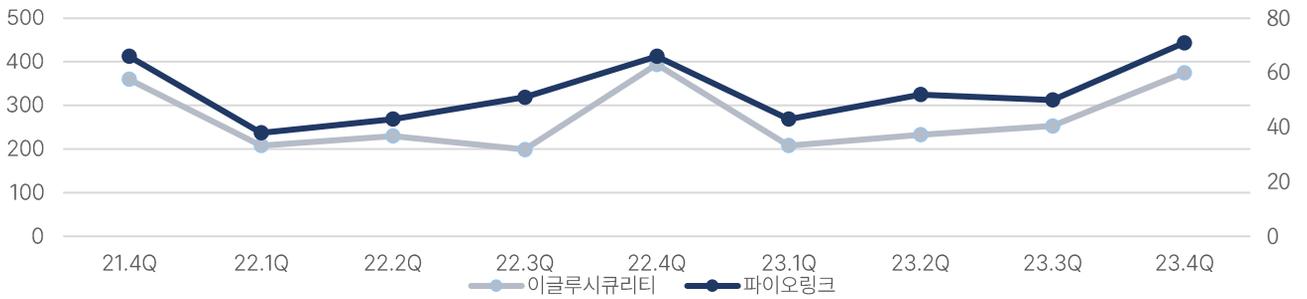
본 팀은 클라우드 보안스위치 매출은 일본 수출로 이루어지고 있다고 판단하였다. 이에 따라 일본向 매출에 P를 나누어 22, 23년의 분기별 판매대수를 추정해 주었다. 이후 [투자포인트 2]에서 언급한 IT CAPEX 성장률에 각 분기별 판매대수를 나누어 성장률 1%당 판매대수인 판매계수를 구하였다. IT CAPEX가 성장함에 따라 24년 또한 판매계수가 성장할 것으로 예상되나, 보수적 추정을 위해서 성장률이 유사한 22년 판매계수를 고정해 주었다. 최종적으로 24년 분기별 IT CAPEX 성장률에 분기별 판매계수를 곱하여 분기별 판매대수를 추정하였다.

단위: 억 원	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F	대수	23	24F
22년 판매계수 (성장률 1% 당 판매 대수)	11	6	9	11	-	1Q	60	11
IT CAPEX 성장률(%)	5.73	19.12	21.55	21.6	68	2Q	4	6
Q	61	106	189	233	589	3Q	5	9
P	0.149	0.149	0.149	0.149	-	4Q	10	11
총매출액(이연 금액)	6.47	16.57(0.67)	29.13(0.9)	35.93(1.14)	88.11(2.7)			

3) 보안서비스 사업부

보안서비스 매출의 경우 이글루시큐리티와 동사의 고객사에 대하여 교차 영업이 이루어진다는 것에 착안하여 이글루시큐리티와 매출액과 동사 매출액의 상관관계를 분석하였다. 이글루시큐리티가 동사를 인수한 21년 4분기부터 23년 4분기까지의 매출액을 분석한 결과 **상관계수 0.92로 매우 높은 수치가 도출**되었다. 이에 따라 두 기업의 매출액이 연동되어 있는 것으로 판단하였다.

[자료 24] 이글루시큐리티와 파이오링크 보안서비스 매출액의 상관관계



출처 : DART

단위 : 억 원

억 원	21	22	23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	24F
총매출액	179	206	247	48	62	68	85	264

24년의 경우 이글루시큐리티의 AI 보안솔루션 출시와 새로운 파트너 체결로 인하여 10% 이상의 매출 성장이 예상된다. 하지만 보수적인 추정을 위해 **이글루시큐리티의 연간평균성장률인 6.9%를 적용**하여 동사의 보안서비스 총매출액을 산정하였다. (공시된 1Q.24 매출액을 고려한 명확한 매출 추정을 위하여 분기별 매출액 대비 보안서비스 매출 비중의 평균을 총매출액에 곱하여 분기별 매출액을 재 추정해 주었다.)

총매출테이블

억 원	19	20	21	22	23	24F
ADC	137	148	173	230	182	287
보안스위치	66	81	167	179	141	202
보안서비스	131	144	178	197	247	264
기타	17	16	24	25	20	22
합계	351	389	541	631	590	775

* 기타 매출액의 경우 동사가 판매하는 웹 방화벽 등으로 구성되어 있다. 웹 방화벽의 경우 증감의 추이가 일정치 않고, 성장세가 보이지 않아 3개년 평균값을 산정하여 24년 22억 원으로 추정해 주었다.

비용추정

[매출원가]

역원	19	20	21	22	23	24F
네트워크 장비 매출원가	74	82	124	150	118	179
네트워크 장비 매출원가율	34%	32%	34%	37%	34%	35%
보안서비스 매출원가	109	116	146	164	191	210
보안서비스 매출원가율	84%	80%	82%	80%	77%	80%
합 계	184	198	270	314	309	389

동사의 경우 사업부별 매출액을 분리하여 산출한다. 이에 따라 산출된 매출액에 **3개년 평균 네트워크 장비 매출원가율 35%, 보안서비스 매출원가율 80%**를 곱해주었다. 사업부별로 21년부터 23년까지 매출원가율의 3개년 평균을 24년 매출원가율로 추정해 주었다.

[판매비와 관리비]

역원	19	20	21	22	23	24F
종업원급여	51	54	63	69	66	86
상여금	4	5	11	11	5	15
경상연구개발비	55	63	82	96	97	123
기타고정비	17	16	16	19	24	27
기타변동비	2	2	2	4	4	7
수출제비용	0.6	0.8	0.7	1.7	0.5	1.9
합계	126	136	164	188	191	242

판매비와 관리비에서 **금액적 중요성을 가지는 계정은 ① 종업원급여, ② 경상연구개발비**이다. 종업원급여 내 급여의 경우 총 급여의 증감 대비 영업관리 직원 수 증감추이가 유사한 최근 2개년 수치로 추정해 주었다. 영업관리 직원에는 생산직, 영업직이 포함된다. 추정의 순서는 다음과 같다.

- 1) 공시된 총 종업원급여에 해당하는 급여 계정의 증감 추이의 2개년(22, 23년) 평균으로 24년 급여 증감 추이 추정
- 2) 총 급여 대비 매출원가 급여, 판매비와 관리비 급여의 비율을 반영하여 생산직, 영업직 직원 수의 비율 추정
- 3) 1)에서 추정한 24년도 급여 증감 추이를 2)에서 추정한 생산직, 영업직 직원 수의 비율로 배분하여 판매비와 관리비 급여에 해당하는 금액 추정

역원	22	23	24F	역원	22	23	24F
영업관리 급여의 증감추이	24	20	22	매출원가 급여(생산)	148	165	
				판매비 급여(영업)	45	48	
영업관리 직원 수 증감추이	12	13	12.5	생산직 비율	77%	78%	77%
				영업직 비율	23%	22%	23%

종업원급여 계정 내 **상여금의 경우 23년을 제외하고 매출액의 약 2%대로** 일정했다. 이에 따라 보수적인 추정을 위해 최근 5개년 간 가장 큰 비중인 2%를 반영하여 추정하였다.

경상연구개발비의 경우 동사는 꾸준히 매출액의 16%를 해당 비용으로 지출하고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 24년 매출액에 대해서도 동일하게 16%를 적용하였다.

* 그 외의 계정의 경우 고정비와 변동비적 성격을 구분하고, 금액적 변동을 판단하여 2~5개년 평균치 혹은 상승 추이를 반영하여 추정하였다.

[기타외영업손익과 금융손익]

역원	19	20	21	22	23	24F
기타수익	1	14	3	12	8	2
기타비용	11	6	0.2	0.2	0.3	0.3
기타손익	1	5	1	12	8	1
금융수익	7	8	10	13	15	13
금융비용	1	3	2	6	8	8
금융손익	6	5	8	7	7	5

기타외영업손익과 금융손익의 경우 **지속적으로 발생하는 계정은 ① 이자손익, ② 외환손익**이다. 지속적으로 발생하는 계정의 경우 5개년 평균 혹은 금액적 추이를 반영하여 추정하였다. 이외의 일회성 손익계정들은 합리적인 추정이 불가능하기에 0 원으로 추정하였다.

여기서 **기타수익의 배당금수익은 이글루 내 동사의 지분 7%에 대해 취득한 배당수익**이다. 지분을 보유하기 시작한 22년부터 취득하였으며, 현시점에서 이글루 현금배당수익률의 합리적 추정은 불가능하다. 이에 따라 보수적 추정을 위해 최근 작년 배당수익금으로 고정해 주었다.

[법인세비용]

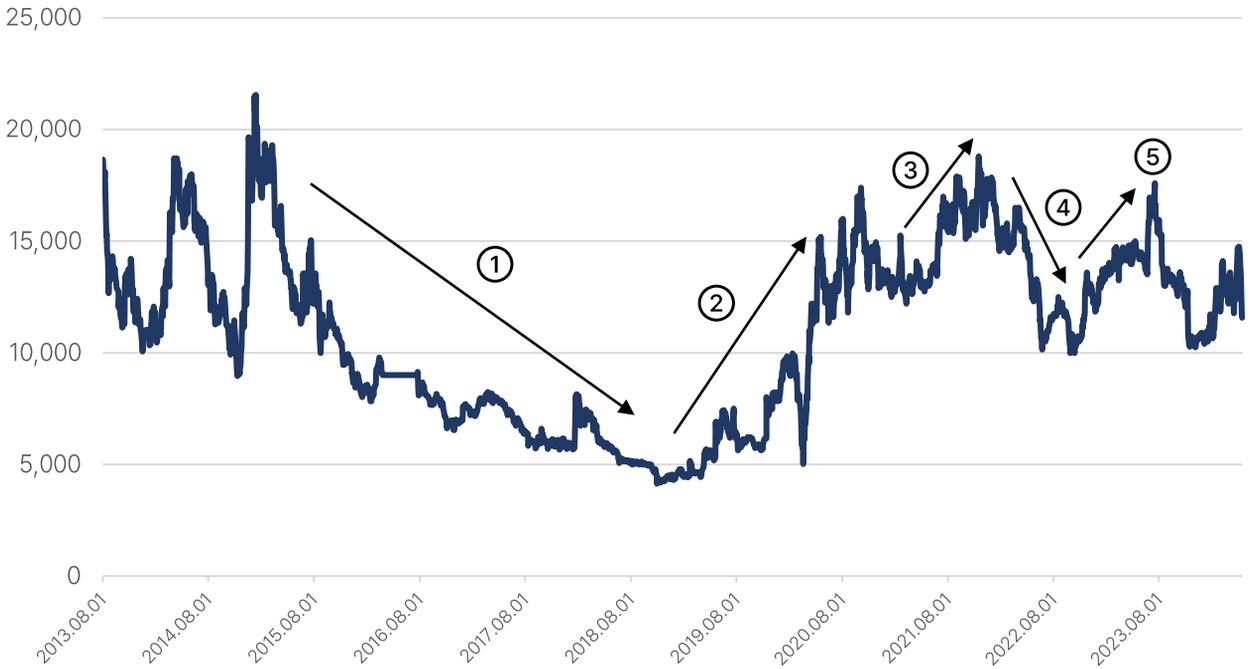
역원	19	20	21	22	23	24F
법인세차감전손이익	38	78	121	133	105	140
법인세비용(수익)	(18)	(28)	9	11	(1)	12
유효세율	-	-	7.74%	8.51%	-	8.51%

동사의 경우 19, 20, 23년 법인세 수익이 발생하였기에 유효법인세율을 산출할 수 없었다. 매출액과 영업이익과의 연결성도 확인하지 못하였기에 보수적 추정을 위해 최근 5개년 동안 산출된 유효세율 중 가장 큰 수치를 반영하여 추정해 주었다.

[포괄손익계산서]

역원	19	20	21	22	23	24F
매출액	351	398	543	616	590	775
YoY	+28%	+13.4%	+36.4%	+13.4%	-4.2%	+31.3%
매출원가	184	198	270	314	309	389
매출총이익	167	201	273	302	281	386
GPM	+48%	+50%	+50%	+49%	+48%	+50%
판매비와 관리비	126	136	164	188	191	242
영업이익	42	65	109	114	90	145
OPM	+12%	+16%	+20%	+19%	+15%	+19%
금융손익	6	5	8	7	7	5
기타영업 외 손익	(10)	8	3	12	8	1
법인세비용 차감전이익	38	78	121	133	105	151
법인세비용(수익)	(18)	(28)	9	11	(1)	13
당기순이익	56	107	112	121	106	138

파이오링크 주가분석



- ① 15~17년도 연 매출 적자를 기록하며 실적으로 주가 하락
- ② 18년도 흑자 전환 및 자기주식 취득 신탁계약 체결 결정으로 인한 주가 상승
- ③ 국산화 트렌드 수혜의 기대감으로 주가 상승
- ④ 전반적인 코스닥 시장의 조정으로 인한 주가 하락
- ⑤ 카카오 데이터센터 화재로 데이터센터 이원화에 따른 ADC 수요 증가 기대에 따른 주가 상승

13년도 코스닥 시장에 상장한 이후 동사의 주가는 실적, 전방산업(데이터센터)의 성장, 정부 정책의 수혜를 중심으로 움직였다. 향후에도 동사의 실적개선, 전방산업의 성장 및 정부 정책 방향성에 따라 주가 변동을 야기할 가능성이 큰 것으로 판단된다.

Valuation : PEER PER Valuation

본 리서치팀은 동사의 Valuation을 위해서 PEER PER 기법을 선정하였다.

Why not Historical PER Valuation?

동사의 현재 상황의 경우 Historical PER 기법을 이용하기 무리가 있다고 판단하였다. 그 이유는 다음과 같다. 현재 동사의 24년은

- 1) [투자포인트 1]에서 언급하였듯, 국내 본격적인 데이터센터의 건축이 시작되는 시기이다. 과거의 경우 데이터센터의 평균적으로 1.25개가 건축되었으나, 24년 6개의 완공이 예정되어 있어 이전의 기대감과 다르게 나타날 수밖에 없다.
- 2) [투자포인트 2]에서 언급하였듯, 홈 네트워크 망 분리 의무화로 발생한 새로운 신규 매출이 발생할 예정이다. 과거에 존재하지 않던 신규시장으로의 진출은 이전의 기대감과 다르게 나타날 수밖에 없다.

Valuation 비율 산정방식

1) ADC 사업부

[민간기업向]

민간기업向 신규 매출은 24년 완공되는 데이터센터의 용량을 기준으로 계산해주었다. 23년도 증설된 데이터센터 용량은 90MW이다. 23년 매출액인 42억 원을 증설 용량인 90으로 나누어 1MW당 발생하는 매출액 0.4억 원을 도출하였다.

$$\begin{aligned}
 &23\text{년 민간 신규 매출액} \text{ ----- } \textcircled{1} \\
 &23\text{년 증설된 데이터센터 용량} \text{ ----- } \textcircled{2} \\
 &1\text{MW 당 발생하는 매출액} \text{ ----- } \textcircled{1} / \textcircled{2}
 \end{aligned}$$

2) 클라우드 보안스위치

일본向 매출에 P를 나누어 22년 23년의 분기별 판매대수를 추정해주었다. IT CAPEX 성장률에 각 분기별 판매대수를 나누어주어 성장률 1%당 판매대수인 판매계수를 구하였다.

$$\begin{aligned}
 &\text{일본向 22년, 23년 분기별 매출액} \text{ ----- } \textcircled{1} \\
 &\text{가격} \text{ ----- } \textcircled{2} \\
 &\text{분기별 판매 대수} \text{ ----- } \textcircled{1} / \textcircled{2} \\
 &\text{IT CAPEX 성장률} \text{ ----- } \textcircled{3} \\
 &\text{성장률 1\% 당 판매대수(판매계수)} \text{ ----- } \textcircled{3} / \textcircled{1} / \textcircled{2}
 \end{aligned}$$

편집상공백

용어정리

Page	용어	의미
4	생성형 AI	딥러닝 모델을 사용하여 새로운 콘텐츠를 생성하는 인공지능 기술
4	클라우드 퍼스트	새로운 정책이나 애플리케이션 개발에 클라우드 솔루션을 가장 먼저 검토하는 것
4	데이터센터	데이터를 365일 관리 운영하는 물리적 시설
5	코로케이션	자체적 데이터센터 구축 대신 공급자의 시설을 임대하여 사용하는 것
5	데이터센터 이중화	메인 센터에 장애 발생 시 서브 센터를 설치해 대응하도록 하는 것
5	데이터센터 이원화	다른 데이터센터에 데이터를 복제해 저장해두는 것
6	제로트러스트	복잡한 네트워크의 보안이 항상 외부 및 내부 위협에 취약한 상태라고 가정하는 프레임워크
6	시큐리티 얼라이언스 체계	기업들이 사이버 보안 위협에 공동으로 대응하기 위해 협력하는 시스템

편집상공백

포괄손익계산서

단위 : 억원, %, 배, 천주

항목	2021	2022	2023
매출액	543	616	590
매출원가	270	312	309
매출총이익	273	302	281
판매비와관리비	164	188	191
영업이익	109	114	90
기타영업손익	0	0	0
영업이익	109	114	90
금융수익	10	13	15
금융원가	2	6	8
기타영업외손익	0	12	8
법인세비용차감전계속손익	121	133	105
법인세비용	9	11	-1
계속사업손익	112	122	106
당기순이익	112	122	106

주요투자지표

단위 : 원, %, 배

항목	2021	2022	2023
수익성 지표			
ROE	19.60	18.06	13.81
ROA	14.46	13.61	11.25
안정성지표			
부채비율	35.33	30.56	15.64
유동비율	571.73	692.69	656.62
이자보상배율	325.16	263.41	172.02
활동성지표			
총자산 회전율	0.70	0.69	0.63
재고자산회전율	11.65	8.13	4.67
EPS	1,629	1,771	1,542
BPS	9,628	10,862	12,063
PER	10.84	6.83	6.89
PBR	1.90	1.11	0.88

재무상태표

단위 : 억원, %, 배, 천주

항목	2021	2022	2023
유동자산	602	752	708
현금및현금성자산	231	250	381
매출채권및기타채권	143	161	145
재고자산	52	99	153
기타유동자산	17	18	7
비유동자산	236	196	227
유형자산	78	80	82
기타비유동자산	2	2	1
자산총계	838	947	932
유동부채	105	109	108
매입채무및기타채무	59	54	61
기타유동부채	7	13	16
부채총계	219	222	126
지배지분	619	726	806
자본금	34	34	34
자본잉여금	283	283	283
이익잉여금	319	436	512
비지배지분	0	0	0
자본총계	619	726	806

현금흐름표

단위 : 억원, % 배, 천주

항목	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	115	88	-21
당기순이익	112	122	106
비현금항목의 가감	5	5	1
감가상각비	17	14	14
기타	0	0	0
자산부채의 증감	-1	-5	0
기타현금흐름	-18	-48	-142
투자활동 현금흐름	-160	-140	50
투자자산	10	-100	0
유형자산	-140	-40	50
기타	-30	0	0
재무활동 현금흐름	30	71	37
차입금	80	10	-60
자본	0	90	0
배당금의 지급	-10	-17	-20
현금의 증감	-40	-12	57
기초 현금	246	231	250
기말 현금	231	250	316