

임지용 (글로벌기업(글로벌IT))
02)768-7350
jiyong.im@nhqv.com

해외주식 이슈

사이버 보안, 보장된 안전지대

사이버 보안 섹터에 대해 긍정적인 투자 의견을 제시한다. 기술주 내에서 하반기 1) 높은 실적 가시성을 근거로 가이던스를 상향하는 섹터이며 2) 구조적 수요 확대가 구조적 성장성을 담보하기 때문이다. 경기 침체로 인해 기업의 IT 지출이 줄어들 것이라는 우려가 있지만, 사이버 보안과 클라우드에 대한 투자는 줄지 않을 것이라는 판단이다. 최근 들어 기업의 전략이 변화함에 따라 사이버 보안 시장의 경쟁 구도도 달라지고 있다. 기존의 레거시 벤더들이 M&A를 통한 새로운 기술 확보, 기존 솔루션의 통합으로 포트폴리오를 다각화하며 플랫폼 전략을 펼치고 있다. 최근 주식시장 조정으로 가격 매력이 생겼다. 올해 하반기 사이버 보안 시장에서 크고 작은 M&A가 활발해질 것으로 예상한다. 패러다임 변화에 발맞춘 신기술 대응이 가능하며 수익성이 뒷받침되는 업체 위주로 종목을 선정할 필요가 있다.
최선호 종목으로는 Palo Alto(PANW.US), Fortinet(FTNT.US), 관심 종목으로는 Crowdstrike(CRWD.US), Zscaler(ZS.US)를 제시한다.



NH투자증권

CONTENTS

1. Summary 3

2. Why, 사이버 보안에 주목해야 하는 이유 4

3. What, 주목해야 할 사이버 보안 트렌드 변화 8
   1) Zero Trust, 10년을 주도할 메가 트렌드
   2) 클라우드 보안, 성장성이 가장 높은 분야
   3) Security as a service(SECaaS) 비즈니스 모델의 진화

4. How, 이익의 질이 높고 신기술 대응이 가능한 종목 13

Appendix: 세부 카테고리별 Player 경쟁 현황 15

[기업분석]

Palo Alto (PANW.US) 17

포티넷 (FTNT.US) 27

Crowdstrike (CRWD.US) 35

Zscaler (ZS.US) 43

1. Summary

부진했던 상반기와 베어 마켓 랠리 가능성이 높은 8월

2022년 상반기 인플레이션과 금리 인상, 공급망 차질, 지정학적 리스크, 경기 침체 우려 등 연이은 악재로 인해 시장은 조정을 겪었다. 최근 한 달 사이에 성장주 중심의 반등은 있었지만, 베어마켓 랠리 가능성이 높으며 추세적인 반등의 시그널을 찾기 어려운 상황이다. 특히 기술주로 대변되는 나스닥 지수는 연초 이후 21% 하락했다. 2분기 대형 기술주 실적이 마무리 됐고, 우려 대비 양호한 가이던스에 시장은 안도 랠리 중이다.

하반기 사이버 보안에 주목하는 이유: 높은 실적 가시성

사이버 보안을 주목하는 이유는 크게 2가지다. 기술주 내에서 하반기 1) 높은 실적 가시성을 근거로 가이던스를 상향하는 섹터이며 2) 구조적 수요 확대가 성장성을 담보하기 때문이다. 경기 침체로 인해 기업의 IT 지출이 줄어들 것이라는 우려가 있지만, 사이버 보안과 클라우드에 대한 투자는 줄지 않을 것이라는 판단이다.

트렌드 변화

1)Zero Trust
2)클라우드 보안
3)SECaaS모델

주목해야 할 사이버 보안 트렌드 변화는 크게 1) Zero Trust, 2) 클라우드 보안, 3) SECaaS(Security as a service) 비즈니스 모델의 진화이다. Zero Trust란, 아무것도 신뢰할 수 없다는 가정하에, 사용자 및 다양한 정보를 바탕으로 최소한의 권한과 세밀한 통제를 지속적으로 수행하는 보안 활동이라고 이해할 수 있다. Zero Trust Architecture는 최소한 향후 10년 동안 사이버 보안 산업을 주도할 것으로 예상한다. 클라우드 시장이 성장하면서 클라우드 보안에 대한 관심도 고조되고 있다. 클라우드 보안 시장은 전체 사이버 보안 시장보다 더 빠르게 성장할 것으로 예상된다. SECaas(Serutiy as a Service)로의 진화도 중요한 이슈이다. 총 소유비용을 감안해 구독 기반으로 기업 인프라에 보안 서비스를 통합하는 비즈니스 모델을 지칭한다. 보안을 외부에 아웃소싱한다는 개념 자체가 역설적이지만, 자체 보안 인력 없이도 모든 보안 문제를 해결할 수 있도록 지원하는 비즈니스 모델이 바로 SECaaS다.

경쟁 구도의 변화 하반기 크고 작은 M&A 발생 가능성 높음

최근 들어 기업의 전략이 변화함에 따라 사이버 보안 시장도 경쟁 구도가 달라지고 있다. 기존의 레거시 벤더들이 M&A를 통한 새로운 기술 확보, 기존 솔루션에 통합하으로 포트폴리오 다각화하며 플랫폼 전략을 펼치고 있다. 비유기적인 성장(M&A)를 통한 외형 확대가 기대된다. 최근 주식시장 조정으로 가격 매력이 생겼다. 올해 하반기 사이버 보안 시장에서 크고 작은 M&A가 활발해질 것으로 예상한다.

최선호 종목 Palo Alto, 포티넷

높은 성장으로만 주가가 정당화되는 시기는 지났다. 수익성과의 균형, 현금흐름 창출 능력이 다시 중요해지고 있다. 기술주 밸류에이션 패러다임 변화에 발맞춘 신기술 대응이 가능하며 수익성이 뒷받침되는 업체 위주로 종목을 선정할 필요가 있다. 최선호 종목으로는 Palo Alto(PANW.US), Fortinet(FTNT.US), 관심 종목으로는 Crowdstrike(CRWD.US), Zscaler(ZS.US)를 제시한다.

2. Why, 사이버 보안에 주목해야 하는 이유

주가 흐름에 패턴이 존재하는 기술주

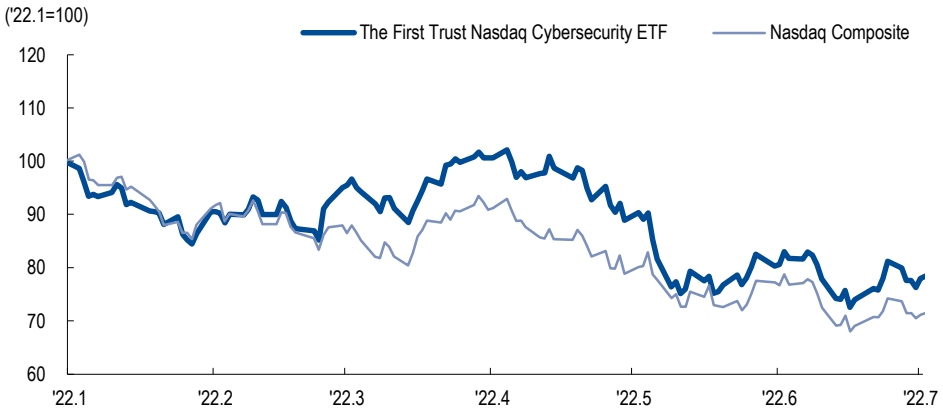
우리가 사이버 보안에 대해 주목하는 이유는 크게 2가지다. 기술주 내에서 하반기 1) 높은 실적 가시성을 근거로 유일하게 가이던스를 상향하는 분야이며 2) 구조적 수요 확대로 인해 중장기적 성장성이 담보되기 때문이다.

고속 성장에 대한 프리미엄이 사라질 때 현금흐름 창출 능력이 중요해짐

2022년 상반기 전반적인 주식시장 조정에도 불구하고 사이버 보안 섹터는 나스닥 대비 5.7% 아웃퍼폼을 기록했다. 높은 실적 가시성과 긍정적인 수요 환경 때문이다. 경기 침체 우려를 반영해 실적 컨센서스가 하향 조정되는 여타 기술주 섹터 대비 사이버 보안 대표주로 꼽히는 기업들의 가이던스는 상향 추세를 보이고 있다. Palo Alto, 포티넷 등 기업은 1Q22 실적 발표에서 2분기와 연간 가이던스를 상향했다.

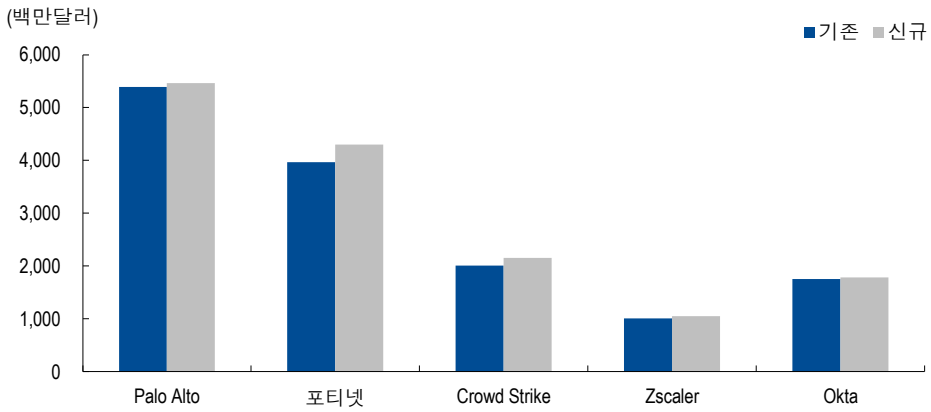
사이버 보안 부문은 B2B 비즈니스로 경기 민감도가 낮고 기업들의 IT지출 항목 중에서도 항상 우선순위가 높아 수요 훼손 가능성이 적다. 실제로 미국 CIO 서베이 결과상으로도 클라우드와 사이버 보안에 대한 2022년 투자 의향은 더 강해졌음을 확인할 수 있다.

그림1. 2022년 상반기 사이버 보안 섹터 성과, 시장 대비 5.7%p 아웃퍼폼



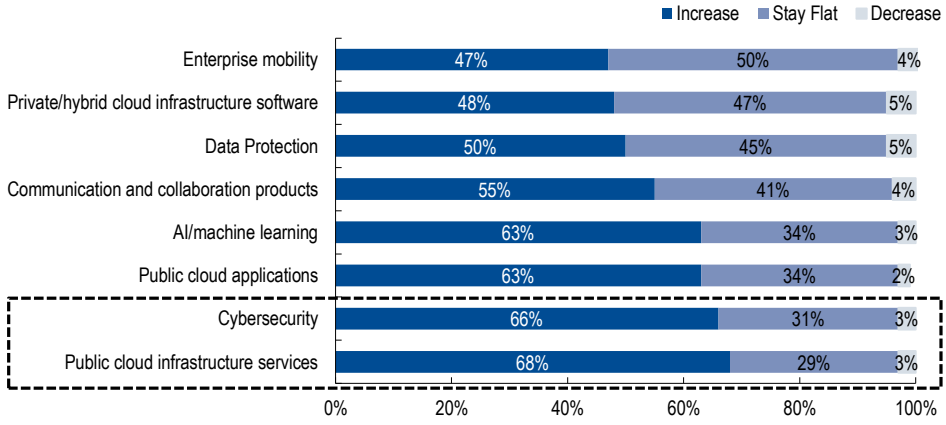
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림2. 사이버 보안 대표주의 연간 실적 가이던스 상향



주: 기존은 2021년 연간 실적 발표, 신규는 1Q22 실적 발표 당시 제시한 2022년 연간 매출액 가이던스
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림3. 기업 IT지출 항목 중 우선순위 상위에 있는 사이버 보안



자료: TechTarget, NH투자증권 리서치본부

심각해지는 사이버 공격 피해, 구조적 수요 확대 배경의 핵심

전세계 GDP의 6%에 달하는 사이버 범죄 피해 규모

Cybersecurity Ventures는 사이버 범죄가 세계 경제에 2015년 3조달러, 2021년에는 6조달러의 피해를 줄 것으로 추정했다. 사이버 범죄로 인한 경제피해 규모는 국가 GDP로 환산하면 미국, 중국에 이어 세계 3위 수준에 달한다. Accenture에서도 유사한 수치를 발표했는데, 2019~2023년 사이버 범죄로 인한 위험 평가액을 2020년 5.2조달러로 추정했다. 전 세계 GDP의 6%에 달한다.

나날이 증가하는 데이터 유출 사건과 비용

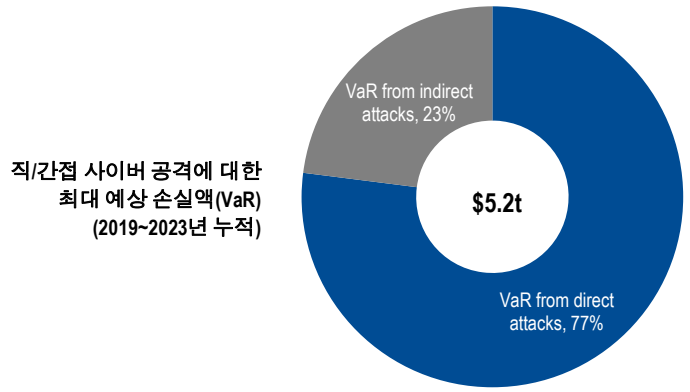
적어도 한 번 이상의 사이버 공격에 의해 피해를 입은 조직의 비율은 2018년 77%에서 2021년 86%로 상승했으며, 랜섬웨어 탐지횟수는 2020년 7월 2021년 7월까지 10배 증가했다. 데이터 유출 사고 비용 역시 증가하고 있는데, 2021년 데이터 침해 사건당 평균 피해 비용은 900만달러에 달한다.

사이버 범죄 증가의 주요 배경: 컴퓨팅 아키텍처의 변화로 인한 증대된 네트워크 복잡도

사이버 범죄 증가의 배경에는 컴퓨팅 작업 환경과 아키텍처의 변화가 있다. 사이버 범죄는 컴퓨터 네트워크 분산 증가에 비례한다. 디지털화 초기에는 IBM 메인프레임 같은 컴퓨터를 두고 프로그래머, 시스템 엔지니어, 데이터 입력 사무원 모두 한 대의 컴퓨터에 작업하기 위해 가까이 있어야 했다. 네트워크가 고도로 집중되어 보호가 쉬었다는 의미다. 그러나 데이터 압축, 네트워크 프로토콜의 발전과 함께 기계 소형화, 초고속 컴퓨터 네트워크 진화가 진행됨에 따라 보안의 양상이 달라졌다. 원격 근무, 스마트폰, WiFi 핫스팟, IoT 및 클라우드 등 데이터센터의 등장으로 기업 네트워크 안팎에서 보호해야하는 연결의 단위가 기하급수적으로 증가했다. 광범위하게 확장된 디지털 표면은 사이버 범죄의 발생 가능성을 키웠다.

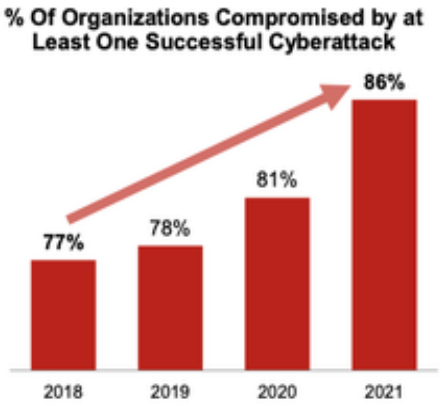
Fortinet CEO Ken Xie에 따르면 사이버 보안에 대한 지출은 1990년 IT 지출의 1%에서 오늘날 10%까지 증가했다. 향후 이 비중은 더 커질 것으로 전망됐다.

그림4. 사이버 공격에 의한 VaR(직접/간접)



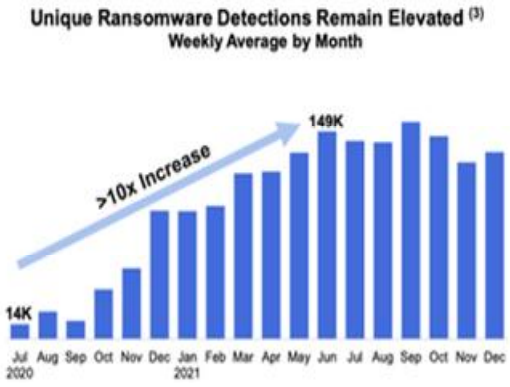
자료: Accenture, NH투자증권 리서치본부

그림5. 사이버 공격 및 랜섬웨어 위협 증가(1)



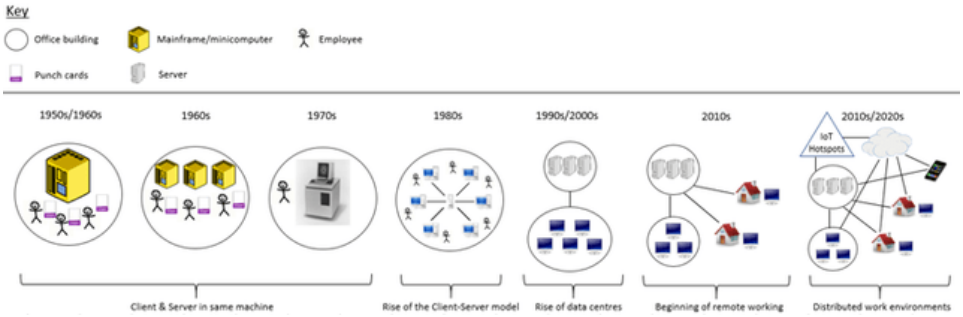
자료: Fortient 2021, NH투자증권 리서치본부

그림6. 사이버 공격 및 랜섬웨어 위협 증가(2)



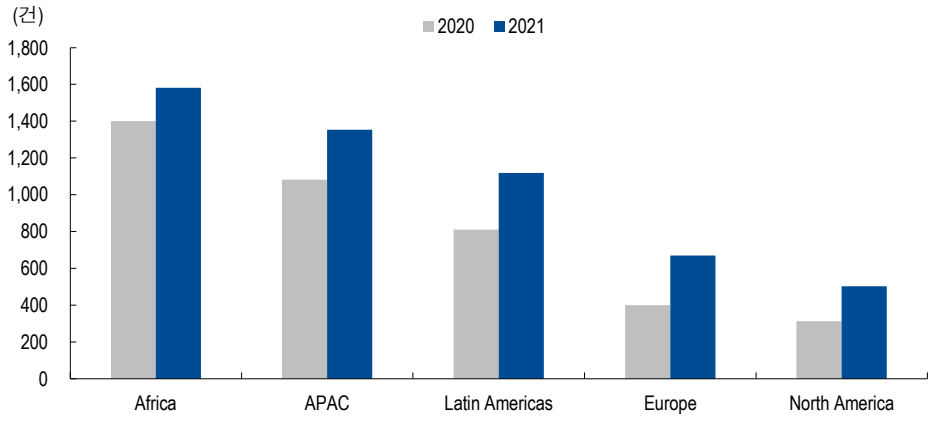
자료: Fortient 2021, NH투자증권 리서치본부

그림7. 컴퓨터 네트워크의 진화, 복잡성 증대됨에 따라 사이버 보안 위협 커져



자료: Convequity, NH투자증권 리서치본부

그림8. 2021년 사이버 공격 급증



주: 지역별 주당 사이버 공격 횟수 기준
자료: Check Point Research, NH투자증권 리서치본부

3. What, 주목해야 할 사이버 보안 트렌드 변화

1) Zero Trust, 10년을 주도할 메가 트렌드

코로나19로 급변했던 IT 환경

코로나는 IT 환경의 빠른 변화를 가져왔다. 마이크로소프트 나델라 CEO는 "2년이 걸릴 디지털 트랜스포메이션 전환이 지난 2개월 만에 이뤄졌다" 라고 언급할만큼, 클라우드 확대, 재택/원격을 통한 하이브리드 업무 환경이 정착됐다.

Zer Trust는 새로운 보안 트렌드

사이버 보안 역시 디지털 전환에 걸맞춰 변화하고 있는데, 전문가와 보안 기업이 가장 많이 언급하는 개념이 Zero Trust다. 미국 국립 표준기술 연구소(NIST)와 Forrest&Research의 존킨더버그의 정의를 종합해보면, 이미 침해가 이루어진 환경에서 피해를 최소화하기 위한 일련의 개념으로 언급하고 있고, 그 방법으로 불확실성을 제거하고 최소한의 접근 권한을 강제화할 것을 권고했다. 즉, 최소한의 접근 권한을 위해 마이크로세그멘테이션(세분화)과 세밀화된 통제를 시행할 것을 권고하는 하나의 프레임워크다.

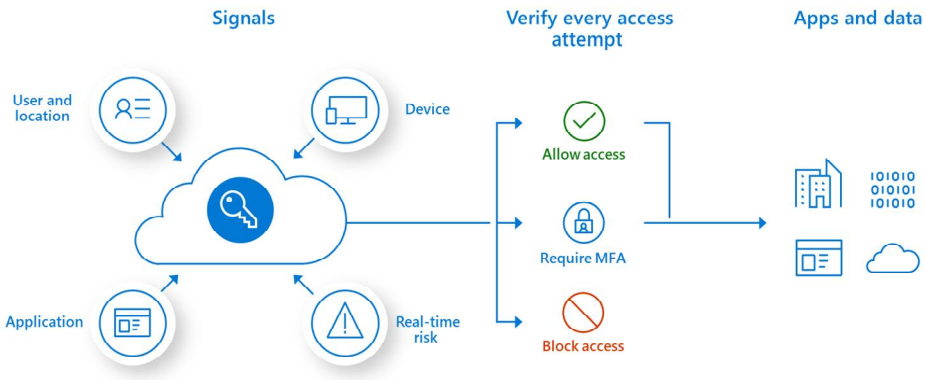
Never Trust, Always Verify

쉽게 정리하자면 Zero Trust는 아무것도 신뢰할 수 없다는 가정하에, 사용자 및 다양한 정보를 바탕으로 최소한의 권한과 세밀한 통제를 지속적으로 수행하는 보안 활동이라고 이해할 수 있다.

Zero Trust 장점 비용 절감과 데이터 침해 위험 가능성 감소

Zero Trust 도입으로 얻을 수 있는 가장 큰 효과는 비용 절감과 데이터 침해 가능성 감소다. 포레스트 리서치가 마이크로소프트의 Zero Trust를 토대로 조사한 보고서에 따르면 기존 VPN에 의존한 솔루션과 비교해 Zero Trust는 92%의 ROI를 달성했다고 밝혔다. 보안 강화로 데이터 침해 위험이 50% 감소한 것으로 나타났는데, 악의적인 내부자로 인한 데이터 침해 가능성이 줄었다고 덧붙였다. 즉, 비용 절감과 내부 위협 대응을 함께 실현한 것이다.

그림9. 마이크로소프트의 Zero Trust 모델



자료: Microsoft, NH투자증권 리서치본부

대부분의 사이버 보안 업체가 Zero Trust 관련 서비스를 제공

핵심은 세분화된 식별과 접근통제

많은 사이버 보안 업체들이 Zero Trust를 언급하며 관련 솔루션을 제공하고 있다. 주로 ZTNA(Zero Trust Network Acces) 관련 서비스인데, ID나 문맥(Context)을 기반으로 애플리케이션에 논리적 접근경계를 만들어주는 제품이나 서비스를 일컫는다. 많은 클라우드 서비스 업체, 방화벽 업체, 클라우드 보안을 위한 CASB(Cloud Access Security Broker), SWG(Secure Web Gateway)업체가 ZTNA를 제공한다. 이들은 공통적으로 네트워크 트래픽을 분석하여 애플리케이션을 식별하고 보안정책에 따라 애플리케이션 별로 접근통제를 수행한다. 또한 웹, 메일 SNS 등 애플리케이션에 특화된 보안 기능을 제공할 수 있다. 이를 Zero Trust 보안 모델의 핵심인 마이크로세그멘테이션(세분화)이라고한다.

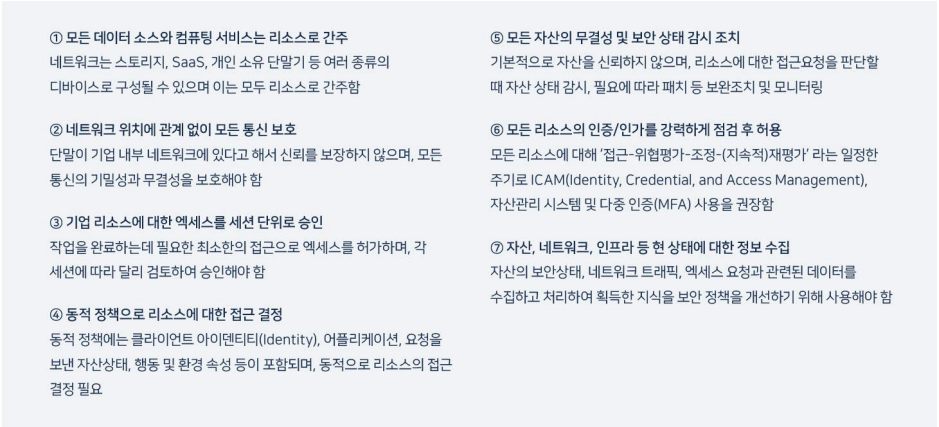
새로운 대안으로 부상한 Zero Trust 아키텍처

과거 네트워크 보안의 기본은 경계선을 기본으로 내부와 외부를 구분하고 절대적인 신뢰(Trust)와 비신뢰(Non-Trust)를 부여하는 모델이었다. 방화벽(Firewall)과 가상사설망(VPN)이 대표적인데 방화벽을 기준으로 내부와 외부를 구분했고 외부에 존재하는 사용자는 VPN을 통해 아무런 제한 없이 내부로 접근할 수 있었다. 그러나 이러한 경계선 보안 모델은 코로나와 디지털 전환으로 모호해졌고 효율성이 떨어졌다. 이제 Zero Tust 아키텍처 기반의 보안 솔루션이 대안으로 부각받고 있다. Zero Trust 아키텍처는 최소한 향후 10년 동안 사이버 보안 산업을 주도할 것으로 예상한다.

Zero Trust 아키텍쳐 기반과 세분화 기술을 보유한 Palo Alto를 선호

보안 솔루션을 제공하는 대부분의 상장사(Microsoft, Cisco, Palo Alto, Fortinet, Okta, Akamai, Symantec, Checkpoint 등)는 Zero Trust 아키텍처에 기반한 서비스 및 제품을 제공하고 있다. 우리는 상장사 중에서는 마이크로세그멘테이션 기술을 확보한 Palo Altos(PANW.US)를 선호한다. 참고로 Palo Alto는 2020년 Aporeto 업체를 인수해 해당 기술을 확보, Prisma Cloud에 통합했다. Illumio(일루미오, 2021년 6월 Series F 기준 27억달러 밸류)가 아직 상장되어 있지는 않지만 마이크로세그멘테이션 기술에 있어 강점을 지니고 있다.

그림10. 미국 국립 표준기술 연구소에서 제시한 Zero Trust 가이드라인



자료: NIST, NH투자증권 리서치본부

2) 클라우드 보안, 성장성이 가장 높은 세부 분야

클라우드 시장 고성장과 함께 주목받는 클라우드 보안 시장

클라우드 시장이 성장하면서 클라우드 보안에 대한 관심도 고조되고 있다. McAfee에 따르면 코로나가 본격적으로 확산됐던 2020년 1월부터 4월까지 클라우드 서비스에 대한 외부 사이버 공격 횟수는 코로나 이전보다 630% 증가했고, IBM이 발표한 2021년 클라우드 보안 위협 보고서에도 클라우드 기반에 구현된 애플리케이션에서 발견된 취약점이 지난 5년간 150% 증가했음이 언급되어 있다.

M&A를 통한 클라우드 업체의 보안 역량 강화

글로벌 클라우드 Big 3 기업 역시 클라우드 보안 강화를 위해 사이버 보안 기업 인수에 나서고 있다. 구글은 2022년 3월 사이버 기업 맨디언트를 54억달러에 인수했고, IBM 역시 사이버보안 기업 Randori를 인수한다고 발표했다. Microsoft 역시 보안 비즈니스 향후 성장 동력으로 인지하고 관련 기술을 확보하고 있는 추세다.

사이버 보안 세부 시장 내 성장률이 높은 클라우드 보안 시장

클라우드 보안 시장은 전체 사이버 보안 시장보다 더 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 전 세계 사이버 보안 시장 규모는 2026년까지 2,541억달러로 연평균 10% 성장할 것으로 전망되는 반면, 클라우드 보안 시장 규모는 2026년까지 46억달러로 연평균 34% 성장할 것으로 예상된다.

표1. 사이버 보안 내 세부 시장 규모 (단위: 백만달러, %)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	CAGR
엔터프라이즈								
App SW	4,068	5,238	6,413	7,930	9,725	11,892	14,472	23
클라우드 보안	764	1,062	1,425	1,958	2,660	3,537	4,614	34
인프라 SW								
데이터 보안	3,021	3,494	3,905	4,427	5,009	5,631	6,229	12
IAM	12,692	14,954	16,954	19,397	22,195	25,099	28,006	13
인프라 보안	21,696	25,915	29,803	34,589	39,890	45,366	50,780	14
통합 위험	4,892	5,547	6,311	7,174	7,958	8,323	8,728	9
네트워크 보안	16,063	18,084	19,761	21,518	23,192	24,873	26,646	8
기타	2,359	2,556	2,681	2,878	3,130	3,385	3,660	7
보안 서비스	65,070	71,081	74,266	80,016	87,186	94,598	102,738	8
컨슈머 보안								
엔드포인트	6,507	6,844	6,878	7,151	7,505	7,873	8,268	4
총합	137,131	154,777	168,397	187,038	208,450	230,577	254,144	

주:

자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

분산적 동적 구조가 특징으로 고려사항이 많은 클라우드 보안

클라우드 보안이란 클라우드 아키텍처 내에서 데이터를 보호하도록 설계된 일련의 정책 및 기술을 의미한다. 클라우드 컴퓨팅 특성상 분산되어 있고 동적이기 때문에 특별히 고려해야 하는 사항이 많다.

전통 보안 방식으로 충분하지 않은 클라우드 보안

클라우드 컴퓨팅은 리소스가 분산되어 있고 상호의존적인 특성이 강해 방화벽 및 네트워크 경계 보호에 중점을 두는 전통적 방식의 보안으로는 충분하지 않다. 또한 연결성이 높아지면서 보안 경계를 유지하기 어렵다. 명확하지 않은 분리가 많은 이 점이 있지만 잠재적 공격 범위가 넓어져 리스크가 증가하기도 한다. 특히 가상 머신이 지속적으로 실행되고 주소와 포트가 동적으로 할당되는 경우 사용자 식별이 더 어렵다. 따라서 퍼블릭 클라우드 공급업체가 테넌트의 분리 상태를 유지하는 것이 중요하다.

Zero Trust와 일맥상통

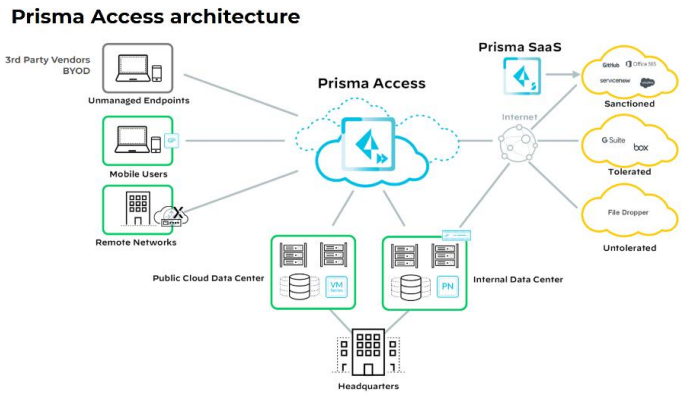
향후 클라우드 보안 업체 선정에 차별화 된 기준은 머신러닝과 AI

클라우드 보안 세부 기술(작동 방식)은 1)마이크로 세그멘테이션, 2)차세대 방화벽, 3)데이터 암호화, 4)위협 모니터링 및 방지로 구분되는데, 권한을 부여받은 사용자만 클라우드에 저장된 데이터에 접근할 수 있게 하는 것이 핵심이다. Zero Trust의 개념과 크게 다르지 않다. 예방적 제어, 자동화된 제어, 감지된 제어가 중요한데 이를 가능케 하는 기술이 머신러닝과 인공지능이다. AI 기술로 보안 위협을 자동으로 대응하고 문제를 해결하는 것이 클라우드 보안 업체를 선택하는 차별화된 기준이 될 것으로 판단한다.

클라우드 Big3 업체인 아마존, 마이크로소프트, 구글 역시 자체적인 보안 서비스를 제공하지만 기업들 입장에서는 한 클라우드 업체에 종속되는 것을 피하고 위험을 분산시키기 위해 제3자(Third Party) 보안 서비스 업체를 이용할 가능성이 높다.

주목할 만한 상장 기업으로는 Pure 클라우드 보안 서비스 업체이자 가장 업력이 길고 노하우가 뛰어난 선도업체인 Zscaler(ZS.US)가 있으며 M&A를 통해 완성도가 높은 클라우드 보안 플랫폼을 갖춘 Palo Alto(PAWN.US), 클라우드 보안 시장으로 진출을 선언한 Fortinet(FTNT.US), VMware와 Symantec을 인수한 Broadcom(AVGO.US)가 있다.

그림11. Palo Alto의 클라우드 보안 플랫폼 Prisma 아키텍처



자료: Palo Alto, NH투자증권 리서치본부

3) Security as a service(SECaaS) 비즈니스 모델의 진화

SECaaS 장점
1) 시간/비용 절감
2) 최신 보안 기술
3) 전문성과 성능

SECaas(Serutiy as a Service)는 총 소유비용을 감안해 구독 기반으로 기업 인프라에 보안 서비스를 통합하는 비즈니스 모델을 지칭한다. SaaS(Software as a service)와 유사한 개념으로 이해하면 된다. 장점은 크게 3가지다. 1) 큰 규모의 예산과 투자 없이 보안 서비스를 통합하여 재정 부담을 완화할 수 있고, 2) 최신 보안 기술에 대한 업데이트와 일관되고 균일한 서비스가 가능하며, 3) 일반적인 기업보다 보안 전문성과 성능(빠른 프로비저닝, 유연성)이 더 뛰어나다.

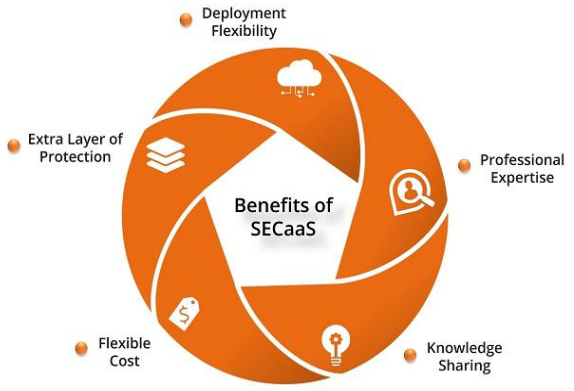
클라우드 전환과 함께 대세로 부상주인 SECaaS

보안을 외부에 아웃소싱한다는 개념 자체가 역설적이지만, 자체 보안 인력 없이도 모든 보안 문제를 해결할 수 있도록 지원하는 비즈니스 모델이 바로 SECaaS다. 물론 몇 가지 극복해야할 과제도 존재한다. 여전히 데이터 유출 가능성이 잔존하며 공유 기술의 취약성이 있다. 그럼에도 불구하고 클라우드로의 전환이 대세로 부상하면서 SECaaS의 필요성이 대두되고 있는 추세다.

사이버보안 시가총액 상위 기업 모두가 채택중인 SECaaS

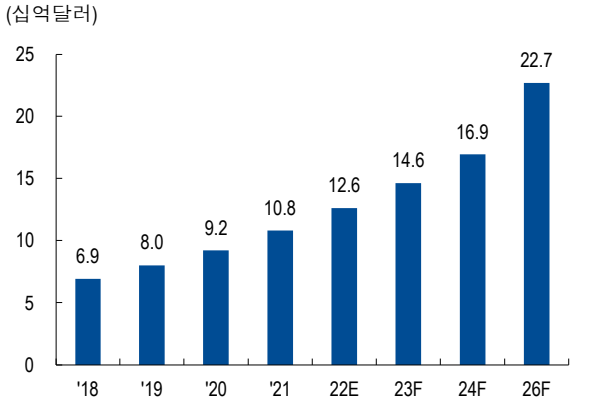
기존 보안업계의 강자와는 달리 신생 사이버 보안 기업과 변화에 성공한 레거시 벤더들은 대부분 SECaaS 모델을 채택하고 있고 연속성 있는 현금흐름으로 더 높은 밸류에이션 멀티플을 인정받고 있다. 시가총액 기준 사이버 보안 섹터 내 상위 기업인 Palo Alto, Fortinet, Crowdstrike, Zscaler, Cloudflare, Check Point, Okta 등은 모두 SECaaS 비즈니스 모델을 취하고 있다.

그림12. SECaaS 장점: 전문성, 유연성, 비용 등



자료: Hughes Systique Corp, NH 투자증권 리서치본부

그림13. SECaaS 시장 규모



자료: Statista, NH 투자증권 리서치본부

4. How, 이익의 질이 높고 신기술 대응이 가능한 종목

전 세계 사이버 보안 산업 시가총액 3,457억달러

전 세계에 상장된 사이버 보안 기업 수는 37개, 전체 시가총액은 3,457억달러에 달한다. 구조적 성장에 힘입어 합산 시가총액은 다른 섹터 대비 더 큰 폭으로 커질 것으로 예상한다. 그중 26개, 시가총액 기준으로는 88%가 미국에 분포되어 있다. 시가총액 100억달러(13조원 이상) 이상 기업은 약 10개로 압축된다. Broadcom, Cisco, VMware와 같은 보안 외 매출 비중이 높은 기업은 제외했다.

레거시 벤더와 신흥 벤더 구분 무색해짐

업력과 상장 시점 기준으로 전통 보안업체와 신생 보안 업체를 구분하자면, Palo Alto, Fortinet, Check Point, NortonlifeLock 등은 레거시 벤더로 Crowdstrike, Zscaler, Okta 등은 신흥 벤더로 분류할 수 있다. 본격적인 조정장 이전, 즉 성장주 프리미엄이 시장을 지배하던 시기에는 신흥 벤더의 시가총액 상승률이 레거시 벤더를 압도했다. 변화하는 컴퓨팅 아키텍처에 빠르게 대응, 신기술에 힘입어 기존 업체의 점유율을 뺏어오며 높은 성장률을 보여줬기 때문이다.

기업들의 전략 변화와 함께 경쟁 구도 재편중

하반기 사이버 보안 분야 M&A 활발해질 것으로 예상

최근 들어 기업의 전략이 변화함에 따라 사이버 보안 시장 경쟁 구도도 달라지고 있다. 기존의 레거시 벤더들이 M&A를 통한 새로운 기술 확보, 기존 솔루션의 통합으로 포트폴리오를 다각화하며 플랫폼 전략을 펼치고 있다. 대표적인 예가 Palo Alto(PAWN.US)인데, 2018년 대대적인 경영진 교체 이후 2019년부터 공격적인 M&A를 감행해 차세대 보안 솔루션(클라우드 보안, SD-WAN, Zero Trust Acces 등)을 갖추며 새로운 성장 국면을 맞이하고 있다. Fortinet(FTNT.US) 역시 새로운 세부 보안 시장으로의 시장 진출을 선언하며 목표 유효시장을 확대해 나가고 있다. 비유기적인 성장(M&A)을 통한 외형 확대가 기대된다. 최근 주식 시장 조정으로 가격 매력이 생겼다. 올해 하반기 사이버 보안 시장에서 크고 작은 M&A가 활발해질 것으로 예상한다.

성장성과 수익성의 균형, 신기술 대응이 중요한 지표

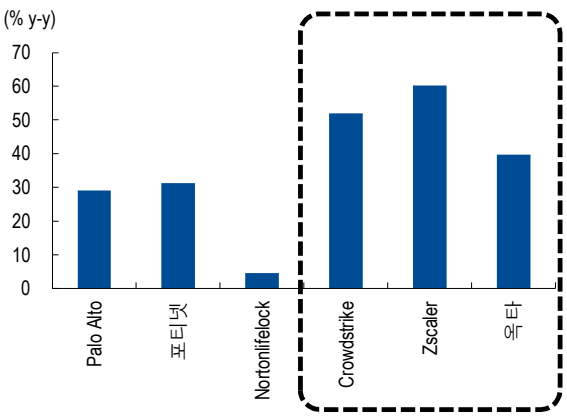
높은 성장으로만 주가가 정당화되는 시기는 지났다. 수익성과의 균형, 현금흐름 창출 능력이 다시 중요해지고 있다. 기술주 밸류에이션 패러다임 변화에 발맞춘 신기술 대응이 가능하며 수익성이 뒷받침되는 업체 위주로 종목을 선정할 필요가 있다.

그림14. 과거 3년 사이버 보안 산업 내 경쟁 구도



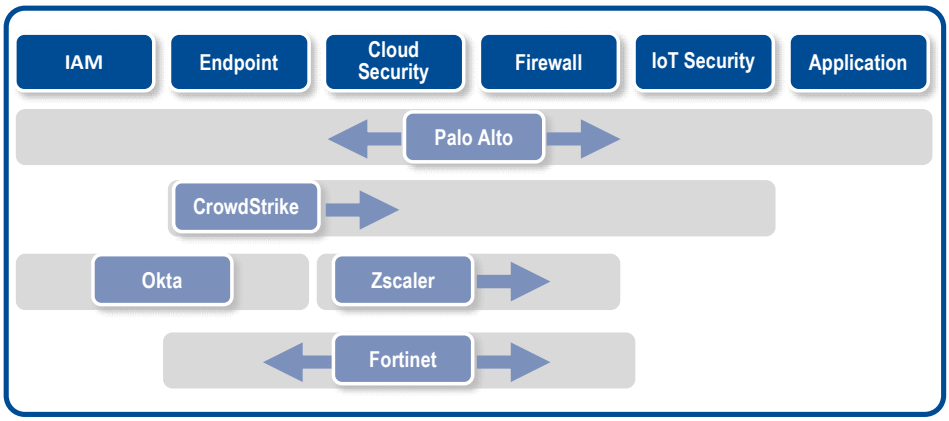
자료: NH 투자증권 리서치본부

그림15. 전통 vs 신생 기업들의 매출액 성장률(FY1) 비교



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

그림16. 향후 3년 사이버 보안 산업 내 경쟁 구도. 새로운 세부 시장으로의 합종연횡



자료: NH투자증권 리서치본부

Appendix: 세부 카테고리별 Player 경쟁 현황

파편화된 사이버 보안 세부 시장

사이버 보안 시장은 세부 카테고리가 다양하고 파편화되어 있다. 전체 시장 규모는 720억달러(서비스 시장 800억달러 제외) 수준이며, 규모 기준으로 Endpoint 22%, Firewall 20%, SIEM(Security Information and event Management) 7%, Email 6%, Authentication 6%, Identity 5%, InfoSec 4%, AppSec 3%, Vulnerability 3% PAM(Privileged Access Management) 3%, SWG(Secure Web Gateway) 3% 등 이외에도 1~2% 남짓의 9개 세부 시장이 존재한다.

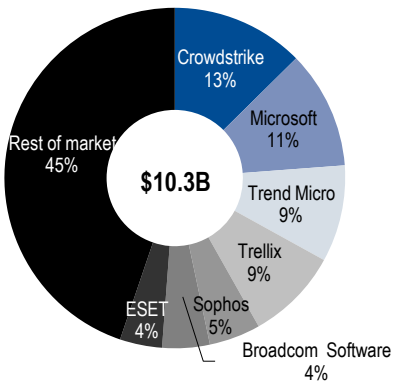
엔드포인트 시장 Crowdstrike가 3~4년 동안 고성장하며 지배적 사업자로 부상

엔드포인트(Endpoint) 분야의 2021년 기준 주요 플레이어(시장 점유율)로 Crowdstrike (12.6%), Microsoft(11.2%), Trend Micro(9.2%), Trellix (8.8%), Broadcom (4.5%)이 있다. Crowdstrike가 높은 성장세를 보이며 기존 벤더들의 점유율을 가져오고 있는 추세다. 2018년만 하더라도 Symantec과 McAfee가 강자였지만, 신기술 대응이 늦어지며 시장 구도가 재편됐다. 이외에도 Carbon Black과 Cylance(블랙베리가 인수), Sentinel One 등 신흥 벤더가 엔드포인트 시장에서 경쟁 중이다. 다만, Crowdstrike가 Mac OS와의 호환성, CPU 리소스 이용률, 클라우드에 특화된 아키텍처 등의 강점을 내세워 고성장세를 유지중이다.

네트워크 방화벽: 전통 강자 건재 SD-WAN 시장에서의 주도권 확보가 중요

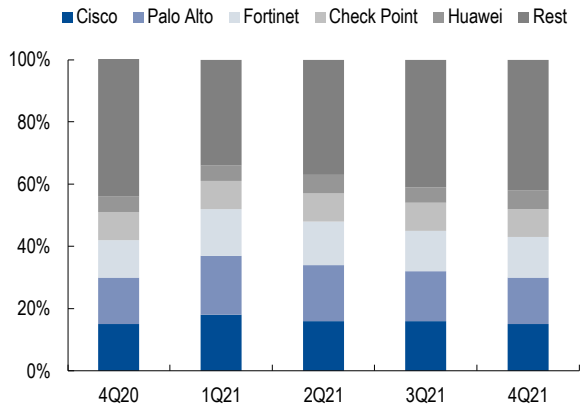
네트워크 방화벽(Firewall) 솔루션 주요 업체는 Fortinet, Palo Alto, Checkpoint, Cisco 등이 있다. 관련 하드웨어 점유율(IDC, 4Q21 기준)은 Palo Alto 15.2%, Cisco 15.3%, Fortinet 13.4%, Checkpoint 8.0%다. 차세대 방화벽 솔루과 밀접한 연관이 있는 SD-WAN(소프트웨어 정의의 WAN 아키텍처) 기술이 주목받고 있는데, SD-WAN은 보안과 프라이버시를 침해하지 않으면서 특정 애플리케이션 성능을 향상시켜 WAN을 단순화하고 비용 절감을 가능케 하는 솔루션이다. 이 시장에서의 업체들간 M&A도 최근 2년간 활발했다. HPE의 Silver Peak 인수, Cisco의 Viptela 인수, VMware의 VeloCloud 인수, Palo Alto의 CloudGenix 인수 모두 SD-WAN 스타트업 분야 M&A 사례다. 2022년 Omdia에 따르면 현재 SD-WAN 솔루션 시장 점유율은 VMware 18%, Versa Network, 17%, Cisco 13%, Fortinet 10% 등이다(HW 시장은 Cisco 25%, Fortinet 20%, VMware 7%, Palo Alto 3%).

그림17. 엔드포인트 시장 점유율



자료: IDC, NH 투자증권 리서치본부

그림18. Security Applaince(방화벽) 시장 점유율

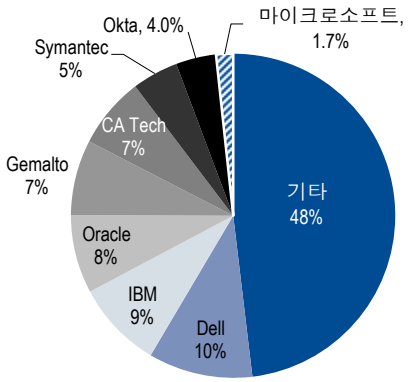


자료: IDC, NH 투자증권 리서치본부

이메일, IAM: Okta와 Microsoft가 강자

이메일 보안 시장 주요 벤더로는 Proofpoint, Microsoft, Cisco, Symante, Google 등이 있다. IAM(Identity Acess and Mangement) 및 Authentication 시장은 Dell, IBM, Oracle, CA Symentc 등 레거시 벤더가 시장 점유율 35%를 차지하고 있으나 클라우드 컴퓨팅 확산에 따라 Okta, Microsoft가 빠르게 시장 점유율을 뺏어오고 있다. Microsoft의 경우 AD(Active Directory) 제품을 통해 시장 진출을 가속화하고 있다. 윈도우 환경 내 네트워크 리소스에 대한 인증 및 권한을 관리하는 서비스다. 다만 웹 기반의 응용프로그램 및 프로토콜을 관리하도록 설계되어 출시되지는 않았기 때문에 IAM의 표준이라고 여겨지는 않는다. 보통 Office 365라이선스에 포함되어 있는 경우가 많다.

그림19. IAM 시장 점유율 현황



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

표2. IAM 시장 규모 추이

	2016	2017	2018	2019	2020
Okta	161	257	392	528	694
Microsoft	84	107	139	181	235
Top Six IAM Vendors	2,966	2,983	3,001	2,989	2,947
Other Next Gen IAM Vendors	2,503	2.860	3,364	3,786	4,177
Total IAM	5,713	6.207	6,897	7,484	8,053

단위: 백만달러

자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

NH투자증권

Palo Alto (PANW.US)

사이버보안 대장주, 다시 한번 진화

Company Note | 2022. 8. 10

사이버 보안 대장주, 레거시 벤더에서 벗어나 다시 한번 진화 중. M&A를통해 차세대 보안 솔루션(클라우드 보안, 엔드포인트) 대응 능력 강화

사이버 보안 대장주, 다양한 카테고리에서 리더 지위 확보

Palo Alto(7월 결산법인)는 미국을 대표하는 사이버 보안 대장주(시가총액 1위). 2011년부터 지금까지 Gartner가 선정한 Magic Quadrant에서 리더로 선정. 2019~2021년간 9개의 회사를 M&A하며 포트폴리오를 다각화. 보안 오케스트레이션, 컨테이너 보안, 서버리스 보안, SD-WAN 등 지금의 제품/서비스 커버리지는 대부분 M&A를 통해 완성. 크게 네트워크 보안(Strata, Prisma SASE, 차세대 방화벽 플랫폼), 클라우드 보안(Prisma Cloud), 엔드포인트 보안(Cortex). 현재 방화벽, 제로트러스트, 엔드포인트, SD-WAN, 취약성 관리 등 7가지 분야에서 시장 리더로 평가받고 있음

NGS의 고성장세에 주목, 더 이상 레거시 벤더가 아니다

동사는 네트워크 보안, 클라우드 보안, 엔드포인트 보안 등 3가지 핵심 플랫폼을 통해 다양한 솔루션의 교차판매(Cross Sell), 상향판매(Upsell)를 진행할 것으로 예상. NGS(Next Generation Security, 차세대 보안 솔루션 Prisma SASE, Prisma Cloud, Cortex) ARR이 고성장하면서 전사 매출 성장을 견인할 것으로 기대. 2018년 경영진 교체와 함께 다수의 M&A를 진행, 진화된 보안 기술을 확보. Zscaler(클라우드 보안), Crowdstrike(엔드포인트 보안)부문과도 경쟁 예상. 시장 자체가 초기단계로 고성장이 예상되기 때문에 동반 성장이 예상되지만, 평가 기관과 리셀러 반응이 긍정적이고 기존 고객 기반이 풍부하기 때문에 충분히 승산이 있을 것으로 기대

높은 실적 가시성과 구조적 성장세에 하반기도 긍정적인 주가 흐름 예상

동사 컨센서스 기준 2022년 실적은 매출액 54.9억달러(+29% y-y), 영업이익 10.3억달러(+29% y-y), 영업이익률 18.8%로 예상. 지난 3년간(FY2018~2021) 잦은 M&A와 차세대 보안 제품 개발로 인해 비용 증가 불가피. 다만, 향후 통합 관련 비용이 감소하며 의미 있는 영업 레버리지 효과 나타날 것으로 기대. 최근 실적 발표에서도 가이던스를 상향, 경기 침체로 인해 실적 컨센서스 하향이 이뤄지고 있는 기타 기술주와는 대조적

목표주가(컨센서스): 645.7 달러

※국내 비교기업: -

현재가 ('22/8/8)	501.1 달러
업종	정보기술
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	12,644.5
시가총액(보통주)	50.0 십억달러 (65.2 조원)
유통주식수(보통주)	99.6 백만주
52 주 최고가('22/04/13)	629.0 달러
최저가('21/08/18)	362.4 달러
배당수익률(22/12E)	0.0%
주요주주	
The Vanguard Group, Inc.	7.4%
BlackRock Fund Advisors	4.2%

주가상승률	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률 (%)	-0.8	-2.4	24.2
상대수익률 (%p)	-4.9	8.5	39.0

	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
매출액	4,256	5,495	6,734	8,184
증감률	*24.9*	*29.1*	*22.5*	*21.5*
영업이익	802	1,033	1,326	1,662
증감률	*33.9*	*28.8*	*28.3*	*25.4*
영업이익률	*18.9*	*18.8*	*19.7*	*20.3*
(지배지분)순이익	614	793	1,019	1,285
EPS	6.1	7.5	9.3	11.3
증감률	*25.8*	*21.4*	*24.4*	*22.0*
PER	81.6	67.2	54.1	44.3
PBR	74.4	--	--	--
ROE	91.2	--	--	--
순차입금	-127	-1,306	-3,189	-6,086

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주 1: EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 기준
주 2: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부



Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com

RA 고민성
02)768-7707, minsung.ko@nhqv.com

Summary

Palo Alto(7월 결산법인)는 미국을 대표하는 사이버 보안 대장주(시가총액 1위). 2007년 차세대 방화벽 솔루션 출시, 2011년부터 Gartner가 선정한 Magic Quadrant에서 리더로 선정. 네트워크 방화벽 부문에서 8년 연속 리더로 선정. 2018년 3월에 3억달러에 클라우드 보안 회사 Evident.io를 인수, Prisma Cloud 사업부를 개설. 향후 Redlock(클라우드 보안 회사)를 추가 인수하면서 클라우드 보안 부문 진출. 2019~2021년간 9개의 회사를 M&A하며 포트폴리오를 다각화. 보안 오케스트레이션, 컨테이너 보안, 서버리스 보안, SD-WAN 등 지금의 제품/서비스 커버리지는 대부분 M&A를 통해 완성. 크게 3가지 축으로 구성. 네트워크 보안(STRATA, PRISMA SASE, 차세대 방화벽 플랫폼), 클라우드 보안(PRISMA CLOUD), SOC 보안(CORTEX, 데이터 애널리틱스, 자동화). 현재 방화벽, 제로트러스트, 엔드포인트, SD-WAN, 취약성 관리 등 7가지 분야에서 시장 리더로 평가받고 있음. 코어 제품(STRATA, 네트워크 방화벽)은 유기적인 성장을 할 것으로 예상되는 가운데 차세대 보안 서비스(PRISMA Cloud, SASE, Coretex) 부문이 고성장을 견인할 것으로 전망

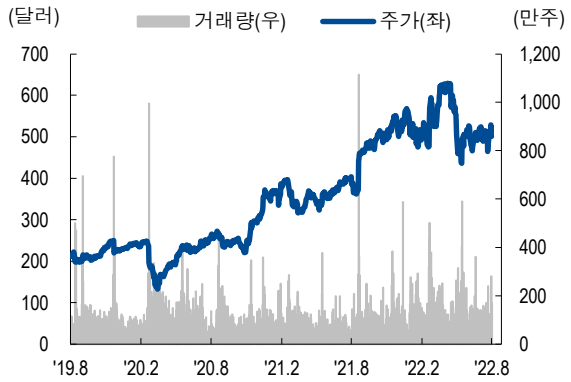
Share price drivers/Earnings Momentum

- 사이버 보안 의식 강화에 따른 구조적 수요 확대
- 신규 시장(클라우드 보안, 엔드포인트)향 M&A
- 공급망 이슈 완화

Downside Risk

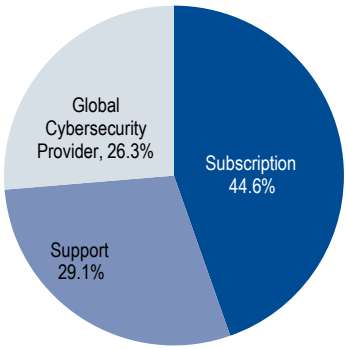
- 기업의 사이버 보안 관련 지출 축소
- 타이트한 반도체 수급 지속

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

사업부별 매출 비중(2021/7)



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Palo Alto	67.2	54.1	--	--	--	--
포티넷	50.6	41.3	420.9	35.2	831.3	85.3
Zscaler	260.3	161.8	42.3	34.6	16.2	21.4
Crowdstrike	155.7	106.2	33.4	25.4	21.4	23.9
시스코 시스템즈	15.3	14.4	4.5	4.0	33.4	31.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	20/7	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
PER	102.7	81.6	67.2	54.1	44.3
PBR	44.6	74.4	--	--	--
PSR	14.6	11.7	9.1	7.4	6.1
ROE	43.4	91.2	--	--	--
ROA	5.3	6.0	6.5	6.7	7.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Legacy Vendo 에서 차세대 보안 솔루션 포트폴리오 공급업체로 진화

플랫폼 확장 → 유효시장 확대

동사는 2007년에 차세대 방화벽이라는 브랜드로 고급 엔터프라이즈 방화벽 솔루션을 제공하기 시작했다. 동사는 차세대 방화벽이 기존 방화벽 솔루션과는 달리 모든 네트워크 스택의 계층에서 작동되고 검사되어야 하며, 포트 번호나 프로토콜이 독립적으로 위협을 차단할 수 있을 만큼 충분히 지능적이어야 한다고 강조했는데, 2011년부터부터 지금까지 가트너가 선정하는 Magic Quadrant에서 연속 리더로 선정될만큼 방화벽 분야에서 선도적인 지위를 유지하고 있다

경기 침체 우려에도 실적 가이던스 상향

다만, 사이버 공격이 다양화되고 기술이 진화함에 따라 동사 솔루션을 다각화하며 커버리지를 확장하기 시작했다. 2017년 머신러닝을 이용한 클라우드 기반의 서비스는 로깅 서비스를 발표하고 2018년 개방형 클라우드 생태계인 Application Framework를 발표하는 등 변화를 시도했지만 성공적이지는 못했다. 2018년 6월 구글 최고 비즈니스 책임자 출신 Nikesh Arora의 CEO 부임을 시작으로 회사의 전략이 바뀌었는데, 2019년에만 5개의 보안 기술 기업을 인수, 새로운 성장 동력을 확보하기 시작한다. 현재 차세대 성장 엔진으로 분류되는 SD-WAN, 보안 오케스트레이션, 클라우드 보안 모두 M&A를 통해 확보한 것이다.

2019년부터 본격적인 플랫폼 확장 전략에 나서며 현재의 네트워크 보안(Strata/Prisma Sase), 클라우드 보안(Prisma Cloud), SOC보안(Coretex)의 큰 3개 큰 축을 구성했다.

표1. Palo Alto 인수 현황

일시	피인수 기업	사업 분야	기업 가치
2018.03	Evident.io	클라우드 보안	3.19 억달러
2018.04	Secdo	EDR(엔드포인트 감지 및 응답) 보안	8,800 만달러
2018.10	RedLock	클라우드 보안	1.94 억달러
2019.02	Demisto	보안 오케스트레이션	6.29 억달러
2019.05	Twistlock	컨테이너 보안	4.90 억달러
2019.05	PureSec	서버리스 보안	4,700 만달러
2019.09	Zingbox	IoT	9,000 만달러
2019.11	Aporeto Inc	머신 ID 기반 마이크로 세분화	1.76 억달러
2020.03	CloudGenix	SD-WAN	5.12 억달러
2020.08	Crypsis Group	위험 관리 및 디지털 포렌식 컨설팅	3.15 억달러
2020.11	Expanse	인터넷 인텔리전스 플랫폼 개발	7.46 억달러
2021.02	Bridgecrew	클라우드 보안 플랫폼 개발	1.73 억달러

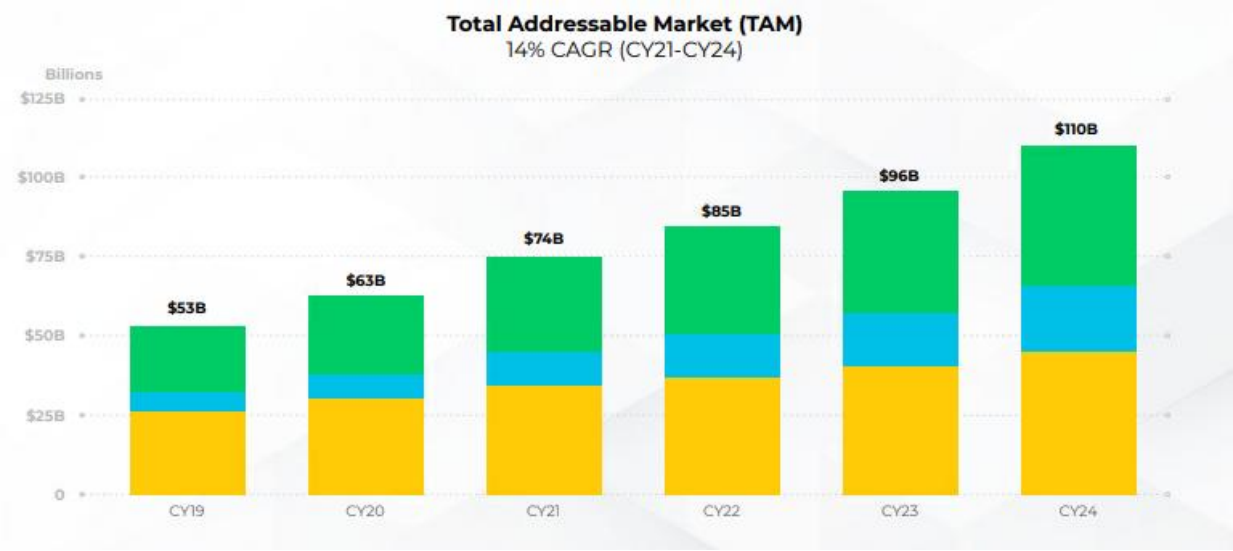
자료: 언론보도, Bloomberg, NH 투자증권리서치본부

그림1. 동사의 3가지 핵심 플랫폼 서비스



자료: Palo Alto, NH 투자증권 리서치본부

그림2. 동사의 3가지 서비스의 TAM(총유효시장) 규모 및 성장률 추정: 연평균 14% 증가 예상



자료: Palo Alto, NH 투자증권 리서치본부

여전히 유기적 성장이 가능한 네트워크 보안, 방화벽 솔루션 시장

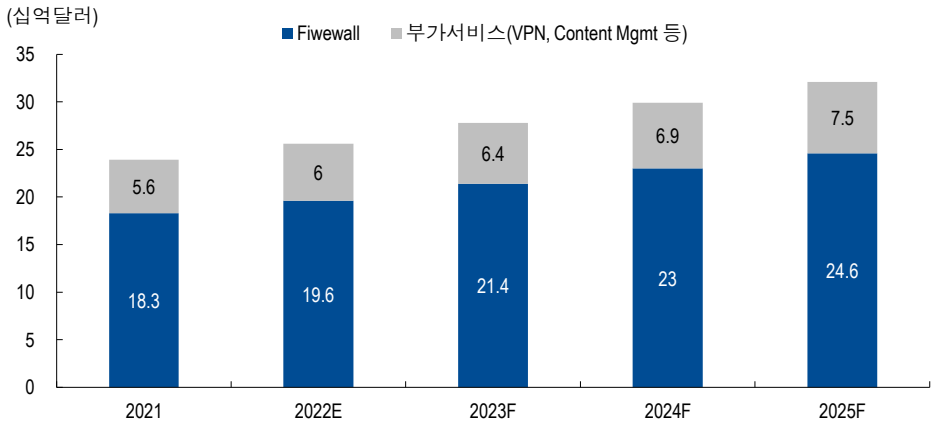
여전히 건재한 방화벽 시장

동사의 핵심 사업인 Strata, 네트워크 보안(온프레미스 방화벽 솔루션 포함)은 여전히 연평균 10% 이상의 성장이 가능할 것으로 예상한다. Panorama 소프트웨어 라이선스, 가상 방화벽 솔루션 매출, 관련 하드웨어, 구독 서비스 부문이 전체 주문금액의 67%를 차지한다.

2025년까지 연평균 7.7% 성장 가능

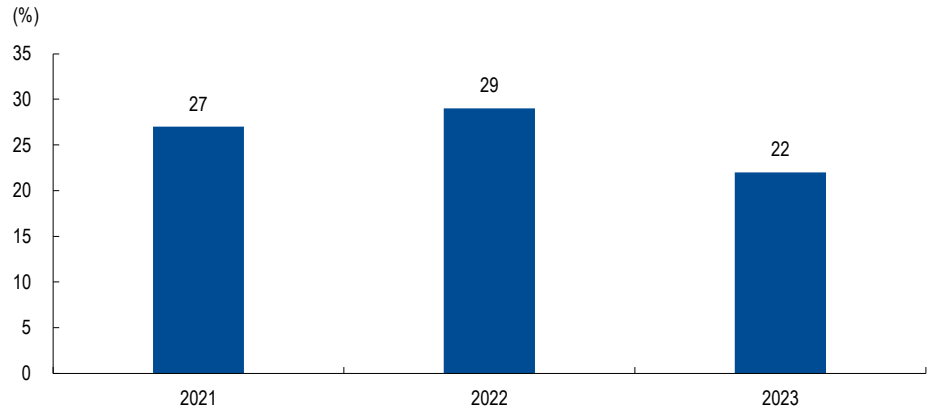
퍼블릭 클라우드 채택이 증가함에도 불구하고 여전히 네트워크 방화벽은 엔터프라이즈 보안 구조에 중심에 있다. 방화벽 시장이 성숙했다는 일각의 우려는 다소 과장됐다. 시장조사기관 IDC는 방화벽/네트워크 보안 시장이 2025년까지 연평균 7.7% 이상 성장할 것으로 예상하고 있다. 중장기적으로 클라우드 중심의 보안 솔루션이 주류로 부상함에 따라 제품 및 하드웨어 매출 성장세는 점진적으로 둔화되겠지만, 시장 성장률만큼은 확대될 것으로 전망한다.

그림3. 네트워크 보안 관련 지출 증가 추이, 2025년까지 연평균 7.7% 증가



자료: IDC, NH 투자증권 리서치본부

그림4. 방화벽 리셀러 대상 서베이, 향후 방화벽을 업데이트할 계획이 있는 고객 비중



자료: Alphawise 2021 년 4 분기 리셀러 대상 서베이(N=20), NH 투자증권 리서치본부

차세대 성장 동력 1) Prisma SASE

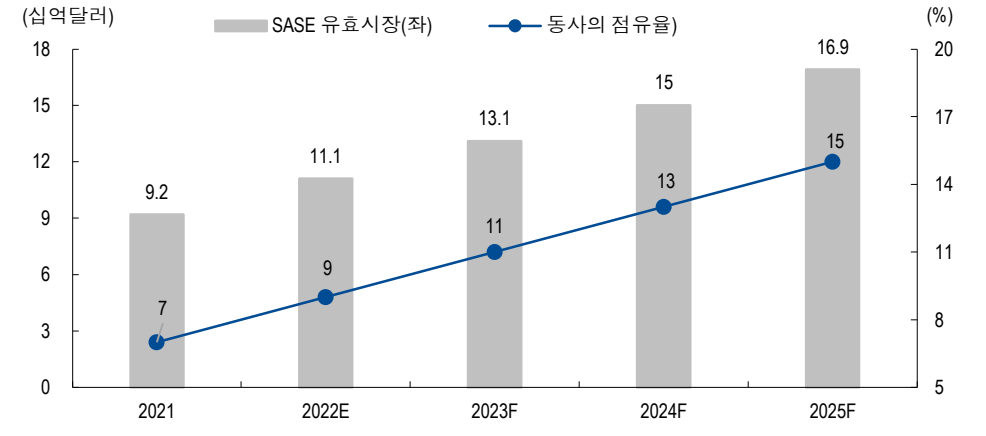
원격/재택 근무 일상화에 따라 중요도가 올라가는 SASE

Prisma SASE(Secure Access Service Edge)는 SD-WAN과 SaaS 특성을 지닌 통합적인 클라우드 기반의 네트워크 보안 아키텍쳐 방식이다. 해당 솔루션을 통해 기업은 위치에 관계 없이 모든 사용자에게 고성능의 환경을 제공해 일관된 보호를 받을 수 있다. 원격 근무가 보편화되고 네트워크 접근 방식이 진화하면서 클라우드 기반의 SASE 기술이 중요해지고 있다. 현재 2,500여개 고객사가 SASE 솔루션을 신뢰하에 사용 중이며 데이터 유출 가능성 감소, 보안 사고 감소, 네트워크 단순화 및 작동 시간 효율 개선 등의 장점을 누리고 있다.

Zscaler와 더불어 Top 2 벤더 Prisma SASE 연평균 40% 성장 가능

Prisma SASE 유효시장은 2025년까지 170억달러 규모로 증가할 것으로 예상하며, 동사는 기존 엔터프라이즈 방화벽 고객들의 Upselling(상향판매)을 통해 Prsima SASE 매출을 확대해 나갈 것으로 전망한다. 동사는 3년전부터 Prisma SASE 서비스를 시작, ARR(Annual Recurring Revenue)기준 5억달러를 확보했다. 주요 경쟁자로는 Zscaler가 있고 2021년 현재 시장 점유율은 7% 수준이다. ARR기준 연평균 40% 이상의 성장을 예상하며 2025년 Prisma SASE 솔루션 ARR은 25억달러까지 시장 점유율은 2021년 대비 2배 이상인 15%까지 확대될 것으로 기대한다.

그림5. Prisma SASE 유효시장 및 동사의 시장 점유율 추정치



자료: IDC, NH 투자증권 리서치본부

차세대 성장 동력 2) Prisma Cloud

구조적 성장이 가능한 클라우드 보안 서비스 시장

클라우드를 통한 작업량이 기하급수적으로 증가함에 따라 클라우드 보안과 DevSecOps(개발/보안/운영의 약자로 SW의 개발, 배포, 운영, 관리에 이르기까지 전 영역이 보안과 연계됨을 의미) 채택도 빠른 속도로 늘어나고 있다.

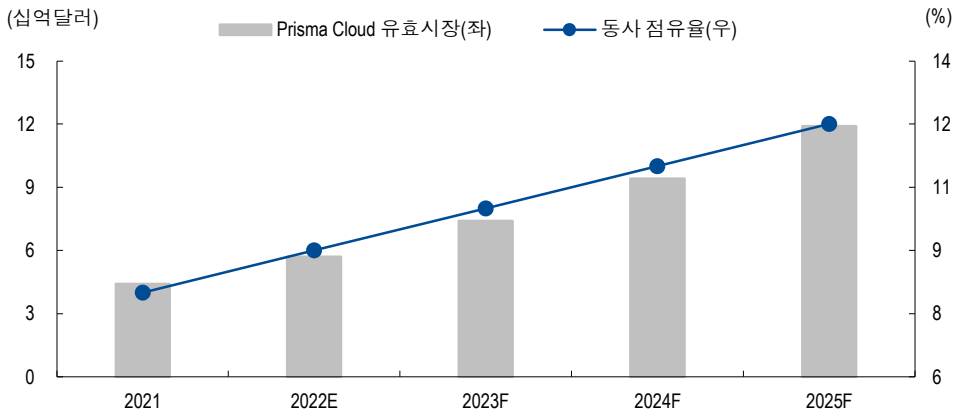
출시 3년만에 ARR 3억달러 달성

동사는 2018년 말에 RedLock 인수를 통해 클라우드 보안 비즈니스에 진출, Prisma Cloud 서비스를 론칭했는데, 출시 후 3년이라는 짧은 시간 동안에 ARR 3억달러에 달하는 성과를 보여줬다. 시장은 클라우드 수요 증가 속도에 비례해 성장할 것으로 예상된다. 참고로 IDC에서 예상하는 2025년 클라우드(IaaS/PaaS) 지출은 4,000억달러로 해당 시장은 연평균 25% 이상의 성장이 기대된다. Prisma Cloud의 유효시장은 전체 클라우드 지출의 3%를 가정해 보수적으로 2025년까지 120억달러로 추정한다.

하이브리드 및 멀티 클라우드에 특화, 시장보다 높은 성장세 가능할 것으로 기대

동사의 클라우드 보안솔루션인 Prisma Cloud의 ARR은 2025년까지 연평균 40% 이상 성장할 것으로 전망한다. Forrester에 따르면 동사는 클라우드 워크로드 보안 서비스 분야에서 시장 리더로 평가받고 있다. 하이브리드 및 멀티 클라우드 환경에 특화되어 있고 컨테이너 보안, 서버리스, 웹 애플리케이션, API보안까지 유연한 통합 모듈로 서비스를 제공하고 있기 때문에 시장 성장률(28%)보다 높은 수준의 매출 증가율을 기록할 것으로 예상한다.

그림6. Prisma Cloud 유효시장 및 동사의 시장 점유율 추정



자료: IDC, NH 투자증권 리서치본부

차세대 성장 동력 3) Cortex

EDR 핵심 서비스 Cortex

Cortex는 XDR 시장에서 활용되는 솔루션을 의미한다. Extended Detection & Resoponse로 EDR(Endpoint Detection & Response)과 SIEM(Security Information & Event Management)의 확장된 버전이다. 엔드포인트, 네트워크 트레픽, 클라우드 등 여러 데이터 소스로부터 데이터를 모으고 종합해, 이벤트 간의 상관관계를 분석, 유의미한 사고 가능성과 의심 활동들에 대해 경고하는 시스템이다. 여기서 핵심은 머신러닝과 자동화 기술 그리고 다양한 채널로부터 데이터를 모으고 분석할 수 있는 역량이다

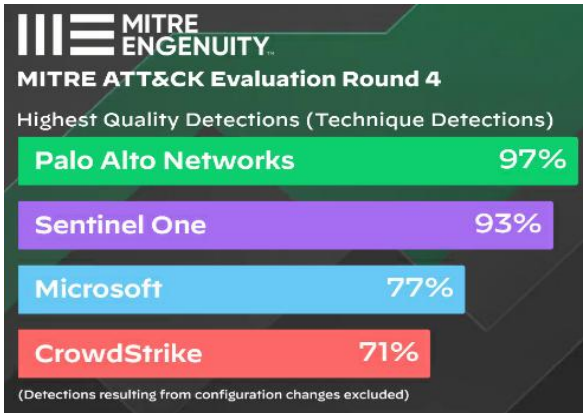
성능 평가에서 1위를 기록한 Cortex

Cortex XDR 서비스는 2022년 MITRE(마이터, 미 연방정부 지원을 받으며 안보관련 업무를 수행하는 비영리 연구 단체)에서 평가에서 1위를 기록했다. 실제 공격 상황을 시뮬레이션해 30여 가지 보안 솔루션을 평가하는데, 2년 연속 보호 평가 100% 예방, 모든 공격 단계의 100% 탐지의 기록적인 결과를 보여줬으며 주요 경쟁업체(Sentinel One, Microsoft, Crowdstrike) 대비 높은 점수를 획득했다.

파이가 큰 만큼 경쟁자 많지만 시장 기회 충분히 커

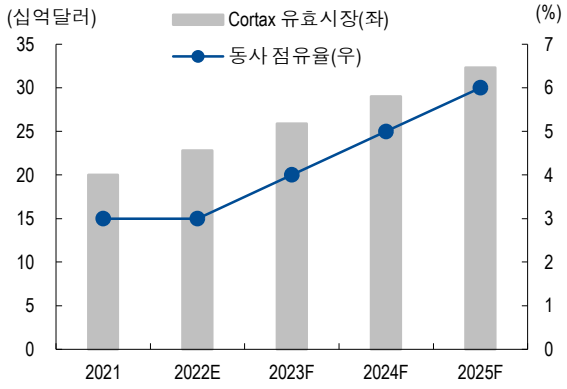
EDR분야는 2025년 총 유효시장이 320억달러로 예상되는 바 기타 보안 시장 대비 크지만 경쟁자가 많고 경쟁 강도가 높은 편이다. 다만, 동사의 Cortex 솔루션은 머신러닝 기능을 개선시키고 기존 고객 기반을 활용, 교차판매를 통해 점유율 확대를 시도할 계획이다.

그림7. Mitre EDR(Cortex) 평가에서 1위 기록



자료: Mitre, NH 투자증권 리서치본부

그림8. EDR 관련 유효시장 및 동사 점유율



자료: NH 투자증권 리서치본부

실적 및 밸류에이션

향후 수익성 개선 기대

동사 컨센서스 기준 2022년 실적은 매출액 54.9억달러(+29% y-y), 영업이익 10.3억달러(+29% y-y), 영업이익률 18.8%로 예상된다. 지난 3년간(FY2018~2021) 잦은 M&A와 차세대 보안 제품 개발로 인해 비용 증가가 불가피했다. 다만, 향후 통합 관련 비용이 완화되면서 의미 있는 영업 레버리지 효과가 나타날 것으로 기대한다.

신성장 동력 부문의 고성장세 지속, 크로스 플랫폼 전략도 성공적

FY3Q22(1~3월) 실적 발표에서 알 수 있듯 신성장동력인 NGS(Next Generation Security) ARR은 16억달러(+65% y-y)로 고성장세를 기록하고 있고 크로스 플랫폼 고객 비중(2개 이상 플랫폼 서비스를 구매한)도 48%(FY 3Q20 33%)까지 확대됐다. FY4Q22(4~6월) 가이던스로 매출액 15.3억~15.5억달러(+26% y-y), EPS(Non-GAAP) 2.26~2.29달러를 제시했고 연간 가이던스도 매출액+29%, EPS +21%로 연초에 제시했던 수치 대비 각각 1%p, 2%p 올렸다. 경기 침체로 인해 실적 컨센서스 하향이 이뤄지고 있는 기타 기술주와는 대조적이다.

경기 부진에도 불구하고 높은 실적 가시성 확보

상반기 나스닥 대비 18% 아웃퍼폼, 하반기도 유사한 흐름 기대

동사는 현재 2023년 PER 기준 54배에서 거래되고 있다. 연초 대비 10% 하락에 그쳐 나스닥 대비 상대수익률은 +18%에 달한다. 배경에는 러시아-우크라이나의 사이버 전쟁으로 인한 일시적인 수혜 효과를 제외하더라도 높은 실적 가시성과 구조적 수요 확대에 대한 시장의 인식이 있었다고 판단한다. 동사는 M&A를 통해 새로운 보안 솔루션을 플랫폼에 탑재, 가장 광범위한 보안 서비스 커버리지, 크로스 플랫폼 전략 등으로 레거시 벤더에서 탈피해 사이버 보안 종합 플랫폼 업체로 진화 중이다. 하반기는 물론 2023년 이후에도 긍정적인 주가 흐름을 예상한다.

표2. Peer 기업 실적 및 밸류에이션 (단위: 백만달러, 달러, 배, %)

종목명		Palo Alto	포티넷	Crowdstrike	Zscaler
종가 (8/8)		501.1	53.3	189.5	168.2
시가총액		49,924	42,797	43,984	23,854
매출액	2021	4,256	3,342	1,452	673
	2022E	5,495	4,385	2,206	1,078
	2023F	6,734	5,310	2,998	1,466
영업이익	2021	802	1,115	196	78
	2022E	1,033	1,115	320	107
	2023F	1,326	1,379	478	175
순이익	2021	614	860	161	76
	2022E	793	860	293	95
	2023F	1,019	1,067	433	155
PER	2021	81.6	66.8	282.9	323.4
	2022E	67.2	50.5	155.7	260.3
	2023F	54.1	41.0	106.2	161.8
PBR	2021	74.4	55.0	42.7	44.8
	2022E	--	420.9	33.4	42.3
	2023F	--	35.2	25.4	34.6
ROE(%)	2021	91.2	82.3	15.1	13.8
	2022E	--	831.3	21.4	16.2
	2023F	--	85.3	23.9	21.4

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
매출액	**4,256**	**5,495**	**6,734**	**8,184**
매출총이익	**3,201**	**4,053**	**4,991**	**6,119**
영업이익	**802**	**1,033**	**1,326**	**1,662**
EBITDA	**1,040**	**1,343**	**1,658**	**2,116**
이자비용	20	19	19	22
세전이익	**787**	**1,016**	**1,306**	**1,629**
(지배지분)순이익	**614**	**793**	**1,019**	**1,285**
희석 주당순이익	6.1	7.5	9.3	11.3

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
EBITDA/매출	24.4	24.4	24.6	25.9
영업이익률	18.9	18.8	19.7	20.3
순이익률	14.4	14.4	15.1	15.7
총자산이익률	6.0	6.5	6.7	7.0
자기자본이익률	91.2	--	--	--
투하자본이익률	17.8	18.6	19.2	23.6
부채비율	588.5	--	--	--
유동비율	0.9	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

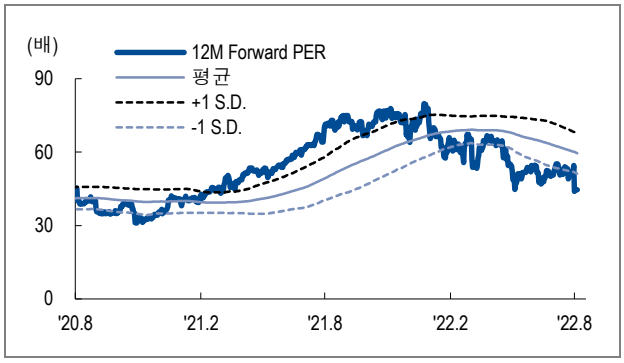
(백만달러)	18/7	19/7	20/7	21/7
현금 및 현금성자산	3,403	2,805	3,751	2,907
매출채권	467	582	1,037	1,240
유동자산	**4,132**	**3,665**	**5,129**	**4,371**
유형자산	435	540	928	980
비유동자산	664	1,633	2,171	3,209
자산총계	**5,823**	**6,592**	**9,065**	**10,242**
단기성차입금	550	0	58	1,624
유동부채	**2,139**	**2,053**	**2,692**	**5,117**
장기성차입금	1,392	1,430	3,421	2,111
비유동부채	**1,326**	**1,523**	**1,851**	**2,380**
부채총계	**4,857**	**5,006**	**7,964**	**9,607**
자본총계	**966**	**1,586**	**1,102**	**635**

CASH FLOW STATEMENT

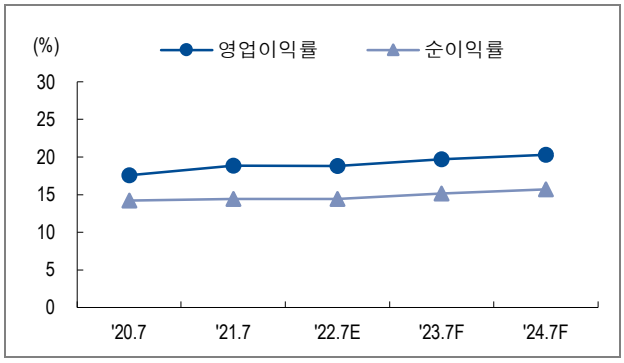
(백만달러)	18/7	19/7	20/7	21/7
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,037**	**1,052**	**1,036**	**1,503**
투자활동으로 인한 현금흐름	**-520**	**-1,826**	**288**	**-1,481**
- 자본적 지출(CAPEX)	-112	-131	-214	-116
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,246**	**-770**	**673**	**-1,104**
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	**1,763**	**-1,544**	**1,997**	**-1,082**
FCF	**925**	**921**	**821**	**1,387**

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

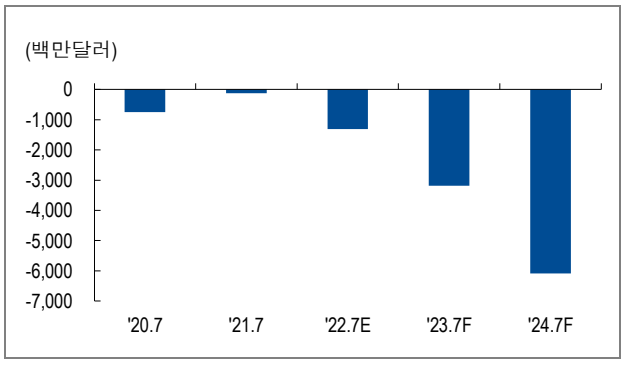
12M Fwd PER 추이



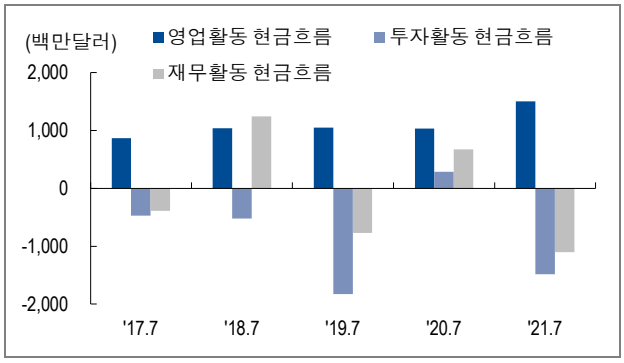
영업이익률, 순이익률 추이 전망



Net Debt 전망



현금흐름 추이



NH투자증권

포티넷 (FTNT.US)

사이버 보안 플랫폼으로 도약

Company Note | 2022. 8. 10

플랫폼 확장과 포트폴리오 강화로 TAM 확대. 긍정적인 수요 환경과 높은 실적 가시성으로 하반기에도 양호한 주가 흐름 보여줄 것

네트워크 보안, 방화벽 솔루션의 강자

미국 대표 사이버 보안 기업. 네트워크 보안, 방화벽, SD-WAN, 엔드포인트, 클라우드 보안 등 다양한 솔루션 제공. 모바일, IoT, 클라우드 등 네트워크의 경계가 확장되면서 복잡성과 취약성은 증대. 컴퓨팅 환경 변화에 따라 사이버 보안 수요는 구조적으로 증가. 동사는 방화벽 분야에 시장 점유율 38%, SD-WAN 시장 점유율 20% 차지하고 있음. 경쟁업체와 달리 자체적인 ASIC(맞춤형 반도체) 기술을 보유해 성능이 우수하며 비용 우위를 확보. 지역별, 산업별로 매출 다각화가 잘 되어 있는 부분도 강점 중 하나

플랫폼 확장을 통해 확대된 TAM 제시

동사는 최근 Analyst Day에서 TAM(총 유효 시장) 확장을 강조. 코어 플랫폼(Forti Gate)강화와 플랫폼 확장(Non-FortiGate)을 통해 2026년까지 연평균 9.6% 성장, 약 2,000억달러 규모 유효시장 확대(2022년 1,380억달러). 그 배경에는 사이버 보안에 대한 경각심 강화로 인한 수요 증가, 벤더 간의 통폐합 예상. 유기적인 성장을 추구함과 동시에 특정 기술분야에 대한 M&A를 감안한 성장 전략을 예고. 2025년까지 매출과 수주잔액 가이던스를 각각 연평균+22%로 제시. 기술주 세부 영역 중 경기 침체에도 불구하고 실적 전망치를 높이며 강한 수요를 확인해 준 유일한 분야

경쟁사 대비 우위에 있는 성장성과 수익성의 원천은 고유의 ASIC 기술

동사는 경쟁 업체 대비 성장성과 수익성의 균형이 잘 잡힌 기업 중 하나. 2022년 매출액 성장률은 31%로 예상되고 2021년도 영업이익률은 26% 기록. 신생 사이버 보안 기업에 속하는 클라우드 보안 부문의 선두주자 Zscaler와 Endpoint 부문의 신흥 강자 Crowdstrike 대비 성장성은 낮지만 수익성 측면에서는 우위에 있고 네트워크 보안 부문에서 경쟁하고 있는 Palo Alto, Cisco 대비해서는 높은 성장률을 보이고 있음. 수익성 측면에서는 경쟁사 대비 큰 폭으로 우위에 있음. 수익성 우위의 배경은 고유의 ASIC 기술력과 네트워크 보안 부문에서의 시장 지배력으로 해석

목표주가(컨센서스): 71.7 달러

※국내 비교기업: -

현재가 ('22/8/8)	53.3 달러
업종	정보기술
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	12,644.5
시가총액(보통주)	42.8 십억달러 (55.9 조원)
유통주식수(보통주)	802.6 백만주
52 주 최고가('21/12/27)	73.5 달러
최저가('22/05/09)	49.0 달러
배당수익률(22/12E)	0.0%
주요주주	
The Vanguard Group	8.1%
XIE KEN	7.8%

주가상승률	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률 (%)	0.1	-15.3	-12.2
상대수익률 (%p)	-4.0	-4.4	2.6

	21/12	22/12E	23/12F	24/12F
매출액	3,342	4,385	5,310	6,376
증감률	*28.8*	*31.2*	*21.1*	*20.1*
영업이익	876	1,115	1,379	1,737
증감률	*25.4*	*27.3*	*23.7*	*26.0*
영업이익률	*26.2*	*25.4*	*26.0*	*27.2*
(지배지분)순이익	666	860	1,067	1,338
EPS	0.8	1.1	1.3	1.6
증감률	*19.1*	*32.0*	*22.6*	*25.4*
PER	66.8	50.5	41.0	32.9
PBR	55.0	420.9	35.2	19.1
ROE	82.3	833.5	86.0	58.1
순차입금	-1,916	-1,768	-3,566	-5,588

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주 1: EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 기준
주 2: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부



Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com

RA 고민성
02)768-7707, minsung.ko@nhqv.com

Summary

포티넷(12월 결산법인)은 사이버 보안 기업으로 다양한 보안 솔루션을 제공. 방화벽(Firewall) 솔루션에 강점을 지니고 있으며 시장 점유율은 38%에 달함. WAN edge 인프라 솔루션 분야에서는 시장 리더로 평가받고 있고 SD-WAN(소프트웨어 기반의 광역 네트워크 기술) 솔루션 매출 연평균(2019~2021) 증가율은 +85%를 기록하고 있으며 시장 점유율은 20%. FortiGate라는 네트워크 보안이 메인 솔루션이고 현재, 플랫폼을 확장을 시도하여 Zero Trust Access, Cloud Security, Endpoint 등으로 외연을 확장 중. 경쟁 업체와 달리 자체적인 ASIC(맞춤형 반도체) 기술을 보유해 성능이 우수하며 비용 우위를 확보. 지역별, 고객별, 산업별로 매출 다각화가 잘 되어 있는 부분도 강점 중 하나

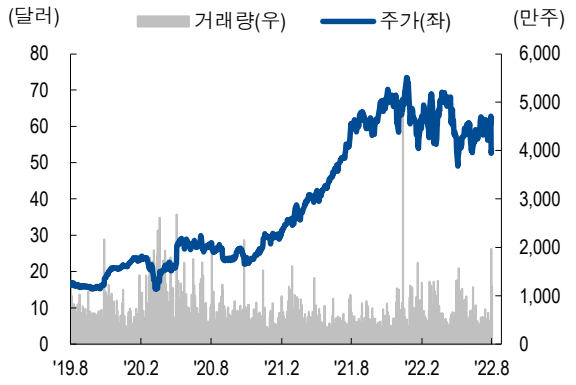
Share price drivers/Earnings Momentum

- 사이버 보안 의식 강화에 따른 구조적 수요 확대
- 신규 시장(클라우드 보안, 엔드포인트)향 M&A
- 공급망 이슈 완화

Downside Risk

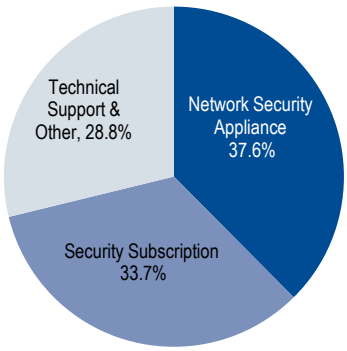
- 기업의 사이버 보안 관련 지출 축소
- 타이트한 반도체 수급 지속

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

사업부별 매출 비중(2021/12)



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
포티넷	50.5	41.0	420.9	35.2	833.5	86.0
Palo Alto	67.2	54.1	--	--	--	--
Zscaler	260.3	161.8	42.3	34.6	16.2	21.4
Crowdstrike	155.7	106.2	33.4	25.4	21.4	23.9
시스코 시스템즈	15.3	14.4	4.5	4.0	33.4	31.1

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	20/12	21/12	22/12E	23/12F	24/12F
PER	79.6	66.8	50.5	41.0	32.9
PBR	51.5	55.0	420.9	35.2	19.1
PSR	16.5	12.8	9.8	8.1	6.7
ROE	64.7	82.3	833.5	86.0	58.1
ROA	13.9	11.3	12.6	11.4	10.6

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

플랫폼 확장을 통해 TAM(총 유효시장) 확대를 견인

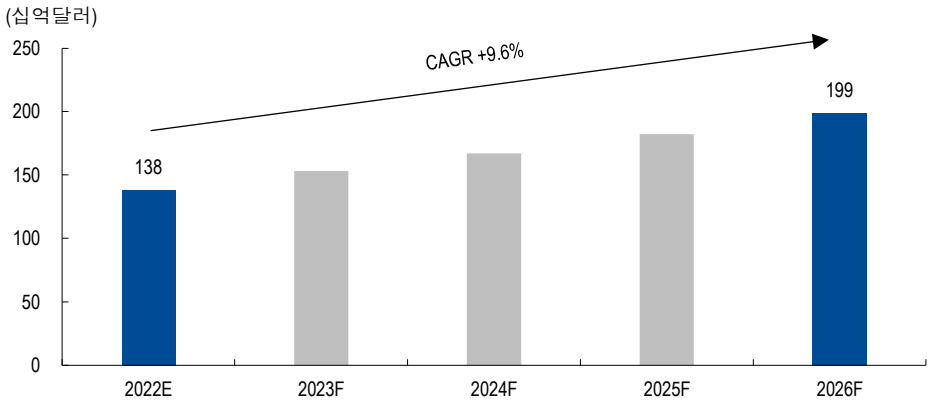
플랫폼 확장 → 유효시장 확대

동사는 5/10 Analyst Day에서 TAM(총 유효 시장) 확장을 강조했다. 코어 플랫폼(Forti Gate) 강화와 플랫폼 확장(Non-FortiGate)을 통해 2026년까지 연평균 9.6% 성장, 약 2,000억달러 규모 유효시장 확대를 제시했다. (2022년 1,380억달러) 그 배경에는 사이버 보안에 대한 경각심 강화로 인한 수요 증가, 벤더 간의 통폐합 예상이 자리한다. 동사는 유기적인 성장을 추구함과 동시에 특정 기술분야에 대한 M&A를 감안한 성장 전략을 예고했다. 세부 시장은 네트워크 보안, 엔터프라이즈 네트워킹, 제로트러스트 접근(Zero Trust Access), 클라우드 보안, 보안 운영(Security Operation) 분야로 구분된다.

경기 침체 우려에도 실적 가이던스 상향

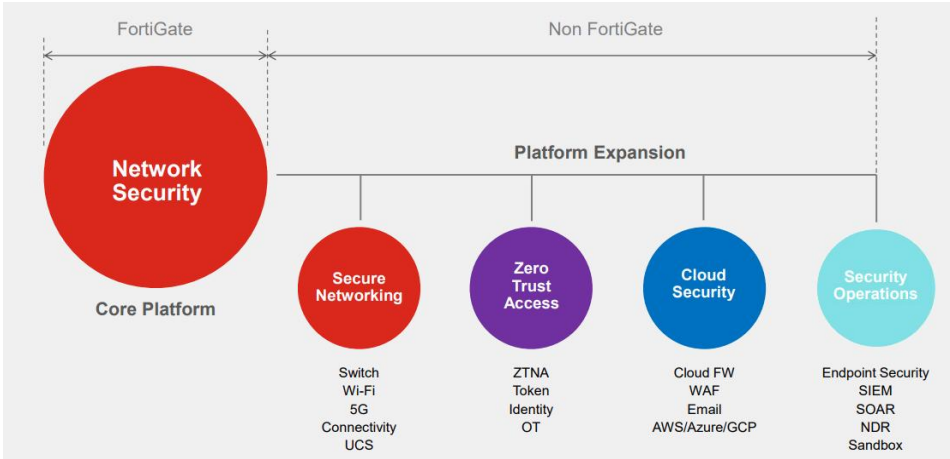
동사는 2025년까지 매출과 수주잔액 연평균 증가율 가이던스를 각각 +22%로 제시했다. 참고로 기존 시장의 컨센서스는 각각 71억, 84억달러다. 기술주 세부 영역 중 경기 침체에도 불구하고 실적 전망치를 높이며 강한 수요를 확인한 분야다.

그림1. 총 유효시장 2026년까지 2,000억달러 제시



자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

그림2. 코어 플랫폼과 플랫폼 확장 전략: 기존의 네트워크 보안(FortiGate)에서 ZTA, 클라우드 등으로 확장 계획



자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

Zero Trust, 클라우드 보안, 보안 운영이 성장 동력

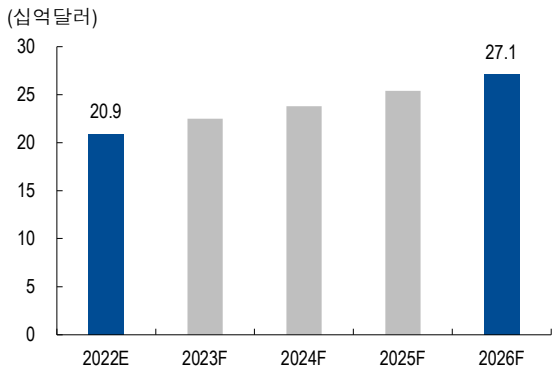
방화벽은 Cash Cow SD-WAN 솔루션은 신성장 동력

동사의 대표 서비스인 FortiGate 방화벽이 매출의 90%를 차지한다. 향후 연평균 6.7% 성장하면서 캐시카우 역할을 해줄 것으로 전망한다. 동사의 방화벽 서비스 시장점유율은 38%로 전 세계 56.5만여 고객을 확보하고 있고 매 분기 신규로 5,000~7,000개사가 추가되고 있다. 엔터프라이즈 네트워킹에서는 SD-WAN(소프트웨어 기반의 광역 네트워크 기술)이 새로운 성장동력으로 2019~2021년 연평균 85% 고속 성장 하고 있다. 동사의 SD-WAN 시장 점유율은 20% 수준이며 1위 Cisco(25%)와 경쟁 중이다.

새로운 목표 시장 Zero Trust Access CAGR +14% 예상

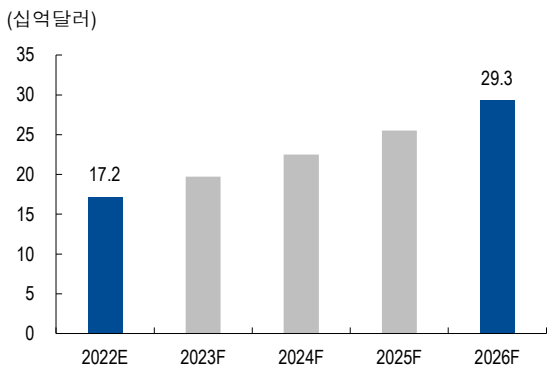
Zero Trust Access 시장은 향후 성장성이 높은 세부영역으로 동사 역시 목표로 하고 있다. 제로 트러스트란 네트워크 위치, IP주소를 더 이상 신뢰하지 않는다는 것을 의미한다. 즉, 신뢰를 지속적으로 재평가한다는 것이다. 사용자 또는 디바이스가 리소스에 대한 접근을 요청할 때마다 접근 권한이 부여되기 전에 검증 하고, 이러한 검증은 신원, 시간, 날짜, 지리적 위치, 기기 보안 상태와 같은 속성과 컨텍스트를 기반으로 재평가해 필요한 신뢰만을 부여한다는 뜻이다. 기존 VPN의 자연스러운 진화이며 오늘날의 네트워크 복잡성에 비춰볼 때 더 나은 보안, 더 세분화된 제어, 더 나은 사용자 경험을 제공한다고 할 수 있다.

그림3. 네트워크 보안 TAM: CAGR +6.7%



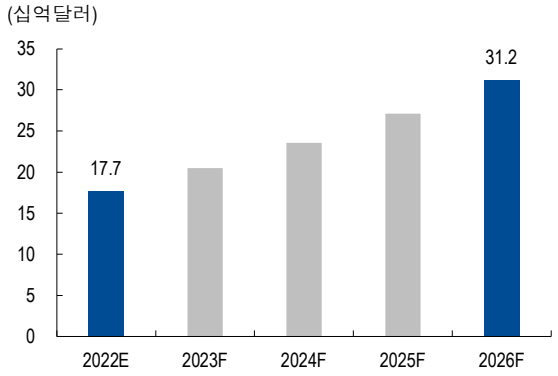
자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

그림4. Zero Trust Access TAM: CAGR +14.2%



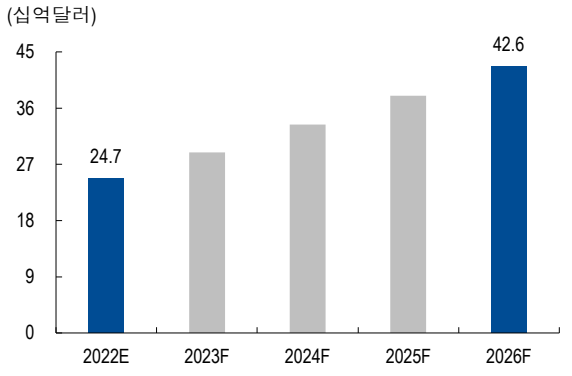
자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

그림5. 클라우드 보안 TAM: CAGR +15.2%



자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

그림6. 보안 운영 TAM: CAGR +14.6%



자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

고유의 ASIC(주문형 반도체) 기술력이 차별화 포인트

CPU+SPU 듀얼 칩 아키텍처가 강점

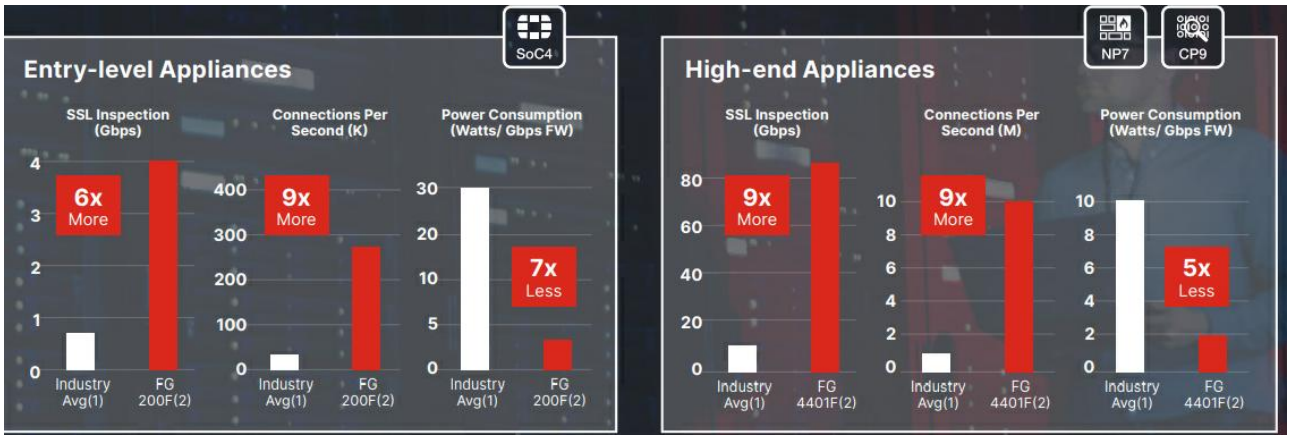
소형(진입 레벨) 장비를 제외한 대부분의 FortiGate는 SPU(Security Processing Units)이라는 가속화 하드웨어 칩셋 기술을 보유하고 있다. CPU에 몰리는 처리량을 오프로딩 시켜 주는 역할을 수행한다. GPU가 그래픽 렌더링 기술을 가속화하는 역할을 수행하고, TPU가 클라우드 내 인공지능과 머신러닝 가속화를 담당한다면 SPU는 네트워크 보안 기능을 강화해준다. 듀얼칩 아키텍처로 성능 병목 현상을 제거해주는 개념이다.

네트워크 칩셋은 CP(Content Processor), SoC(System on Chip), NP(Network Processor)로 구분된다. CP는 바이러스 스캔, 공격 탐지, 암호화/복호화를 담당한다. 또한 내외부 리스크를 관리해 복잡성을 줄여주고 사용자 경험을 최적화하는데 기여한다. SP는 대량의 트래픽 환경에서 방화벽 자체 처리보다 IPS(Intrusion Prevention System, 침입 방지 시스템) 성능을 향상시킨다. 운영 자동화에 초점이 맞춰져있으며 TCO(총 소유비용)관점에서 강점이 있다. NP는 대용량 네트워크 트래픽 부하를 처리, 가속화 기능을 수행한다. 특히 CPU 속도 둔화 단점을 보완하기 위한 네트워크 레이어 운영에 초점이 맞춰져 있다.

ASIC 기술력이 경쟁사 대비 우월한 성능을 보여주는 차별화 포인트

신제품 FortiGate 600F 시리즈는 경쟁사 Palo Alto, Checkpoint, Cisco, Juniper 제품 대비 위험 감지/검사/연결 속도 측면에서 우월한 성능을 보여주고 있다. 이러한 차별화 포인트는 ASIC(주문형반도체)에 기인한다.

그림7. ASIC 기술을 통해 경쟁사 제품보다 월등한 성능을 구현: 검사와 연결 속도가 빠르고 전력 소비 효율성이 우수



주: 산업평균은 유사가격대의 PAN-820, Cisco FPR-1120, Juniper SRX-345, Check Point SG-3600 의 평균을 의미 SSL Inspection 은 Security Socket Layer 약자로 서버와 브라우저 간 보안을 위해 만든 프로토콜, SSL inspection 목적은 HTTP 프로토콜 사용 시 외부 웹사이트에서 들어오는 데이터가 암호화되어 있기 때문에 악성코드가 숨어 들어오는 것을 검사할수 없기 때문에 암호화를 풀어서 평문 데이터로 만든 후 검사를 수행

자료: Fortinet, NH 투자증권 리서치본부

경쟁사 대비 균형 잡힌 성장성과 수익성

성장성과 수익성의 최적 조합

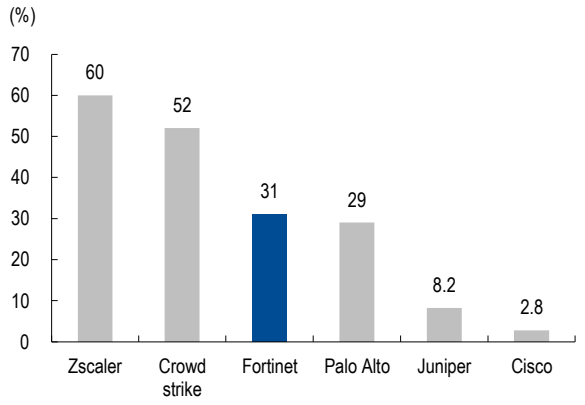
동사는 경쟁 업체 대비 성장성과 수익성의 균형이 잘 잡힌 기업 중 하나다. 2022년 매출액 성장률은 31%로 예상되고 2021년도 영업이익률은 26%를 기록했다. 신생 사이버 보안 기업에 속하는 클라우드 보안부문의 선두주자 Zscaler와 Endpoint부문의 신흥 강자 Crowdstrike 대비 성장성은 낮지만 수익성 측면에서는 우위에 있고 네트워크 보안 부문에서 경쟁하고 있는 Palo Alto, Cisco, Juniper 대비해서는 높은 성장률을 보이고 있다

수익성 측면에서는 Cisco를 제외한 경쟁사 대비 큰 폭으로 우위에 있다. 수익성 우위의 배경은 고유의 ASIC 기술력과 네트워크 보안 부문에서의 시장 지배력으로 해석한다.

Zero Trust, Cloud Security 영역쪽으로 신규 M&A 기대, 외형 성장 예상

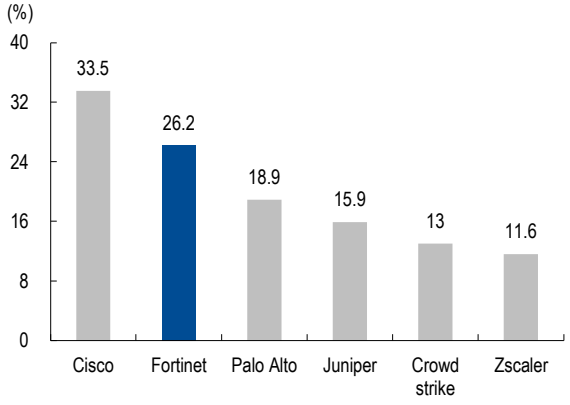
향후 동사는 Zero Trust Access, Cloud Security, 자체 보안 운영체제 강화로 유효 시장을 확대해가며 비유기적인 성장을 시현할 것으로 전망한다. IAM(Identity Access Management)분야에서는 Okta, Microsoft와 경쟁이 예상되며, Zero Trust와 Cloud 보안 분야에서는 Zscaler, Endpoint 분야에서는 Crowdstrike와 경쟁이 불가피하다. 새로운 분야에서의 경쟁력 강화를 위해서는 M&A 가능성도 배제할 수 없다고 판단한다. 최근 주식시장 하락으로 가격 매력이 부각됐고 파편화가 심한 클라우드 보안 분야에서의 M&A가능성이 높다고 생각한다. 일례로 2022년 6월에만 45건의 사이버보안 관련 M&A거래가 발표됐다.

그림8. 경쟁사 성장성(2022년 예상 매출액 성장률) 비교



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

그림9. 경쟁사 수익성(2021년 영업이익률) 비교



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

실적 및 밸류에이션

2022년 매출액 전년대비 증가율 31%

동사의 컨센서스 기준 2022년 실적은 매출액 43억달러(+31% y-y), 영업이익 11억달러(+26% y-y), 영업이익률 25%로 예상된다. 참고로 1분기 실적에서 제시한 연간 가이던스 43.5~44억달러와 유사하다

긍정적인 수주잔고 및 2분기 가이던스

동사는 플랫폼 확장과 ASIC기술을 기반으로 보다 광범위한 보안 서비스를 경쟁사 대비 절반의 비용으로 제공하고 있다. 강력한 수요에 힘입어 1분기에도 54%의 기록적인 제품 매출 성장을 기록했다. Backlog(수주잔고)역시 2.78억달러로 전분기대비 71% 증가했다. 2분기 가이던스도 긍정적이다. 매출액 10~10.3억달러(+27% y-y), 영업이익률 23.5%를 제시했다. 이는 공급망 이슈가 연말까지 영향을 준다고 가정한 보수적 수치로, 하반기 타이트한 반도체 수급 여건이 완화될 경우 가이던스 상향 가능성도 존재한다.

합리적인 밸류에이션 레벨, 역사적 및 Peer 대비해서는 저평가

동사는 현재 2023년 PER 기준 41배에서 거래되고 있다. 높은 실적 가시성 때문에 상반기 성장주가 큰 폭의 주가 조정이 있었음에도 동사 주가는 연초 이후 11% 하락에 그치며 선방했다. 다시 말해, 밸류에이션 멀티플 하락도 덜했다는 의미다. 역사적 평균 수준(PER 59배)에서는 매력적인 구간에 왔지만 시장(나스닥) 대비해서는 매력적인 수준이라고 말하기 어렵다. 하지만, 긍정적인 수요 환경, 동종 업체 평균 밸류에이션 그리고 동사의 성장성과 수익성을 감안하면 지금 부여 받고 있는 밸류에이션이 합리적이라고 판단한다. 참고로 경쟁 기업 PER은 Palo Alto가 54배, Zsacler 162배, Crowdstrike 106배에 달한다.

표1. Peer 기업 실적 및 밸류에이션 (단위: 백만달러, 달러, 배, %)

종목명		포티넷	Palo Alto	Zscaler	Crowdstrike
종가 (8/8)		53.3	501.1	168.2	189.5
시가총액		42,797	49,924	23,854	43,984
매출액	2021	3,342	4,256	673	1,452
	2022E	4,385	5,495	1,078	2,206
	2023F	5,310	6,734	1,466	2,998
영업이익	2021	1,115	802	78	196
	2022E	1,115	1,033	107	320
	2023F	1,379	1,326	175	478
순이익	2021	860	614	76	161
	2022E	860	793	95	293
	2023F	1,067	1,019	155	433
PER	2021	66.8	81.6	323.4	282.9
	2022E	50.5	67.2	260.3	155.7
	2023F	41.0	54.1	161.8	106.2
PBR	2021	55.0	74.4	44.8	42.7
	2022E	420.9	--	42.3	33.4
	2023F	35.2	--	34.6	25.4
ROE(%)	2021	82.3	91.2	13.8	15.1
	2022E	831.3	--	16.2	21.4
	2023F	85.3	--	21.4	23.9

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	21/12	22/12E	23/12F	24/12F
매출액	**3,342**	**4,385**	**5,310**	**6,376**
매출총이익	**2,559**	**3,302**	**4,029**	**4,888**
영업이익	**876**	**1,115**	**1,379**	**1,737**
EBITDA	**954**	**1,223**	**1,561**	**2,000**
이자비용	14	29	56	--
세전이익	**851**	**1,057**	**1,321**	**1,668**
(지배지분)순이익	**666**	**860**	**1,067**	**1,338**
희석 주당순이익	0.8	1.1	1.3	1.6

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	21/12	22/12E	23/12F	24/12F
EBITDA/매출	28.5	27.9	29.4	31.4
영업이익률	26.2	25.4	26.0	27.2
순이익률	19.9	19.6	20.1	21.0
총자산이익률	11.3	12.6	11.4	10.6
자기자본이익률	82.3	831.3	85.3	58.1
투하자본이익률	37.3	74.8	53.1	42.3
부채비율	135.0	--	--	--
유동비율	1.6	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

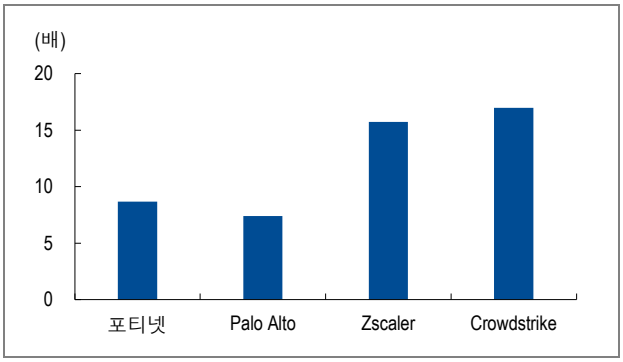
(백만달러)	18/12	19/12	20/12	21/12
현금 및 현금성자산	1,650	2,066	1,837	2,552
매출채권	445	544	720	808
유동자산	**2,221**	**2,769**	**2,740**	**3,601**
유형자산	382	526	670	964
비유동자산	60	98	125	189
자산총계	**3,078**	**3,886**	**4,045**	**5,919**
단기성차입금	0	16	19	26
유동부채	**1,256**	**1,474**	**1,830**	**2,318**
장기성차입금	0	31	34	1,029
비유동부채	**811**	**1,059**	**1,325**	**1,774**
부채총계	**2,068**	**2,564**	**3,189**	**5,121**
자본총계	**1,010**	**1,322**	**856**	**798**

CASH FLOW STATEMENT

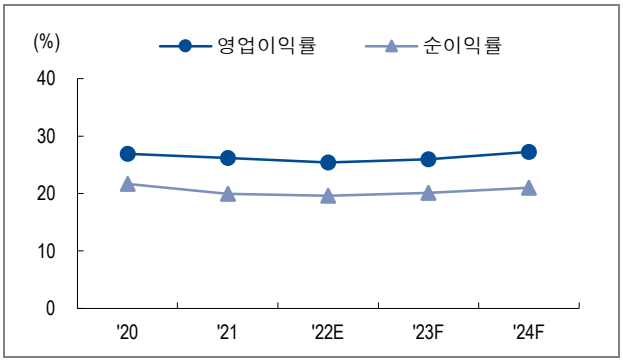
(백만달러)	18/12	19/12	20/12	21/12
영업활동으로 인한 현금흐름	**639**	**808**	**1,084**	**1,500**
투자활동으로 인한 현금흐름	**-135**	**-502**	**-73**	**-1,325**
- 자본적 지출(CAPEX)	-53	-92	-126	-296
재무활동으로 인한 현금흐름	**-203**	**-196**	**-1,172**	**83**
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	**301**	**110**	**-161**	**257**
FCF	**586**	**716**	**958**	**1,204**

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

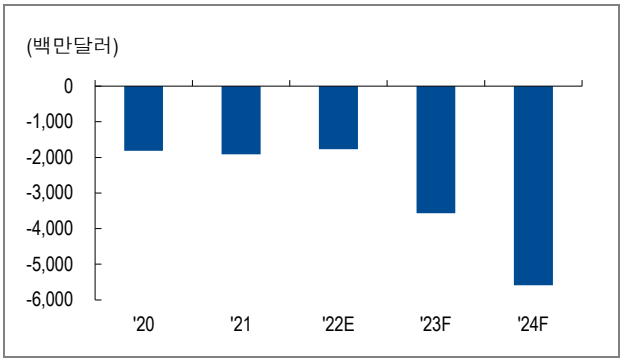
12개월 선행 PSR 비교



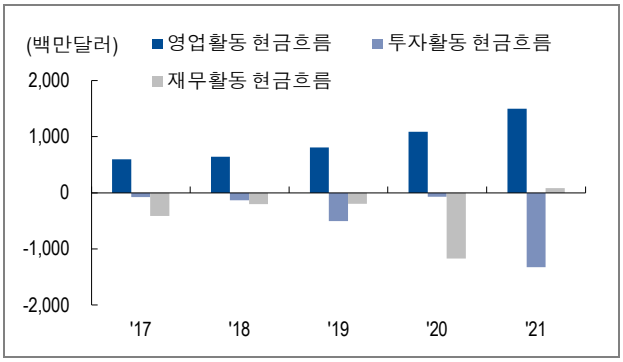
영업이익률, 순이익률 추이 전망



Net debt 전망



현금흐름 추이



NH투자증권

Crowdstrike (CRWD.US)

고성장은 여전히 ing

Company Note | 2022. 8. 10

EDR 시장의 리더로 기존 레거시 제품을 대체하며 시장 점유율 확대 중. 100% 클라우드 전용 설계 플랫폼을 기반으로 하는 디지털 트랜스포메이션 대표 수혜주. 이미 사이버 보안 시장의 테슬라로 인정받고 있음

EDR 시장의 리더

2011년에 설립된 클라우드 기반의 사이버 보안 솔루션 공급업체. Falcon 플랫폼을 활용하여 랩톱, 데스크톱, 서버, 가상컴퓨터 등 다양한 엔드포인트에서 실행되는 워크로드를 보호할 수 있는 보안 솔루션 제공. SaaS 구독 모델을 통해 총 22개의 클라우드 제품을 보유. 온프레미스 환경에서 대응하지 못하는 위협을 감지하고 침해를 차단하는 효과적인 솔루션 제공. Fortune 100대 기업 중 65개사, 주요 20대 은행 중 15개사를 포함 전세계적으로 16,325 구독 고객을 보유. 가트너, 포레스터, IDC등 시장 조사 기관으로부터 리더로 평가받고 있음

Upselling과 플랫폼 확장을 통한 고성장세 지속

동사의 100% 클라우드 전용 설계 플랫폼은 기존 제품과 구조적인 차이 존재. 컴퓨팅 파워 절감이 가능. 동사의 플랫폼 이용 시 CPU 이용률이 7%(vs 경쟁 제품 10~30%)에 불과. 윈도우, 리눅스, MacOS와 호환성이 뛰어남. ARR(연간 반복 매출) 성장률은 60% 이상으로 고성장세와 함께 시장 점유율이 지속적으로 확대되는 상황. 2021년 엔드포인트 시장 점유율 12.6%까지 확대(2018년 3.9%). 지속적인 신기능(모듈) 출시를 통해 기존 고객의 Upselling(상향판매) 유도. 4개 이상의 제품을 이용하고 있는 있는 비중은 71%까지 확대. 이는 높은 Net Retention Rate(고객 유지 비율)로 증명됨. FY1Q23 기준 124%로 벤치마크 120%를 상회

영업 레버리지 본격화되고 실적 가시성이 높지만 프리미엄은 이미 반영

동사의 시가총액은 상장 이후 Hyper Growth에 대한 프리미엄을 부여 받으며 상승 흐름을 보여옴. 그러나 성장주 밸류에이션 조정을 겪으면서 동사 주가도 고점 대비 하락을 경험. 다만, 연초 이후에도 7% 하락에 그침. 배경은 사이버 보안 시장의 구조적 성장과 동사의 높은 실적 가시성. FY2021년부터 흑자전환에 성공. 영업 레버리지가 본격화되는 국면에 진입. 현재 주가는 여전히 FY2023 예상실적 기준 PER 150배, PSR 18배 수준. 고성장에 대한 프리미엄이 이미 반영되어 있음. 다만, 경기 하강으로 성장이 희소해지는 시기가 오면 동사의 성장 프리미엄 재부각될 가능성 존재

목표주가(컨센서스): 234.0 달러

※국내 비교기업: -

현재가 ('22/8/8)	189.5 달러
업종	정보기술
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	12,644.5
시가총액(보통주)	44.0 십억달러 (57.5 조원)
유통주식수(보통주)	232.1 백만주
52 주 최고가(21/11/09)	293.2 달러
최저가(22/05/11)	137.4 달러
배당수익률(23/01E)	-
주요주주	
The Vanguard Group, Inc.	5.7%
Tiger Global Management LLC	4.1%

주가상승률	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률 (%)	15.0	5.9	-27.3
상대수익률 (%p)	10.9	16.9	-12.5

	22/1	23/1E	24/1F	25/1F
매출액	1,452	2,206	2,998	3,896
증감률	*66.0*	*52.0*	*35.9*	*30.0*
영업이익	196	320	478	792
증감률	*214.6*	*62.9*	*49.6*	*65.8*
영업이익률	*13.5*	*14.5*	*15.9*	*20.3*
(지배지분)순이익	161	293	433	644
EPS	0.7	1.2	1.8	2.6
증감률	*148.1*	*81.7*	*46.6*	*45.2*
PSR	282.9	155.7	106.2	73.1
PBR	42.7	33.4	25.4	20.2
ROE	15.1	21.4	23.9	27.6
순차입금	-1,247	-1,927	-2,826	-3,864

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부



Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com

RA 고민성
02)768-7707, minsung.ko@nhqv.com

Summary

2011년에 설립된 클라우드 기반의 사이버 보안 솔루션 공급업체. Falcon 플랫폼을 활용하여 랩톱, 데스크톱, 서버, 가상 컴퓨터 등 다양한 엔드포인트에서 실행되는 워크로드를 보호할 수 있는 보안 솔루션 제공. 멀티 테넌트, 클라우드 네이티브, 지능형 보안 솔루션이 특징. 타 보안업체와 달리 2가지 차별화된 기술력 보유. 1)배포가 쉬운 지능형 경량 에이전트, 2)클라우드 기반의 Threat Graph라는 동적 그래프 데이터베이스. 크게 엔드포인트 보안, 보안 및 IT운영(취약성 관리), 위협 인텔리전스의 3가지 영역에서 SaaS 구독 모델을 통해 총 22개의 클라우드 제품을 보유. 온프레미스 환경에서 대응하지 못하는 위협을 감지하고 침해를 차단하는 효과적인 솔루션 제공

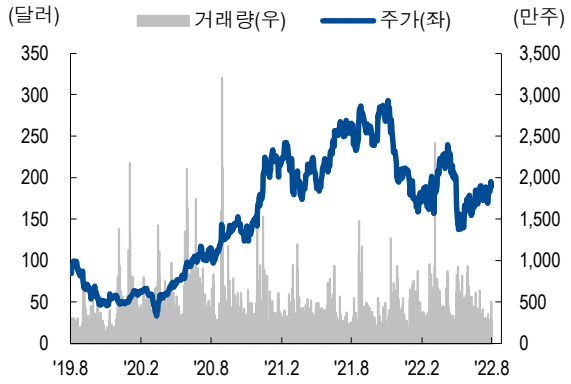
Share price drivers/Earnings Momentum

- 시장 점유율 상승 및 영업 레버리지 효과 본격화
- 글로벌 성장 스토리, 해외 지역으로 적극적인 진출

Downside Risk

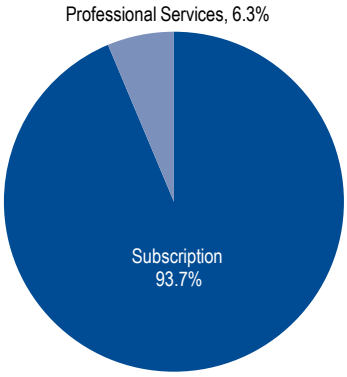
- FY2023 PER 150배, 부담스러운 밸류에이션
- 기존 사이버 보안 벤더와의 경쟁 심화 우려

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

사업부별 매출 비중(2022/1)



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Crowdstrike	155.7	106.2	33.4	25.4	21.4	23.9
Palo Alto	67.2	54.1	--	--	--	--
Zscaler	260.3	161.8	42.3	34.6	16.2	21.4
포티넷	50.6	41.3	420.9	35.2	833.5	86.0
시스코 시스템즈	15.3	14.4	4.5	4.0	33.4	31.1

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	21/1	22/1	23/1E	24/1F	25/1F
PER	701.9	282.9	155.7	106.2	73.1
PBR	49.0	42.7	33.4	25.4	20.2
PSR	50.3	30.3	19.9	14.7	11.3
ROE	7.0	15.1	21.4	23.9	27.6
ROA	2.3	4.4	6.3	7.1	9.2

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

서비스 커버리지 및 유효시장 확장을 통해 유기적 성장을 도모

총 유효시장
2022년 583억달러
2024년 710억달러

전 세계적으로 사이버 보안에 대한 중요성이 높아지면서 관련 시장 규모도 커지고 있다. Crowdstrike는 총 유효시장 규모를 2022년 583억달러로 추정했으며, 2024년까지 연평균 10% 성장해 711억달러에 달할 것으로 전망했다.

확대 가능한 유효시장으로는 취약성 관리 시장(Vulnerability Management), 매니지드 보안 서비스(Managed Security Services), 로그관리, ID 보호, 데이터 보호, IT시스템 및 서비스 관리(IT Systems and Services Management), 위협 인텔리전스(Threat Intelligence)로 구분된다. 현재 클라우드 및 엔드포인트 및 XDR시장에서의 시장 영향력이 상술한 분야로 확장될 것으로 전망한다.

기존 백신 프로그램 →블랙리스트 점검 방식

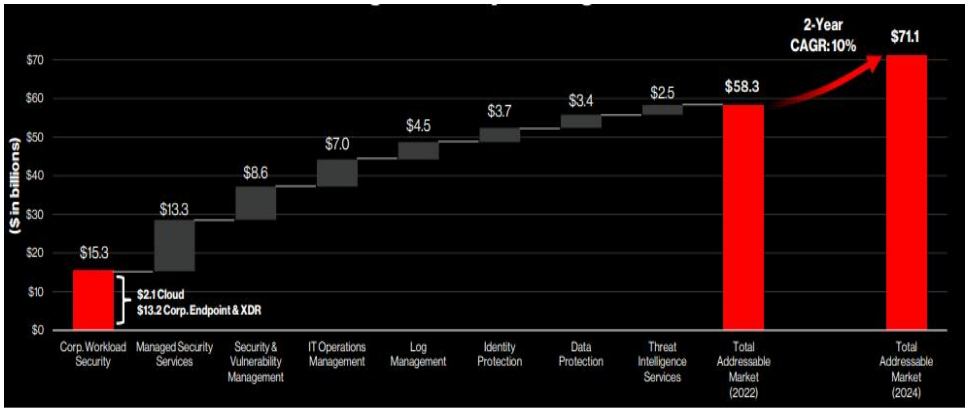
EDR → 신종, 변종 코드를 실시간 식별 및 대응

동사는 EDR 분야에서 강점을 지니고 있는데 EDR이란 Endpoint Detection(탐지) Response(대응), 즉 엔드포인트의 보안위협을 탐지하고 대응하는 제품이다. 엔드포인트란 PC, 서버, 모바일, IoT 등 최종 사용자의 디바이스를 의미한다. 기존의 안티바이러스(백신) 프로그램이 이미 알려진 위협에 대응한다면, EDR은 알려지지 않은 신종, 변종 악성코드에 실시간 대응하는 개념이다. 커버리지가 넓고 입체적이다. 쉽게 비유하자면 기존 백신 프로그램은 공항 출입구 심사에서 사전에 작성된 블랙리스트 확인을 통해 탑승 여부를 결정하는 반면, EDR은 공항 전체에 CCTV를 설치해 거동이 수상한 사람을 실시간으로 식별하는 것과 같다.

클라우드 네이티브 아키텍처와 컴퓨팅 파워 절감이 장점

동사의 제품은 100% 클라우드용으로 개발된 솔루션이다. 경쟁사보다 훨씬 더 적은 CPU 리소스로 보안 위협을 차단한다. 기존 레거시 제품의 경우 평균적으로 CPU의 13~30%를 사용하는 반면, 동사의 솔루션을 사용할 경우 CPU 이용률이 7%에 불과하다. 엔드포인트 장치에서 수집된 데이터의 양을 지능적으로 제한하고 인공지능 알고리즘 기반으로 보안 위협을 찾는다. 이러한 아키텍처로 인해 기존 온프레미스 환경과 클라우드로 전환하고 있는 경쟁업체와 현저한 차이가 발생한다.

그림1. Crowdstrike 총 유효시장 확장 전략



자료: Crowdstrike, NH투자증권 리서치본부

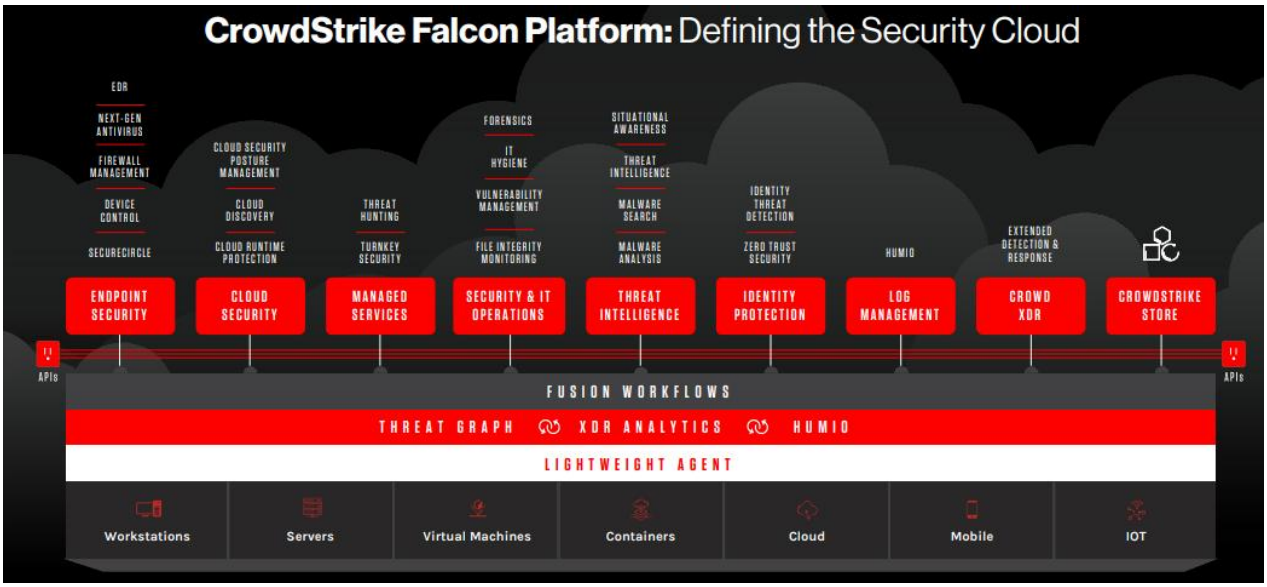
Falcon 플랫폼 내 총 22개의 클라우드 제품 제공

동사는 Falcon이라는 단일 플랫폼을 통해 약 22개의 클라우드 제품을 공급하고 있다. 모든 제품이 윈도우, 리눅스, MacOS와 호환되며 엔드포인트 보안, 보안 & IT운영, 위협 인텔리전스를 포괄하고 있다.

기능 추가와 강화를 통한 Upselling 기회

Falcon 플랫폼 서비스의 가격은 가장 기본적인 Prevent(머신러닝을 통해 멀웨어 공격을 보호)기능을 제공하는 Falcon Pro 99.99달러부터 시작해 Insight(EDR 솔루션), Overwatch(위협 감지 서비스)등 추가 서비스 포함 여부에 따라 184.99달러, 맞춤형 견적까지 다양하다. 최근 Insight, Overwatch, Discover 제품 등의 고객 피드백이 긍정적인 가운데 수요가 증가해 Upselling(상향 판매, 기능 추가를 통한 업그레이드) 기회가 존재한다.

그림2. 동사의 대표 제품 Falcon 플랫폼



자료: Crowdstrike, NH 투자증권 리서치본부

표1. Falcon 플랫폼의 가격

패키지 구분	가격/연(청구는 연간)	제품 범위
Falcon Pro	99.99 달러	Prevent, X
Falcon Enterprise	184.99 달러	Prevent, X, Insight, Device Control, Overwatch
Falcon Premium	199.99 달러	Prevent, X, Insight, Device Control, Overwatch, Discover
Falcon Complete	393.99 달러	Prevent, Insight, Discover, Overwatch, team, $1M breach Warranty

자료: Crowdstrike, NH 투자증권 리서치본부

여전한 Hyper Growth + 영업 레버리지 본격화 구간

2023년 ARR 성장률 49%

동사의 ARR(연간 반복 매출) 규모는 19.2억달러(+61%) 수준이다. FY2022 구독 서비스 매출 성장률은 69%였으며, FY2023 1분기에는+64%를 기록했다. 컨센서스 기준 FY2023 ARR 성장률은 +49%로 예상된다.

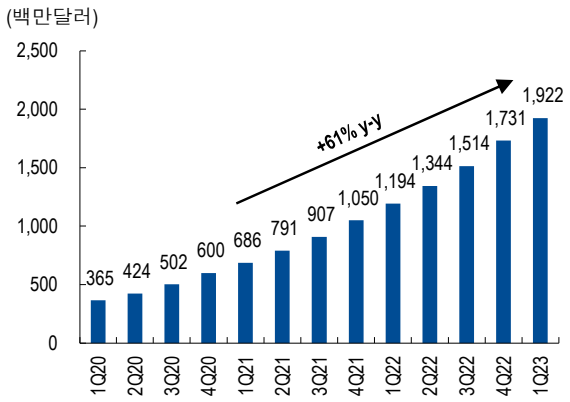
여전히 고객 수 빠르게 증가하는 가운데 Falcon 플랫폼 락인 효과도 발생 중

동사의 구독 고객 수 전년대비 증가율은 FY1Q23 +57% y-y 기록했다. 레거시 제품을 대체하면서 고객 수가 빠르게 증가하고 있다. 1)대형 기업에서 SMB(중소기업)까지, 2)정부, 금융, 헬스케어 분야로의 확장, 3)글로벌 확장 등 외형 확대가 지속되고 있다. 자체 세일즈뿐만 아니라, 전략적 파트너십, 글로벌 채널 역량 강화를 통해 시장 침투를 다각화하고 있다. 특히 고객이 한번 Falcon 플랫폼을 사용하게 되면 다양한 모듈을 추가하는 경우가 많은데, 4개이상의 모듈을 사용하는 고객 비중은 71%에 달한다. 성공적인 교차 판매로 플랫폼 락인효과가 강해지며 Retention rate(고객의 이탈 정도를 측정하는 지표)에도 긍정적인 영향을 끼친다. Net Retention rate는 여전히 벤치마크 120%를 상회하는 123.9%를 기록 중이다.

영업 레버리지 효과 본격화 FY 2023 1분기 영업이익률 17%

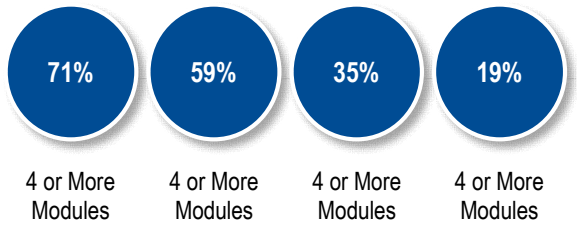
수익성 측면에서도 큰 폭의 개선세가 나타나고 있는데, FY2021 기준 Non-GAAP 기준 영업이익이 플러스로 전환되면서 영업 레버리지 효과가 본격화되고 있다. 매출총이익률은 FY2018 55%에서 FY2022 77%로, 구독 비즈니스 모델의 효과로 S&M(판매 및 마케팅 비용)이 매출에서 차지하는 비중은 FY2018 87%에서 FY2022 36%로 줄었다. FY1Q23 영업이익률은 17%를 기록했다.

그림3. ARR 고성장세 지속 FY1Q23 +61% y-y



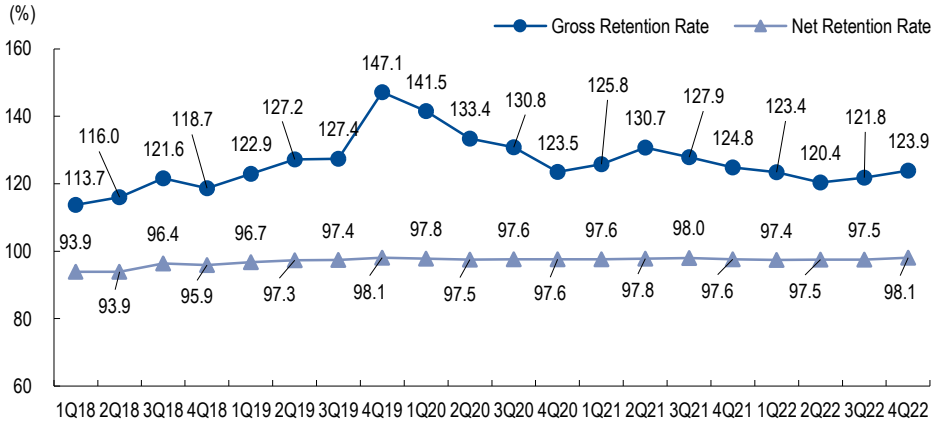
자료: Crowdstrike, FactSet, NH 투자증권 리서치본부

그림4. 플랫폼, 교차 판매 효과



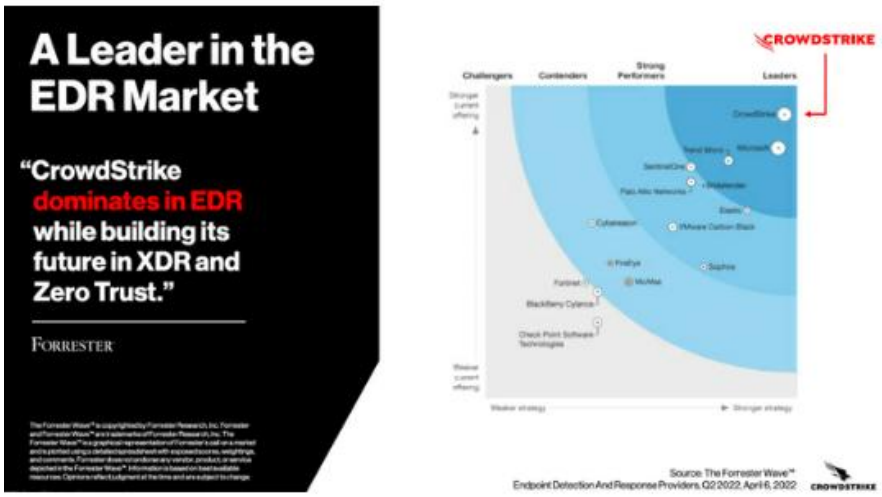
자료: Crowdstrike, NH 투자증권 리서치본부

그림5. 동사의 Gross Retention Rate 및 Net Retention Rate 추이



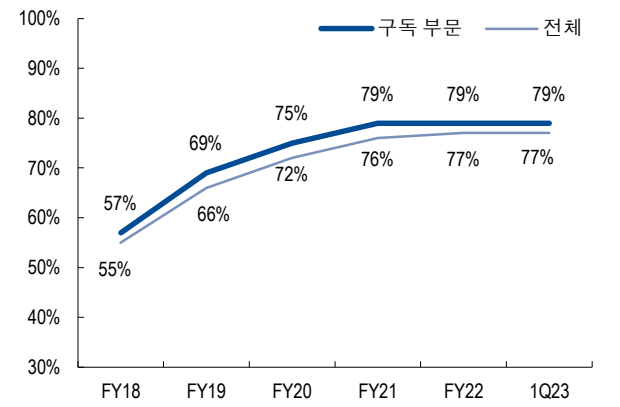
자료: Crowdstrike, NH투자증권 리서치본부

그림6. EDR 시장의 지배적인 리더로 평가



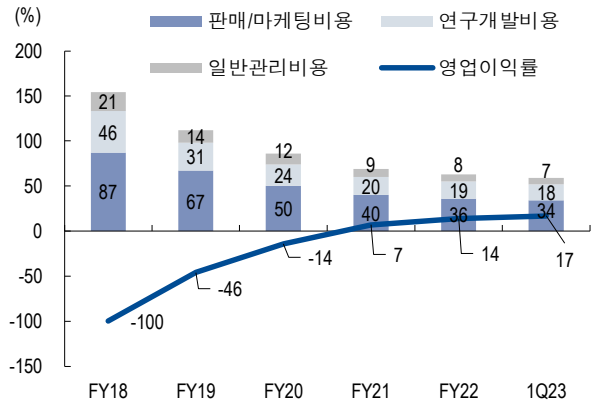
자료: Crowdstrike, NH 투자증권 리서치본부

그림7. 매출총이익률 개선 추이



자료: CrowdStrike, NH 투자증권 리서치본부

그림8. 영업레버리지 효과 본격화



자료: Crowdstrike, NH 투자증권 리서치본부

밸류에이션 및 투자 전략

주가 연초 대비 -7% 구조적 성장과 높은 실적 가시성 때문

동사의 시가총액은 상장 이후 Hyper Growth에 대한 프리미엄을 받으며 상승 흐름을 보여왔다. 2019년 6월 상장 이후 약 400% 이상 상승했다. 연준의 긴축과 함께 성장주 밸류에이션 조정을 겪으면서 동사 주가도 고점 대비 하락을 경험했지만, 연초 이후에도 7% 하락에 그치며 시장 대비 크게 아웃퍼폼하는 모습을 보여줬다. 그 배경에는 사이버 보안 시장의 구조적 성장과 동사의 높은 실적 가시성이 있다.

매출액보다 EPS 성장이 가파른 구간 다만, 밸류에이션은 고속 성장에 대한 프리미엄을 기반영

동사는 FY2021부터 흑자전환에 성공했다. 영업 레버리지가 본격화 되는 국면에 진입했으며 매출액보다 EPS가 더 가파르게 증가하는 구간이다. 2020년 상반기에 Free Cash Flow(잉여현금흐름) 플러스 전환에 대한 기대감이 반영, 주가 리레이팅이 진행됐다. 현재 주가는 FY2023 예상실적 기준 PER 156배, PSR 19배 수준이다. 고성장에 대한 프리미엄이 이미 반영되어 있기 때문에 밸류에이션 측면에서는 매력이 덜하다. 다만, 점진적인 경기 하강으로 성장이 희소해지는 시기가 오면 동사의 성장 프리미엄은 재부각될 가능성이 존재한다.

표2. Peer 기업 실적 및 밸류에이션 (단위: 백만달러, 달러, 배, %)

종목명		Crowdstrike	포티넷	Palo Alto	Zscaler
종가 (8/8)		189.5	53.3	501.1	168.2
시가총액		43,984	42,797	49,924	23,854
매출액	2021	1,452	3,342	4,256	673
	2022E	2,206	4,385	5,495	1,078
	2023F	2,998	5,310	6,734	1,466
영업이익	2021	196	1,115	802	78
	2022E	320	1,115	1,033	107
	2023F	478	1,379	1,326	175
순이익	2021	161	860	614	76
	2022E	293	860	793	95
	2023F	433	1,067	1,019	155
PER	2021	282.9	66.8	81.6	323.4
	2022E	155.7	50.5	67.2	260.3
	2023F	106.2	41.0	54.1	161.8
PBR	2021	42.7	55.0	74.4	44.8
	2022E	33.4	420.9	--	42.3
	2023F	25.4	35.2	--	34.6
ROE(%)	2021	15.1	82.3	91.2	13.8
	2022E	21.4	831.3	--	16.2
	2023F	23.9	85.3	--	21.4

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만 달러)	22/1	23/1E	24/1F	25/1F
매출액	**1,452**	**2,206**	**2,998**	**3,896**
매출총이익	**1,109**	**1,698**	**2,344**	**3,118**
영업이익	**196**	**320**	**478**	**792**
EBITDA	**249**	**389**	**604**	**--**
이자비용	24	24	24	18
세전이익	**177**	**305**	**461**	**638**
당기순이익	**161**	**293**	**433**	**644**
기본 주당순이익	0.7	1.2	1.8	2.6

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	22/1	23/1E	24/1F	25/1F
EBITDA/매출	17.1	17.7	20.1	--
영업이익률	13.5	14.5	15.9	20.3
순이익률	11.1	13.3	14.4	16.5
총자산이익률	4.4	6.3	7.1	9.2
자기자본이익률	15.1	21.4	23.9	27.6
투하자본이익률	9.0	13.9	16.8	--
부채비율	75.5	--	--	--
유동비율	1.7	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

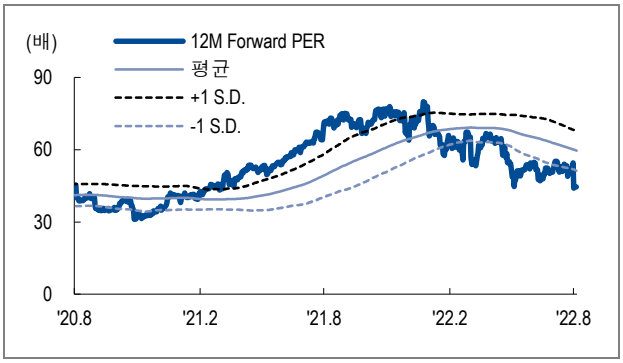
(백만 달러)	19/1	20/1	21/1	22/1
현금 및 현금성자산	192	912	1,919	1,997
매출채권	92	165	239	368
유동자산	**303**	**1,129**	**2,211**	**2,444**
유형자산	100	186	292	434
총무형자산	9	8	99	514
자산총계	**433**	**1,405**	**2,733**	**3,618**
단기성차입금	0	0	9	10
유동부채	**281**	**493**	**864**	**1,407**
장기성차입금	0	0	770	765
기타 비유동부채	**82**	**169**	**227**	**409**
부채총계	**363**	**662**	**1,861**	**2,581**
자본총계	**70**	**743**	**872**	**1,038**

CASH FLOW STATEMENT

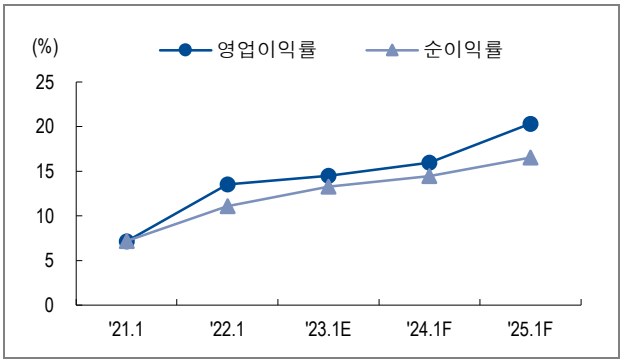
(백만 달러)	19/1	20/1	21/1	22/1
영업활동으로 인한 현금흐름	**-23**	**94**	**365**	**583**
투자활동으로 인한 현금흐름	**-142**	**-629**	**496**	**-556**
- 자본적 지출(CAPEX)	-43	-87	-64	-134
재무활동으로 인한 현금흐름	**190**	**712**	**791**	**56**
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	**25**	**176**	**1,654**	**78**
FCF	**-66**	**7**	**301**	**450**

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

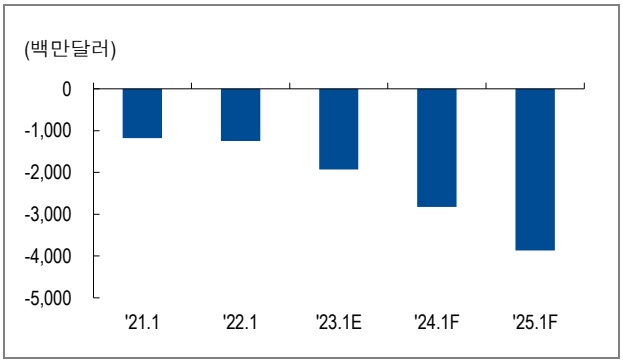
12M Fwd PER 추이



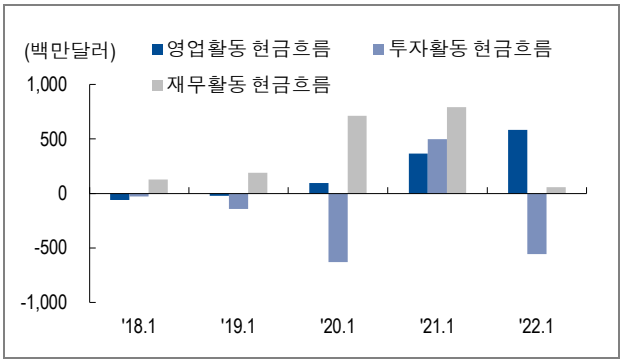
영업이익률, 순이익률 추이 전망



Net Debt 전망



현금흐름 추이



Zscaler (ZS.US)

비싸지만 Worth it

NH투자증권

Company Note | 2022. 8. 10

클라우드 기반의 Zero Trust 접근 방식을 도입한 퍼스트 무버. 11년 연속 Security Service Edge분야의 시장 리더로 평가. 클라우드 보안 아키텍쳐 설계 및 접근 방식의 변화를 주도하는 업체

클라우드 보안 아키텍처 설계 및 접근 방식을 주도하는 업체

2007년에 설립된 클라우드 보안 업체. 온프레미스에서 클라우드로 전환되는 과정에서 네트워크 아키텍처과 보안 방식도 변화(Hub-and-Spot→Direct To Cloud) 발생. 네트워크에 관계 없이 올바른 사용자를 올바른 애플리케이션에 안전하게 연결하는 것이 핵심. 대표 서비스는 ZIA와 ZPA, ZB2B, ZDX가 있음. 주요 장점은 1)보안 강화, 2)지연 시간 단축, 3)네트워크 보안 비용(전용WAN) 절감. 포춘 500대 기업 중 40%, 글로벌 2,000대 기업 중 30%가 동사의 고객사

SSE 시장 리더, 긍정적인 수요 환경과 고속 성장세 지속

동사는 클라우드 기반의 Zero Trust 접근 방식을 도입한 퍼스트 무버로 Security Service Edge 분야에서 11년 연속 리더로 선정. 이러한 리더십에 기반해 성공적인 평판을 구축했는데, NPS(Net Promoter Score) 70점 이상(SaaS NPS 30점)을 유지 중. FY2021 기준 동사가 확보한 Billing(주문금액)은 9.34억달러로 전년 대비 70% 증가. 매출이 최근 3개 분기 연속 전년동기대비 60% 이상의 증가하며 고성장세 이어가는 중. 컨센서스 기준 FY 2022 매출액은 10억달러(+60% y-y)를 돌파할 것으로 예상. 긍정적인 수요 환경은 지속될 것으로 보임

밸류에이션은 부담, 다만 중장기 성장과 달라진 이익 창출 능력에 주목

동사는 현재 FY2023 예상실적 기준 PER 149배, PSR 15배에 거래 중. 과거 높은 성장만으로 높은 밸류에이션 멀티플을 부여 받는 시장 분위기는 아니기 때문에 과거 4년 평균 PSR 37배와의 비교는 큰 의미가 없음. 높은 멀티플을 부여 받았던 SaaS 기업의 평균 밸류에이션도 이번 하락장에서 큰 조정이 되었고, 동사 주가 역시 연초 대비 49% 하락. 과거와 달라진 점은 이익 창출 능력. 영업 레버리지 효과가 본격화되고 FY 2023부터는 매출액 증가세보다 EPS 증가세가 더 가팔라짐. PER 기준으로는 여전히 비싸지만 현금흐름 창출 능력이 궤도에 올랐고 이익의 질적인 측면이 개선됐다는 차원에서 의미가 있음

목표주가(컨센서스): 203.5 달러

※국내 비교기업: -

현재가 ('22/8/8)	168.2 달러
업종	정보기술
시장	Nasdaq
Nasdaq Composite	12,644.5
시가총액(보통주)	23.9 십억달러 (31.2 조원)
유통주식수(보통주)	141.9 백만주
52 주 최고가(21/11/19)	368.8 달러
최저가(22/05/24)	127.8 달러
배당수익률(22/7E)	--

주요주주

Mangal Ajay	20.8%
Chaudhry Jagtar Singh	19.0%

주가상승률	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률 (%)	-2.8	-37.9	-30.5
상대수익률 (%p)	-6.9	-27.0	-15.8

	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
매출액	673	1,078	1,466	1,916
증감률	*56.1*	*60.2*	*36.0*	*30.7*
영업이익	78	107	175	275
증감률	*160.5*	*37.3*	*63.6*	*57.2*
영업이익률	*11.6*	*9.9*	*11.9*	*14.4*
(지배지분)순이익	76	95	155	242
EPS	0.5	0.6	1.0	1.6
증감률	*116.7*	*24.2*	*60.9*	*51.4*
PSR	323.4	260.3	161.8	106.9
PBR	44.8	42.3	34.6	26.7
ROE	13.8	16.2	21.4	25.0
순차입금	-312	-521	-835	-1,330

단위: 백만달러, %, 달러, 배
주 1: EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 기준
주 2: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부



Analyst 임지용
02)768-7350, jiyong.im@nhqv.com

RA 고민성
02)768-7707, minsung.ko@nhqv.com

Summary

2007년에 설립된 클라우드 보안 업체. 온프레미스에서 클라우드로 전환되는 과정에서 네트워크 아키텍처과 보안 방식도 변화. 네트워크에 관계 없이 올바른 사용자를 올바른 애플리케이션에 안전하게 연결하는 것이 핵심. 트래픽이 WAN(전용 광대역 네트워크)을 통해 중앙 집중식 게이트웨이로 가는 "Hub-and Spoke" 아키텍처와는 달리, 트래픽이 광대역 및 셀룰러 연결을 통해 안전하게 인터넷으로 라우팅되도록 하는 서비스. 대표 서비스는 ZIA와 ZPA. 기존 VPN과는 달리 사용자를 기업 네트워크에 연결하지 않음. VPN서비스를 대체. 주요 장점은 1)보안 강화, 2)지연 시간 단축, 3)네트워크 보안 비용(전용WAN) 절감. 포춘 500대 기업 중 40%, 글로벌 2,000대 기업 중 30%가 동사의 고객사

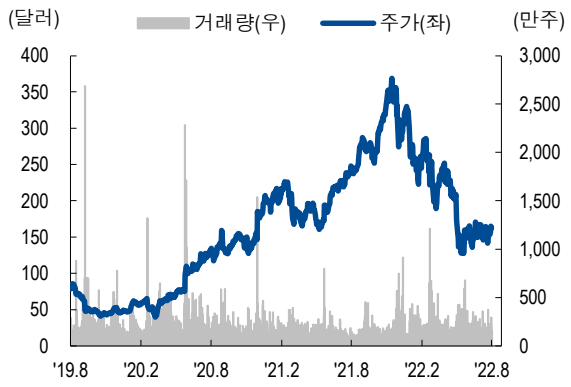
Share price drivers/Earnings Momentum

- 클라우드 기반의 보안 솔루션 수요 증가
- 원격 근무 수요 증가로 인한 신규 고객 유입

Downside Risk

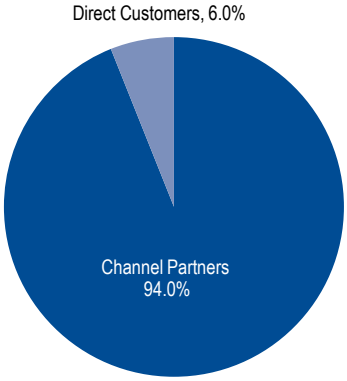
- 기존 경쟁자와 신규 플레이어 진입으로 인한 경쟁심화
- 기존 고객 이탈과 신규 고객 감소

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

사업부별 매출 비중(2021/7)



자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Cross valuations (단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Zscaler	260.3	161.8	42.3	34.6	16.2	21.4
Palo Alto	67.2	54.1	--	--	--	--
포티넷	50.6	41.3	420.9	35.2	833.5	86.0
Crowdstrike	155.7	106.2	33.4	25.4	21.4	23.9
시스코 시스템즈	15.3	14.4	4.5	4.0	33.4	31.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	20/7	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
PER	700.6	323.4	260.3	161.8	106.9
PBR	46.1	44.8	42.3	34.6	26.7
PSR	55.3	35.4	22.1	16.3	12.4
ROE	6.6	13.8	16.2	21.4	25.0
ROA	1.8	3.4	3.5	4.7	6.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

보안 패러다임의 변화, Zero Trust 에 주목

클라우드 시대 도래 보안 아키텍처도 변화

Hub-and-Spoke → 제로 트러스트

IT 인프라를 클라우드로 전환하면서 기업은 인터넷에 기반해 다양한 비즈니스를 전개하는 과정에서 새로운 외부 SaaS 애플리케이션을 채택하고 내부 관리 애플리케이션을 퍼블릭 클라우드로 이동하고 있다. 동사의 Zero Trust Exchange는 적절한 사용자가 적절한 애플리케이션에 접근할 수 있도록 하는데 사용된다. Zero Trust는 말 그대로 아무 것도 믿지 않음을 의미한다. 귀하가 누구인지, 어떤 장치를 사용하는지, 무엇에 엑세스하는지, 위험에 처해있는지, 잠재적 위협이 있는지를 확인하는 솔루션을 제공한다. 사용자가 애플리케이션에 액세스하거나 특정 대상에 도달하려고 할 때마다 이 작업을 수행한다.

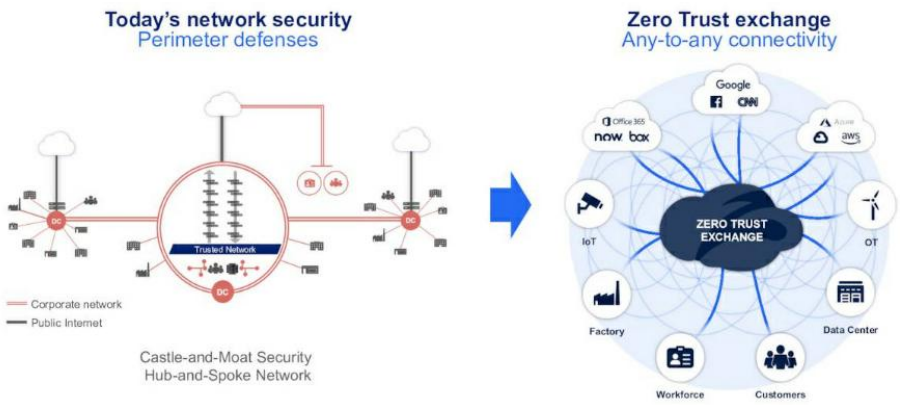
동사는 ZIA, ZPA, ZDX 제품을 통해 Zero Trust를 구현

동사는 ZIA(Zscaler Internet Access), ZPA(Zscaler Priviate Access)라는 제품을 제공한다. 둘 다 올바른 사용자가 올바른 위치에 접근할 수 있도록 하는데 중점을 두고 있다. 차이점이 있다면 ZIA는 외부 애플리케이션에 대한 접근을 제공하고 ZPA는 내부 애플리케이션에 대한 접근을 관리하도록 설계되어 있다. 이외에 ZDX(Zscaler Digital Experience)을 제공하는데, 이는 주요 비즈니스 앱 전반에 걸친 사용자 경험을 측정하는 역할을 수행한다. 모든 기기에서 사용자의 최종 경험을 측정해 하나의 대시보드를 통해 제공한다. 성능 문제 발생이 사용자 디바이스에서인지, 네트워크 경로인지, 액세스하고 있는 애플리케이션에서인지를 파악한다. 모니터링을 최적화하고 직원들의 디지털 경험에 통찰력을 제공하는 것이 주 목적이다. 추가 하드웨어나 소프트웨어, 스토리지를 구축할 필요가 없기 때문에 설치가 편리하다는 장점을 보유하고 있다.

Security Service Ege 분야 11년 연속 시장 리더로 평가

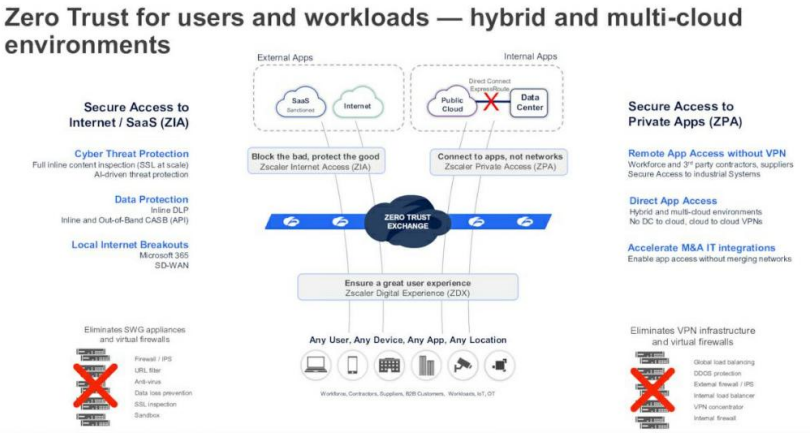
동사는 클라우드 기반의 Zero Trust 접근 방식을 도입한 퍼스트 무버로 Security Service Edge분야에서 11년 연속 리더로 선정되었다. 이러한 리더십으로 성공적인 평판을 구축했는데, NPS(Net Promoter Score) 70점 이상(SaaS NPS 30점)을 유지하고 있다. 수많은 기업이 이러한 이유로 동사를 파트너로 선정하고 있다.

그림1. Hub&Spoke 네트워크 아키텍처에서 Zero Trust 네트워크로 구조 변화



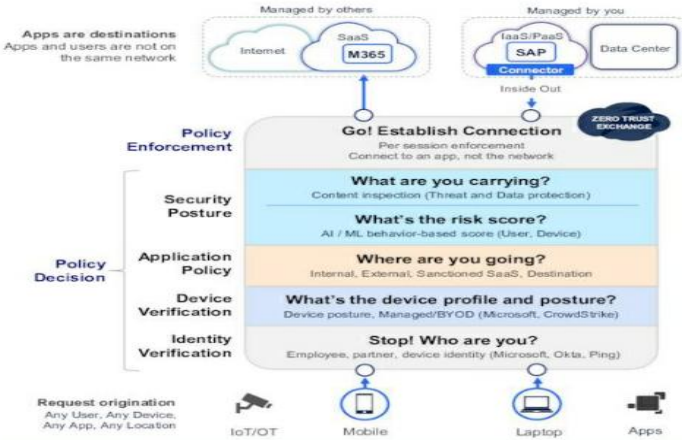
자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요 제품 ZIA와 ZPA, ZDX의 도식



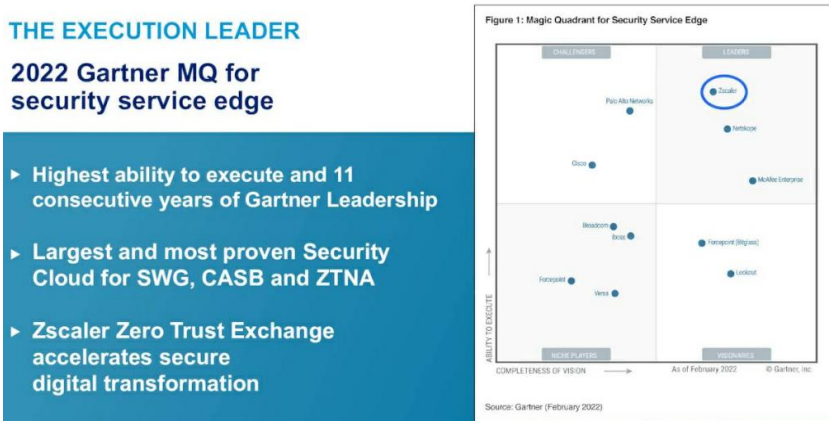
자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

그림3. 동사의 Zero Trust Exchange 구조



자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

그림4. 2022년 가트너가 선정한 SSE 분야 리더, 11년 연속 시장 리더로 평가



자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

중장기 시장 기회 여전히 크며, 높은 성장과 수익성 개선도 가능할 것으로 전망

중장기 총 유효시장 720억달러 규모

2019년 애널리스트 데이에서 경영진은 동사의 총 유효시장을 200억달러 규모로 추정한 바 있다. 3년이 지난 2022년 6월 투자자의 날에서는 중장기적으로 SAM(총 서비스가 가능한 시장)을 720억달러로 상향했다. 종업원 2,000명 이상의 기업체 3.35억개사에 평균 구독 서비스 가격 145달러를 적용한 490억달러와 워크로드 SAM 230억달러를 합한 수치다. 기존 고객에게 ZIA, ZPA, 데이터 보호 기능을 추가해 상향 판매할 경우 ARR(연간 반복 매출)은 현재의 6배 이상 커질 수 있다는 결론이다.

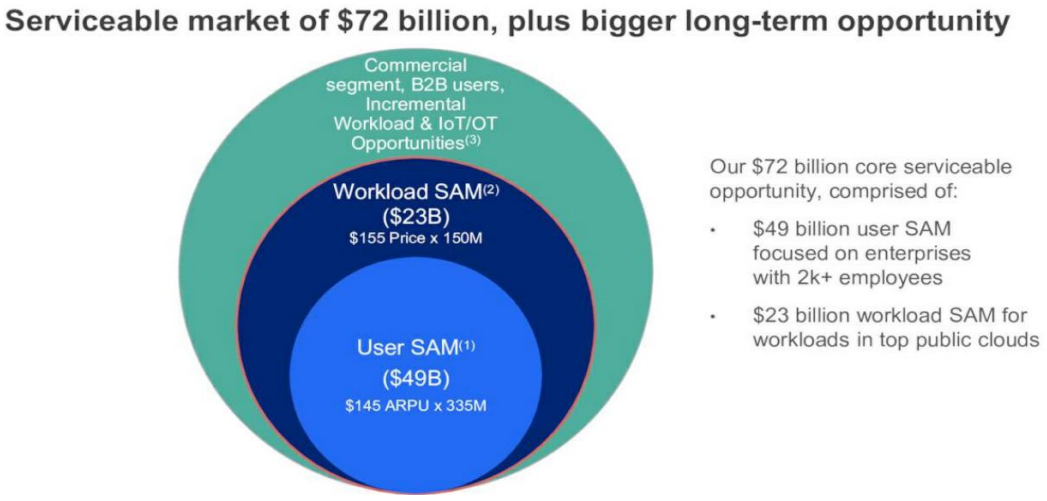
긍정적 수요 환경 지속 2022년 매출액 10억달러(+60% y-y) 돌파 가능

FY2021 기준 동사가 확보한 Billing(주문금액)은 9.34억달러로 전년 대비 70% 증가했다. 매출이 최근 3개 분기 연속 전년동기대비 60% 이상 증가하며 고성장세를 이어가고 있다. 컨센서스 기준 FY 2022 매출액은 10억달러(+60% y-y)를 돌파할 것으로 예상된다. 최근 3년 매년 성장률이 더 높아지면서 성장이 가속화되고 있다. 클라우드 전환, Zero Trust 아키텍처 도입 등 IT 환경과 사이버 보안 메가 트렌드에 힘입어 긍정적인 수요 환경은 지속될 것으로 보인다.

수익성 개선 여지 충분

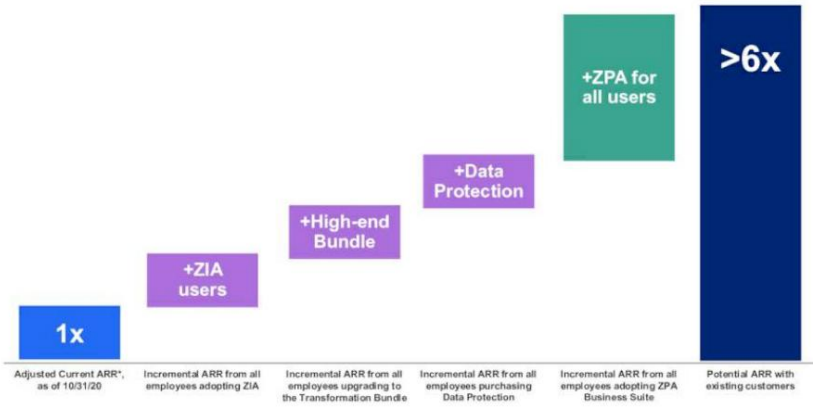
동사는 FY2019부터 흑자전환에 성공했다. FY2023부터는 매출액 증가세보다 EPS 증가세가 가팔라지는 구간에 진입한다. 매출액에서 판관비 비중이 크게 하락하면서 영업 레버리지 효과가 나타나고 있다. 가이던스로 Non-GAPP 기준 FY 2022 영업이익률을 10%, 중장기 목표치를 20~22%로 제시했다. 멀티테넌트 클라우드 구조가 보편화되고 서브시스템이 최적화, 자동화되면서 필요한 서버 수와 인력이 줄어들고 있다. 매출총이익률 추가 개선도 가능할 것으로 보인다.

그림5. 서비스 ZB2B와 ZDX 출시를 통해 2019년 200억달러에서 2024년 350억달러로 총 유효시장 확대될 전망



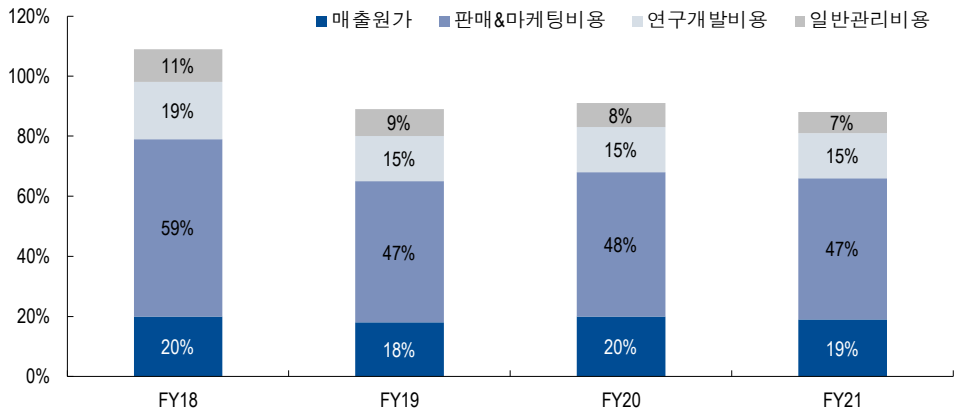
자료: Zscaler, NH 투자증권 리서치본부

그림6. Upsell(상향판매) 기회 지금 대비 6배 규모



자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

그림7. 판관비 감소로 영업이익률 개선세 지속



자료: Zscaler, NH투자증권 리서치본부

표1. 장기 재무 목표(Non-GAAP)

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22 가이던스	장기 목표
매출총이익률	80%	82%	80%	81%	80%	78%~82%
판매/마케팅비용	59%	47%	48%	47%		33%~37%
연구개발비용	19%	15%	15%	15%		15%~17%
일반관리비용	11%	9%	8%	7%		7%~8%
영업이익률	-8%	11%	9%	12%	10%	20%~22%
FCF 마진	1%	10%	6%	21%	20%	22%~25%

자료: 언론보도, Bloomberg, NH 투자증권리서치본부

밸류에이션 및 리스크

높은 밸류에이션 그러나, 과거와 달라진 이익 체력

동사는 현재 FY2023 예상실적 기준 PER 162배, PSR 16배에 거래되고 있다. 과거와 같이 높은 성장만으로 높은 밸류에이션 멀티플을 부여 받는 시장 분위기는 아니기 때문에 과거 4년 평균 PSR 37배와의 비교는 큰 의미가 없다. 높은 멀티플을 받았던 SaaS 기업의 평균 밸류에이션도 이번 하락장에서 큰 조정이 있었고, 동사 주가 역시 연초 대비 49% 하락했다. 과거와 달라진 점은 이익 창출 능력이다. 영업 레버리지 효과가 본격화되고 FY2023부터는 매출액 증가세보다 EPS 증가세가 더 가팔라진다. PER 기준으로는 여전히 비싸지만 현금흐름 창출 능력이 궤도에 올랐고 이익의 질적인 측면이 개선됐다는 차원에서 의미가 있다.

40의법칙'에는 부합

동사는 SaaS 기업 분석 시 유용한 보조지표인 '40의 법칙'에는 부합한다. '40의 법칙'이란 매출액 성장률과 이익률(Free cash flow Margin)의 합이 40이 넘으면 성장성과 수익성 간의 균형이 잡힌 기업이며 충분히 지속 가능하다는 개념이다. 동사의 최근 분기 매출액 성장률 63%와 전년도 FCF Margin 21%를 합산하면 84로 40이 넘는다.

향후 3년 동안 연평균 30% 이상 성장 전망과 스토리는 유효하다. 클라우드 채택률이 올라가고 클라우드 보안에 대한 수요는 점점 더 커져갈 것으로 전망한다. 긍정적인 수요 환경에 기반한 경쟁사 대비 높은 매출 성장이 기대된다.

표2. Peer 기업 실적 및 밸류에이션 (단위: 백만달러, 달러, 배, %)

종목명		Zscaler	포티넷	Palo Alto	Crowdstrike
종가 (8/8)		168.2	53.3	501.1	189.5
시가총액		23,854	42,797	49,924	43,984
매출액	2021	673	3,342	4,256	1,452
	2022E	1,078	4,385	5,495	2,206
	2023F	1,466	5,310	6,734	2,998
영업이익	2021	78	1,115	802	196
	2022E	107	1,115	1,033	320
	2023F	175	1,379	1,326	478
순이익	2021	76	860	614	161
	2022E	95	860	793	293
	2023F	155	1,067	1,019	433
PER	2021	323.4	66.8	81.6	282.9
	2022E	260.3	50.5	67.2	155.7
	2023F	161.8	41.0	54.1	106.2
PBR	2021	44.8	55.0	74.4	42.7
	2022E	42.3	420.9	--	33.4
	2023F	34.6	35.2	--	25.4
ROE(%)	2021	13.8	82.3	91.2	15.1
	2022E	16.2	831.3	--	21.4
	2023F	21.4	85.3	--	23.9

자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(백만달러, 달러)	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
매출액	**673**	**1,078**	**1,466**	**1,916**
매출총이익	**550**	**865**	**1,167**	**1,510**
영업이익	**78**	**107**	**175**	**275**
EBITDA	**106**	**147**	**227**	**340**
이자비용	27	1	1	2
세전이익	**81**	**104**	**171**	**267**
(지배지분)순이익	**76**	**95**	**155**	**242**
희석 주당순이익	0.5	0.6	1.0	1.6

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	21/7	22/7E	23/7F	24/7F
EBITDA/매출	15.8	13.6	15.5	17.7
영업이익률	11.6	9.9	11.9	14.4
순이익률	11.2	8.8	10.6	12.6
총자산이익률	3.4	3.5	4.7	6.0
자기자본이익률	13.8	16.2	21.4	25.0
투하자본이익률	5.2	6.2	9.1	12.7
부채비율	182.4	--	--	--
유동비율	2.5	--	--	--

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

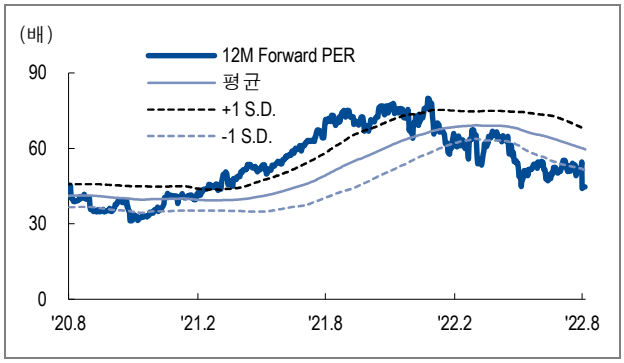
(백만달러)	18/7	19/7	20/7	21/7
현금 및 현금성자산	299	365	1,371	1,503
매출채권	62	93	148	257
유동자산	**371**	**475**	**1,550**	**1,791**
유형자산	44	75	162	230
비유동자산	0	16	54	94
자산총계	**450**	**604**	**1,833**	**2,258**
단기성차입금	0	0	16	20
유동부채	**183**	**262**	**424**	**720**
장기성차입금	0	0	890	945
비유동부채	**25**	**34**	**35**	**64**
부채총계	**208**	**296**	**1,349**	**1,729**
자본총계	**242**	**309**	**485**	**529**

CASH FLOW STATEMENT

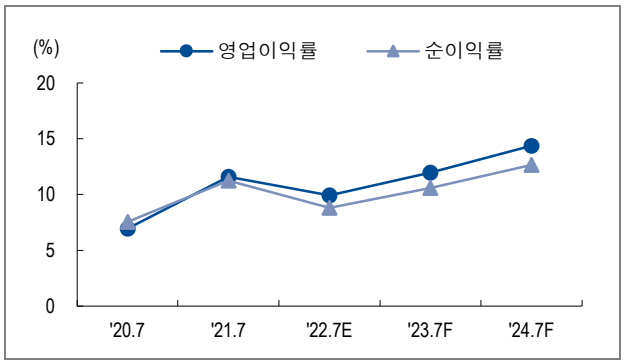
(백만달러)	18/7	19/7	20/7	21/7
영업활동으로 인한 현금흐름	**17**	**58**	**87**	**224**
투자활동으로 인한 현금흐름	**-178**	**-162**	**-1,038**	**-110**
- 자본적 지출(CAPEX)	-15	-30	-52	-58
재무활동으로 인한 현금흐름	**208**	**46**	**1,015**	**20**
- 배당금 지급	0	0	0	0
현금자산 순증	**48**	**-58**	**63**	**134**
FCF	**2**	**29**	**35**	**166**

주: Non-GAAP 기준
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

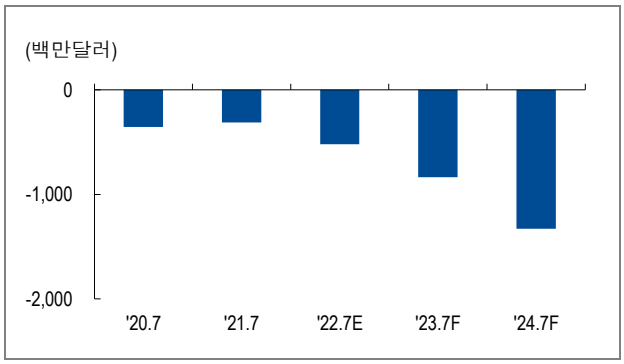
12M Fwd PER 추이



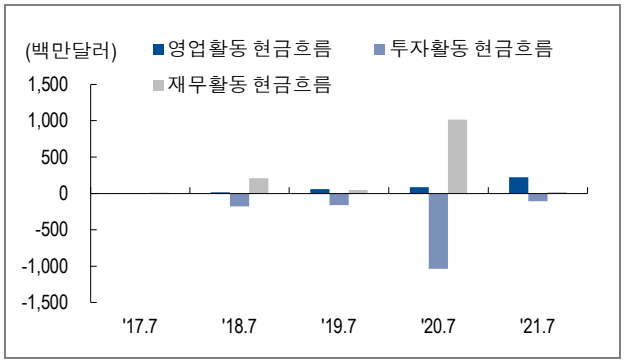
영업이익률, 순이익률 추이 전망



Net Debt 전망



현금흐름 추이

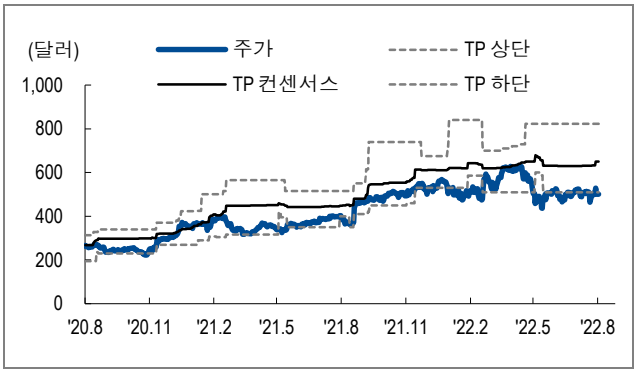


투자의견 및 목표주가 컨센서스

투자의견			목표주가	괴리율
Buy	18	현재가	501.1 달러	-
Hold	1	High	823.0 달러	+64.2%
Sell	0	Average	645.7 달러	+28.9%
		Low	510.0 달러	+1.8%

주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

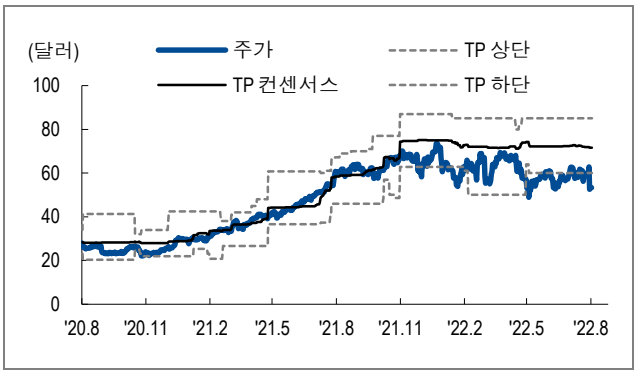
Palo Alto (PANW.US)



투자의견			목표주가	괴리율
Buy	18	현재가	53.3 달러	-
Hold	8	High	85.0 달러	+59.4%
Sell	0	Average	71.7 달러	+34.5%
		Low	60.0 달러	+12.5%

주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

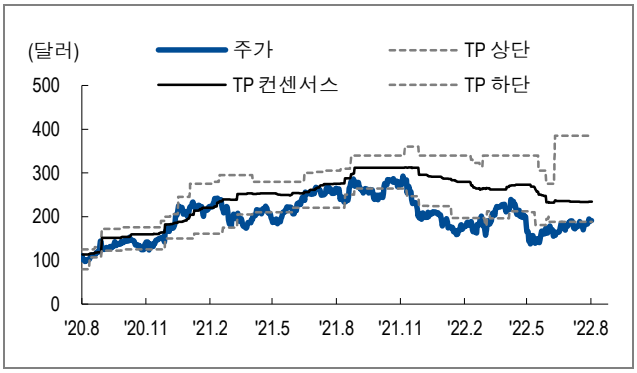
포티넷 (FTNT.US)



투자의견			목표주가	괴리율
Buy	30	현재가	189.5 달러	-
Hold	0	High	385.0 달러	+103.1%
Sell	0	Average	234.0 달러	+23.5%
		Low	188.0 달러	-0.8%

주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Crowdstrike (CRWD.US)

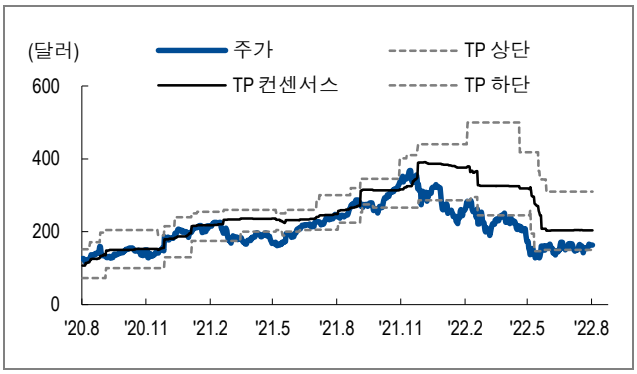


투자의견 및 목표주가 컨센서스

투자의견			목표주가	괴리율
Buy	26	현재가	168.2 달러	-
Hold	5	High	310.0 달러	+84.4%
Sell	0	Average	203.5 달러	+21.0%
		Low	150.0 달러	-10.8%

주: 목표주가(컨센서스)는 최근 75 일 이내에 발표된 글로벌 증권사들의 목표주가 평균
자료: FactSet, NH 투자증권 리서치본부

Zscaler (ZS.US)



Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.