유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Palo Alto Networks (PANW)

- 견고한 이익 성장으로 증명

Yuanta Global Research

- 고금리 국면 지속으로 하방 압력 지속. 실적 호조 전망되어 조정 시 접근 유효.
- 업계는 자연어 분석(NLP) 기반 통합 보안 운영 플랫폼 출시로 보안 생산성 제고 중.
- 이익 개선 가시성 높은 한편, 최근 주가 상승에도 역사적, 피어 대비 밸류 부담 낮아.

사이버보안: 비우호적 환경에도 견고한 이익 성장으로 투자 매력 보유

- 12개 IT 하위 업종 ETF 보유 비중 상위 10개 종목 중 중복 포함되는 주요 종목들의 향후 3년간 EPS 성장률을 분석한 결과, NVIDIA를 제외한 상위 4개 종목이 모두 클라우드 기반의 SaaS 기업으로 확인되었다. 특히 NVIDIA에 이어 가장 가파른 EPS 성장세가 전망되는 업체는 Crowdstrike Holdings(CRWD), Palo Alto Networks(PANW) 모두 사이버보안 소프트웨어 업체로 확인된다. 사이버보안 업종은 매분기 30%대 이상의 매출 성장세를 이어가고 있으나 높은 레버리지 기반의 재무 구조로 실적을 공시하는 5, 8, 11, 2월말 이전 주가가 반등하고 실적 공시 후 시장이 이를 소화한 이후에는 하향 추세로 전환하는 패턴을 지속 중이다. 해당 업종은 단기 매수(Trading Buy) 혹은 중기적 관점에서 조정 시 매수 전략이 유효하다는 판단이다. 한편 사이버보안 업계 에는 한정된 보안 인력이 여러 보안 관리 툴을 활용할 수 있는 통합 SecOps 플랫폼에 대한 수요가 높아지고 있는데, 여기에 (생성형)AI/ML을 도입해 대응 시간을 단축, 보안 분석가의 업무 생산성을 제고하고 있다.

교차 판매 확대, 연말까지 공급망 차질 완화 수익성 개선 가시성 높아

- Palo Alto Networks는 SASE(Secure Access Service Edge) 솔루션을 제공하는 사이버보안 업체다. Gartner 선정 2023년 SSE(CASB, SWG, ZTNA) 부문 리더, 22년 SD-WAN 부문 리더로 동시 선정된 업계 유일 업체이다. 특히, 보안 운영 부문 내 AI와 ML을 도입, 기존에 수동으로 진행되던 작업을 자동화한 Cortex 제품군을 보유하고 있으며, 최근 분기 AI 기반의 SASE 신제품을 출시했다. 지난 3년간 매분기 CAGR 31% 속도로 수주액 증가가 지속되고 있는데 반복 판매, 장기 계약 건 증가를 반영, 30%대 후반의 수주 잔고 증가세를 지속하고 있다. 주요 네트워크, 클라우드, 보안 운영 3개 플랫폼 제품의 교차 판매 비중 확대도 이를 뒷받침한다. 수익성은 작년 연초부터 반영됐던 하드웨어 부문 공급망 차질 완화 반영이 올 연말까지 지속되며 GPM 개선이 지속될 전망이다. 또한 증원 중단 등 이익 개선 가시성이 높아진 한편, 최근 주가 상승에도 역사적, 동종업체 대비 밸류 부담은 낮은 상황이다.

■ Summary

결산 (7월)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액 (백만달러)	3,408	4,256	5,502	6,896	8,387
영업이익 (백만달러)	-179	-304	-189	1,596	1,975
당기순이익 (백만달러)	-267	-499	-267	1,381	1,631
PER (배)	-	-	-	52.1	45.0
PBR (배)	22.4	50.8	236.7	43.3	21.3
EV/EBITDA (배)	192.6	561.7	383.8	28.7	28.7
ROE (%)	-19.9	-53.5	-54.8	141.5	72.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

US Market Analyst

황병준

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Key Data

기업정보	
국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어 & 서비스

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	6.6
2. Blackrock	5.6

매출구성 (%)	
1. Product	75.2
2. Service	24.8

현재가 (달러)	222.31
컨센서스 (달러)	238.44
시가총액 (억달러)	680
유동주식비율 (%)	98.7
52주 최저/최고 (달러)	132.22/230.18

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
PANW.US	16.1	38.3	27.1
NASDAQ	8.1	20.0	9.5

I. 최근 산업 동향

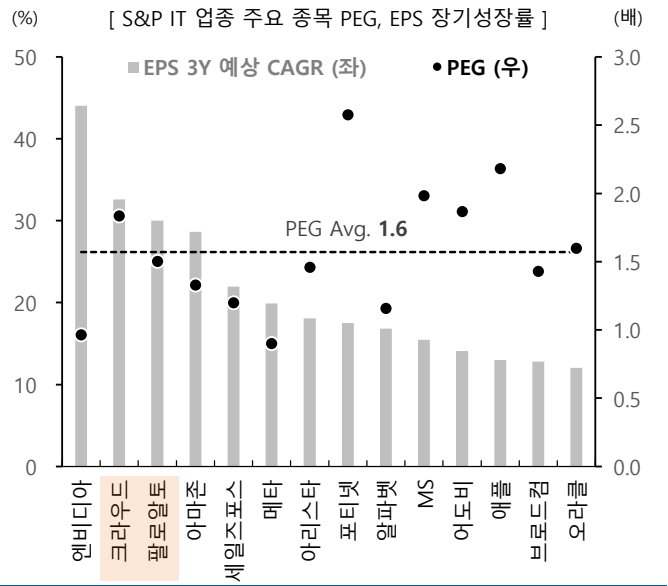
사이버보안: 비우호적 환경에도 견고한 이익 성장으로 투자 매력 보유

최근 사이버보안 업종 실적 호조로 글로벌 IT Capex 지출 감소 우려가 다소 완화되는 국면이다. 대표 업체 Fortinet(FTNT), Zscaler(ZS), Palo Alto Networks(PANW)가 다음 분기 매출, 연간 수주잔고 가이던스 등에서 시장 예상치 하단을 상회하는 낙관적인 전망치를 제시, 업종 상승을 주도했다. 한편 주가는 타 IT 하위 섹터 대비 부진했는데 이는 매출 대부분이 사이버보안 솔루션인 업종 상위 업체 대비 하위 업체들의 높은 통신 인프라 매출 비중이 부진으로 연결됐기 때문이다.

12개 IT 하위 업종 ETF 보유 비중 상위 10개 종목 중 중복 포함되는 주요 종목들의 향후 3년간 EPS 성장률을 분석한 결과, NVIDIA 를 제외한 상위 4개 종목이 모두 클라우드 기반의 SaaS 기업으로 확인되었다. 모두 경기 침체 국면간 IT Capex 우려가 반영되었던 종목들이었는데 현재 주요 종목 평균 대비 낮은 밸류(PEG 기준)를 형성하고 있다. 특히 NVIDIA 에 이어 가장 가파른 EPS 성장세가 전망되는 업체는 Crowdstrike Holdings(CRWD), Palo Alto Networks 모두 사이버보안 소프트웨어 업체들로 확인되고 있다.

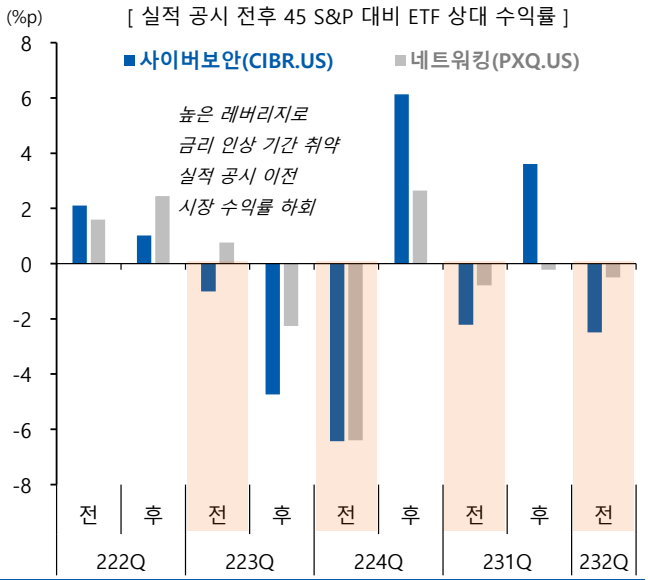
사이버보안 업종은 매분기 평균 30%대 이상의 매출 성장세를 이어가고 있으나 높은 레버리지 기반의 재무 구조로 금리 인상 사이클에 진입한 작년 5월 이후로 주가는 하향 추세가 지속 중이다. 실적을 공시하는 5, 8, 11, 2월말 이전 간 주가가 반등하고 실적 공시 후 시장이 이를 소화한 이후에는 하향 추세로 전환하는 패턴을 지속 중이다. 한편 올해 가이던스는 낙관적이다. 고금리 국면 지속으로 비우호적 매크로 환경 지속이 예상되나 앞서 언급한 패턴을 고려 시 해당 업종은 단기 매수(Trading Buy) 혹은 중기적 관점에서 조정 시 매수 접근 방식이 유효하다는 판단이다.

[그림 1] IT 주요 종목 내에서 높은 이익 성장성을 갖춘 사이버보안 업체.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 고금리 구간 견고한 실적에도 높은 레버리지 재무 구조로 주가 하방 압력



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 생성형 AI 를 적용한 SentinelOne SecOps(보안 운영) 제품 Purple AI 사례

Q) "Do I have any indicators of SmoothOperator on my endpoints?"

내 엔드포인트에 SmoothOperator 표시기가 있습니까?

A) *"결과를 분석한 결과 SmoothOperator 악성코드가 탐지된 엔드포인트가 3개 있으며 모두 동일한 회사 사이트에서 발견되었습니다. 데이터는 악성코드가 데스크탑과 서버 엔드포인트 모두를 감염시켰음을 보여줍니다."*

"결론적으로 "ResistanceIsFutile.exe" 프로세스가 잠재적으로 악의적인 PowerShell 명령을 시작하여 "starfleet.corp" 도메인의 모든 Active Directory 컴퓨터에서 그룹 정책 업데이트를 강제로 실행했음을 나타냅니다."

자료: SentinelOne, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Palo Alto Networks 통합 SecOps 플랫폼 Cortex XSIAM 의 제공 기능

보안 운영 기능	내용
보안 정보 및 이벤트 관리	로그 관리, 상관관계 및 알림, 보고, 장기적 데이터 보관
위협 정보 플랫폼	위협 인텔리전스 데이터를 집계, 평가하고 타사 도구에 배포하며 알림에 컨텍스트와 정보 출처를 보강
확장형 탐지 및 대응	모든 소스에서 원격 측정 정보를 수집하여 높은 수준의 탐지 범위와 정확도 확보
엔드포인트 보호 플랫폼	엔드포인트 공격 차단, 탐지 및 대응을 위한 원격 측정 정보를 수집
공격 표면 관리	자기 조직을 공격자 관점에서 보는 공격 표면 관리 기능을 통해 취약점 평가, 리스크 관리
사용자 및 개체 행동 분석	머신 러닝과 행동 분석을 활용, 사용자와 엔터티 프로파일링
자동화 및 대응	확보된 사용 사례에 기반, 위협 대응 자동화
클라우드 탐지 및 대응	하이브리드 엔터프라이즈에서 전체적인 탐지와 대응을 제공

자료: Palo Alto Networks, 유안타증권 리서치센터

자연어 분석 기반 통합 보안 운영 플랫폼으로 보안 생산성 제고

한편 사이버보안 업종은 최근 증시 모멘텀 핵심 요소인 (생성형) AI 를 이미 SecOps(보안 운영) 제품군에 적용한 상황이다. 다양한 사이버 위협으로부터 네트워크, 엔드포인트, 클라우드를 보호하기 위해서는 탐지 및 대응, 위협 관리, 식별 및 접근, 방화벽, 보안 정보 및 이벤트 관리 등 평균 16개의 관리 도구가 요구되는 것으로 알려져 있다. 이에 한정된 보안 인력이 여러 관리 도구를 활용할 수 있는 통합 SecOps 플랫폼에 대한 수요가 높아지고 있는데, 여기에 AI/ML 을 도입해 대응 시간을 단축하고 가시성을 확보, 보안 분석가의 업무 생산성을 제고하고 있다.

SentinelOne(S.US)은 자사 SecOps 플랫폼에 업계 최초로 생성형 AI 를 도입한 업체다. 자사 제품 Purple AI 는 프로그래밍 언어로 구성된 사이버 공격에 대한 원인 추적과 패턴 탐지 및 분석, 대응(조사, 쿼리 분석, 코드 생성 등)에 대규모 언어 모델(LLM) 기반의 자연어 분석(NLP)을 활용하고 더불어 보안 분석가의 질문에 대한 신속하고 상세한 답변으로 대응력을 높이고 있다. 이는 보안 분석가의 업무 부담을 대폭 경감하고, 기업 입장에서는 다양한 사이버 공격 사례에 대한 경험이나 우수한 코딩 능력 등을 갖춘 전문 보안 인력 확보에 대한 부담을 줄일 수 있다.

Palo Alto Networks 의 SecOps 플랫폼 제품 Cortex XSIAM 은 8만 5천명 이상의 고객으로부터 수집한 위협 데이터에 기반해 업데이트한 ML 모델로 매월 1조 건 이상의 위협 사례를 자동화 기반으로 처리하고 있다고 밝히고 있다. 또한, 평균 10초 내에 사이버 위협을 탐지, 우선 순위에 있는 위협은 1분 내에 처리해 보안 분석가가 직접 분석해야 하는 위협을 80% 수준 감축하고 있다고 밝혔다('22.10). 방대한 위협 사례 데이터에 기반, 낮은 리스크의 다발성 위협은 단시간 내 대응하는 한편, 분석가는 높은 우선 순위 위협에 집중할 수 있는 보안 운영 환경을 조성한다.

II. 투자포인트

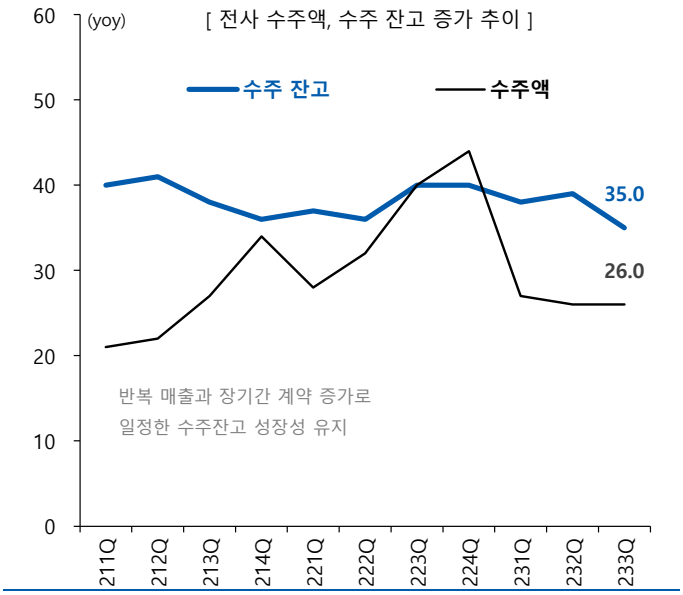
교차 판매 확대, 연말까지 공급망 차질 완화 수익성 개선 가시성 높아

Palo Alto Networks 는 SASE(Secure Access Service Edge) 솔루션을 제공하는 사이버보안 업체다. SASE 는 각종 엔드포인트 디바이스와 네트워크 서버 간의 보안을 클라우드 서비스(SaaS) 형태로 통합해 제공하는 차세대 보안 프레임워크로, 클라우드 통합 보안(CASB), 웹사이트 접근 보안(SWG), 제로 트러스트 액세스(ZTNA, 지속적 검증, 동적 보안), SD-WAN(가상화) 기술 등에 기반한다. Gartner 선정 2023년 SSE(CASB, SWG, ZTNA) 부문 리더, 22년 SD-WAN 부문 리더로 동시 선정된 업계 유일 업체이다. 특히, 보안 운영 부문 내 AI 와 ML 을 도입, 기존에 수동으로 진행되던 작업을 자동화한 Cortex 제품군을 보유하고 있으며, 최근 분기 AI 기반의 SASE 신제품을 출시했다.

지난 3년간 매분기 CAGR 31% 속도로 수주액 증가가 지속되고 있는데 장기 계약 건과 교차 판매 증가를 반영, 30%대 후반의 수주 잔고 증가세를 지속하고 있다. 최근 분기 기준 글로벌 2000대 기업에 속하는 고객사의 53%가 네트워크(Prisma Access, SASE), 클라우드(Prisma Cloud), 보안 운영(Cortex) 세 가지 플랫폼을 모두 구매한 상황으로 전년 동기 48%, 3년 전 33% 등 교차 판매 비중 확대 추세 지속이 확인된다.

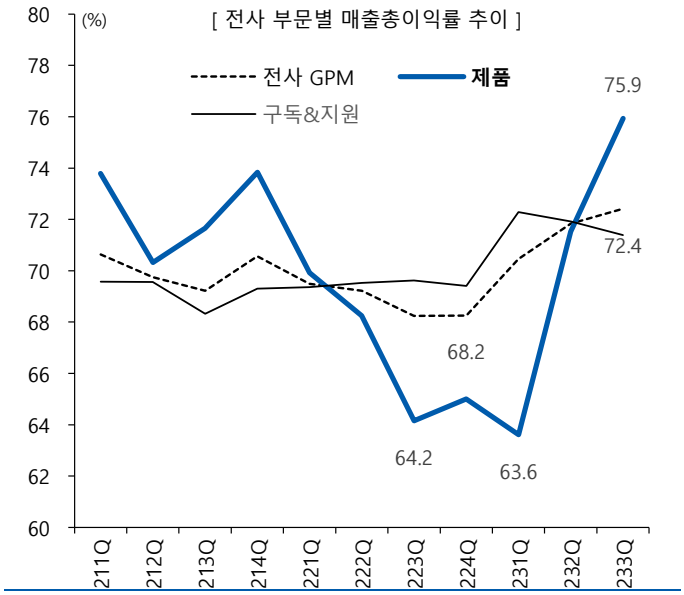
최근 분기 실적 호조로 연간 수주액 가이던스가 시장 예상치 하단을 상회했다. 한편, 작년 연초부터 반영됐던 하드웨어 제품 관련 공급망 차질이 완화되며 수익성도 개선 중이다. 효과가 점진적으로 반영되며 GPM 은 최근 분기까지 전년 대비 +4.2%p 크게 개선됐는데 공급망 차질 완화 반영은 올해 말까지 지속될 것으로 전망되며 증원 비용 절감으로 이익 개선 가시성이 높아진 상황이다. 최근 주가 상승세에도 EPS 증가 기대 고려시 밸류에이션은 3년 평균 수준(PEG 기준), 동종 업체 CRWD, FTNT 대비로도 낮은 수준에 형성되어 있다.

[그림 5] 반복 매출, 장기 계약 건 증가 반영되며 30% 후반대 수주잔고 증가세 유지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 올 연말까지 공급망 차질 완화 반영 지속되며 GPM 개선세 지속될 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 분기별 주요 재무 지표

(백만달러, %)	211Q	212Q	213Q	214Q	221Q	222Q	223Q	224Q	231Q	232Q	233Q
수주액 ($Bil)	**1.08**	**1.22**	**1.29**	**1.87**	**1.38**	**1.61**	**1.80**	**2.69**	**1.75**	**2.03**	**2.26**
수주잔고 ($Bil)	4.40	4.60	4.90	5.90	6.00	6.30	6.90	8.20	8.30	8.80	9.20
연간 반복 매출 (ARR, $Bil)	0.72	0.84	0.97	1.18	1.27	1.43	1.61	1.89	2.11	2.33	2.57
YoY											
수주액	21.0	22.0	27.0	34.0	28.0	32.0	40.0	44.0	27.0	26.0	26.0
수주잔고	40.0	41.0	38.0	36.0	37.0	36.0	40.0	40.0	38.0	39.0	35.0
연간 반복 매출	-	-	73.0	81.0	77.0	70.0	65.0	60.0	67.0	63.0	60.0
매출액	946	1,017	1,074	1,219	1,247	1,317	1,387	1,551	1,563	1,655	1,721
구독	428	462	474	535	579	618	640	702	764	815	838
지원	281	301	311	345	373	391	395	440	469	487	495
제품	237	255	289	339	296	308	352	408	330	353	388
매출 비중											
구독	45.2	45.4	44.1	43.9	46.4	46.9	46.1	45.3	48.9	49.3	48.7
지원	29.7	29.6	29.0	28.3	29.9	29.7	28.5	28.4	30.0	29.4	28.7
제품	25.1	25.0	26.9	27.8	23.7	23.4	25.3	26.3	21.1	21.3	22.6
GPM	**70.6**	**69.8**	**69.2**	**70.6**	**69.5**	**69.2**	**68.2**	**68.2**	**70.5**	**71.8**	**72.4**
구독&지원	69.6	69.6	68.3	69.3	69.4	69.5	69.6	69.4	72.3	71.9	71.4
제품	73.8	70.3	71.7	73.8	69.9	68.2	64.2	65.0	63.6	71.5	75.9
OPM	**-4.7**	**-8.7**	**-10.3**	**-5.0**	**-6.6**	**-5.6**	**-3.4**	**1.0**	**1.0**	**2.4**	**4.6**
NIM	-9.7	-14.0	-13.5	-9.8	-8.3	-7.1	-5.3	0.2	1.3	5.1	6.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Palo Alto Networks (PANW) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (7월)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**2,274**	**2,900**	**3,408**	**4,256**	**5,502**
매출액증가율 (%)	29	28	18	25	29
매출원가	645	808	1,000	1,275	1,719
매출총이익	1,629	2,091	2,409	2,981	3,783
판관비	1,332	1,606	1,820	2,145	2,554
영업이익	**-104**	**-54**	**-179**	**-304**	**-189**
영업이익증가율 (%)	-42	-48	231	70	-38
EBITDA	-8	100	108	16	94
영업외손익	1	21	53	161	18
외환관련손익	-2	4	7	5	-2
이자손익	3	14	47	155	12
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	0	3	-1	1	8
법인세비용차감전순손익	-105	-75	-232	-465	-207
법인세비용	17	7	35	34	60
계속사업순손익	-122	-82	-267	-499	-267
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-122**	**-82**	**-267**	**-499**	**-267**
지배순이익증가율 (%)	-44	-33	226	87	-46

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (7월)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	**1,038**	**1,056**	**1,036**	**1,503**	**1,985**
당기순이익	-122	-82	-267	-499	-267
유무형자산상각비	96	154	206	260	283
기타비현금손익 조정	1,300	1,346	1,918	2,589	3,418
매출채권증감	-34	-109	-436	-172	-902
재고자산증감	0	0	0	0	0
매입채무증감	4	32	-13	-12	69
투자활동 현금흐름	**-520**	**-1,826**	**288**	**-1,481**	**-933**
인수 및 사업	-374	-774	-584	-777	-37
유형자산 증가 (CAPEX)	-112	-131	-214	-116	-193
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-34	-921	1,086	-587	-704
재무활동 현금흐름	**1,246**	**-774**	**673**	**-1,104**	**-807**
차입금 증감	1,682	-477	1,979	-1	-1
자본금 증감	-61	-258	-911	-1,074	-756
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-376	-38	-395	-29	-50
현금의 증감	**1,764**	**-1,544**	**1,997**	**-1,082**	**245**
기초 현금	746	2,509	965	2,962	1,880
기말 현금	2,509	965	2,962	1,880	2,125
NOPAT	**-121**	**-66**	**-225**	**-372**	**-252**
FCF (Free Cash Flow)	**926**	**924**	**821**	**1,387**	**1,792**

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (7월)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	4,139	3,665	5,129	4,647	6,415
현금및현금성자산	2,507	961	2,958	1,874	2,119
매출채권	467	582	1,037	1,240	2,143
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,810	2,927	3,936	5,594	5,839
유형자산	273	296	607	581	600
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	326	423	604	916	1,055
자산총계	**5,949**	**6,592**	**9,065**	**10,242**	**12,254**
유동부채	2,102	2,053	2,692	5,117	8,306
매입채무 및 미지급금	338	471	585	751	988
단기차입금	550	0	0	1,558	3,677
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	2,665	2,953	5,272	4,361	3,737
장기차입금	1,370	1,430	3,084	1,668	0
부채총계	**4,767**	**5,006**	**7,964**	**9,478**	**12,044**
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	1,967	2,491	2,259	2,311	1,933
이익잉여금	**-791**	**-901**	**-1,168**	**-1,667**	**-1,667**
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,182**	**1,586**	**1,102**	**764**	**210**
순차입금	-2,031	-1,949	-824	-184	-734
총차입금	1,920	1,430	3,479	3,605	3,953

재무지표 및 밸류에이션

결산 (7월)	2018	2019	2020	2021	2022
EPS	**-0.4**	**-0.3**	**-0.9**	**-1.7**	**-0.9**
BPS	4.2	5.5	3.8	2.6	0.7
EBITDAPS	3.8	3.7	3.6	5.2	6.7
SPS	8.3	10.2	11.7	14.7	18.6
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	15.7	13.8	22.4	50.8	236.7
EV/EBITDA	-	200.4	221.6	2,477.1	522.1
PSR	8.0	7.4	7.3	9.0	8.9
ROE	**-12.6**	**-5.9**	**-19.9**	**-53.5**	**-54.8**
ROIC	-5.5	-2.1	-5.9	-8.3	-5.9
ROA	-2.6	-1.3	-3.4	-5.2	-2.4
부채비율 (%)	162.4	90.1	315.7	472.1	1,882.3
순차입금/자기자본 (%)	-171.8	-122.8	-74.8	-24.1	-349.3
매출총이익률 (%)	**71.6**	**72.1**	**70.7**	**70.0**	**68.8**
영업이익률 (%)	-4.6	-1.9	-5.3	-7.1	-3.4
당기순이익률 (%)	-5.4	-2.8	-7.8	-11.7	-4.9
EBITDA 마진율 (%)	-0.3	3.4	3.2	0.4	1.7

자료: Bloomberg, 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황병준)
- 당사는 자료 공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 공표일 현재 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 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.