

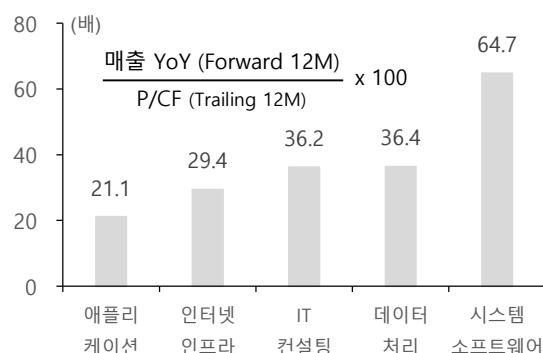


두각이 나타나는 시스템 소프트웨어

1. 시스템 소프트웨어, 안정성과 성장성을 동시에

- 경기둔화 우려 속 낮은 경기 민감도와 현금 창출 능력 우위라는 경기 방어적 특성과 구조적 성장 모멘텀까지 갖춘 시스템 소프트웨어 업종
- 낮은 경기 민감도와 현금 창출 능력 우위는 이들이 기업 생존에 필수적인 결부된 제품을 공급하고 현금흐름을 선취하는 구독 사업을 영위하기 때문
- 창출하는 현금흐름 대비 고평가 부담이 낮고, 20%대 매출 성장이 유지될 것으로 예상되는 서비스나우와 팔로알토네트웍스를 관심 종목으로 제시

소프트웨어 하위 업종별 P/CF대비 매출 성장률: 현금 창출 능력과 성장성 대비 저평가인 시스템 소프트웨어

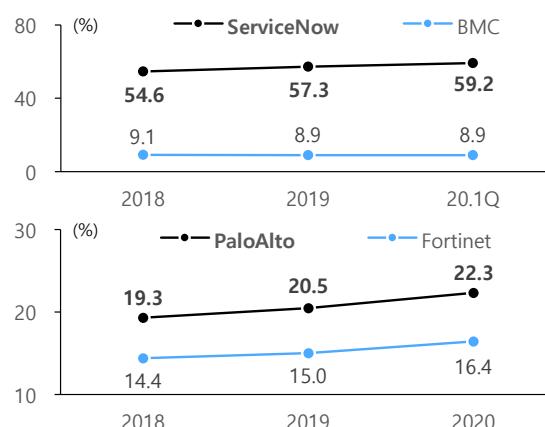


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 시장 지배력에 기반한 안정성과 성장성

- 영업현금흐름 창출 능력의 안정성, 적극적인 투자현금흐름 지출의 장기 성장성 측면에서 두 종목은 안정성과 성장성에 있어 업종 내 우위
- 서비스나우의 브랜드력과 ITSM과 워크플로우를 단일 플랫폼 형태로 제공하는 효율성은 높은 채택률과 넓은 지리적 기반의 고객 확보로 연결
- 팔로알토네트웍스의 다양한 소프트웨어 제품군과 이를 별도로 제공하는 사업 모델은 맞춤형 대응에 따른 향상된 서비스 효과와 높은 ARPU로 연결

단일 플랫폼 기반의 고객 확장성(NOW)과 높은 ARPU(PANW)는 2위 경쟁사와의 시장점유율 차이를 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 시스템 소프트웨어, 안정성과 성장성을 동시에

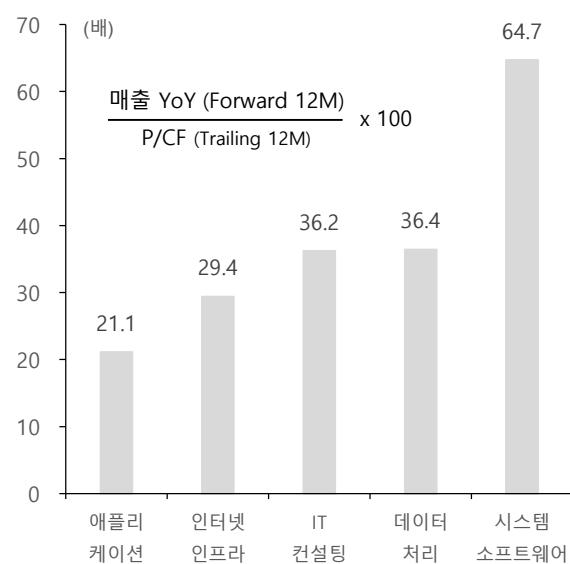
시스템 소프트웨어 업종의 투자 매력이 높아지고 있다. 최근 금리와 물가 상승, 소비자 지출 여력 하락에 따른 경기 둔화 우려 속에 1) 낮은 경기 민감도, 2) 현금 창출 능력 우위라는 경기 방어적 특성과 더불어 구조적 성장 모멘텀도 갖추고 있다.

경기 민감도가 낮은 것은 이들이 ERP, 사이버 보안 등 기업의 생존과 결부된 제품과 서비스를 공급하기 때문이고, 타 업종 대비 현금 창출 능력에서 우위인 것은 이들이 용역 대가인 현금흐름을 선취하는 구독 형태의 사업 모델을 영위하기 때문이다.

특히 가까운 시점의 현금흐름에 대한 중요성이 부각될 것으로 판단한다. 물가와 금리 상승, 경기 둔화 우려에 따른 주식 위험 프리미엄 상승 등 미래 현금흐름 할인 계수가 그만큼 증가하기 때문에 이는 구독 사업을 영위하는 업종이 매력적인 이유가 된다.

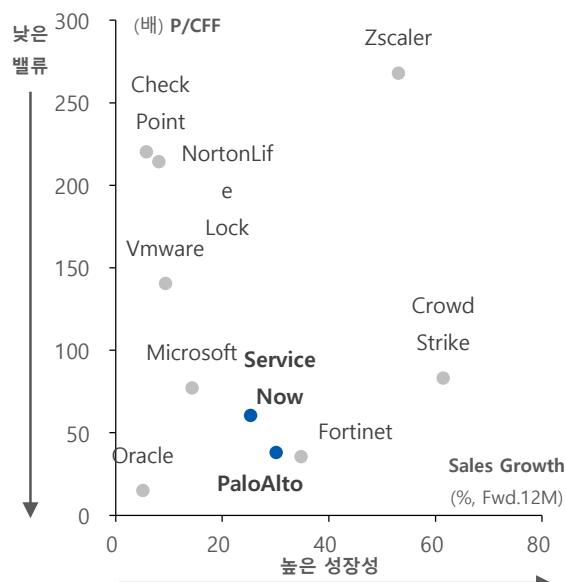
시스템 소프트웨어 업종은 그들의 안정적인 현금 창출 능력과 장기 성장성 대비 현재 저평가 상태로 투자 매력이 높다. 업종 내 관심 종목으로는 1) 창출하는 현금흐름 대비 고평가 부담이 낮고 2) 20%대의 구조적 성장 모멘텀을 유지할 것으로 예상되는 기업으로 서비스나우(NOW.US)와 팔로알토네트웍스(PANW.US)를 제시한다.

[차트1] 소프트웨어 하위 업종별 P/CF대비 매출성장률: 현금 창출 능력과 성장성 대비 저평가인 시스템 소프트웨어



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[차트2] 현재의 현금 창출 능력과 미래 성장 동력 확보 여부를 동시에 고려하는 투자활동현금흐름으로 평가



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

2. 시장 지배력에 기반한 안정성과 성장성

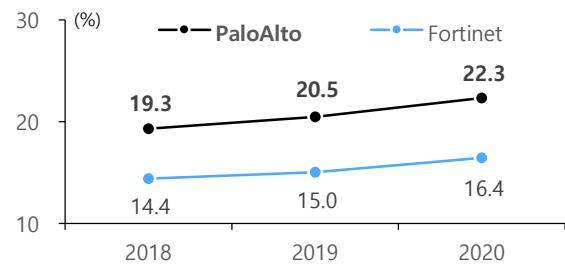
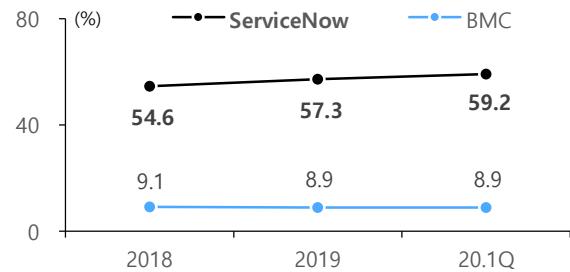
업종 투자 매력을 현재의 영업현금흐름(CFO) 창출능력에 기반한 안정성으로 평가했다면 업종 내 종목의 투자 매력은 투자현금흐름(CFF) 지출에 기반한 성장성으로 평가했고 이와 같은 측면에서 두 종목은 안정성과 성장성 측면에서 우위에 있다.

NOW와 PANW는 각각 글로벌 ITSM(IT Service Management)과 네트워크 방화벽 시장에서 시장 점유율 1위 업체로 성장성과 안정성은 이러한 시장 지배력에 기반한다. NOW는 확장된 ITSM 기능을 갖춘 단일 플랫폼, PANW는 방화벽 전반에 걸친 다양한 제품군으로 시장 지배력을 확보하고 있다.

시장점유율이 증명하는 서비스나우의 브랜드력, ITSM과 워크플로우를 단일 플랫폼 형태로 제공하는 효율성은 높은 채택률과 넓은 지리적 기반 고객 확보로 연결되며 이는 다시 마케팅 효율을 높이는 선순환 구조를 창출하고 있다.

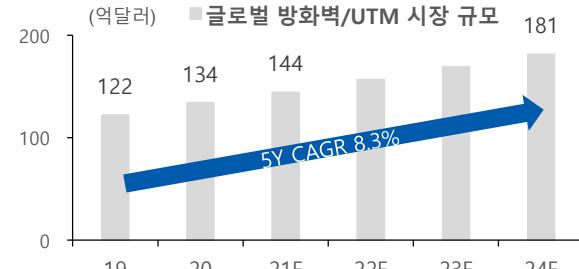
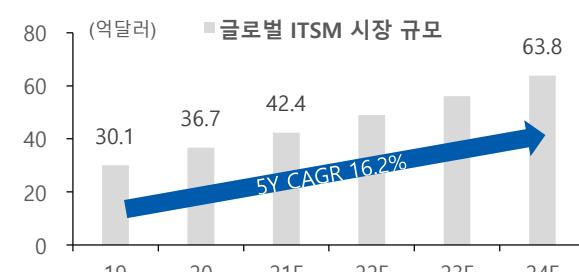
팔로알토네트웍스의 사업 모델은 다양한 포트폴리오의 소프트웨어를 별도로 제공하는 형태로 다양한 제품군에 기반한 맞춤형 대응으로 서비스 효과를 높이고 별도의 소프트웨어 제공에 따른 높은 ARPU는 시장 지배력 확대의 기반이 되고 있다.

[차트3] 단일 플랫폼 기반의 고객 확장성(NOW)과 높은 ARPU(PANW)는 2위 경쟁사와의 시장점유율 차이를 확대



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[차트4] 연말까지 물가 지표의 고공행진이 지속되고 있는 것은 사실이나 이제는 예상치와 부합하는 흐름



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터