

팔로알토 네트워크스 (PaloAlto Networks)

(PANW.US)

네트워크 보안 1등 기업의
시장 격차 벌리기

블룸버그 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
89%	8%	3%

현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.08.04): \$403.33
블룸버그 목표주가: \$443.81

기업 개요

- 미국 네트워크 보안 시장에서 점유율 1위 (FY2Q20 차세대 방화벽 시장 점유율 18%). Fortune 100 기업 중 85개가 동사의 보안 제품 사용 중
- 'FY15~'FY20 매출액 CAGR +29.7%로 업계 내 가장 빠른 성장률 기록
- 지난 3년간 13개 기업 인수합병을 통해 시장 지배력 확대 중

투자 포인트

1. 사이버보안 시장 성장

- 산업 디지털화에 따라 사이버 위험 노출 범위 증가 : 1) AI, 5G 발전에 따른 기업들의 데이터 사용량 증가 2) 코로나19 영향으로 언택트 활동량 증가, 디지털 디바이스 종류 다양화
- '20년 말 정부기관 해킹 사건인 솔라윈즈 사고를 시작으로 사이버 보안에 대한 중요성 부각. '21년 5월 바이든 행정부, 국가 안보 시스템 보호를 위한 사이버 보안 강화 행정명령 시행

2. 미국 네트워크 보안 시장 1등 기업

- 네트워크 보안의 시초인 방화벽 시장에서 시장 점유율 18%인 1 위 기업. 차세대 방화벽 업계 최초 도입한 선두주자이며 강점인 방화벽 기술을 클라우드로 구현 확장 중

3. 인수합병을 통한 보안 제품 포트폴리오 확대

- 소프트웨어 시장은 인수 합병을 통해 성장해옴. 동사도 지난 3년간 총 13개의 보안 관련 기업들은 인수하며 클라우드 보안, SD-WAN 시장으로 입지를 넓히는 중
- 고객당 연간 지출 금액, 제품 3개 이상 사용 고객 수 꾸준한 증가세
- 인수합병은 포트폴리오 확대 -> 제품간 시너지 극대화 -> 고객 락인 (Lock-in) -> 매출 증가 -> 시장 점유율 확대로 이어질 것으로 전망

3. 실적 및 밸류에이션

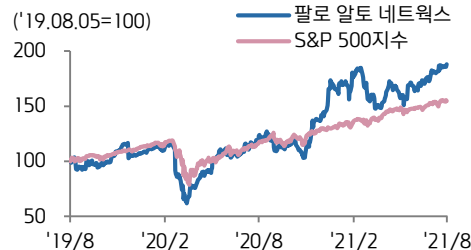
- 'FY21, 'FY22 PER 각각 66.9 배, 56.1 배. 'FY21~'25E 예상 매출액 CAGR +18~20% 성장 예상되며 EPS 는 연간 35% 성장해 'FY25E PER 20 배 수준으로 감소할 전망
- Peer 대비 가장 높은 매출 성장률 유지, 포트폴리오 시너지 효과로 보안 시장에서의 점유율 더 확대될 전망

Stock Data

산업분류	소프트웨어 & 기술 서비스
S&P500 (08/04)	4,402.7
현재주가/목표주가	403.3 / 443.8
52주 최고/최저	405.2 / 219.3
시가총액(mln \$)	39,280.7
유통주식수(mln)	97.4
일평균거래량 (3M)	935,686

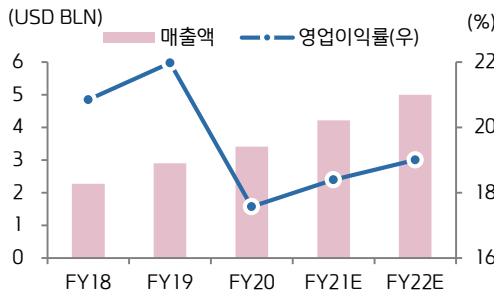
Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	13.5	8.2	5.4	58.2
S&P500 Index	17.2	1.2	13.7	33.2



Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	2,274	2,900	3,408	4,209
영업이익	474	637	599	774
OPM(%)	20.8	22.0	17.6	18.4
순이익	381	539	485	598
EPS	4.0	5.5	4.9	6.0
증가율(%)	47.2	36.6	-10.5	22.7
PER(배)	-	-	-	66.5
PBR(배)	15.7	13.8	22.4	34.3
ROE(%)	-12.6	-5.9	-19.9	55.1
배당수익률(%)	-	-	-	-



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

기업 개요

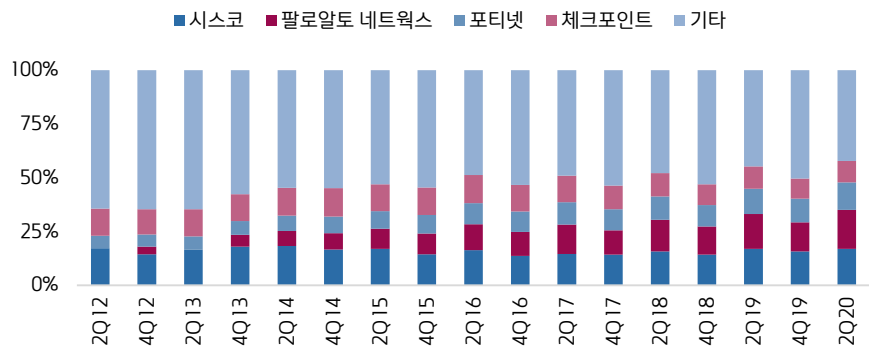
미국 네트워크 보안 1등 기업

미국 1등 네트워크 보안 업체

팔로알토 네트워크스는 네트워크 방화벽 시장 점유율 1위를 차지하고 있는 미국 최대 사이버 보안 업체이다. 방화벽 보안 1세대 선두주자인 체크포인트 테크놀로지(CHKP)의 전직 엔지니어인 Nik Zur이 2005에 설립한 회사로 현재 150여개 국가에서 약 7만 7천명의 고객사들에게 서비스를 제공하고 있다. 동사의 네트워크 보안은 Fortune100 기업 중 85개 기업이 사용하고 있는 만큼 전 세계적으로 상용화되었다. 설립자 Nik Zuk은 체크포인트 테크놀로지 근무 당시 업계 최초의 방화벽과 침입 방지 시스템을 개발한 경력이 있는데, 이를 기반으로 팔로알토 네트워크스에서 세계 최초로 차세대 방화벽(Next Generation Firewall, NGFW)을 도입하는 등 동사는 방화벽 시장에서 최고의 기술력을 자랑하고 있다. '20년 4분기 기준 글로벌 네트워크 보안 시장에서 꾸준히 1위의 위치를 지켜오던 시스코 시스템즈(CSCO)를 제치고 점유율 18%로 1위를 기록했으며, 시장조사기관 가트너(Gartner)로부터 9년 연속 네트워크 방화벽 부문 매직 퀼드란트(Magic Quadrant)리더로 선정된 이력을 보유하고 있다.

동사의 보안 솔루션 제품은 (1) 머신러닝 기반의 차세대 방화벽을 제공하는 네트워크 보안 Strata 와 (2) 클라우드 보안 Prisma, (3) 머신러닝 기반의 AI 자동화 보안 운영 체제 Cortex 로 나뉘져 있다. 동사는 차세대 방화벽을 주력 제품으로 제공하고 있고, 현재 클라우드 기반 방화벽 기술을 키워가고 있다. 이 외에도 사용자가 어느 위치에서든 애플리케이션과 데이터, 기기를 보호하고 보안 서비스를 접할 수 있도록 포괄적인 사이버 보안 제품 라인업을 갖추고 있다.

네트워크 보안 시장 점유율



자료: Statista, 키움증권 리서치센터

팔로알토 네트워크스 보안 제품 포트폴리오

Secure any cloud
Secure cloud native applications across the full lifecycle in any cloud.

Automate security operations
Empower SecOps with automation-driven detection, investigation, and response.

Adopt Zero Trust network security
Apply industry-leading innovations across the network security stack.

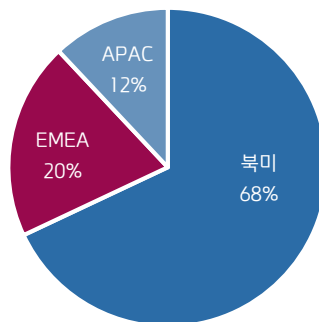
자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

매출 및 비즈니스 구조

팔로알토의 매출은 1) 제품 및 라이선스 판매(31%), 2) 보안서비스 구독 및 솔루션 업데이트/유지관리 (69%)에서 발생한다. 제품 판매 매출은 외부 IP 와 침입을 차단하는 역할의 방화벽 장비 판매 수익에서 발생하고 있으며, 보안서비스 구독 및 솔루션 업데이트, 유지관리 부문은 네트워크, 클라우드, Cortex 솔루션 내 세부적인 보안 기능들과 구독 기간동안 지원하는 솔루션 정기 업데이트 및 고객센터와 같은 부가 서비스에서 발생한다. 수익 구조는 최종 구매 고객(end-customers)이 동사의 방화벽 기기를 구매하면서 유지관리 서비스 및 정기 업데이트 기능을 추가 옵션으로 구매하고 이와 연계된 다양한 구독 상품들을 함께 구매하면서 매출이 발생하는 구조로 이뤄져 있다. 방화벽 장비 판매액은 '20 연말 기준 YoY -2.9% 감소한 반면 구독 서비스 판매액은 '17~'20년 연간 평균 35% 성장을 기록했다.

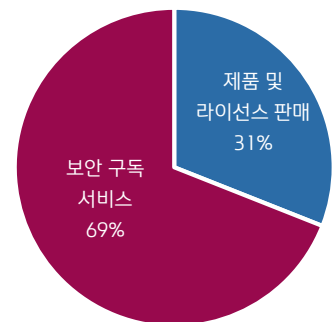
보안 구독 서비스는 온프레미스 솔루션(하드웨어) -> 버추얼(가상화) 솔루션으로 이동하는 환경에 따라 장기 성장 동력으로 포트폴리오 강화를 시도하고 있다. 보안서비스 내에서도 동사가 주력으로 하고 있는 네트워크 보안이 매출의 90%를 차지하고 있어 그 외 제품에서 발생하는 매출 규모는 미미한 수준이지만, '20년 머신러닝 기술을 도입하며 클라우드 보안 솔루션을 강화하고 있어 '21~'22년 클라우드 제품 매출 성장이 뚜렷하게 나타날 전망이다. 지역별 매출 현황은 북미 68%, EMEA(유럽/중동/아프리카) 20%, APAC 12%이다.

2020년 지역별 매출액 비중



자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

2020년 사업부별 매출 비중



자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

방화벽 하드웨어 장비



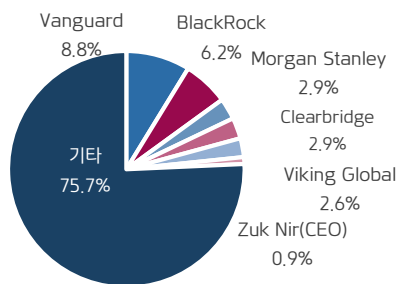
자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

주요 주주 및 경영진

팔로알토 네트워크스 설립자인 Nik Zuk 은 1 세대 방화벽을 개발한 체크포인트 테크놀로지의 전직 엔지니어 출신이다. 현재는 기업 최고기술경영자(CTO)로 근무하고 있다. 동사는 대형 소프트웨어 기업들로부터 임원들을 대거 영입하며 전문 인력의 경영진을 배치하였다. '18 년 전직 구글 최고사업책임자(Chief Business Officer) 및 소프트뱅크 대표이사 경력이 있는 Nikesh Arora 를 CEO 로 임명하였고 구글 클라우드 대표이사였던 Amit Singh 를 동사의 대표이사 자리에 앉혔다.

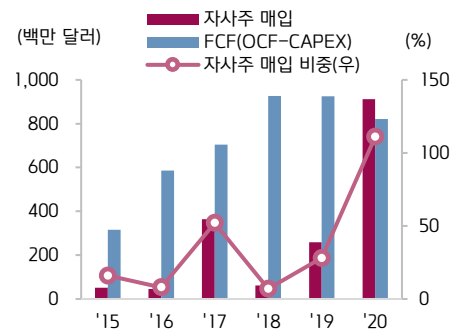
주주 구성으로는 Vanguard 와 BlackRock 이 각각 8.6%, 6.2%를 보유하고 있으며 그 외 기관들은 각 2% 수준의 지분을 보유하고 있다. 설립자 Nik Zur 도 1%의 주식을 보유하고 있다. 동사는 매년 꾸준히 자사주 매입을 진행하며 FCF(영업활동 현금흐름 - CAPEX)의 일부를 주주환원 목적으로 사용하고 있고 이 외에는 인수합병 등 사업 확장을 위해 사용하고 있다.

2020년 기준 주주 구성



자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

팔로알토 네트워크스 FCF 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

투자 포인트 1

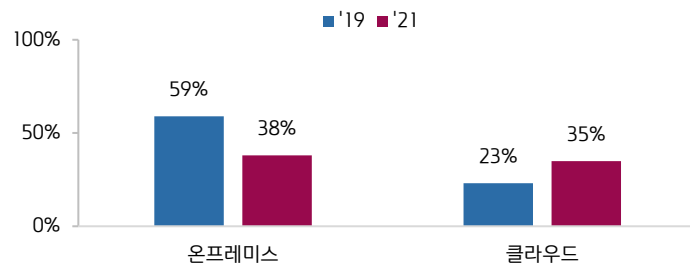
디지털화 시대 = 사이버 보안 성장

**산업 디지털화 가속화:
데이터 사용량 증가와
엔택트 환경**

현대 사회는 IT 기술 진화에 따라 모든 산업이 데이터와 연결되는 산업 디지털화 시대로 탈바꿈하고 있다. 산업 디지털화는 1) 기업들의 데이터 사용량 증가 2) 코로나19에 따른 비대면 활동 증가를 통해 빠르게 진행되고 있다.

AI 기술 발전과 5G 공급망 확대로 기업들의 데이터 사용량이 기하급수적으로 증가하고 있다. 특히 방대한 데이터 수용 공간을 마련해주는 클라우드의 도입은 기업들의 데이터 사용량 증가를 더욱 가속화 시켰고 저장 공간이 제한적인 기업 자체 데이터 센터 사용(온프레미스)에서 가상화된 소프트웨어 데이터 센터 수요가 크게 증가하고 있는 상황이다. 딜로이트가 50개 기업을 대상으로 실시한 설문 조사 결과, 온프레미스 기반 워크로드 비율이 '19년 59%에서 '21년 38% 수준으로 감소할 것으로 전망한 반면, 클라우드 워크로드 비율은 23%에서 35%로 증가할 것으로 예상했다. 더불어, 기업의 68%가 퍼블릭 클라우드 확장을 상위 IT 지출 항목으로 꼽은 것으로 집계됐다. 이는 기업 운영 과정의 많은 부분이 디지털화로 이동하고 있으며 데이터 사용량도 동시에 증가하고 있음을 시사한다.

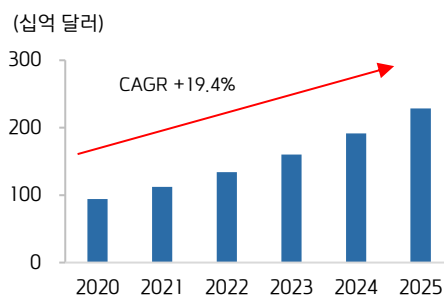
클라우드 워크로드 비중 증가



자료: Deloitte, 키움증권 리서치센터

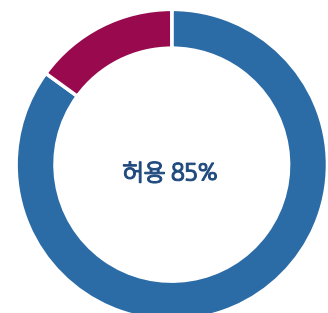
코로나19는 일상생활은 물론 근무환경에도 큰 변화를 가져왔다. 팬데믹으로 엔택트 문화가 빠르게 성장하였고 쇼핑, 교육, 헬스케어 서비스 등 상호관계를 맺는 대부분의 활동들이 모바일을 통해 이뤄지고 있으며, 기업들의 재택근무 시행이 급속도로 활성화 되었다. 특히 재택근무가 활성화되면서 개인 PC나 모바일 기기들을 사용하는 BYOD(Bring Your Own Device) 문화도 빠르게 도입되고 있다. 리서치기관인 Mordor Intelligence에 따르면, 전세계 기업들의 약 85%가 BYOD를 시행하고 있거나 일부 허용하고 있는 것으로 알려졌다. 이처럼 코로나19로 인해 엔택트로 가능한 활동량의 범위는 크게 증가하고 있으며 활동이 이뤄지는 디바이스의 종류도 점점 다양해지고 있다.

BYOD 시장 성장률



자료: MarketWatch, 키움증권 리서치센터

코로나19 이후 BYOD 허용 기업 비중



자료: Mordor Intelligence, 키움증권 리서치센터

사이버 보안 사고 증가

산업 디지털화가 가속화됨에 따라 대형 사이버 보안 사고들도 빠르게 증가하고 있다. 사이버 공격 유형과 기술은 빠른 속도로 진화하였고 랜섬웨어 공격등에 의한 금전적 요구 규모도 '20년을 기점으로 100% 이상 증가하였다. 특히 업계에서 시장 점유율이 절대적인 글로벌 기업들과 정부기관까지 사이버 공격 피해 사례들이 속출하면서 대형 기업들도 사이버 보안에 약한 모습을 보여주고 있다.

사이버 공격은 비용 지불로 단순 마무리되는 문제가 아니라 사업 운영 훼손에 따른 피해는 소비자들을 비롯해 경제 전반에 전파되기 때문에 피해 규모는 버블처럼 늘어난다. 대표적인 예로는 지난 5월 초 미국 동부해안 석유 제품의 약 45%를 공급하고 있는 미국 최대 송유관 업체인 콜로니얼 파이프라인 해킹과 5월 말 미국 육류 생산량의 25%를 담당하는 JBS 해킹 사례가 있다. 랜섬웨어 공격으로 공급망을 컨트롤하는 IT 시스템이 마비되면서 일부 시설들의 가동이 중단됐고, 피해 금액은 랜섬웨어 해지 비용만 440만 달러에 달했다. 이번 사태로 서플라이 체인이 위축되면서 경제에도 큰 타격을 입혔는데, 휘발유 소비자 가격이 7년 만에 갤런당 3달러를 넘어섰으며 미국 내 소고기와 돼지고기 소비자 가격이 각각 2%, 3% 상승할 것으로 예상된다. 그리고 6월 말 미국 IT회사 Kaseya의 랜섬웨어 피해 사례가 전해지면서 사이버 보안의 취약점이 다시 한번 수면 위로 올라왔다. 기업 운영 측면에 있어 사이버 보안의 중요도는 최근 피해 사례들로 겪은 교훈을 기반으로 더욱 높아질 것으로 전망된다.

미국 주요 해킹 사례

시기	피해 기업	내용
2020년 12월	미국 소프트웨어 회사 '솔라윈즈'	미국 재무부, 국방부 등 10개 연방 기관 기밀 데이터 탈취 - 기업 30만 개 피해
2021년 5월	미국 최대 송유관 기업 '콜로니얼 파이프라인'	랜섬웨어 공격으로 6일간 가동 중단 - 휘발유 가격 7년 만에 갤런당 3달러 상회 - 랜섬웨어 해지 비용 약 440만 달러 지불
2021년 5월	세계 최대 정육업체 'JBS' 북미 사업부문	랜섬웨어 공격으로 3일간 가동 중단 - '21년 육류 가격 2~3% 상승 전망
2021년 6월	미국 IT 기업 '카세야'	랜섬웨어 공격으로 스웨덴 쿵(Coop) 슈퍼마켓 800개점 최대 5일간 폐점 - 식음료품 품귀현상 발생 - 랜섬웨어 해지 비용으로 7천만 달러 상당의 비트코인 요구

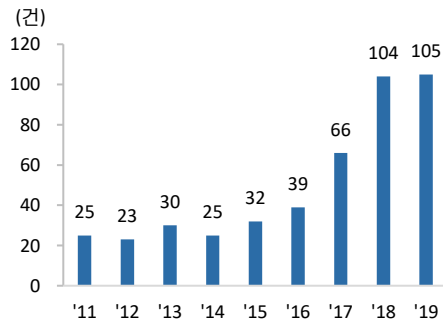
자료: 키움증권 리서치센터

미국 정부 사이버 안보 행정명령 시행

미국 정부 역시 국가 안보 시스템 보호와 사이버 공격으로부터 피해를 최소화하고자 사이버 보안 강화에 힘을 기울이고 있다. 바이든 대통령은 지난 5월 행정명령을 통해 사이버보안 강화를 선언하였다. 이번 행정명령은 1) 민간 업체들의 네트워크 보안 관련 정보 공유를 활성화하고 2) IT서비스 제공 업체들은 네트워크 보안 위험 감지 신고를 의무화해야 한다는 내용을 담고 있다. '20년 말 발생한 솔라윈즈 사건의 경우, 다수 정부 기관이 사용하는 소프트웨어를 개발한 솔라윈즈가 랜섬웨어 공격을 받으면서 정부 기관 10곳을 비롯해 약 30만 개 기업이 피해를 입었다. 해당 사건으로 국가 기밀 데이터 일부가 유출되는 피해를 입었는데 러시아 기반의 해커 단체의 소행으로 분석되면서 큰 파장을 일으켰고, 콜로니얼 파이프라인과 JBS 사건 또한 러시아 해커 집단으로 보도되며 국가들간의 팽팽한 신경전이 이어지고 있다. 바이든 대통령은 지난 28일(현지시간)에도 핵심 인프라 시설에 대한 사이버 보안 강화를 지시하며 민간업체들도 사이버 보안 수준을 높이는 것에 동참하기를 권고했다. 이와 같이 사이버 보안은 개별 기업들 뿐만 아니라 미국 국가 차원에서도 노력하고 있는 부분이다.

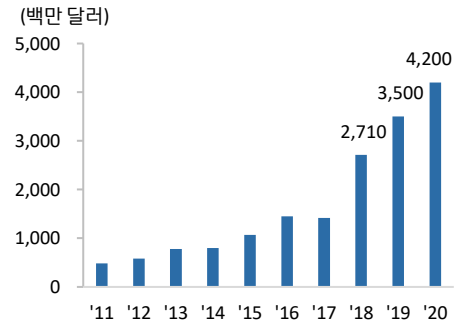
갈수록 진화하고 강력해진 사이버 공격에 맞서 기업들의 보안 기술도 진화가 필요한 시점이며, 정부가 사이버 보안 강화를 핵심 정책으로 자리매김 한만큼, 사이버보안은 이제 기업들의 옵션사항이 아닌 필수조건이 되어버렸다. 따라서 사이버 보안 업체들의 능력의 중요도는 더욱 부각될 전망이다.

미국 사이버 침투 건수



자료: Adult Analytics, 키움증권 리서치센터

사이버 피해 금액 규모



자료: Statista, 키움증권 리서치센터

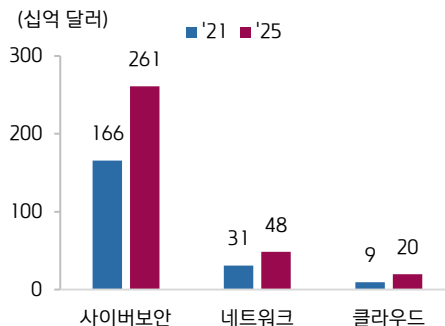
사이버 보안 시장 성장

산업 디지털화에 따라 외부 공격으로부터 노출될 수 있는 위험 규모도 동반 증가하였다. 사이버 공격과의 접점의 폭은 매우 넓어졌고, 시스템 결함 발생 시 유출 가능한 데이터량도 방대하다. 따라서 기업들의 사이버 보안 필요성에 대한 인식은 어느때보다 높아진 현재 사이버보안 시장의 성장성은 유망할 것으로 판단된다.

사이버 보안 시장은 '21년 1,660억 달러에서 '25년 2,610억 달러로 연간 11.9% 성장 잠재력이 대두되는 산업이다. 그 중에서도 클라우드와 네트워크 보안이 전체 사이버 보안 시장의 약 24% 수준으로 큰 비중을 차지하고 있다. 특히 네트워크 시장의 규모는 '21년 310억 달러에서 '25년 480억 달러로 연간 11.5% 성장 여력을 보유하고 있는 산업이다.

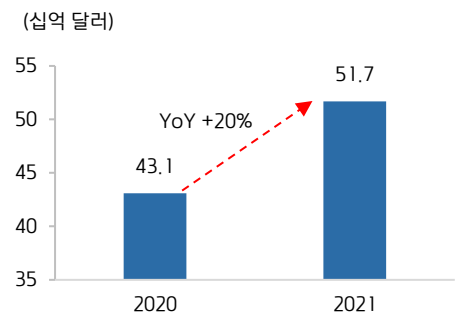
사이버 보안의 중요성 부상과 함께 기업들의 사이버 보안 지출 규모도 증가하고 있다. '19년 기준 기업들의 IT 보안 지출은 전체 소프트웨어 관련 지출 비용의 5.7% 밖에 차지하지 않았던 반면, 기업들의 사이버 보안에 대한 인식이 높아지면서 사이버 보안에 대한 투자도 증가하고 있는 모습이다. 다수 미국 정부 기관들이 사용하는 오리온 플랫폼 개발사인 솔라윈즈 해킹 사건 이후 기업들의 '21년 보안 서비스 지출 예산이 전년대비 약 20% 증가한 것으로 집계됐다.

사이버 보안별 시장 규모



자료: 키움증권 리서치센터
사이버보안&클라우드 : Fortune Business Insights
클라우드 : Research and Markets

솔라윈즈 사건 이후 기업 사이버보안 지출 규모



자료: Sijoutusrahastot, 키움증권 리서치센터

투자 포인트 2

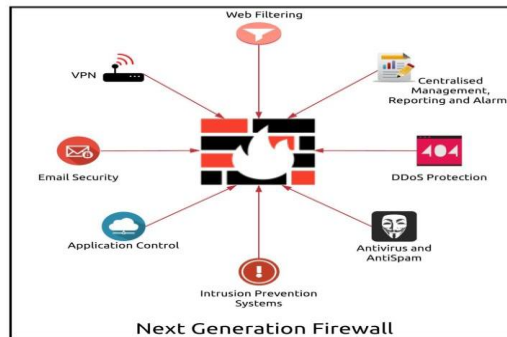
가장 큰 네트워크 보안 시장에서 가장 잘하고 있는 기업

차세대 방화벽 pioneer & best player

동사는 사이버 보안 시장에서도 가장 큰 비중을 차지하는 네트워크 보안에서 시장 점유율 1위를 차지하는 기업이다. 네트워크 보안은 '방화벽'의 진화와 함께 성장해왔다. 1세대 방화벽은 IP 주소, 패킷 차단/허용을 통해 외부 침입으로부터 네트워크를 보호하는 기능으로 라우터와 같은 사물형 온프레미스 방화벽을 사용했다. 하지만 디지털시대가 도래되고 디바이스가 다양화됨에 따라 방화벽도 발전했다.

현재 상용화되고 있는 방화벽은 동사가 최초로 업계에 도입한 '차세대 방화벽'(Next Generation Firewall)로 기존 1세대 방화벽의 단점을 보완하고 침입방지(IPS), 안티 바이러스 등 복합적인 네트워크 보호 기능들을 통합하여 보안 서비스를 제공한다. 1세대 방화벽은 미리 정의된 패킷이나 프로토콜 규칙을 통해 네트워크 출입 여부를 결정하기 때문에 부분 차단 및 허용이 불가하며 우회 접근에 취약하고 속도가 느리다는 단점이 있다. 반면, 차세대 방화벽은 포트로 유입되는 애플리케이션 패턴 분석을 통해 특정 기능의 부분적 차단이 가능해 더욱 정교한 보안 능력을 갖추고 있다. 예를 들어, 메신저 플랫폼에서 메신저 전송은 가능하나 파일 전송은 차단하는 것이 가능하다. 동사는 차세대 방화벽 분야에서 가장 오래된 경력과 시장 점유율을 보유하고 있는 업체로 네트워크 보안 수요 증가와 함께 가장 큰 수혜를 볼 것으로 판단된다.

차세대 방화벽 기능



자료: Firewallfirm, 키움증권 리서치센터

동사의 차세대 방화벽은 가트너가 9년 연속 매직 퀴드런트 리더 기업으로 선정 할 만큼 시장에서 우수한 평가를 받고 있다. 동사의 차세대 방화벽의 차별화된 점은 머신러닝 기술을 내재하고 있다는 점이다. 머신러닝 기술을 통해 사전 이력이 없는 공격도 선제적으로 대응할 수 있을 뿐만 아니라 대응 시간도 매우 빠르며, 사물인터넷(IoT) 등 다양한 기기에 동시에 방화벽 적용이 가능해 모든 환경에서 네트워크 보안 지원이 가능하다. 더불어, 클라우드 기반의 방화벽 서비스인 FwaaS(Firewall as a service)를 제공하고 있기 때문에 하드웨어 장비가 없이도 보안 운영이 가능하다. 코로나19 팬데믹 이후 원격 근무 비중이 급증한 시기에 개인용 디지털 기기 사용량도 함께 증가하면서 원격 근무 시행 기업들을 중심으로 동사의 차세대 방화벽 제품 수요가 확대될 것으로 전망된다.

**팔로알토 네트워크의
NGFW 을 선택하는 이유**

고객의 입장에서 업체별 보안 성능을 일일이 평가하고 분간하기에는 한계가 있다. 그렇다면 고객들은 어떤 기준으로 보안 업체를 선정하게 될까. 대중에 잘 알려져 인지도가 높고, 보안 대응 능력도 우수한 수준을 유지하며 고객사 입장에서 주기적으로 관리가 쉬운 업체를 선정하게 될 것이다.

동사는 차세대 방화벽 분야에서는 가장 오랜 경력과 많은 경험 사례를 보유한 기업인만큼 경쟁사들보다 고객별 니즈에 최적화된 보안 기술을 갖추고 있고, 빠른 속도와 상시 고객 지원 서비스가 가능해 높은 고객 평가를 받고 있다. 2020 년 기준 방화벽 시장 점유율 18.1%를 기록하며 '19 년까지 1 위를 지켜오던 시스코 시스템즈(17%)를 앞지르고 선두로 자리잡았다. 글로벌 보안평가기관 NSS 랩(NSS Lab)이 2019 년 시행한 테스트 결과에 따르면, 동사의 방화벽 보안 효과성은 97.9%로 경쟁사인 체크포인트(97.4%), 포티넷(93%) 보다 좋은 성적을 기록했다.

2Q20 네트워크 보안 시장 점유율

Company	2Q20 Revenue	2Q20 Market Share	2Q19 Revenue	2Q19 Market Share	2Q20/2Q19 Growth
1. Palo Alto Networks	\$759.4	18.1%	\$633.7	16.3%	19.8%
2. Cisco	\$711.4	17.0%	\$660.8	16.9%	7.7%
3. Fortinet	\$534.4	12.7%	\$452.9	11.6%	18.0%
4. Check Point	\$420.0	10.0%	\$405.2	10.4%	3.7%
5. SonicWALL	\$164.1	3.9%	\$158.8	4.1%	3.3%
Others	\$1,604.1	38.3%	\$1,587.8	40.7%	1.0%
Total	\$4,193.4	100%	\$3,899.3	100%	7.5%

Source: IDC Worldwide Quarterly Security Appliance Tracker Q2 2020, September 3, 2020

자료: IDC, 키움증권 리서치센터

업체별 차세대 방화벽 성능 비교 ('19년 기준)

Vendor	Block Rate	Evasions	Stability and Reliability	Security Effectiveness
Barracuda Networks	92.7%	99%	100%	91.7%
Check Point Software Technologies	98.4%	99%	100%	97.4%
Forcepoint	97.2%	99%	100%	96.2%
Fortinet	99.0%	94%	100%	93.0%
Huawei	96.2%	98%	100%	94.2%
Palo Alto Networks	97.9%	100%	100%	97.9%
SonicWall	97.6%	97%	100%	94.7%
Sophos	94.2%	99%	100%	93.3%
Versa Networks	99.0%	94%	100%	93.1%
WatchGuard	96.5%	100%	100%	96.5%
Vendor A	98.3%	79%	100%	77.7%
Vendor B	88.4%	93%	100%	82.2%

자료: NSS Lab, 키움증권 리서치센터

*Security Effectiveness = Exploit Block Rate1 x Evasions x Stability and Reliability

더불어 고객의 비용 부담도 합리적인 수준이다. 동사의 1 개년 차세대 방화벽 지원 사용료는 약 4 천 8 백 달러로 경쟁사 체크포인트 대비 저렴한 금액으로 제공하고 있다. 동사는 온프레미스 기반으로 성장해 온 체크포인트와 달리 선제적으로 구독형 모델을 도입하고 서비스형 방화벽(Firewall as a service)를 구축하였기 때문에 저렴한 가격에 가장 높은 수준의 보안을 제공할 수 있고, 비용 부담이 큰 중소기업들에게도 접근성이 용이하다.

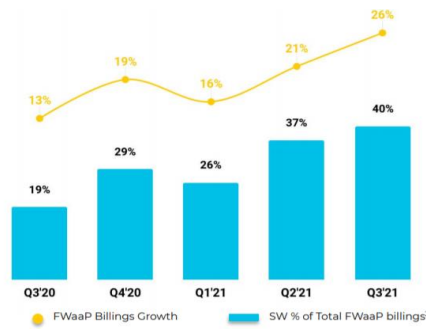
동사의 방화벽 서비스 판매 매출 성장률은 매분기 두 자릿 수 성장을 기록하고 있으며 '21 년 3 분기(4 월말 분기) 프리즈마(클라우드 기반 네트워크 보안) 사용 고객의 25%가 신규 유입된 고객이다.

차세대 방화벽 1년 사용 기준 금액 비교

기업	2019년 NGFW 기업 비교		
	Security Effectiveness	장비 구매가 (\$)	연간 관리비 (\$)
팔로알토 네트워크	97.9%	37,500	4,800
포티넷	93%	5,250	2,363
체크포인트	97.4%	43,450	17,012

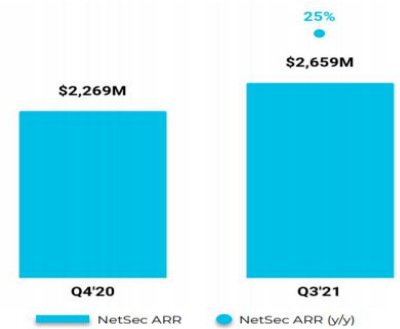
자료: NSS Lab, 키움증권 리서치센터

방화벽 매출 증가율 추이



자료: 팔로알토 네트워크, 키움증권 리서치센터

네트워크 보안 ARR 규모 추이



자료: 팔로알토 네트워크, 키움증권 리서치센터

차세대 방화벽 기술,
클라우드까지 확장

동사는 원격근무 및 방대해진 데이터 환경에 맞춰 가상화된 방화벽을 사용하는 퍼블릭 클라우드 보안용 차세대 방화벽인 가상화 버전의 VM 시리즈도 제공하고 있다. VM 시리즈는 아마존 AWS, 구글 클라우드, 마이크로소프트 Azure, 오라클 클라우드, 알리바바 클라우드, VM 웨어 등 프라이빗 및 퍼블릭 클라우드에도 방화벽 기능 구축이 가능하다. 네트워크 차세대 방화벽의 1 위 기술력을 클라우드에 전파하며 두 사업간 시너지는 극대화될 것으로 예상되며 차세대 방화벽 시장에서 동사의 지배력은 더욱 견고해질 것으로 판단된다. 업계 1 위 기업, 경쟁사 대비 합리적인 보안 구독료, 하드웨어와 가상화 버전의 네트워크 및 클라우드 방화벽 기술까지 다방면에서 고려해볼 때 고객사들은 동사의 방화벽을 선택하는 것이 가장 합리적이다.

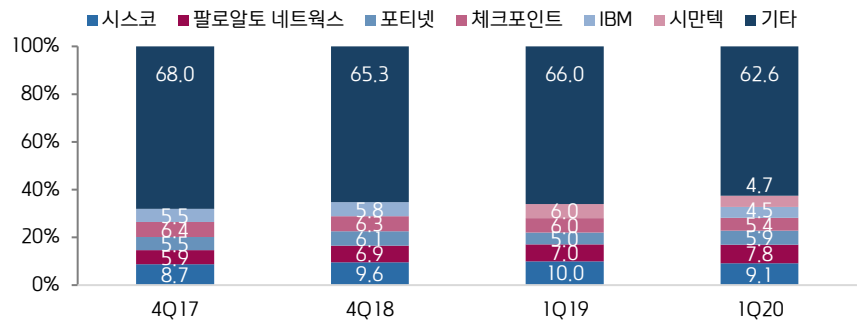
투자 포인트 3

인수합병을 통한 외향적 성장 도모

공격적인 인수합병

소프트웨어 기업들은 인수합병을 통해 시장에서의 지배력을 키워왔다. 사이버 보안 산업도 이와 같은 성장을 도모해왔다. 리서치 기관인 CyberDB 에 따르면 미국 내 등록된 사이버 보안 기업들만 이미 3,500 여 곳이 넘는 것으로 알려졌다. 이미 수천 여개의 기업들이 뛰어들어 사이버 보안 산업에서 새로운 시장을 개척하고 빠르게 진화하는 데이터 환경에서 경쟁력을 확보하기 위해서는 자체 R&D 역량을 개발하기 보다는 인수합병 방식이 유용한 수단으로 활용되고 있다. 실제로 전 세계 사이버 보안 시장에서 상위 6 개 기업이 전체 비중의 약 37.4%를 차지하고 있는 만큼 시장 리더 기업들의 시장 내 지배력을 확대하기 위해 인수합병에 나서고 있다.

사이버 보안 시장 점유율

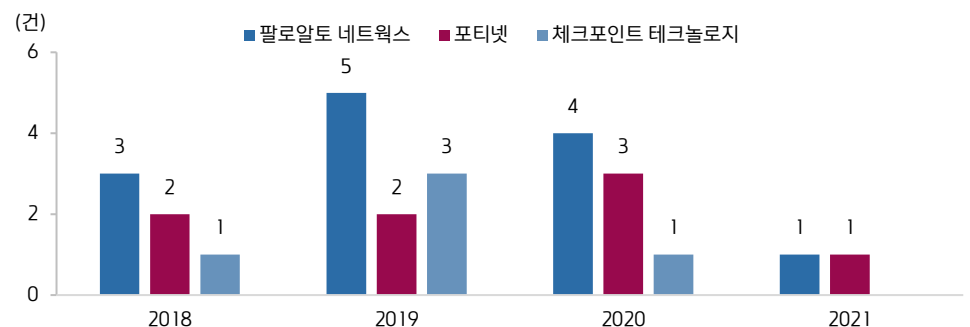


자료: Statista, 키움증권 리서치센터

동사도 치열한 경쟁에 있어 공격적인 M&A 를 추진하며 네트워크 보안을 포함해 기타 보안 사업까지 입지를 넓혀가고 있다. 동사는 '18 년부터 지금까지 약 35 억 달러를 투자하여 총 13 개 보안 관련 업체들을 인수하였다. 대표적인 인수합병건으로는 '18 년 멀티클라우드 보안솔루션 업체 레드락(RedLock)과 엔드포인트 보안 전문업체 시크도(Secdo), '19 년 네트워크 보안 기업 아포레토(Aporeto), '20 년 클라우드 SD-WAN 기업 클라우드제닉스(CloudGenix)가 있다.

동사의 인수 합병 규모는 경쟁사와 비교했을 때에도 절대적이다. 네트워크 보안으로 앞뒤를 다투는 포티넷의 경우, '18 년~'21 년의 인수합병 건수가 8 개에 불과했으며 체크포인트도 5 개에 그쳤다. 반면 연평균 3 개 기업을 인수하며 인수합병을 통한 성장을 추진해 온 동사의 경우, 보안 시장에서의 시장 점유율 증가로 이어진 점을 볼 수 있다.

경쟁사 인수 합병 회사 추이

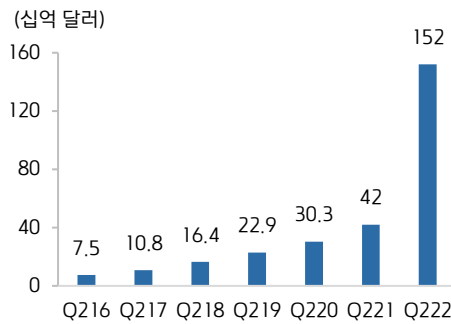


자료: 각사 자료, 키움증권 리서치센터

**클라우드 보안, SD-WAN
포트폴리오 확장**

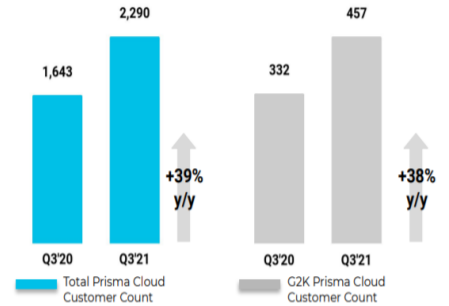
동사는 인수합병을 통해 네트워크 보안 외 제품 포트폴리오 확장에도 힘쓰고 있다. 네트워크 보안에서 높은 시장 점유율을 기록하고 있는 반면, 그 외 보안 산업에서는 아직 저조한 점유율을 보이고 있다. 동사는 회사의 핵심 사업 중 하나로 클라우드 보안 프리즈마(Prisma)를 강조해왔는데, '18년 레드라크와 클라우드 보안 자동화 기업 에비던트아이오(Evidentio)를 인수하며 통합적인 클라우드 보안 솔루션 역량 확보에 나서고 있다. 인수한 기업들의 기술력을 반영해 '19년에 머신러닝을 기반으로한 퍼블릭 클라우드 보안 서비스인 '프리즈마 퍼블릭 클라우드'를 출시하였으며, 특히 동사가 선보인 차세대 방화벽 VM 시리즈는 마이크로소프트 Azure, 아마존 AWS 와 같은 클라우드용 차세대 방화벽으로 동사가 자신있는 방화벽 분야에서의 기술력을 클라우드 제품으로까지 확장했다.

글로벌 클라우드 시장 규모



자료: SynergyResearch, 키움증권 리서치센터

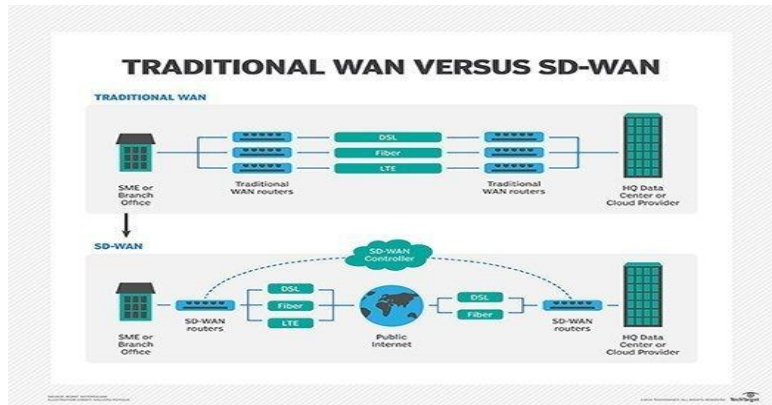
프리즈마 클라우드 서비스 사용 고객 수 추이



자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

뿐만 아니라, 최근 SD-WAN의 차세대 시리즈까지 출시하며 SD-WAN 사업 강화에 나서고 있다. SD-WAN이란 기존 네트워크 장비와 전용 회선을 통해 네트워크를 제공받는 방식을 소프트웨어 안에 구축하여 네트워크를 제공하는 기술이다. 클라우드 시장이 성장하고 서비스형 소프트웨어(SaaS) 사용 기업 수가 증가하면서 클라우드용 네트워크 인프라로 SD-WAN도 함께 부상했다. 동사는 '20년 인수한 클라우드제닉스와 함께 머신러닝을 기반으로한 차세대 SD-WAN을 출시하였다. 클라우드제닉스 SD-WAN은 WAN 네트워크와 보안이 결합된 클라우드 서비스인 '시큐어 액세스 서비스 엣지'(SASE) 상품과도 통합하여 제공함으로써 SD-WAN 시장과 SASE 시장에서의 시너지 효과가 기대된다.

기존 WAN vs. SD-WAN

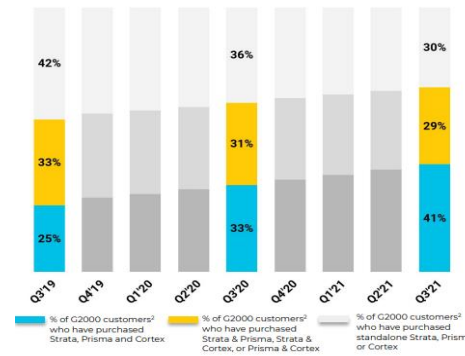


자료: TechTarget, 키움증권 리서치센터

포트폴리오 확장으로 시너지 효과 기대

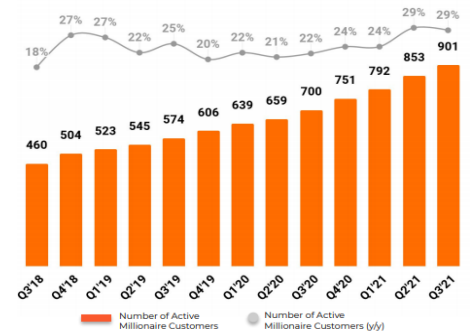
포트폴리오 확대는 고객사들에게 더욱 다양한 사이버 보안 제품에 대한 선택 권한을 부여하고 포트폴리오 시너지 창출로 고객 락인(Lock-in) 효과를 가져온다. 동사의 보안 솔루션 3 개를 모두 이용하는 고객 비중은 '19 년 3 분기 25%에서 '20 년 33%, '21 년 41%까지 증가했다. 연간 동사의 보안 솔루션에 1 백만 달러 이상 지출 고객 수도 매년 20% 이상 증가하고 있다. 동사의 인수합병은 포트폴리오 확대 -> 보안 제품간 시너지 극대화 -> 고객 락인 -> 매출 증가 -> 시장 점유율 확대로 이어질 것으로 전망된다.

3개 이상 제품 사용 고객 비중



자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

연간 1백만 달러 이상 지출 고객 수



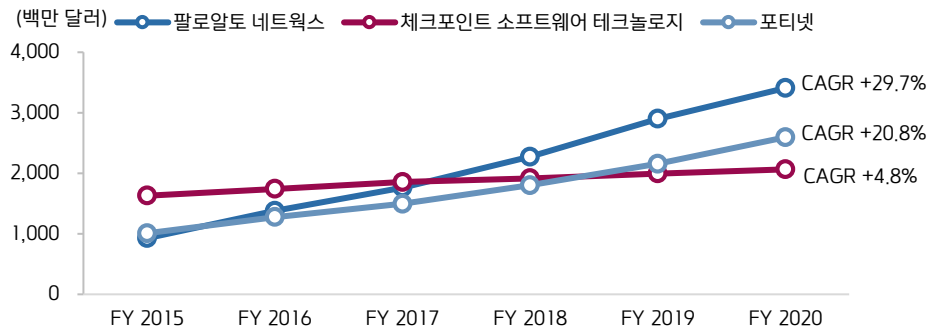
자료: 팔로알토 네트워크스, 키움증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

업계 내 가장 높은 성장률

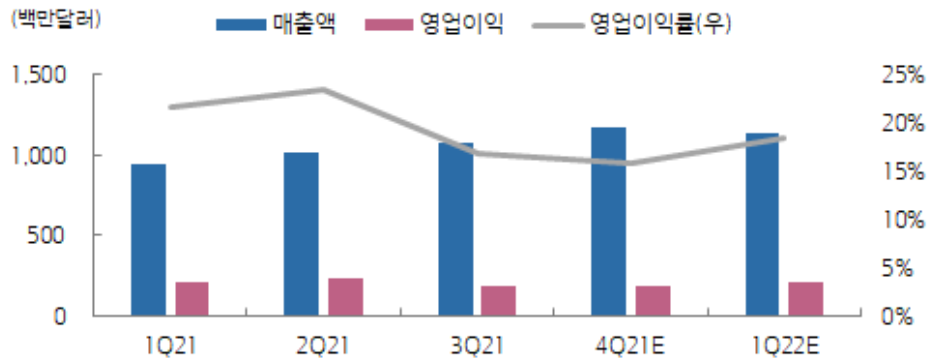
동사는 'FY15 부터 'FY20 까지 연평균 29.7%의 성장률을 기록하였다. 미국의 주요 사이버 보안 경쟁 기업들과 비교 시 가장 높은 매출액 성장을 보여주고 있고 향후 몇년간 연 20%대 성장 달성을 목표로 내세우고 있는 만큼 미래 성장성이 매우 기대되는 기업이다. 동사의 'FY20(7 월말 기준) 매출액은 34 억 달러로 전년대비 18% 성장률을 기록하였고, '18 년 업계 내 매출 1 위였던 체크포인트 테크놀로지의 매출액을 넘어섰다. 'FY21(7 월말 기준) 매출액은 전년대비 23~24% 증가한 42 억 달러를 가이던스로 제시하고 있다.

경쟁사별 연간 매출 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

동사의 'FY21E, 'FY22E PER은 66.9배와 56.1배로 비교적 높은 프리미엄을 받고 있다. 가장 높은 매출 성장률 CAGR 30%를 기록하고 있고 경쟁사 대비 잦은 인수합병으로 IT 시장 특성상 성장성이 대두되어 높은 멀티플을 받고 있는 것으로 판단된다. 하지만 인수합병을 통해 출시한 신규 보안 제품들의 성과가 본격화되면 향후 보안 제품별 시너지 효과를 통한 마진을 개선될 전망이다.

동사가 향후 5년간 매출 성장률 18~20%대 수준으로 성장 가정 시, EPS는 연간 35%씩 증가할 것으로 예상된다. 따라서 'FY21E PER 66배는 'FY25E 20배까지 빠르게 감소할 것으로 판단된다. 향후 매출 성장률 증가폭이 둔화되더라도 사이버 보안 시장은 여전히 빠르게 성장하는 산업이며 동사의 보안 시장 점유율이 지속 증가하고 있는 점을 고려해 볼 때, 투자 매력도 여전히 높다고 판단된다.

Peer Valuation Table

기업	티커	시가총액 (십억 달러)	매출액 '21~'24 CAGR	PER		
				'21	'22	'23
팔로알토 네트워크스	PANW	38.99	18.0%	66.9	56.1	46.0
체크포인트 소프트웨어 테크놀로지	CHKP	16.72	2.4%	18.5	17.4	16.3
포티넷	FTNT	46.48	16.7%	73.6	63.6	54.3

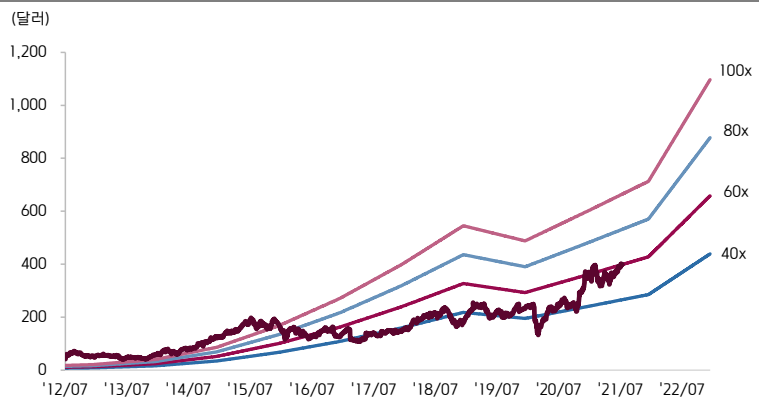
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

팔로알토 네트워크스 Valuation

(백만 달러)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
매출액	2,900	3,408	4,209	5,002	6,002	7,203	8,643
비용							
고정비	140	198	235	272	240	288	346
일반 관리비	140	198	235	272	240	288	346
변동비	2,123	2,611	3,199	3,793	4,202	4,790	5,445
원가	674	833	1,055	1,246	1,321	1,513	1,729
R&D	348	488	684	779	900	1,044	1,210
세일즈&마케팅	1,101	1,290	1,461	1,768	1,981	2,233	2,507
변동비 마진(%)	73.2	76.6	76.0	75.8	70.0	66.5	63.0
영업이익	637	599	775	937	1,561	2,125	2,852
영업이익률(%)	22.0	17.6	18.4	18.7	26.0	29.5	33.0
법인세	152	137	170	206	343	467	628
당기순이익	485	462	604	731	1,217	1,657	2,225
당기순이익률(%)	16.7	13.6	14.4	14.6	20.3	23.0	25.7
주식수(백만 주)	99.0	99.3	100.0	103.5	106.0	108.6	111.3
EPS(달러)	4.9	4.7	6.0	7.1	11.5	15.3	20.0
PER(배)			66.2	56.7	34.9	26.2	20.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 컨센서스 Non-GAAP 기준

PER밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
매출액	1,379	1,762	2,274	2,900	3,408
매출원가	370	477	645	808	1,000
매출총이익, GAAP	1,009	1,285	1,629	2,091	2,409
판관비	882	1,117	1,332	1,606	1,820
연구개발비	284	347	401	540	768
영업이익, GAAP	-157	-180	-104	-54	-179
영업외 (이익)손실	15	14	1	21	53
세전이익, GAAP	-172	-194	-105	-75	-232
법인세비용	20	23	17	7	35
당기순이익, GAAP	-193	-186	-63	-42	-188
EPS, GAAP	-2.21	-2.39	-1.33	-0.87	-2.76
회석 EPS, GAAP	-2.21	-2.39	-1.33	-0.87	-2.76
영업이익, 조정	-145	-143	-33	-5	-163
당기순이익, 조정	-183	-186	-63	-42	-188
EBITDA	-115	-120	-8	100	108

재무상태표

(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
자산총계	2,858	3,438	5,949	6,592	9,065
유동자산	1,774	1,976	4,139	3,665	5,129
현금 및 현금성자산	1,286	1,375	3,403	2,803	3,748
매출채권	349	432	467	582	1,037
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,084	1,462	1,810	2,927	3,936
유형자산	117	211	273	296	607
무형자산	208	293	664	1,633	2,171
부채총계	1,963	2,679	4,767	5,006	7,964
유동부채	847	1,201	2,102	2,053	2,692
매입채무	143	233	338	471	585
단기성부채	0	0	550	0	58
비유동부채	1,117	1,477	2,665	2,953	5,272
장기성부채	500	525	1,370	1,430	3,421
자본총계	895	760	1,182	1,586	1,102

현금흐름표

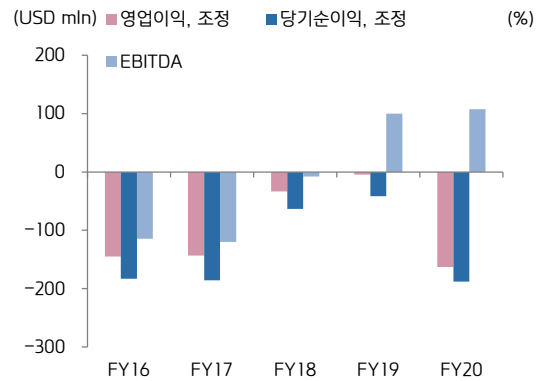
(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
영업활동으로 인한 현금흐름	659	869	1,038	1,056	1,036
감가상각비, 무형자산상각비	43	60	96	154	206
운전자본 변동	-138	-29	-236	-363	-822
투자활동으로 인한 현금흐름	-339	-473	-520	-1,826	288
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-73	-163	-112	-131	-214
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	39	-386	1,246	-774	673
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	0	0	1,682	-477	1,979
자사주매입	45	-365	-61	-258	-911
현금증가	359	10	1,764	-1,544	1,997
기초현금	376	734	746	2,509	965
기말현금	734	744	2,509	965	2,962
FCF	586	705	926	924	821
FCFF	—	—	—	—	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

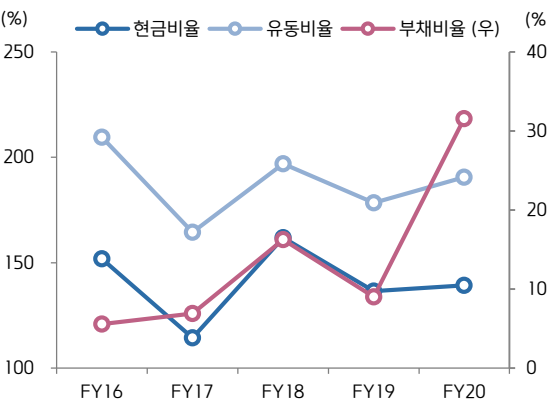
(%, 배)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
보통주순이익률	-13.98	-12.30	-5.37	-2.82	-7.83
영업이익률	-11.41	-10.21	-4.58	-1.87	-5.25
EBITDA 마진	-8.31	-6.81	-0.34	3.44	3.15
ROE	-26.20	-26.18	-12.59	-5.92	-19.87
ROA	-7.99	-6.88	-2.60	-1.31	-3.41
ROIC	-14.87	-15.46	-5.53	-2.15	-5.93
부채비율	55.89	69.08	162.42	90.15	315.72
순차입금비율	-87.76	-111.94	-125.47	-86.56	-24.43
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	1.52	1.14	1.62	1.37	1.39
유동비율	2.09	1.65	1.97	1.78	1.91
PER	—	—	—	—	—
PBR	13.24	15.87	15.70	13.82	22.37
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	206.18	226.75

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

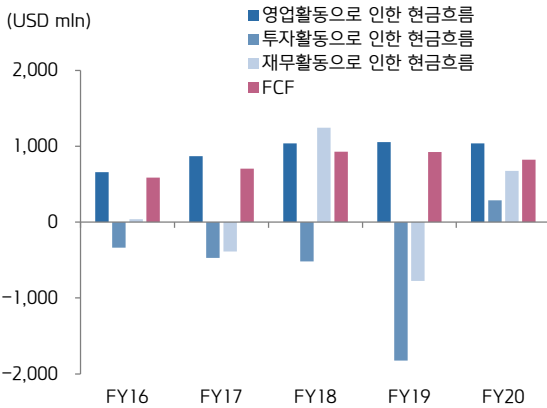
이익 추이



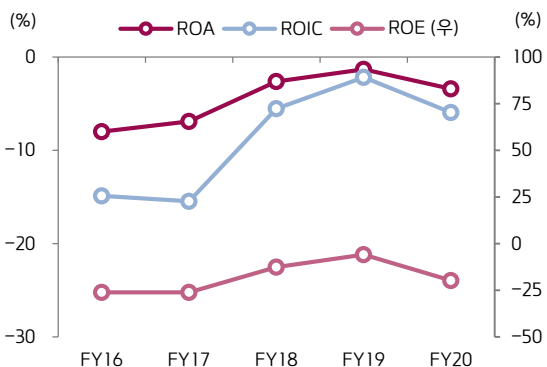
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



Compliance notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
 - 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
 - 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.
-