# 한컴시큐어(054920.KQ)



미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

**NR**

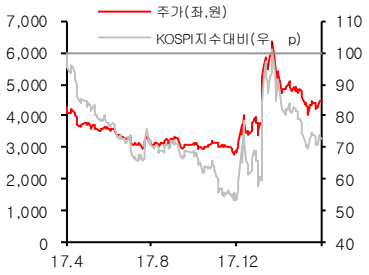
| 현재주가(4/11) | 4,440원 |
|---|---|

| Key Data | (기준일: 2018.4.11) |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,444 |
| KOSDAQ(pt) | 885 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 60 |
| 52주 최고/최저(원) | 7,160 / 2,750 |
| 52주 일간 Beta | 0.64 |
| 발행주식수(천주) | 13,467 |
| 평균거래량(3M,천주) | 1,155 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 6,618 |
| 배당수익률(17A, %) | 0.0 |
| 외국인 지분율(%) | 4.8 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 김상철 외 2인 | 33.9 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -6.2 | 30.4 | 40.5 | 2.8 |
| KOSPI 대비상대수익률 | -8.5 | 26.5 | 6.8 | -39.6 |

**Company vs KOSPI composite**




## 탐방리포트: 한컴지엠디와 합병으로 새로운 성장동력 확보

### 한컴시큐어가 자회사 한컴지엠디를 합병 발표

- 동사는 지난 2/7일 공시를 통해서 한컴지엠디(동사가 지분 32.30% 보유)와의 합병계획을 발표함. 지난 3/29일 주총을 통해 합병계약이 원안대로 승인되어 구체적으로 합병이 추진될 것임
- 합병주체는 한컴시큐어로 합병비율은 약 1:0.60 수준임, 합병기일은 5/1일 예정이며, 5/18일에 추가 발행주식은 상장될 예정임. 합병신주는 6,880,176주로 5/17일 배정할 계획임
- 한컴시큐어는 인증 및 데이터보안업체로 국내 PKI 시장점유율 1위 업체임. 국내 최초 인터넷뱅킹 시스템을 개발하였으며, FIDO UAF/U2F 통합인증을 획득하여 생체인증시장에도 진출함
- 한컴지엠디는 국내 모바일 포렌식 시장점유율 1위 업체로, 모바일 보안의 중요성이 확대되면서 최근 국내 설치실적으로 기반으로 해외진출이 활발하게 진행되고 있음. 한컴타워를 보유하고 있어 안정적인 수입(2017년 임대수입 44억원, 매출비중 46.4%)을 창출하고 있음

### 합병 효과: 그룹 지배력 강화와 함께 투자여력 확보 및 신규사업 진출 등에 긍정적임

- 1) 한컴그룹내 지배력 강화와 함께 투자여력을 확보, 대형 M&A 추진력 확보: 합병후 한컴그룹의 지배력이 강화되고, 투자여력을 확보하게됨(도표 4번 참조). 또한 2018년 기준, 총자산은 1,556억원, 자본은 963억원 수준으로 투자여력을 확보하게 됨. 동사는 투자자산 유동화 등을 통한 그룹사 내 투자자원을 활용하고, 그룹사 노하우와 역량을 통한 투자와 협업을 함으로써 신규사업 발굴 및 M&A를 적극적으로 추진하는데 긍정적일 것으로 판단함
- 2) 매출액의 외형확대는 물론 기존 사업 강화도 긍정적: 두 회사의 합병으로 인한 외형성장은 물론 기존 사업도 강화되고 있어 긍정적임. ① 한컴시큐어의 보안솔루션사업은 사설인증, 생체인증, 기기인증 등의 대체 인증시장이 확대되면서 매출성장이 일어날 것으로 예상하고, ② 한컴지엠디의 모바일 포렌식 사업은 국내 시장 확대는 물론, 이를 기반으로 해외 진출이 활발하게 진행되고 있음
- 3) 기존 사업을 기반으로 신규사업 진출: ① 블록체인 보안솔루션 및 플랫폼: 한컴시큐어가 보유한 암호화기술을 바탕으로 지난 3/22일 블록체인 보안솔루션 제품을 출시함. 올해 출시 원년이지만, 초도 매출이 발생할 것으로 예상하며, 동사 매출비중의 10%대를 차지할 것으로 예상함. ② 스마트시티: 보안솔루션을 중심으로 스마트시티 관제시스템 사업에 진출, 일부 해외 프로젝트를 진행하고 있으며, 올해 매출이 가시화될 것으로 예상함. ③ AR/VR 사업: 초기에는 컨텐츠 중심으로 진출 예정. 이미 인지, 치매 훈련 관련제품을 개발 중임

### 합병 효과가 반영되는 2019년 기준으로 밸류에이션 매력 부각

- 2018년 당사추정 예상실적 기준 PER은 20.6배 수준(5/18일 발행되는 합병신주를 반영)이며, 본격적인 합병효과가 나타날 것으로 예상하는 2019년 기준 PER은 12.4배 수준으로 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 판단함

**Financial Data(별도 기준)**

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 14.5 | 16.4 | 31.9 | 40.6 | 47.5 |
| 영업이익(십억원) | 0.5 | 0.1 | 3.3 | 6.4 | 7.5 |
| 세전계속사업손익(십억원) | -0.1 | 1.4 | 4.4 | 7.3 | 8.2 |
| 당기순이익(십억원) | -0.1 | 1.4 | 4.4 | 7.3 | 7.6 |
| EPS(원) | -9 | 109 | 348 | 578 | 600 |
| 증감률(%) | 적지 | 흑전 | 218.2 | 66.2 | 3.9 |
| PER(배) | n/a | 31.1 | 12.8 | 7.7 | 7.4 |
| ROE(%) | -0.2 | 2.7 | 7.9 | 11.9 | 11.0 |
| PBR(배) | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 33.5 | 39.4 | 16.7 | 9.8 | 8.2 |

자료: 유진투자증권

# 실적 전망 및 Valuation

도표 1 실적 전망 (별도 기준)

| (십억원,%) | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17A | 1Q18F | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2.0** | **3.3** | **4.3** | **6.8** | **4.2** | **5.6** | **8.8** | **13.3** | **14.5** | **16.4** | **31.9** | **40.6** |
| *증가율(%)* | *-37.0* | *-7.8* | *47.0* | *41.7* | *107.5* | *71.5* | *105.1* | *94.8* | *-0.4* | *13.2* | *94.4* | *27.4* |
| 제품별 매출액 | | | | | | | | | | | | |
| 보안 솔루션 | 2.0 | 3.3 | 4.3 | 6.8 | 1.9 | 2.9 | 3.9 | 5.6 | 14.5 | 16.4 | 14.3 | 18.6 |
| 모바일포렌식 | - | - | - | - | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.6 | - | - | 4.8 | 5.7 |
| 블록체인 | - | - | - | - | 0.0 | 0.5 | 1.0 | 1.4 | - | - | 2.9 | 4.3 |
| 스마트시티 | - | - | - | - | 0.0 | 0.0 | 1.5 | 3.4 | - | - | 4.9 | 6.9 |
| 임대 및 기타 | - | - | - | - | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | - | - | 5.0 | 5.1 |
| 제품별 매출비중(%) | | | | | | | | | | | | |
| 보안 솔루션 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 45.8 | 51.3 | 43.9 | 42.6 | 100.0 | 100.0 | 44.9 | 45.8 |
| 모바일포렌식 | - | - | - | - | 24.9 | 17.7 | 13.3 | 11.8 | - | - | 15.0 | 14.1 |
| 블록체인 | - | - | - | - | 0.0 | 8.9 | 11.4 | 10.6 | - | - | 9.1 | 10.5 |
| 스마트시티 | - | - | - | - | 0.0 | 0.0 | 17.1 | 25.6 | - | - | 15.4 | 17.0 |
| 임대 및 기타 | - | - | - | - | 29.3 | 22.2 | 14.4 | 9.4 | - | - | 15.6 | 12.6 |
| **수익** | | | | | | | | | | | | |
| 매출원가 | 1.1 | 1.7 | 2.6 | 2.6 | 1.9 | 2.4 | 4.1 | 5.4 | 6.1 | 7.9 | 13.8 | 17.7 |
| 매출총이익 | 0.9 | 1.6 | 1.7 | 4.2 | 2.3 | 3.2 | 4.7 | 7.9 | 8.3 | 8.4 | 18.1 | 22.9 |
| 판매관리비 | 2.1 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 2.9 | 3.1 | 3.7 | 5.1 | 7.8 | 8.4 | 14.8 | 16.6 |
| **영업이익** | **-1.2** | **-0.6** | **-0.4** | **2.2** | **-0.6** | **0.1** | **1.0** | **2.8** | **0.5** | **0.1** | **3.3** | **6.4** |
| **세전이익** | **-0.3** | **0.4** | **-0.2** | **1.5** | **-0.2** | **0.5** | **1.1** | **3.0** | **-0.1** | **1.4** | **4.4** | **7.3** |
| **당기순이익** | **-0.3** | **0.4** | **-0.2** | **1.5** | **-0.2** | **0.5** | **1.1** | **3.0** | **-0.1** | **1.4** | **4.4** | **7.3** |
| 이익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| (매출원가) | 53.1 | 51.1 | 59.7 | 38.8 | 45.1 | 43.1 | 46.6 | 40.6 | 42.4 | 48.5 | 43.3 | 43.5 |
| (매출총이익) | 46.9 | 48.9 | 40.3 | 61.2 | 54.9 | 56.9 | 53.4 | 59.4 | 57.6 | 51.5 | 56.7 | 56.5 |
| (판매관리비) | 105.4 | 66.5 | 49.6 | 28.2 | 68.4 | 54.9 | 42.1 | 38.5 | 54.1 | 50.9 | 46.3 | 40.8 |
| (영업이익률) | -58.5 | -17.6 | -9.3 | 33.0 | -13.5 | 2.0 | 11.3 | 20.9 | 3.5 | 0.6 | 10.4 | 15.7 |
| (세전이익률) | -13.3 | 11.2 | -5.3 | 22.0 | -4.8 | 8.9 | 12.1 | 22.8 | -0.8 | 8.4 | 13.8 | 18.0 |
| (당기순이익률) | -13.3 | 11.2 | -5.3 | 22.0 | -4.9 | 8.9 | 12.1 | 22.7 | -0.8 | 8.4 | 13.7 | 17.9 |

참고: 합병이후 한컴지엠디의 모바일포렌식과 임대 및 기타 매출이 반영. 블록체인과 스마트시티 사업은 신규사업임
자료: 유진투자증권

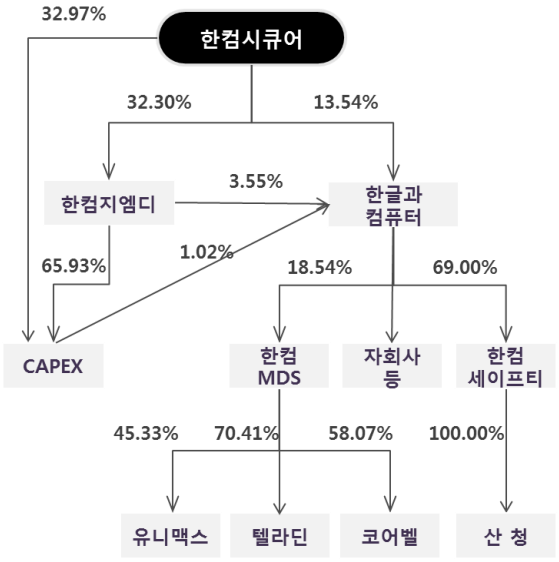
도표 2 국내 유사기업 및 소프트웨어 기업 Valuation 비교

| | | 평균 | 더존비즈온 | 나스미디어 | 한글과컴퓨터 | 한컴MDS | 라온시큐어 | 윈스 | 비즈니스온 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018-04-11(원) | | | 55,600 | 71,100 | 15,650 | 18,800 | 4,100 | 13,200 | 14,500 |
| 시가총액(십억원) | | | 1,649.8 | 622.5 | 361.2 | 166.0 | 130.4 | 151.5 | 138.4 |
| **PER(배)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 23.6 | 22.6 | 28.0 | 25.6 | 18.1 | 48.2 | 14.9 | - |
| | FY17A | 24.0 | 24.7 | 26.6 | 20.6 | 20.4 | 27.7 | 17.6 | 14.2 |
| | **FY18F** | **23.7** | **34.1** | **20.2** | **-** | **13.0** | **27.5** | **15.3** | **20.4** |
| | FY19F | 19.7 | 29.4 | 16.9 | - | 11.1 | 21.4 | 12.3 | 17.3 |
| **PBR(배)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 3.7 | 4.2 | 3.5 | 2.3 | 1.8 | 6.6 | 1.5 | 0.0 |
| | FY17A | 4.1 | 5.4 | 5.5 | 2.1 | 1.7 | 5.9 | 1.5 | 2.9 |
| | FY18F | 4.8 | 7.3 | 4.3 | - | 1.4 | 6.3 | 1.4 | 3.7 |
| | FY19F | 3.9 | 6.0 | 3.5 | - | 1.2 | 4.9 | 1.3 | 3.2 |
| **매출액(십억원)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 103.0 | 176.8 | 69.9 | 101.2 | 150.3 | 16.7 | 73.6 | 11.7 |
| | FY17A | 126.0 | 205.6 | 120.3 | 134.1 | 148.9 | 21.2 | 72.0 | 13.5 |
| | FY18F | 147.0 | 232.2 | 141.9 | - | 187.0 | 26.8 | 78.8 | 16.6 |
| | FY19F | 169.2 | 261.5 | 162.3 | - | 217.8 | 35.2 | 91.9 | 19.2 |
| **영업이익(십억원)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 19.7 | 38.4 | 15.4 | 29.0 | 13.6 | 1.9 | 8.5 | 4.7 |
| | FY17A | 26.6 | 51.7 | 34.3 | 32.3 | 11.2 | 3.3 | 7.5 | 5.7 |
| | FY18F | 31.2 | 59.9 | 43.1 | - | 16.8 | 5.2 | 11.1 | 7.3 |
| | FY19F | 37.5 | 71.7 | 52.4 | - | 19.2 | 6.6 | 13.9 | 8.6 |
| **영업이익률(%)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 18.6 | 21.7 | 22.1 | 28.7 | 9.0 | 11.5 | 11.5 | 40.5 |
| | FY17A | 20.2 | 25.1 | 28.5 | 24.1 | 7.5 | 15.6 | 10.4 | 42.4 |
| | FY18F | 21.1 | 25.8 | 30.4 | - | 9.0 | 19.3 | 14.1 | 44.0 |
| | FY19F | 21.8 | 27.4 | 32.3 | - | 8.8 | 18.8 | 15.1 | 44.8 |
| **순이익(십억원)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 13.6 | 28.2 | 12.0 | 15.3 | 11.0 | 1.7 | 8.8 | 2.6 |
| | FY17A | 20.0 | 40.6 | 26.7 | 20.4 | 9.2 | 3.4 | 7.7 | 5.3 |
| | FY18F | 24.4 | 47.0 | 32.5 | - | 13.4 | 4.8 | 9.9 | 6.8 |
| | FY19F | 29.2 | 55.3 | 39.5 | - | 15.8 | 6.1 | 12.3 | 8.0 |
| **EV/EBITDA(배)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 16.0 | 11.6 | 19.3 | 10.1 | 8.7 | 30.3 | 7.1 | - |
| | FY17A | 15.4 | 14.4 | 16.3 | 14.3 | 10.5 | 21.6 | 10.8 | 9.1 |
| | FY18F | 14.8 | 20.2 | 12.4 | - | 6.1 | 20.4 | 7.4 | - |
| | FY19F | 11.8 | 16.9 | 9.7 | - | 5.1 | 15.4 | 6.0 | - |
| **ROE(%)** | | | | | | | | | |
| | FY16A | 13.5 | 19.7 | - | 8.4 | 11.2 | 14.8 | 10.5 | - |
| | FY17A | 18.0 | 24.0 | 23.0 | 9.9 | 9.0 | 24.2 | - | 25.4 |
| | FY18F | 21.0 | 23.0 | 23.0 | - | 12.0 | 25.9 | 10.5 | 19.6 |
| | FY19F | 21.0 | 22.4 | 23.1 | - | 12.8 | 25.9 | 12.0 | 19.9 |

자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2018.4.11 종가기준, 컨센서스 기준

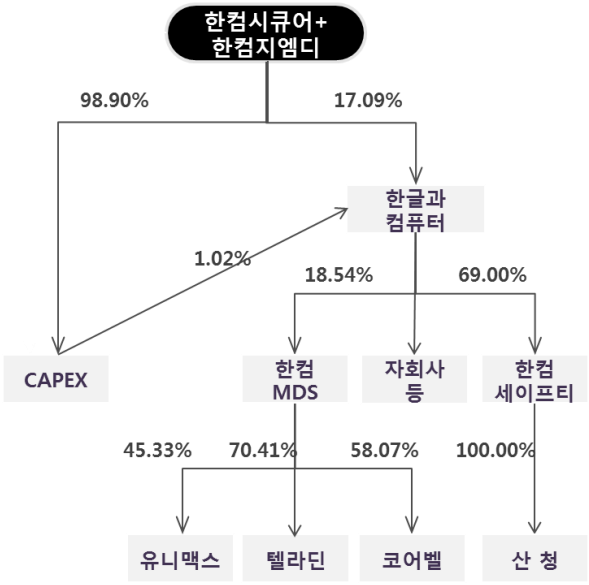
# 차세대 통합보안 솔루션 공급업체

도표 3 합병 전 지분 구조



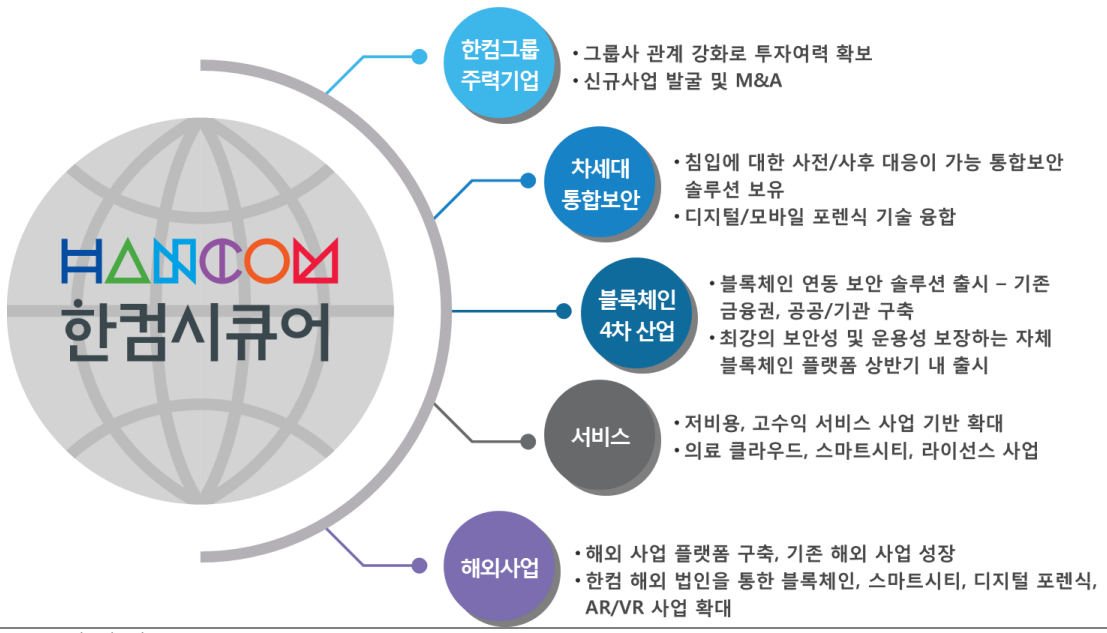

참고: CAPEX(캐피탈익스프레스, 2010.2.25. 인수)
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 4 합병 후 지분구조




참고: CAPEX(캐피탈익스프레스, 2010.2.25. 인수)
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 합병법인 한컴시큐어 = 차세대 통합보안 솔루션 공급업체



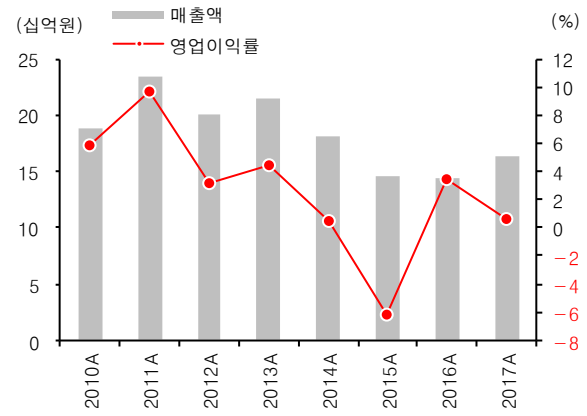

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 6 인수기업 한컴시큐어 주요 연혁

| 연도 | 내용 |
|---|---|
| 1995.10 | 미래산업 소프트포럼 연구소 개소 |
| 1999.03 | 소프트포럼 법인 설립 |
| 2001.11 | 코스닥 등록 |
| 2005.11 | 국가정보원 암호검증제도 국내 최초 통과 |
| 2010.10 | 스마트폰뱅킹 금융권 시장점유율 50% 달성 |
| 2012.03 | 한국SW기업경쟁력 대상- 보안SW부문 우수상 수상 |
| 2015.12 | 상호 변경 "주식회사 한컴시큐어" |
| 2016.04 | 국제표준화 기구 OASIS 국내 최초 가입 |
| 2016.04~06 | 생체인증 기술표준 FIDO UAF, U2F공식 인증 획득 |
| 2018.05 | 한컴지엠디 합병 예정(5/1) |

자료: 유진투자증권

도표 7 인수기업 한컴시큐어 실적 추이



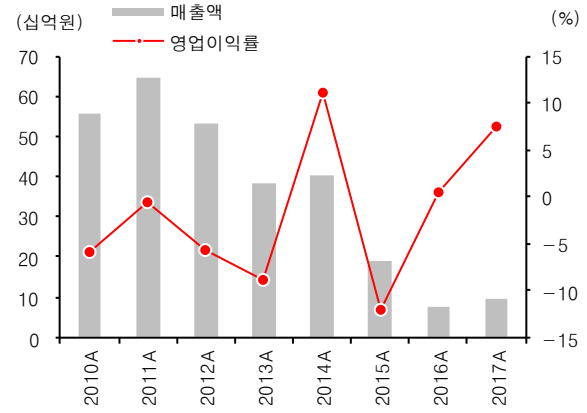

자료: 유진투자증권

도표 8 피인수기업 한컴지엠디 주요 연혁

| 연도 | 내용 |
|---|---|
| 1997.01 | 다윈텍 법인설립 |
| 1998.09 | 삼성전자 "ASIC Design House" 지정 |
| 2004.06 | 코스닥 등록 |
| 2008.05 | 대표이사 변경 (신임 김상철 대표이사) |
| 2011.12 | 판교테크노밸리 사옥 준공 |
| 2015.03 | 상호변경 [(주)다윈텍 → (주)한컴지엠디] |
| 2015.05 | 지엠디시스템 흡수합병 |
| 2015.08 | 중국 포렌식 연구소 기술지원 및 물품공급계약 체결 |
| 2016.06 | 인도 보안 전문기업 Zoom Technologies와 계약 |
| 2016.11 | 한국-체코 양자 공동기술개발(R&D)사업 선정 |

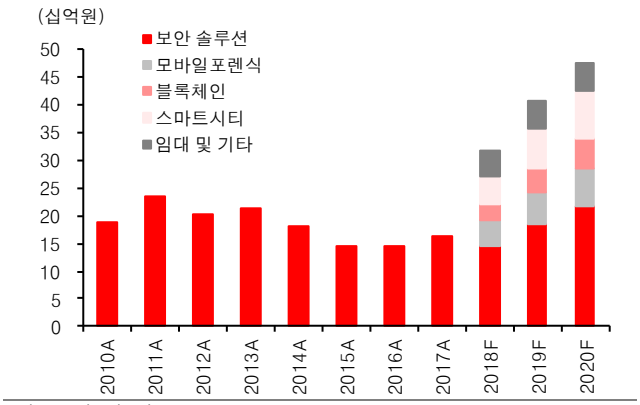
자료: 유진투자증권

도표 9 피인수기업 한컴지엠디 실적 추이



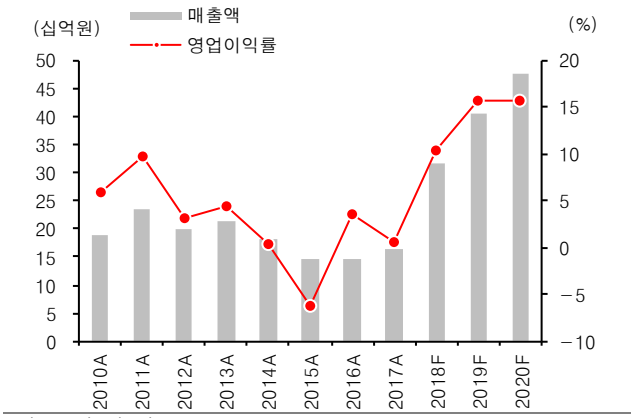

자료: 유진투자증권

도표 10 합병법인 한컴시큐어 매출 전망




자료: 유진투자증권

도표 11 합병법인 한컴시큐어 실적 추이 및 전망




자료: 유진투자증권

# 합병법인 시너지 효과 기대

도표 12 기존사업 + 신규사업 = 4차 산업혁명 주도




자료: IR Book, 유진투자증권

도표 13 그룹자원 활용 및 신규사업 투자 추진




자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14 시장지배력 강화 및 적극적인 R&D 투자

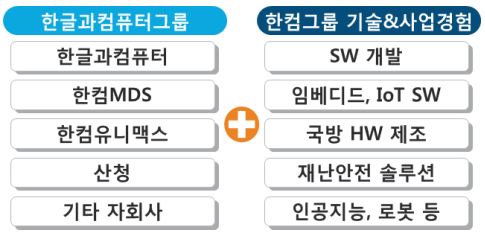
**기술 선도**
- 국내 최초 인터넷 뱅킹 시스템 개발
- 국내 최초 국정원 CMVP인증
- 국내 최초 국제 키 관리 상호운영표준(KMIP) 준수 키관리 솔루션 개발
- FIDO UAF/U2F 통합 인증 획득

**시장 지배력**
- 국내 PKI 점유율 1위
- 국내 모바일 포렌식 1위(>80%)
- 국제 키 관리 상호운영표준(KMIP) 시험을 통과한 통합 키 관리 솔루션

**적극적인 R&D 투자**
- 기술인력 중심의 IT기업
- 블록체인 플랫폼 개발 및 연구
- 정보보안 분야 핵심특허 47건
- 디지털 포렌식 분야 특허 8건

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15 그룹 지배력 강화




HANCOM

| 한글과컴퓨터 | 한컴엠디에스 | SanCheong |
|---|---|---|
| • 오피스, 웹오피스, 이미지편집 SW 전문기업 | • 임베디드 SW개발도구, 토털솔루션 전문기업 | • 화재 및 재난 사고에 대비한 개인 안전 장비 소방전문기업 |

자료: 유진투자증권

도표 16 2018년 합병법인 예상 재무상태



총자산 1,556억

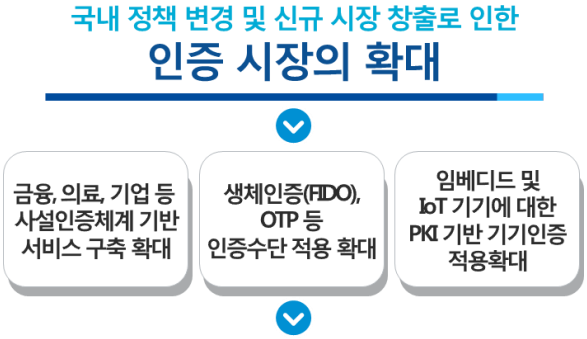
자본 963억

- 총자산 규모 1,500억 원 이상으로 증가

자료: IR Book, 유진투자증권

# 보안 솔루션사업: 대체인증시장 확대

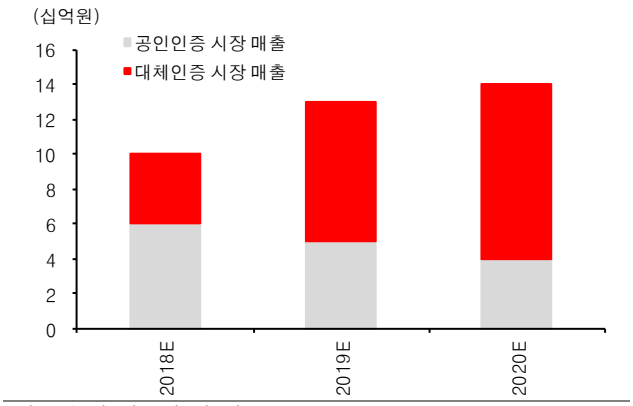
도표 17 대체인증시장의 확대에 따른 관련시장 진출로 성장 전망




| 구 분 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|
| 매출목표 | 144억 | 190억 | 220억 |

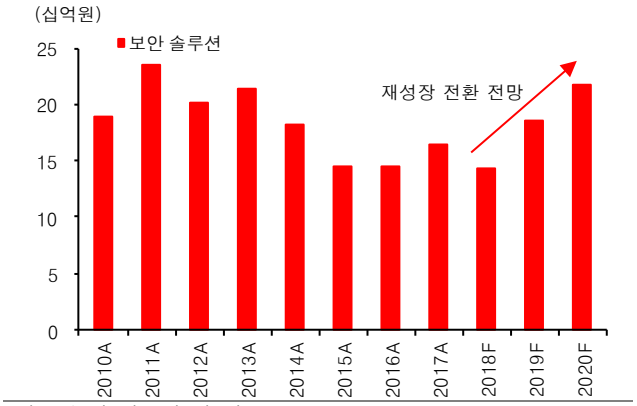
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18 대체인증 시장의 성장 전망




자료: 한컴시큐어, 유진투자증권

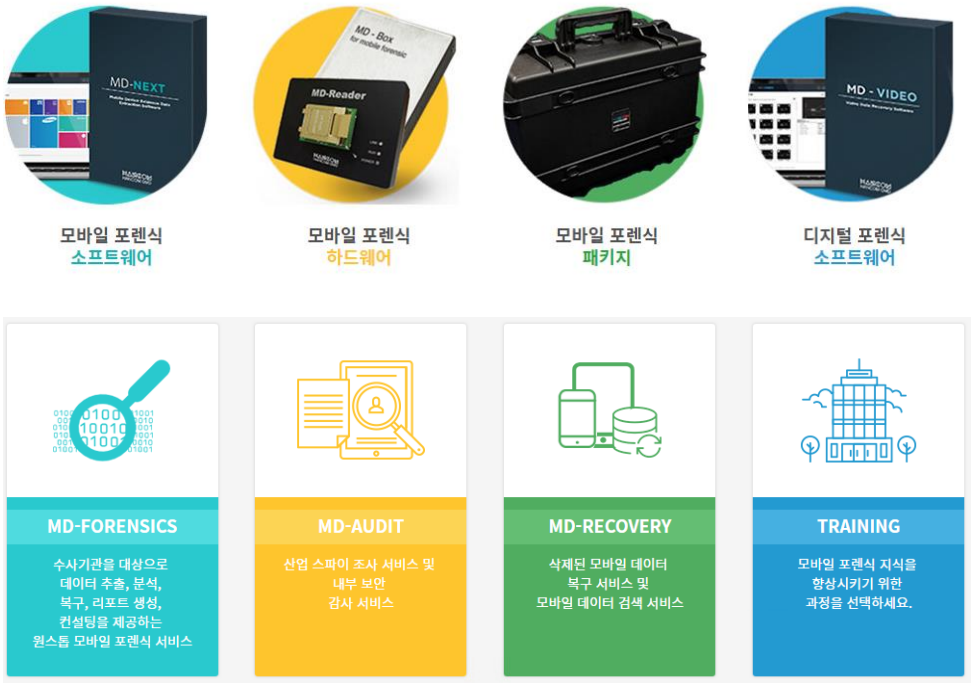
도표 19 동사 보안솔루션 매출 재성장 전환 전망




자료: 한컴시큐어, 유진투자증권

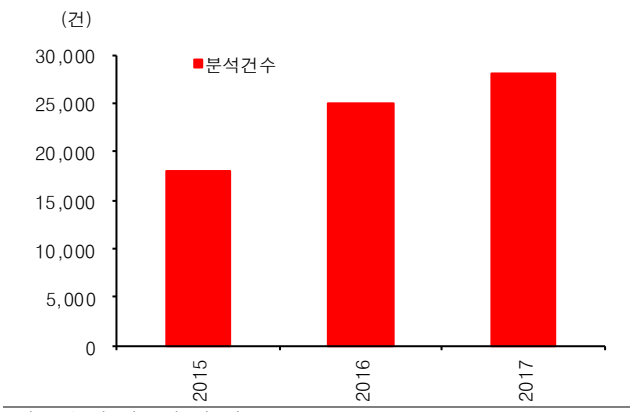
# 모바일 포렌식: 국내 설치실적 기반 해외진출

도표 20 모바일 포렌식 솔루션 시장점유율 1위



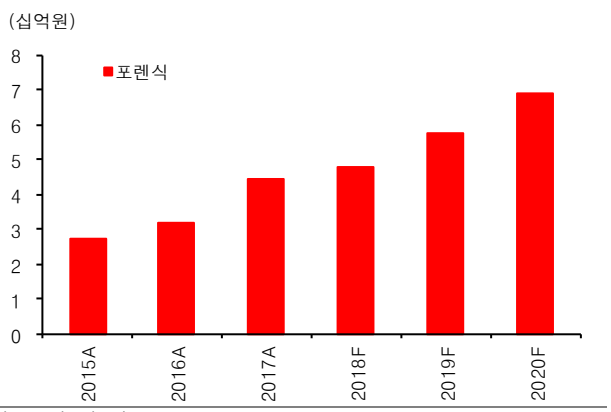

자료: 한컴지엠디, 유진투자증권

도표 21 모바일 증거물 분석 건수는 증가세 지속




자료: 한컴시큐어, 유진투자증권

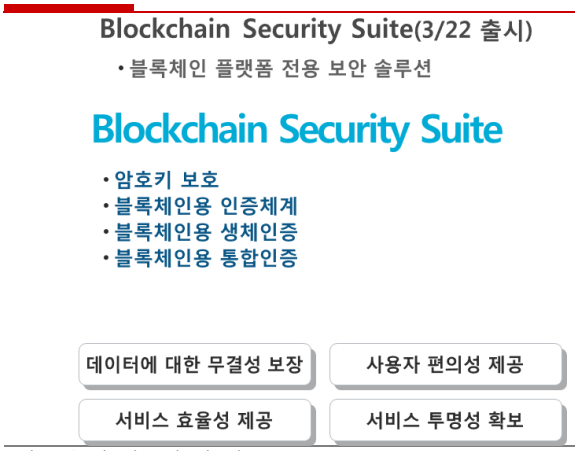
도표 22 모바일포렌식 매출 추이 및 전망




자료: 유진투자증권

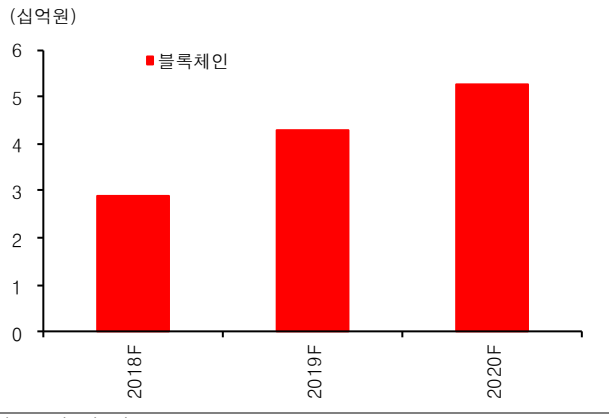
# 산규 사업: 블록체인 + 스마트시티

도표 23 블록체인 보안솔루션 사업 진출




자료: 한컴시큐어, 유진투자증권

도표 24 블록체인 사업 매출 전망



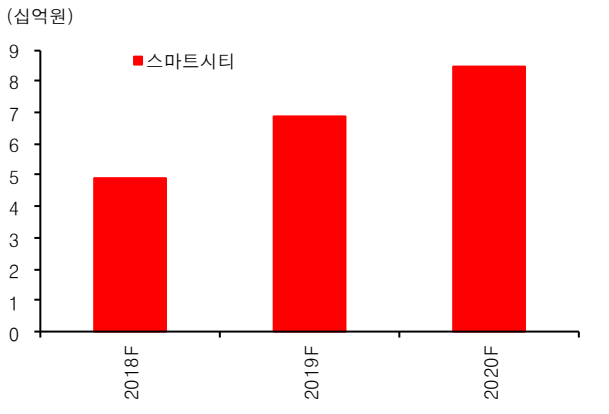

자료: 유진투자증권

도표 25 스마트시티용 관제플랫폼 사업 진출




자료: 한컴시큐어, 유진투자증권

도표 26 스마트시티 사업 매출 전망




자료: 유진투자증권

## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

| | | 당사 투자의견 비율(%) |
|---|---|---|
| • STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| • BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 89% |
| • HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 11% |
| • REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2018.03.31 기준)