

파이오링크 (170790)

2020년 영업 레버리지가 기대되는 보안 전문 기업

Mid-Small cap



심의섭

02 3770 5719
euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (01/08)	8,800원
자본금	34억원
시가총액	603억원
주당순자산	5,163원
부채비율	38.44
총발행주식수	6,856,330주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	75,750주
52주 고	9,170원
52주 저	4,420원
외인지분율	1.96%
주요주주	조영철 외 3 인 39.28%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.6	56.9	97.8
상대	5.7	48.4	100.6
절대(달러환산)	13.8	61.0	89.7



자료: Myresearch

오랜 업력과 꾸준한 성장을 지속해 온 네트워크 보안 전문 기업

- 2000년 설립, 2013년 코스닥 시장에 상장한 네트워크 보안 전문 기업. 주요 사업으로 ADC (Application Delivery Controller) 및 보안 스위치(L2/L3 Switch), 웹방화벽 및 보안 관제·컨설팅 등을 영위하고 있으며, 부문별 매출 비중은 2019E 기준 ADC 43%, 보안스위치 20%, 웹방화벽 6%, 용역 매출 및 기타 33%로 구성.
- ADC는 데이터센터/전산실의 주요 구성요소로서 트래픽 부하분산(Load Balancing) 기능과 더불어 SSL 가속 및 처리 등을 담당하는 네트워크 솔루션 제품으로 연간 800억 규모의 국내 시장에서 30%대의 M/S로 1위를 유지하고 있음. 보안 스위치는 PC와 네트워크 사이에서 트래픽을 목적지로 전송하는 관문 역할을 담당하는 L2/L3 스위치에 보안 기능과 클라우드를 통한 관리/제어 기능을 탑재해 관리 효율을 높인 '클라우드 보안 스위치'로 국내 및 일본 시장 공략 중. 보안 관제·컨설팅 사업은 원격관제 및 파견관제, AI기반 보안관제 등 서비스를 다각화하고 있으며, 시장 점유율은 낮으나 사업 확장 지속 중에 있으며, '19년 흑자전환 기대.

2020년에도 기대되는 성장과 수혜

- ADC 시장은 5G 시대와 더불어 유무선 통신 트래픽이 지속 증가하는 환경에서 데이터센터의 양적 증가 외에도 데이터 전송 효율성에 대한 요구 증가, 데이터 처리에 필요한 요구 지능 향상 등으로 인해 질적 성장까지 지속되고 있음. 4Q18~1Q19 국내 메이저 금융사 네트워크 장비 고도화 프로젝트에 신규로 장비를 납품하며 레퍼런스를 확대하였으며, 이를 바탕으로 한 매출 성장 지속과 더불어 올해에도 지속될 데이터센터 및 클라우드 센터 투자 수혜로 고성장 지속 전망. 최근 경쟁사 ADC 제품에서 보안 취약점이 발견된 바 있어 반사이익 또한 가능할 것으로 전망.
- 보안 스위치 제품의 경우 일본형 클라우드 보안 스위치 수출이 작년부터 지속 증가하였으며, 올해 큰 폭 성장 전망. L2/L3 스위치 시장 내에서 클라우드 보안 스위치의 규모는 미미하나, 미래 지향적 네트워크 보안 장비라는 측면에서 향후 성장성은 굉장히 크다고 판단.

2020E 영업 레버리지 효과로 높은 이익 성장 기대. 저평가 매력은 덤

- 동사는 50%에 달하는 매출총이익률과 더불어 안정적인 판관비 지출로 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 큰 사업 구조 보유. 2020E 매출 고성장 지속과 더불어 영업 레버리지 효과로 YoY +83%에 달하는 영업이익 성장 기대. 2019E PER 13x, 2020E 6.7x로 Valuation 매력 또한 높다고 판단.

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
매출액	287	186	274	356	458
영업이익	15	-17	11	49	90
지배주주순이익	-29	-30	4	47	90
영업이익률	5.4	-9.0	4.1	13.8	19.6
EPS	-419	-438	53	680	1,310
PER	-17.9	-15.7	105.2	12.9	6.7
PBR	1.4	1.2	0.9	1.7	1.7
ROE	-7.5	-8.8	1.1	12.4	21.3

자료: 유안타증권 리서치센터

파이오링크 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	38	45	42	62	49	47	61	117	74	76	84	130	274	356	458
ADC	25	28	24	38	18	21	28	54	39	28	30	55	121	152	175
보안스위치	7	9	2	10	19	9	11	18	9	16	21	25	57	71	100
웹방화벽	3	4	3	3	6	5	4	7	4	6	4	7	22	22	25
상품매출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	-	6	8
용역매출 등	3	4	13	10	6	11	17	39	22	24	26	40	74	113	150
매출총이익	21	26	26	33	28	18	30	66	34	34	40	68	141	175	220
GPM %	57%	58%	61%	54%	57%	38%	48%	56%	46%	46%	47%	52%	51%	49%	48%
판관비	29	29	33	31	32	31	31	35	33	28	30	35	129	126	130
영업이익	-8	-4	-7	2	-4	-13	-1	31	1	6	9	33	11	49	90
OPM %	-21%	-8%	-17%	3%	-9%	-28%	-2%	26%	1%	8%	11%	25%	4%	14%	20%
당기순이익	-6	9	-5	-28	-3	-22	0	38	0	7	9	30	4	47	90
NPM %	-17%	21%	-12%	-45%	-6%	-47%	0%	32%	0%	10%	11%	23%	1%	13%	20%

자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 ADC 장비 PAS-K



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 클라우드 보안스위치 TiFRONT 및 관리시스템



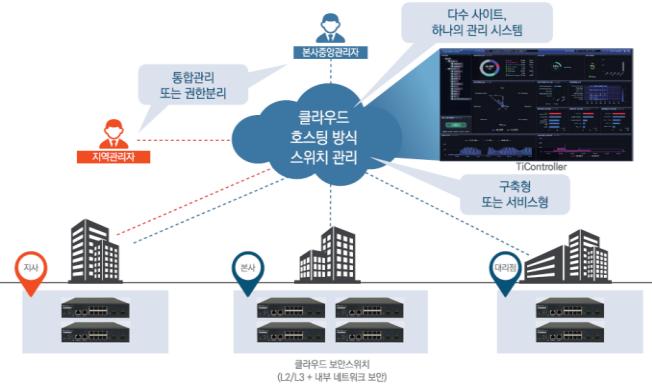
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

ADC의 다양한 역할 TiController

- 다양한 부하분산 (Load Balancing) ▪ 서버 오프로드
- 다양한 리다이렉션 ▪ 네트워크 주소 변환
- 다양한 이중화 (Failover) ▪ 네트워크 레벨 보안
- TCP 멀티플렉싱 ▪ DDoS 방어 및 서버 정보 은폐
- REST API ▪ Script 기반 제어 및 설정
- HTTP 압축 및 메모리 캐싱 ▪ 트래픽 폭주 제어 및 연결 보장
- 네트워크 방화벽 ▪ 클라우드 오케스트레이션 연동 플러그인 등
- 트랜잭션 보장 및 HTML 최적화

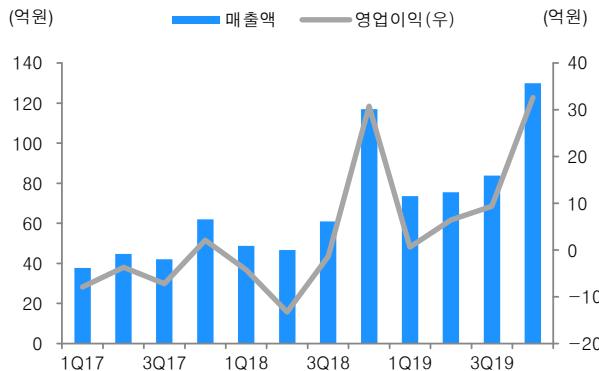
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

클라우드 보안 스위치 개요도



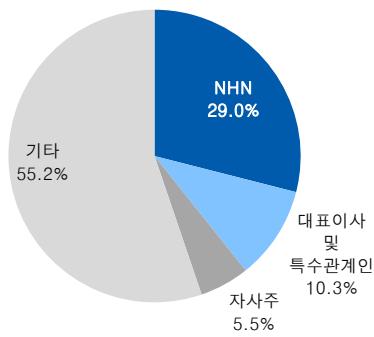
자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

주주 구성



자료: 파이오링크, 유안타증권 리서치센터

파이오링크 (170790) 재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액		223	213	287	186	274
매출원가		85	85	135	80	133
매출총이익		138	128	152	106	141
판관비		112	144	136	123	129
영업이익		25	-16	15	-17	11
EBITDA		28	-6	29	-4	22
영업외손익		0	-9	-29	-8	-9
외환관련손익		0	0	0	0	0
이자손익		3	7	6	7	5
관계기업관련손익		0	0	0	0	1
기타		-3	-16	-35	-15	-14
법인세비용차감전순손익		29	-28	-20	-16	10
법인세비용		-2	5	9	14	7
계속사업순손익		31	-34	-29	-30	4
증단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		31	-34	-29	-30	4
지배지분순이익		24	-27	-18	-24	0
포괄순이익		31	-34	-28	-28	4
지배지분포괄이익		31	-34	-28	-28	4

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
영업활동 현금흐름		22	13	28	34	9
당기순이익		0	0	-29	-30	4
감가상각비		4	5	5	4	4
외환손익		0	0	0	0	0
총속, 관계기업관련손익		0	0	0	0	-1
자산부채의 증감		-21	8	-21	22	-30
기타현금흐름		39	1	73	37	31
투자활동 현금흐름		-68	-93	-36	-41	23
투자자산		-11	-51	1	6	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-7	-3	-14	-3	0
유형자산 감소		0	0	0	0	0
기타현금흐름		-50	-39	-23	-44	23
재무활동 현금흐름		-3	139	-17	-12	-2
단기차입금		0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금		-3	-7	0	0	-2
자본		0	147	0	0	0
현금배당		-4	-3	0	0	0
기타현금흐름		4	2	-17	-12	0
연결범위변동 등 기타		0	0	0	0	0
현금의 증감		-49	60	-25	-20	30
기초 현금		150	101	161	136	117
기말 현금		101	161	136	116	147
NOPLAT		27	-19	22	-31	4
FCF		-16	9	2	-29	0

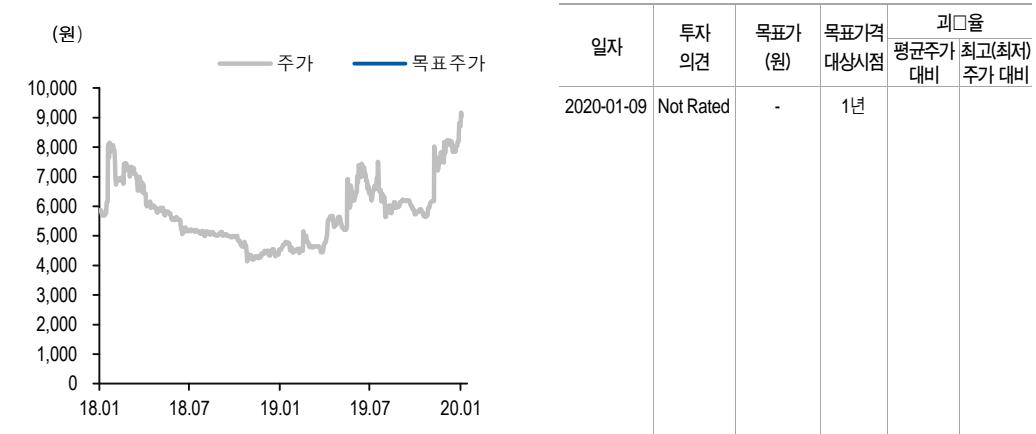
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
유동자산		276	355	341	317	346
현금및현금성자산		101	161	136	116	147
매출채권 및 기타채권		51	65	80	60	98
재고자산		70	55	32	31	35
비유동자산		113	161	124	111	117
유형자산		29	31	28	38	36
관계기업등 지분관련자산		17	46	30	30	35
기타투자자산		5	17	7	8	5
자산총계		389	516	464	428	463
유동부채		52	59	51	49	64
매입채무 및 기타채무		27	41	23	28	35
단기차입금		0	0	0	0	0
유동성장기부채		7	0	0	0	0
비유동부채		40	48	50	56	65
장기차입금		0	0	0	0	0
부채총계		92	107	101	105	129
자배지분		297	409	364	323	335
자본금		26	34	34	34	34
자본잉여금		122	263	263	263	266
이익잉여금		149	111	83	55	64
비자배지분		0	0	0	0	0
자본총계		297	409	364	323	335

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
EPS		604	-521	-419	-438	53
BPS		5,620	5,964	5,487	4,990	5,163
DPS		60	0	0	0	0
PER		19.1	-21.7	-17.9	-15.7	105.2
PBR		2.5	1.3	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA		18.6	-11.3	-23.0	-20.8	7.3
PSR		2.7	3.4	1.8	2.5	1.4

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
매출액 증가율 (%), YoY		42.8	-4.6	34.9	-35.0	46.7
영업이익 증가율 (%), YoY		322.3	적전	적전	적전	적전
자본순이익 증가율 (%), YoY		97.9	적전	적지	적지	적전
매출총이익률 (%)		61.7	60.0	52.9	56.9	51.4
영업이익률 (%)		11.3	-7.7	5.4	-9.0	4.1
자본순이익률 (%)		10.6	-12.6	-6.2	-13.1	0.0
ROIC		17.3	-10.4	20.6	-13.6	6.9
ROA		6.1	-5.2	-3.8	-5.7	0.0
ROE		11.0	-9.5	-7.5	-8.8	1.1
부채비율 (%)		31.0	26.1	27.7	32.5	38.4
영업이익률/이자비용 (배)		86.5	-	-	-	1125.0

파이오링크 (170790) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-01-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.