

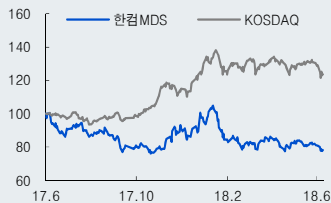
투자 의견 **Not Rated**

목표주가(12M, 유지)	-
현재주가(18/06/22)	17,300원
상승여력	-

영업이익(18F, 억원)	164
Consensus 영업이익(18F, 억원)	156
EPS 성장률(18F, %)	20.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	-
P/E(18F, x)	14.5
MKT P/E(18F, x)	-
KOSDAQ	830.27

시가총액(억원)	1,527
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	60.5
외국인 보유비중(%)	13.7
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	16,850
52주 최고가(원)	23,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.0	-10.1	-16.8
상대주가	-2.2	-17.6	-33.6



[글로벌주식컨설팅팀]

서승우
 02-3774-1790
 seungwoo.seo@miraeeasset.com

한컴MDS (086960)

Bottom Fishing

과한 주가 하락, 저가 매수 기회

2017년 한컴MDS는 매출액 1,489억원(YoY -0.9%), 영업이익 112억원(YoY -17.6%)을 기록하며 전년 대비 역 성장했다. 상반기까지 순항하던 실적은 마이크로소프트의 라이선스 정책 변화와 가전 시장의 성장 정체를 맞아 재고 소진에서 한 발 더 나아가지 못하며 하반기에 후퇴했다.

2018년 1분기 실적은 매출액 390억원(YoY +28.0%), 영업이익 30억원(YoY +23.1%)의 양호한 실적을 발표했으나 연결 자회사 한컴유니맥스가 스펙 상장하며 발생한 합병 비용으로 순이익(지배주주순이익 12억원, YoY -36.6%)은 저조했다.

2017년 하반기부터 이어진 실적 이슈가 현재까지도 한컴MDS의 주가 발목을 잡고 있는 것으로 보이며, 결국 실적 개선이 유일한 동사 주가의 터닝포인트 재료가 될 것으로 판단한다.

2018년에는 주력 사업인 자동차와 국방항공 부문의 지속적 성장 위에 추가로 4차 산업 관련 솔루션이 조력하며 전반적인 실적 개선을 이룰 전망이다. 동사의 2018년 예상 실적 기준 현재 P/E는 14배 수준으로 성장 산업 내 시장 지위를 감안할 때 저평가되어 있다는 판단이다.

자동차/국방항공 매출 비중 확대로 수익성 개선 전망

2017년 1분기 정보가전 부문 실적 호조를 이끈 음성인식 칩 사업 종료됨에 따라 2018년 1분기 한컴MDS의 사업 부문별 매출 비중에 의미 있는 변화가 있었다. 정보가전 사업의 매출이 감소한 반면 자율주행, 국방항공 및 스마트팩토리 관련 솔루션 등이 그 공백을 초과 달성했으며, 또한 자동차/국방항공의 매출 비중 확대는 전사 수익률 개선으로 이어졌다.

자동차와 국방항공 부문의 실적 견인은 지속될 전망이다. ADAS 및 자율주행 솔루션의 수요처가 확대되고 있고 국방항공 양산 제품과 프로젝트도 꾸준히 증가하고 있기 때문이다.

연결 자회사도 약진할 것으로 예상된다. 한컴유니맥스(2018년 3월 스펙 상장)의 1분기 실적은 양산 매출 증가로 전년 대비 약 30% 성장했으며 텔라던은 같은 기간 미니폰 신규제품 출시로 비약적인 실적 증가세를 실현했다. 이들 자회사의 연간 실적에도 주목할 필요가 있다.

지속 성장 가능한 산업의 지속 성장 가능한 기업

한컴MDS는 IT 기기 작동에 필요한 운영체제(OS; Operating System), 개발솔루션(소프트웨어 개발 프로그램) 및 임베디드 하드웨어 등을 공급하는 국내 최대 임베디드 시스템 기업이다. 다양한 사물 및 기계식 기기들이 IT와 융합할수록 임베디드 시스템의 수요는 증가할 수밖에 없으며 이는 곧 한컴MDS의 수혜로 이어질 것이다.

일시적 부침이 있을 수 있으나 성장 산업 주류의 다양한 제품 믹스로 한컴MDS의 실적은 꾸준히 우상향 가능하다는 판단이다. 이에 따른 동사의 기업가치 재평가를 기대한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F
매출액 (억원)	837	1,052	1,178	1,503	1,489	1,782
영업이익 (억원)	91	108	123	136	112	164
영업이익률 (%)	10.9	10.3	10.4	9.0	7.5	9.2
순이익 (억원)	90	101	105	100	87	106
EPS (원)	1,028	1,148	1,196	1,133	989	1,195
ROE (%)	11.9	12.2	11.5	10.5	9.0	10.1
P/E (배)	14.2	18.0	21.9	18.1	20.4	14.5
P/B (배)	1.6	2.1	2.4	1.7	1.6	1.3
배당수익률 (%)	1.8	1.3	1.1	1.4	1.0	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

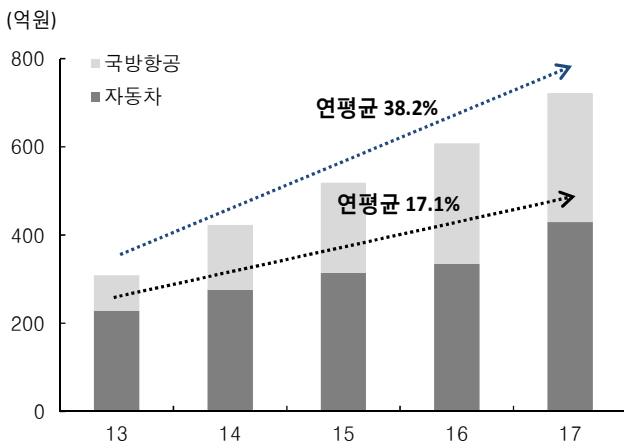
실적 턴어라운드 전망, 최대 실적 기대

한컴MDS의 2018년 실적은 매출액 1,782억원(YoY +19.7%), 영업이익 164억원(YoY +45.8%), 지배주주순이익 106억원(YoY +20.9%)을 예상한다. 성장 산업에 맞닿은 솔루션 주도의 제품 믹스로 외형 성장은 물론 이익률도 함께 개선될 전망이다. 다만 일회성 비용인 연결 자회사 한컴유니맥스의 스펙 합병 비용과 환율 변수를 영업 외적 요인에 반영해 순이익 성장률은 영업이익 성장률에 다소 못미칠 것으로 추정했다.

4차 산업으로 대표되는 IoT, 인공지능, 빅데이터, 클라우드 부문의 실적은 2018년 1분기에 전년 대비 약 44% 성장했다. 향후에도 엔비디아의 AI 플랫폼과 스플링크 및 자사 빅데이터 솔루션 등의 매출(아래 실적 전망 차트의 기타 매출)이 확대되며 동사의 제품 비중 변화를 이끌 전망이다.

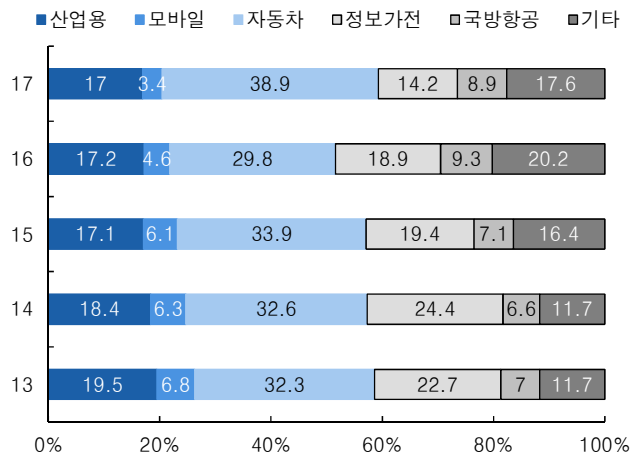
연결 자회사의 실적 기여도 또한 높아질 것으로 보인다. 한컴유니맥스는 하반기에 제품 양산이 집중되어 있는 것으로 파악되며 텔라딘의 미니폰 판매도 연중 호조세를 지속할 것으로 예상된다.

그림 1. 한컴MDS 주력 사업의 연평균 성장률('13~'17 연결 기준)



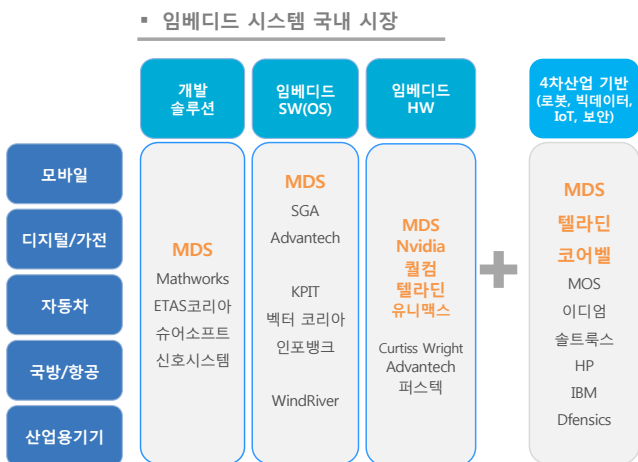
자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 2. 성장 사업의 매출 비중 확대로 수익성 개선 전망



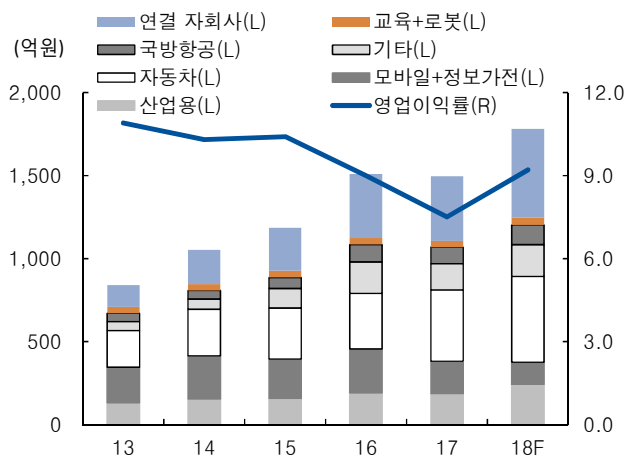
주: 한컴MDS 별도 기준, 4차 산업 관련 솔루션인 IoT, 빅데이터, 클라우드, AI 등은 기타 부문에 귀속
자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 3. 한컴MDS 산업 커버리지 및 국내 경쟁사



자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 4. 한컴MDS 부문별 실적 추이 및 전망



자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

한컴MDS (086960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/15	12/16	12/17	12/18F
매출액	1,178	1,503	1,489	1,782
매출원가	809	1,062	1,018	1,158
매출총이익	369	441	471	624
판매비와관리비	246	306	359	460
조정영업이익	123	136	112	164
영업이익	123	136	112	164
비영업손익	10	1	-7	-35
금융손익	11	7	-2	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	133	137	105	129
계속사업법인세비용	23	28	14	22
계속사업이익	110	110	92	107
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	110	110	92	107
지배주주	105	100	87	106
비지배주주	5	10	4	1
총포괄이익	107	108	91	107
지배주주	102	98	87	102
비지배주주	5	10	4	5
EBITDA	144	159	137	190
FCF	33	-15	24	114
EBITDA 마진율 (%)	12.2	10.6	9.2	10.7
영업이익률 (%)	10.4	9.0	7.5	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.9	6.7	5.8	5.9

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/15	12/16	12/17	12/18F
유동자산	994	1,153	1,077	1,221
현금 및 현금성자산	134	223	175	226
매출채권 및 기타채권	280	441	383	435
재고자산	75	126	141	160
기타유동자산	505	363	378	400
비유동자산	292	314	355	369
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	133	133	125	127
무형자산	120	161	198	200
자산총계	1,286	1,467	1,432	1,591
유동부채	271	389	359	407
매입채무 및 기타채무	129	189	162	183
단기금융부채	13	27	113	0
기타유동부채	129	173	84	224
비유동부채	40	89	23	43
장기금융부채	7	62	1	0
기타비유동부채	33	27	22	43
부채총계	312	478	382	450
지배주주지분	960	950	995	1,084
자본금	48	48	48	48
자본잉여금	226	228	227	227
이익잉여금	685	758	825	915
비지배주주지분	14	39	55	56
자본총계	974	989	1,050	1,140

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/15	12/16	12/17	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	63	-2	36	129
당기순이익	110	110	92	107
비현금수익비용가감	54	55	85	53
유형자산감가상각비	13	13	13	13
무형자산상각비	8	10	12	13
기타	33	32	60	27
영업활동으로인한자산및부채의변동	-84	-151	-106	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-55	-156	52	-52
재고자산 감소(증가)	-34	-45	-10	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	51	-33	14
법인세납부	-30	-24	-41	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-70	152	-59	-72
유형자산처분(취득)	-30	-13	-10	-15
무형자산감소(증가)	-15	-11	-12	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	-28	164	-6	-29
기타투자활동	3	12	-31	-13
재무활동으로 인한 현금흐름	-22	-62	-24	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	3	2	-1	0
배당금의 지급	-24	-25	-23	-16
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-29	88	-48	52
기초현금	163	134	223	175
기말현금	134	223	175	226

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17	12/18F
P/E (x)	21.9	18.1	20.4	14.5
P/CF (x)	14.1	11.0	10.1	9.6
P/B (x)	2.4	1.7	1.6	1.3
EV/EBITDA (x)	12.0	8.8	10.6	6.0
EPS (원)	1,196	1,133	989	1,195
CFPS (원)	1,856	1,867	2,004	1,809
BPS (원)	10,894	11,791	12,564	13,568
DPS (원)	280	280	200	200
배당성향 (%)	22.4	21.3	18.0	15.4
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.0	1.2
매출액증가율 (%)	12.0	27.6	-0.9	19.7
EBITDA증가율 (%)	18.0	10.4	-13.8	38.7
조정영업이익증가율 (%)	13.9	10.6	-17.6	46.4
EPS증가율 (%)	4.2	-5.3	-12.7	20.8
매출채권 회전을 (회)	4.6	4.2	3.6	4.4
재고자산 회전을 (회)	20.3	14.9	11.2	11.9
매입채무 회전을 (회)	8.4	8.1	7.2	8.7
ROA (%)	8.9	8.0	6.3	7.1
ROE (%)	11.5	10.5	9.0	10.1
ROIC (%)	29.4	23.3	16.2	19.8
부채비율 (%)	32.0	48.4	36.4	39.5
유동비율 (%)	366.5	296.2	300.0	300.0
순차입금/자기자본 (%)	-61.5	-46.3	-36.5	-38.8
조정영업이익/금융비용 (x)	314.8	136.1	15.0	0.0

자료: 한컴MDS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.13%	15.92%	9.95%	0.00%

* 2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.