

2012년 04월 07일

# 한글과 컴퓨터(030520)

**BUY**

## 구르물 품은 한컴.

√ 똑똑하게 일하자, 이제는 '스마트 워크' 시대!

스마트폰과 태블릿PC 등 스마트 모바일 기기가 급속도로 보급되면서, 시간과 장소에 얽매이지 않고 근무할 수 있는 '스마트 워크'의 유용성이 부각되기 시작했다. 한글과 컴퓨터는 '스마트 워크' 환경을 조성하는데 핵심적인 모바일 오피스 애플리케이션 'Thinkfree Mobile'을 출시하였다. 클라우드 관련 기술력을 바탕으로 향후 '스마트 워크' 트렌드에 발맞추어 나가는 한글과 컴퓨터의 성장이 기대된다.

√ 한글과 컴퓨터는 죽지 않았다.

한글과 컴퓨터의 Office S/W는 Microsoft Office에 맞서 18%대의 M/S를 꾸준히 유지 해왔다. 그리고 공공기관에 대한 매출액이 전체 Office S/W 매출의 대부분을 차지하고 있지만 '한컴오피스 2010 SE'의 출시와 함께 최근 매출액 구성의 변화가 감지되고 있다. 특히 '한컴오피스 2010 SE'는 가격경쟁력뿐만 아니라 기술경쟁력을 바탕으로 민영기업에 대한 공급을 증대하고 있는 추세이다. 민영기업을 고객으로 한 Office S/W 매출 비중은 2009년 33%에서 2011년 37%로 점점 확대되고 있으며 이를 통해 Office S/W 시장에서의 한글과 컴퓨터의 매출 증대를 전망할 수 있다. 또한 한글과 컴퓨터의 해외시장 진출 그리고 웹하드 등록제, FTA 발효에 따른 시장규모의 확대 이슈도 한글과 컴퓨터의 전망을 밝혀주고 있다.



적정주가:

16,405원

현재주가:

12,150원 (04/07 기준)

상승여력: 35%

|           |         |
|-----------|---------|
| 시가총액      | 2,804억원 |
| ROE       | 12.06%  |
| ROA       | 21.9%   |
| 영업이익률     | 37.35%  |
| 배당수익률     | 1.65%   |
| P/E Ratio | 9.30    |
| P/B Ratio | 2.41    |

주요주주:

소프트포럼: 32.96%

SMIC 리서치 1팀

팀장 강승원

팀원 강성식

류희정

장수원

정성훈

# I. 산업 및 기업 소개

## 산업소개

### 1. 비즈니스 소프트웨어 시장의 현황

국내 비즈니스 관련 소프트웨어 시장 성장

국내의 비즈니스 관련 소프트웨어 시장은 전년 대비 연간 6.5%성장하며 886억 원 시장을 형성하였다. 금융, 제조, 공공 등 주요 산업시장을 중심으로 대기업 및 중견 기업들의 수요가 꾸준히 형성되는 가운데 글로벌 소프트웨어 벤더들의 시장영향력이 지속적으로 확대되고 있다.

#### 1.1 Office 소프트웨어 시장의 국내 현황

국내 시장은 세계에서 유일하게 한글과 컴퓨터가 MS사에 맞서 20%의 점유율을 차지

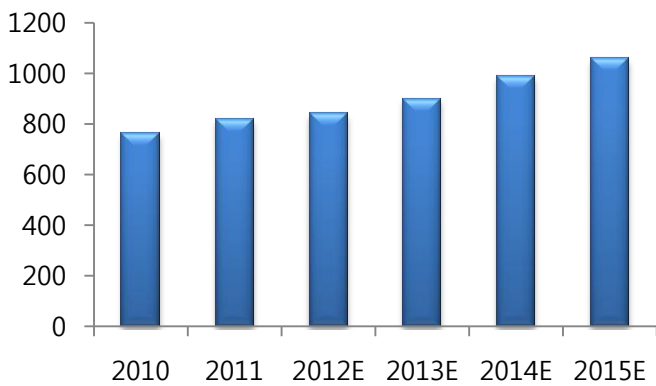
Microsoft는 전세계적으로 98%의 점유율을 차지하고 있다. 하지만 **국내의 경우 한글과 컴퓨터가 공공부문 및 교육기관을 점유하면서 시장의 20%가량을 차지**하고 있다. 최근 한글과 컴퓨터는 '한컴 오피스' 및 호환성이 높은 '씽크프리 오피스'를 내세워 시장 점유율을 높이기 위해서 노력 중이다.

#### 1.2 Office 소프트웨어 시장의 확대

중국을 비롯한 신흥국의 성장으로 Office 소프트웨어 시장의 성장

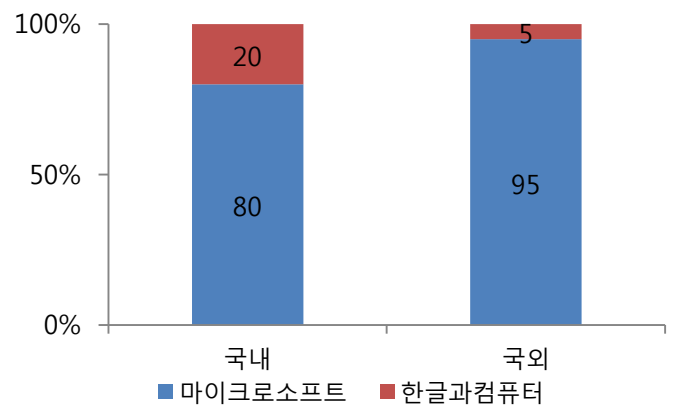
Office 소프트웨어 성장성 면에 있어서 미국, 일본, 캐나다 등의 시장은 이미 포화상태에 이르렀다. 이에 반해 중국의 성장을 필두로 하여 아시아 시장과 중동, 아프리카 등의 제 3세계 국가의 성장이 가속화되고 있다. 이 중에서도 중국시장의 성장이 두드러질 것으로 보인다.

그림 1. 비즈니스 소프트웨어 시장 전망 (단위: 억원)



출처: 한국 IDC 2012

그림 2. 국내외 Office 소프트웨어 시장점유율 (단위:%)



출처: SMIC Research team 1

## 2. IT산업에 새로운 패러다임의 변화가 일어난다

### 2.1. 클라우드 서비스 시대가 열린다.

클라우드 서비스를 이용해 IT시장이 새로운 패러다임으로 전환

클라우드 서비스란 IT 자원을 거대한 서버에 하나로 묶어, 개인이나 사업자들이 필요한 만큼의 컴퓨팅 자원을 인터넷망(온라인)을 통해 이용하는 개념을 말한다. 기존에는 IT자원을 개별 단말기에 독립적으로 관리되는 방식을 사용하여 데이터를 저장하고 처리하였기 때문에 다른 단말기 간 데이터의 공유 및 호환에 있어서 어려움을 겪었다. 하지만 클라우드 서비스의 도입을 통하여 데스크 톱과 같은 거치형 단말과 스마트폰, 태블릿 PC와 같은 이동성 단말 간의 연결이 가능해졌다. 클라우드 서비스는 앞으로 IT기업들의 성패를 판가름하는 결정적인 요소로 작용할 것이다.

#### 2.1.1 클라우드 서비스의 이점

클라우드 서비스는 정보를 효율적이고 경제적으로 관리하는 등 여러가지 장점을 보유

2012년 전세계적으로 생성되는 디지털 정보량이 2.7 Zb에 이를 것으로 추정된다. 이는 직접 소유하는 IT자원으로는 저장 및 관리가 힘든 양이다. 따라서 클라우드 서비스를 통한 IT 자원 임대사업자에 의한 전문적인 관리 서비스에 대한 수요가 증가 할 것으로 보인다. 또한, 이를 통해 개인의 입장에서 태블릿 PC, 넷북 등 2개 이상의 스마트 기기를 보유할 때 발생할 수 있는 동일 콘텐츠 중복 구매와 같은 문제를 해결할 수 있다. 또 애플리케이션 개발자의 입장에서 여러 OS버전으로 애플리케이션을 개발 해야하는 불편이 해소된다

### 2.2. 모바일 단말기의 급속한 보급

모바일 단말기의 보급의 일반화

스마트폰과 태블릿 PC등이 전 세계적으로 급속히 보급되고 있다. 특히 스마트폰의 경우 선진국을 중심으로 신흥국까지 보급이 본격화 되어 2012년 전세계 스마트폰 보급 대수는 전체 핸드폰 보급대수의 34%인 6억 5천만대에 이를 것으로 전망된다. 이러한 추세로 본다면 개인당 하나 이상의 모바일 단말기의 소유가 보편화 될 것으로 예상된다.

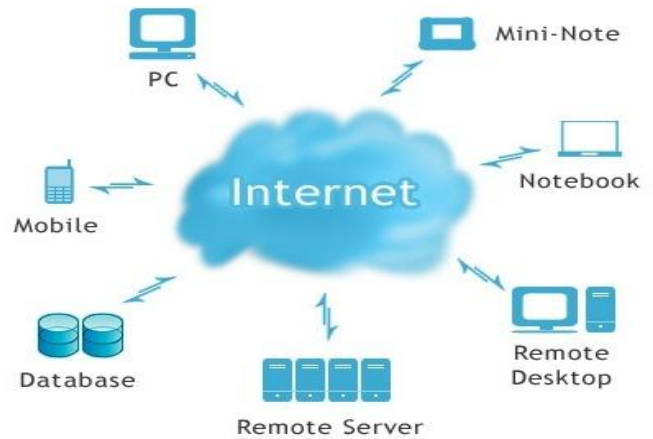
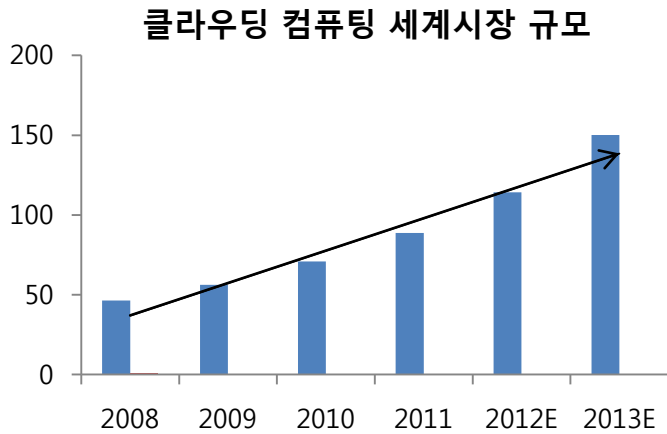
### 2.3 모바일 클라우드 서비스의 등장

모바일 단말기와 클라우드 서비스가 결합하여 모바일 클라우드 서비스가 성장하기 시작

모바일 단말기의 급속한 보급에 영향을 받아 클라우드 서비스가 모바일 시장에 도입되고 있다. 이로써 사용자가 생성, 이용하는 데이터와 콘텐츠 및 서비스에 이동성을 제공함으로써 시공간의 제약을 극복하는 클라우드 서비스의 궁극적인 이념을 구현할 수 있게 되었다. 이는 언제 어디서나 업무를 처리할 수 있는 스마트워크의 환경조성을 촉진시키고 있으며 이에 따라 비즈니스 응용서비스가 가장 주목을 받고 있다. 모바일 클라우드 서비스의 세계시장은 연평균 54%의 폭발적인 성장률을 나타내며 12년 120억 달러의 시장을 형성할 전망이다.

그림 3. 비즈니스 소프트웨어 시장 전망 (단위: 억원)

그림 4. 클라우드 시스템 개념도



출처: SMIC research team 1

출처: 한빛 ENI 교육센터

## 기업소개

### 1. 한글과 컴퓨터

한글과 컴퓨터는 1989년 이래 국내에서 꾸준한 시장점유율을 보유

한글과 컴퓨터는 1989년 한/글 1.0을 시작으로 해서 스프레드시트 한/셀, 프레젠테이션 한/쇼, 세계 3대 리눅스 배포판인 아시아눅스 사업으로 성공적으로 진행해 왔으며, 세계 최초로 웹 오피스인 '쌍크프리' 개발로 전세계 16개국, 5천만명 이상의 사용자를 확보하고 있다. 나아가 E-book, 애플리케이션 등 끊임없는 연구개발로 성공적인 사업전개를 해가고 있다

### 2. 한글과 컴퓨터 사업부분

#### 2.1 PC기반의 오피스 사업부분

기존의 PC기반 오피스 사업부분은 신제품 출시와 영업력 증대로 시장점유율을 확장

한글과 컴퓨터의 매출은 약 70%가 '한/글'과 '한컴 오피스'제품 매출로 구성되어 있다. PC기반 오피스 사업부분은 전반적인 경기부진에도 불구하고 꾸준한 매출 성장세를 유지하였다. 이는 공공 및 교육시장의 신규채널 발굴 노력 및 홈 에디션 제품 출시를 통한 개인시장 매출확대의 결과이다. 한글과 컴퓨터는 3년 6개월간 개발한 '한컴오피스 2010'을 시장에 선보이며 적극적인 마케팅 및 영업활동을 통해 매출 성장률 극대화 및 시장점유율 확대의 성과를 거두었다. 그리고 MS 오피스와 호환성 높은 오피스 제품 출시를 통하여 기업시장을 확대하였다. 이는 실제로 한글과 컴퓨터 내에서 '한글'위주의 매출포지션이 점차적으로 상당부문 오피스 쪽으로 선회하고 있음을 보여주고 있어 사업부분의 경쟁력이 높아지고 있음을 알 수 있다.

2.2 씽크프리 부분

씽크프리 모바일, 오피스, 서버를 포함하는 씽크프리 부분을 바탕으로 클라우드 시대에 대비

씽크프리는 언제 어디서나 자유로운 업무환경을 위한 유비쿼터스 문서 플랫폼을 제공하는 서비스로 씽크프리 모바일, 씽크프리 오피스, 씽크프리 서버로 나누어 진다.

씽크프리 모바일은 일하는 시간과 공간에 구애 받지 않고 손쉽게 액세스하여 빠르게 편집할 수 있는 서비스를 제공한다. 이는 모바일 인터넷을 활용한 공동작업 기능을 포함하여 모바일 기기로 문서작업을 할 수 있는 유비쿼터스 환경을 제공하는 차세대 오피스 제품이다.

씽크프리 오피스는 패키지 SW제품으로 MS오피스의 모든 문서 포맷을 지원, 호환하여 MS오피스에 익숙한 이용자도 사용하는 데 어려움을 없앴다.

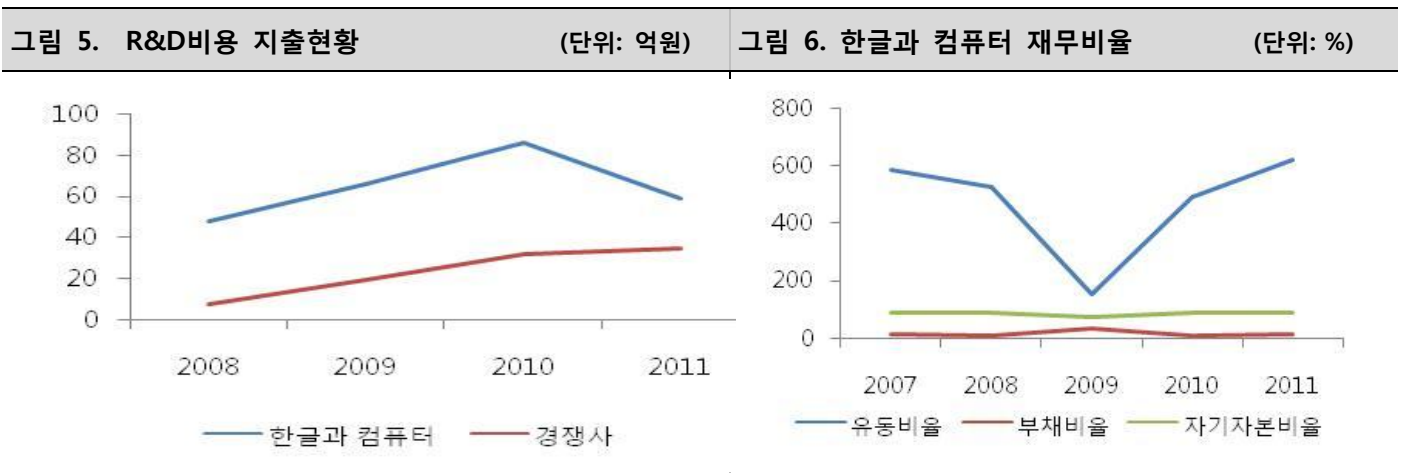
씽크프리 오피스 서버 에디션은 각 개인이 오피스 프로그램을 설치할 필요 없이 클라우드 컴퓨팅 기반의 환경에서 언제 어디에서든 자유롭게 웹 브라우저를 통하여 오피스 프로그램을 사용할 수 있는 제품으로 '씽크프리 오피스'를 기본 탑재하여 사용자가 PC에서 사용하던 오피스 프로그램과 동일한 사용자 환경을 제공함은 물론, 클라우드 환경에서 다양한 플랫폼, 디바이스에 구애 받지 않고 사용 가능하다.

3. 한글과 컴퓨터 재무구조 및 지분구조

소유와 경영이 분리된 지배구조를 바탕으로 안정된 재무구조를 유지, R&D에 투자를 아끼지 않음

한글과 컴퓨터의 최대주주는 코에프씨큐씨피아이비케이씨프린티어챔프2010의2호 사모투자전문회사이다. 이들은 당사주식을 10.7%를 보유하고 있으며 특수관계인을 포함하면 29.48%를 보유하고 있다. 하지만 경영권은 소프트포럼(주)가 보유하고 있으며 4.39%의 지분을 보유하고 있다.

한글과 컴퓨터는 유동비율 527.21%, 부채비율 10.16%, 자기자본비율 89.4%로 매우 안정적인 재무구조를 유지하고 있다. 최근 R&D 지출이 줄어들긴 했으나 여전히 경쟁사 대비 높은 수준이고 재무구조가 안전하기 때문에 언제든지 다시 늘릴 여력이 있다고 하겠다



출처: SMIC research team 1

출처: SMIC research team 1

### Ⅲ. 투자포인트 1 - '스마트워크' 트렌드에 발맞추다

#### 3.1. 모바일오피스에 대한 니즈 증가

시간과 장소에 얽매이지 않고 근무할 수 있는 '스마트 워크'가 대세

최근 '스마트 워크'가 기업들의 업무 환경 개선 목표로 부상하고 있다. '스마트 워크'란 시간과 장소에 얽매이지 않고 언제 어디서나 일할 수 있는 체제이다. 즉, 재택근무, 사무실근무, 그리고 모바일 오피스 근무가 합쳐진 형태이다. 모바일 오피스란 기업의 임직원이 편리하게 휴대할 수 있는 모바일 단말기를 이용해 시간과 장소의 제약 없이 업무를 처리하는 이동형 사무실을 뜻한다. 기업이 모바일 오피스를 통해 업무를 처리하기 위해서는 네트워크, 디바이스, 모바일 플랫폼, 애플리케이션의 4가지 구성요소의 무선인프라가 필요하다.

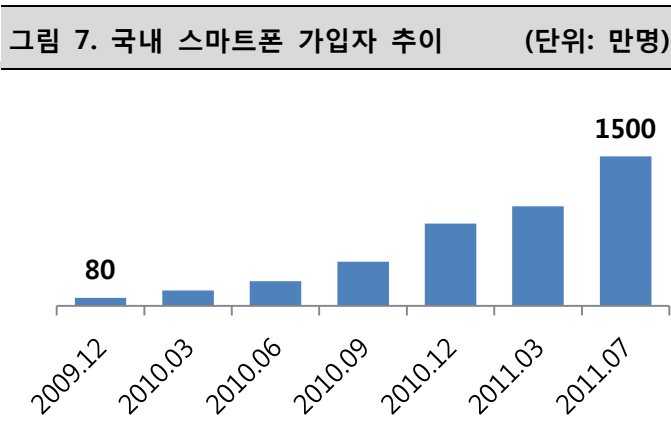
급속도로 증가하는 스마트폰과 태블릿PC 보급률

2009년 아이폰3가 국내에 최초로 출시된 이후 삼성의 갤럭시S 시리즈, LG의 옵티머스 시리즈 등이 성공하면서 스마트폰 사용이 일반화되었다. 실제로 2009년 12월에는 80만 명에 불과했던 스마트폰 가입자 수가 2011년 7월에는 1500만 명으로 급격한 성장을 이루었다. 더불어 아이패드와 갤럭시탭과 같은 태블릿PC용 요금제 가입자 수가 2012년 현재 57만 명을 넘어서면서 또 다른 스마트 모바일 디바이스인 태블릿PC 시장도 주목할만한 성장을 보이고 있다.

스마트 디바이스의 보급으로 급성장하는 국내 모바일 오피스 시장

모바일 오피스를 구성하기 위한 4대 인프라 중 하나인 스마트 디바이스의 급속한 보급으로 국내의 모바일 오피스 시장은 괄목할 만한 성장세를 보이고 있다. 2009년 국내 모바일 오피스 시장 규모는 26억 달러였고 연평균 15.4%로 성장하는 추세로 2013년에는 1,293억 달러 규모의 시장을 형성할 것으로 보인다. 이미 글로벌 모바일 오피스 시장은 미국과 일본 등 선진국을 중심으로 2009년 1,039억 달러 규모에서 연평균 6.1%의 성장세로 꾸준히 성장하고 있고, 한국을 위시한 중국, 인도 등 신흥국 중심으로 급속한 성장이 기대된다.

#### 3.1.2 모바일 오피스 수요 증가



출처: 통신업계, 디지털 타임즈

그림 8. 세계 모바일 오피스 시장 규모 (단위: 억 달러)

|       | 2009  | 2013E | 연평균성장률 |
|-------|-------|-------|--------|
| 국내    | 26    | 42    | 13.9%  |
| 글로벌   | 1,039 | 1,293 | 6.1%   |
| 미국    | 401   | 486   | 5.3%   |
| 일본    | 160   | 195   | 5.5%   |
| 중국/인도 | 49    | 74    | 13.0%  |

출처: 소프트웨어 산업 연간 보고서, 지식경제부

모바일 디바이스에서 자유로운 문서 작업을 가능케 하는 한글과 컴퓨터의 씽크프리 Mobile 출시

모바일 오피스를 구축하기 위한 플랫폼은 현재 전세계적으로 애플의 iOS와 구글의 Android를 주축으로 한 과점시장이 형성되어 있다. 네트워크는 이미 국내 3대 통신사에 의해 공급되고 있고, 디바이스의 경우 애플과 삼성 등의 기존의 전자기기 회사들이 스마트폰과 태블릿PC를 공급하고 있다. 이러한 시장들이 과점시장으로 정적인데 반해 가장 역동성을 띠는 시장은 단연 애플리케이션 공급 시장이라고 할 수 있다. 모바일 기기 상에서 문서를 작성, 편집 할 수 있는 **모바일 오피스 애플리케이션은 모바일 오피스를 구축하는데 가장 핵심적인 애플리케이션이다. 한글과 컴퓨터는 모바일 오피스 애플리케이션인 씽크프리Mobile을 출시하였다.**

프리로드 시장이 중요한 모바일 오피스 애플리케이션 판매

현재 애플리케이션 시장에서 다운로드 할 수 있는 모바일 오피스 애플리케이션은 굉장히 많다. 이렇듯 사용자가 스스로 내려 받아 사용하는 것을 오픈마켓이라고 한다. 오픈마켓에서 거래되는 모바일 오피스 앱들은 체험판과 뷰어를 제외하고는 대개 15달러 가까이 되는 비교적 비싼 가격으로 거래되기 때문에 사용자들의 수요 크진 않다. 이에 반해 동종 애플리케이션이 스마트폰 단말기가 출하될 때 기본적으로 탑재되어 나오는 경우 이를 프리로드 시장이라고 한다. **모바일 오피스 애플리케이션은 오픈마켓 시장 보다는 프리로드 시장을 위주로 판매되고 있다.**

국내 기기 제조 기업과의 연계로 유리한 고지를 차지한 씽크프리Mobile

씽크프리Mobile은 상대적으로 우호적인 사업 환경을 가지고 있다. 세계 4대 스마트폰 제조 업체 중에서 2개의 기업이 삼성과 LG로 국내기업이기 때문이다. 실제로 한글과 컴퓨터는 자사의 모바일 오피스 애플리케이션인 씽크프리를 삼성의 갤럭시S와 LG의 옵티머스원에 기본 탑재하기로 계약 맺은 바 있다. 가트너에서 집계한 2011년 안드로이드 스마트폰용 시장 점유율을 보면 1위인 Quickoffice를 제외한 2위, 3위가 Polaris Office와 씽크프리Mobile으로 한국 국적의 앱들이다. **Polaris Office는 Infracore에서 출시한 모바일 오피스 애플리케이션으로 씽크프리Mobile의 경쟁 상품이라 할 수 있다.**

### 3.2 한컴의 경쟁력

#### 3.2.1 클라우드 연계

클라우드 기술을 보유한 한글과 컴퓨터

한글과 컴퓨터는 경쟁사인 Infracore와 비교해 클라우드 기술을 보유했다는 경쟁력을 갖는다. 가상 공간 안에 있는 IT자원에 대해 언제 어디서나 접근이 가능하게 하는 것이 클라우드다. 스마트 모바일 디바이스의 확산으로 클라우드 컴퓨팅 개념은 모바일 기기에 까지 확장되었다. 클라우드는 시간과 장소에 얽매이지 않고 일하는 '스마트 워크' 환경을 조성하는 가장 핵심적인 기술이다. 가령, 회사 사무실PC에서 작업하던 문서를 클라우드 스토리지에 보관하면, 지하철에서 태블릿PC로 내려 받아 내용을 확인할 수 있고, 집에 도착해서는 개인PC에서 작업을 이어서 할 수 있다.

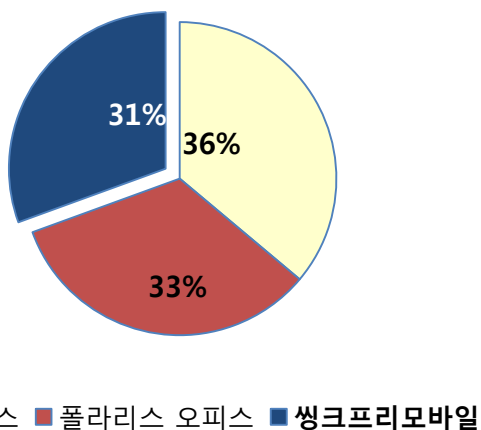
경쟁사보다 클라우드 연계 기술에 확실한 우위를 가지는 한글과 컴퓨터

Polaris Office로도 Box.net이나 Dropbox같은 외부 클라우드 시스템을 통해 기본적인 스토리지 동기화 수준의 연계를 할 수는 있다. 그러나 자체적인 기술이 없어 외부 클라우드 서비스와 연계할 수 밖에 없는 Infracore와 달리 한글과 컴퓨터는 클라우드 서비스를 제공할 수 있는 원 기술을 보유하고 있다. 씽크프리Mobile로 작성된 문서는 '마이오피스'라는 온라인 스토리지에 저장되고 웹 상에서 씽크프리Online을 통해 편집 가능하다. 씽크프리Online은 인터넷 서버에 구축되어 있는 오피스 기능이기 때문에 PC에 오피스 프로그램이 설치 여부와는 상관 없이 인터넷 연결만 된다면 자유롭게 사용할 수 있다. 한글과 컴퓨터는 이와 같은 서버 설치용 웹 오피스를 구축하는 기술을 보유하여 씽크프리Server 라는 이름으로 서버 설치용 웹 오피스 솔루션을 타 기관에 제공하기도 한 Reference가 있다.

향후 '스마트 워크'를 추구하는 트렌드 속에서 괄목할 만한 성장이 기대되는 한글과 컴퓨터

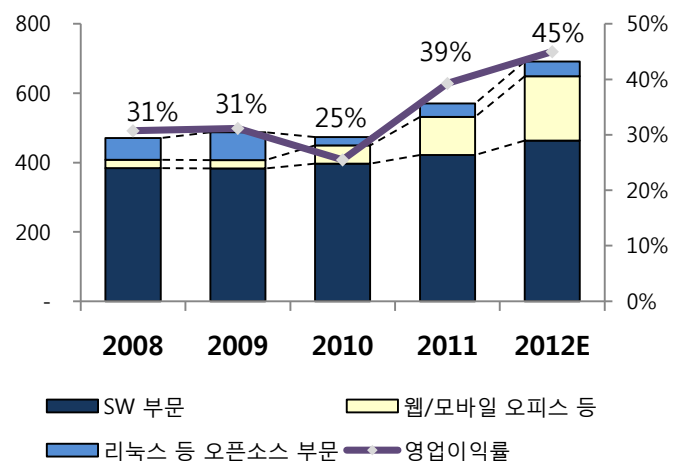
만약 기업 내부에 씽크프리 서버 솔루션을 제공하면 직원들은 개인 PC에 설치된 오피스 프로그램이 없더라도 기업 내부 서버에 있는 씽크프리Office를 통해 문서 작업을 할 수 있게 된다. 또한 직원들이 씽크프리Office로 작성한 문서자원은 모두 한 곳에 집중되어 저장·관리 되므로 관리자의 입장에서는 자원의 손실이나 유출을 손쉽게 방지할 수 있어 편리하다. 한글과 컴퓨터는 지난 2011년 말 독일 굴지의 대기업 지멘스 본사에 '씽크프리 서버 인터그레이터'를 공급하는 계약을 맺었다. 한 기업에 씽크프리 서버를 구축하게 되면 그 기업의 직원들은 편의상 평소에도 씽크프리Mobile과 씽크프리Online등을 사용하게 되는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 앞으로 클라우드를 기반으로 한 '스마트 워크'를 추구하는 트렌드에 힘입어 한글과 컴퓨터의 경쟁력은 더욱 빛을 발할 것으로 기대된다.

그림 9. 2011 안드로이드 스마트폰용 오피스 프로그램 시장점유율



출처: 가트너, 업계총합

그림 10. 부문별 매출과 영업이익률 (단위: 억원, %)



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 1



### 3.3 가시화되고 있는 성과

씽크프리Mobile 단말기 프리로드 탑재로 증가한 영업이익률

한글과 컴퓨터의 영업이익률은 2010년 25%에서 2011년 39%로 크게 증가했다. 이와같은 급속한 영업이익률의 신장을 이뤄내게 된 것은 웹/모바일 오피스등 부문의 매출이 크게 증가했기 때문이다. 한글과 컴퓨터는 2010년 삼성의 스마트폰 갤럭시S 단말기에 씽크프리Mobile을 탑재하여 출고하는 계약을 맺었다. 이후 삼성의 갤럭시탭7"와 LG의 옵티머스원, 중국수출용 갤럭시S2 등의 다른 단말기에도 프리로드 형식으로 탑재되었다. 최근에는 2011년 4분기 갤럭시 넥서스와 납품계약을 체결하고 2012년 1월 테이크 HD, 2012년 3월 향후 출시되는 삼성의 갤럭시ACE에 기본 애플리케이션으로 탑재하기로 한 계약이 성사되었다.

향후 시장에서 충분한 경쟁력을 가진 한글과 컴퓨터

현재 경쟁 제품인 Polaris Office와 비교했을 때 국내 주 매출처인 삼성전자와 LG전자에 납품 하는 비율은 6:4 정도로 시장 점유율 측면에서 그 차이는 매우 근소하다. 향후 클라우드 시스템이 구축되는 환경하에서 토탈솔루션을 제공하는 한글과 컴퓨터의 제품 구성은 높은 경쟁력을 가진다. 이를 통해 한글과 컴퓨터가 경쟁업체보다 더 높은 시장 점유율을 차지할 가능성은 충분하다.

## IV. 투자포인트 2 – 한글과 컴퓨터는 죽지 않았다.

### 4.1 Office S/W 매출액의 증대

#### 4.1.1 M/S 지속적인 유지

꾸준한 M/S 유지

Microsoft가 전적으로 독점하고 있는 해외 Office S/W 시장과는 달리 국내 Office S/W 시장에서 한글과 컴퓨터는 2009년 18%, 2010년 19%, 2011년 18%의 M/S를 꾸준히 유지하며 국내 Office S/W 개발업체의 자존심을 지켜나가고 있다.

#### 4.1.2 국내 Office S/W 시장의 확대

Office S/W 시장 규모의 확대에 따른 매출액 증대

물론 M/S만을 유지한 것은 아니다. 국내 Office S/W 시장은 이용자 수의 증가, 제품 업그레이드에 따른 가격 상승으로 인해 꾸준히 성장하고 있다. 그리고 한글과 컴퓨터의 Office S/W 매출액은 시장 규모의 확대에 힘입어 3년간 연평균 성장률 3.3%를 기록하였다. 한글과 컴퓨터의 전체 매출의 74.1%(2011년 매출기준)을 차지하는 Office S/W 부문의 매출 증대는 당사의 총 매출 증대를 견인하였다.

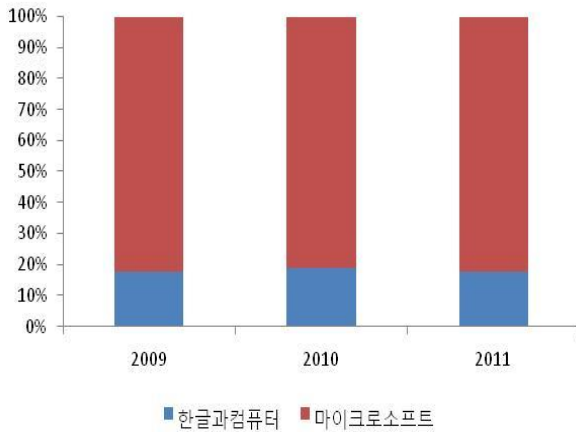
### 4.2 한글과 컴퓨터 Office S/W의 경쟁력

#### 4.2.1 한컴오피스 2010 SE 출시

**한컴오피스 2010 SE 출시 그리고 변화의 시작**

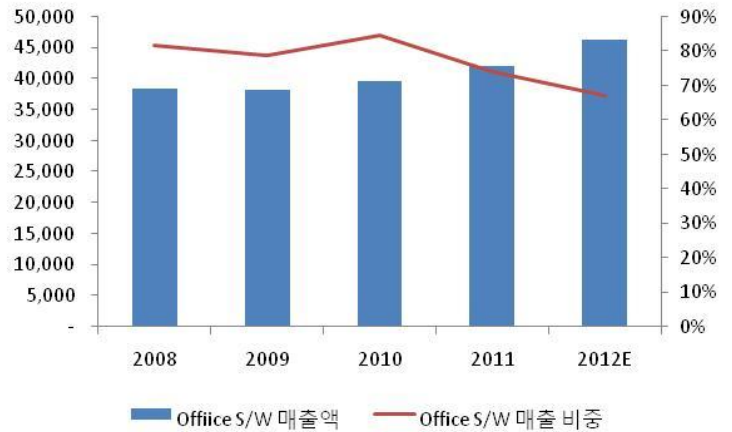
하지만 한글과 컴퓨터가 시장규모의 확대에만 의존하여 Office S/W의 매출액을 증대시켜 온 것은 아니다. **Office S/W의 매출액이 증대된 데에는 한글과 컴퓨터가 선보인 한컴오피스 2010 SE의 선전이 컸다.** 한컴오피스 2010 SE는 한글과 컴퓨터가 Microsoft Office에 맞서 M/S를 확대해 나가는 변화의 시발점이 될 것으로 기대된다.

**그림 11. 국내 Office S/W M/S (단위 : %)**



출처 : 사업보고서, SMIC Research Team 1

**그림 12. Office S/W 매출액 및 비중 (단위 : 백만 원, %)**



출처 : 사업보고서, SMIC Research Team 1

**4.2.2 가격경쟁력**

**한컴오피스 2010 SE 패키지 상품의 가격 경쟁력**

우선 한컴오피스 2010 SE의 강점은 '가격경쟁력'에 있다. 패키지 상품을 기준으로 했을 때, 개인 사용자를 위한 '한컴오피스 2010 SE 홈에디션'의 가격은 34,650원으로 199,000원에 판매되는 'Microsoft Office 2010 Home and Student'의 1/6에 불과하다. 기업 고객을 대상으로 한 '한컴오피스 2010 SE 처음사용자용'의 가격 또한 346,500원으로 판매가 399,000원의 'Microsoft Office 2010 Home and Business'에 대해 가격상 우위를 점한다.

**한컴오피스 2010 SE 라이선스 상품의 가격 경쟁력**

기업 대상의 Office S/W는 패키지 판매보다는 주로 라이선스 판매를 위주로 이어진다는 점을 고려했을 때, 라이선스 판매에서 한글과 컴퓨터가 갖는 가격경쟁력을 주목할 필요가 있다. '한컴 오피스 2010 SE' 라이선스의 1 COPY 당 가격은 26만원 상당으로 각각 40만원, 53만원에 판매되고 있는 Microsoft의 'Standard', 'Professional Plus'에 비해 저렴한 가격에 공급되고 있다.

4.2.3 적극적인 마케팅

중견업체 비용부담  
경감을 위한  
마케팅 실시

판매 가격뿐만 아니라 6 COPY 당 1 COPY를 추가 무상 제공하는 '이메일링 라이선스', 연 단위 분납 방식의 ILA(3년 분납)와 ILA Pro(5년 분납)의 기업 고객의 구입 COPY기준을 200대에서 100대로 낮추는 등의 **적극적인 마케팅을 2011년 추진함**으로써 중견업체의 비용 부담을 낮춰주었다.

그림 13. 패키지 판매 가격 비교 (단위 : 원)

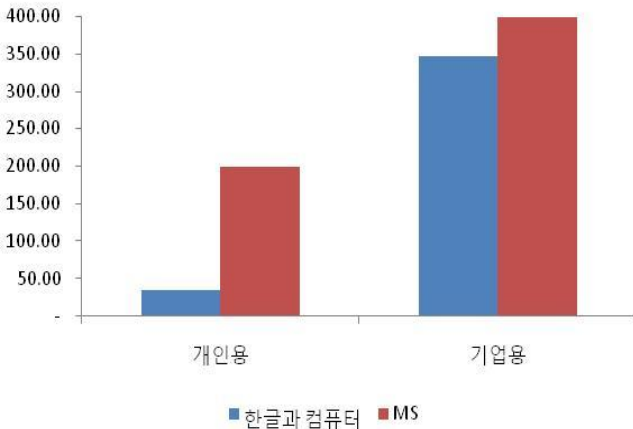
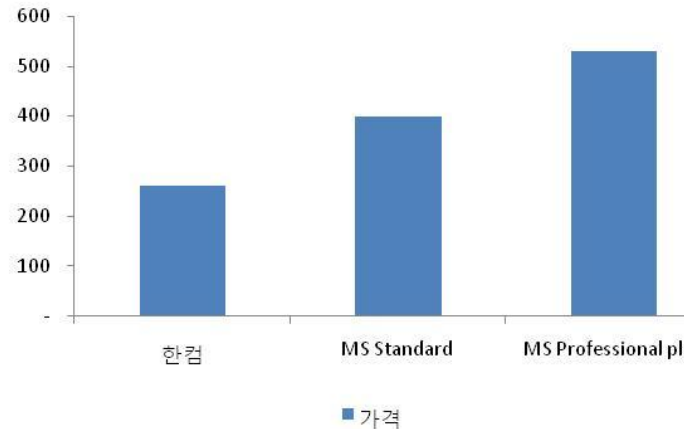


그림 14. 라이선스 판매 가격 비교 (단위 : 천원)



출처 : 한글과 컴퓨터, Microsoft, SMIC Research Team 1

출처 : 한글과 컴퓨터, Microsoft, SMIC Research Team 1

4.2.4 농협, 풀무원과 Office S/W 공급 계약 체결

기업 부문 Office S/W  
매출액, 비중 증대

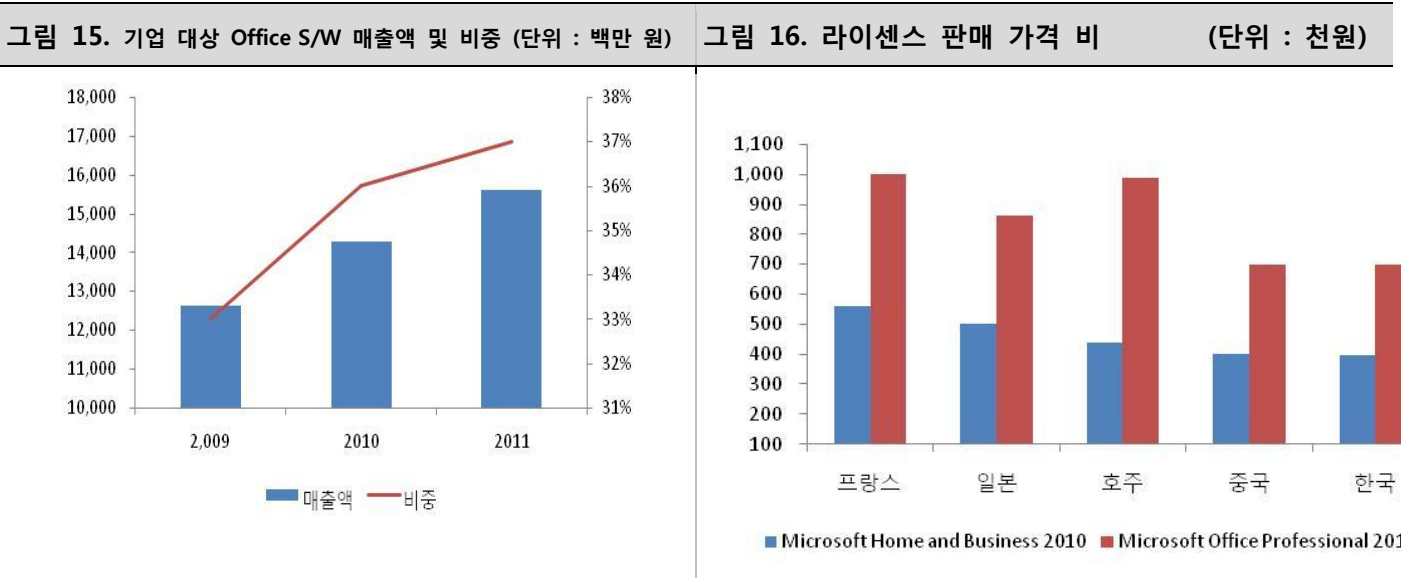
2011년 농협은 전사 표준 문서편집 소프트웨어로 한컴오피스를 선정하였으며 풀무원 홀딩스 또한 농협과 마찬가지로 2012년 1분기까지 풀무원 전사 및 계열사에 걸쳐 업무 환경에 최적화된 맞춤형 오피스를 공급받을 계획이다. 이는 2010년 그리고 2011년 매출액에 여실히 반영되었다. **2011년 기업을 고객으로 한 Office S/W는 156억원으로 2009년부터 연평균 11.2% 성장하였다.** 한글과 컴퓨터의 Office S/W 매출액 중 기업부문이 차지하는 비율 또한 2009년 33%에서 2010년 36%, 2011년 37%로 꾸준히 증가하며 '공기업에서만 쓰는 Office S/W'라는 오명을 벗어가고 있다.

4.2.5 수출시장 진출 전망

수출시장에서 갖는  
한글과 컴퓨터 Office  
S/W의 경쟁력

국내 시장뿐만 아니라 해외 시장에서의 선전 또한 기대해 볼 수 있다. 현재 해외 Office S/W 시장은 자국 Office S/W 개발업체의 부재로 Microsoft Office에 의해 독점되고 있다. 따라서 한국과 컴퓨터와 Microsoft가 경쟁을 이루고 있는 국내와 달리 해외에서 Microsoft Office은 높은 가격에 판매되고 있다. **국내에서 Microsoft Office의 패키지 상품(Home and Business 2010 기준)은 39만원인 반면 일본에서는 50만원, 프랑스에서는 56만원에 판매되고 있다.** 이를 통해 해외 시장에서 가격 경쟁력, Microsoft Office

와의 호환성을 앞세워 판매를 증대할 수 있을 것이라 전망할 수 있다. 실제로 한글과 컴퓨터는 이미 일본 오피스 시장에 패키지 형태로 수출하여 2011년에 8만 개 이상의 패키지를 판매하였다. 이 뿐만 아니라 한글과 컴퓨터는 인도네시아, 필리핀 등 동남아 시장 국가 공공기관을 중심으로 시장을 확대해 나갈 것이라 밝혔다. 공공기관으로의 판매를 통해 향후 기업, 개인 고객으로의 시장 확대 또한 기대해 볼 수 있다.



출처 : 한글과 컴퓨터, Microsoft, SMIC Research Team 1

출처 : 한글과 컴퓨터, Microsoft, SMIC Research Team 1

### 4.3 불법복제 감소로 인한 시장확대

#### 4.3.1 한글과 컴퓨터 Office S/W 불법복제 증가 현황

한글과 컴퓨터 Office S/W 불법복제 증가

한글과 컴퓨터의 Office S/W는 국내에서 불법복제가 가장 많이 되는 S/W 중 하나이다. 한국소프트웨어저작권협회(이하 SPC)의 모니터링 결과 한글과 컴퓨터의 '한글'은 16,990건으로 Microsoft의 'Window'에 이어 두 번째로 불법복제가 많이 이루어진 소프트웨어인 것으로 드러났다.

#### 4.3.2 불법복제 감소에 대한 기대

웹하드 등록제, FTA 공식 발효에 따른 불법복제 감소 전망

하지만 불법복제가 감소된다면 한글과 컴퓨터는 Office S/W 시장 규모의 확대에 따른 매출액 증대를 도모할 수 있을 것이다. 실제로 웹하드 등록제의 시행, FTA 공식 발효로 불법복제가 감소할 것이라는 기대가 크다.

#### 4.3.3 웹하드 등록제 시행

### 웹하드 등록제 시행에 따른 개인들의 S/W 불법복제 방지 기대

웹하드와 같은 OSP 상에서 전체 불법복제게시물의 89%(2011년 기준)가 이루어짐에 따라 웹하드는 개인사용자들의 S/W 불법복제의 온상이 되었다. 하지만 '전기통신사업법 시행령' 개정안에 따라 웹하드에서 이루어지는 S/W 불법복제에 대한 규제가 더욱 강화되었다. 기존의 신고제와 달리 웹하드 업체는 일정 요건을 충족해야 사업자로 등록된다. 개정안은 기술적, 인력 및 물적시설 요건을 포함한다. 기술적 측면에서 저작물 등의 불법전송을 차단하는 기술적 조치를 갖추어야 한다. 그리고 인력 및 물적시설 차원에서 임원급 또는 부서장급 이상의 저작권 보호 책임자를 지정 및 공표해야 하며 24시간 상시 모니터링 요원 2인 이상 배정하고 하루 평균 업로드 또는 공유 계정수 4,000건 당 1명을 추가로 확보해야한다. 웹하드 등록제의 시행은 **불법복제를 감소시키고 개인사용자들을 정품 S/W 시장으로 유도**하는데 유의미한 영향을 줄 것이라 전망한다.

#### 4.3.4 FTA 발표에 따른 저작권법 개정

### FTA 발효에 따라 불법복제 S/W 사용자 정품 S/W 시장으로 유도 전망

2012년 3월 15일 발효된 한미 FTA는 국내 저작권법에 큰 반향을 일으켰다. 비친고죄 범위의 확대로 불법복제가 영리 목적 또는 상습적일 때 저작권자의 공식적인 고소없이 수사기관의 직권에 의해 공소가 가능케 되었다. 이에 따라 불법복제 문제가 불거졌을 때, 저작권자와 침해자가 합의하여 해결할 수 있었던 문제에 국가가 적극 개입하여 침해자에 대해 형사처벌을 할 수 있게 되었다. Office S/W가 업무상 필수적인 S/W라는 특성을 고려했을 때, 불법복제에 대한 형사처벌의 확대는 **불법복제 S/W를 사용하는 일부 기업, 개인사업자들을 정품 S/W 구매로 전환**시킬 수 있으리라 기대할 수 있을 것이다.

## V. ISSUE – E-book 시장 진출 가시화

### E-book 시장은 가파른 성장세를 보임

지난 2011년 국내 e-book 시장의 규모는 2,891억원이었다. 이는 2009년 1,323억의 2배 이상 성장한 수치이다. 스마트폰과 태플릿PC 공급이 확산되고 인터넷 서점이 E-book 콘텐츠 제공에 적극적인 의지를 보이면서 **E-book 시장도 비약적인 성장을 거듭하고 있다. 2012년 역시 이러한 성장세를 이어나갈 것으로 보인다.** 현재는 출판사들의 수익성 문제로 장비의 보급률이 시장의 성장을 이끌고 있는 상황이지만 콘텐츠 제작, 유통, 판매과정이 표준화가 이루어지는 시점에서 더욱 가속화 될 전망이다.

### E-book시장 활성화에 따라 토탈솔루션업체로서 수혜 예상

한글과 컴퓨터는 E-book을 제공하는 인터넷 서점인 예스24, 인터파크 등은 각 업체별로 개발한 뷰어를 제공하고 있다. 한글과 컴퓨터는 현재까지 131개의 콘텐츠 계약을 맺었고 특히 전자책 부분 대상을 수상한 '구름빵'을 비롯한 기술적으로 높은 퀄리티의 콘텐츠를 제공하고 있다. **한글과 컴퓨터는 E-book 산업의 콘텐츠 제작과 뷰어, DRM서버관리 제품을 모두 갖춘 토탈솔루션 업체로서 산업활성화에 따른 수혜를 받을 수 있을 것이다.**

## VI. Valuation

### <Historical PER Method>

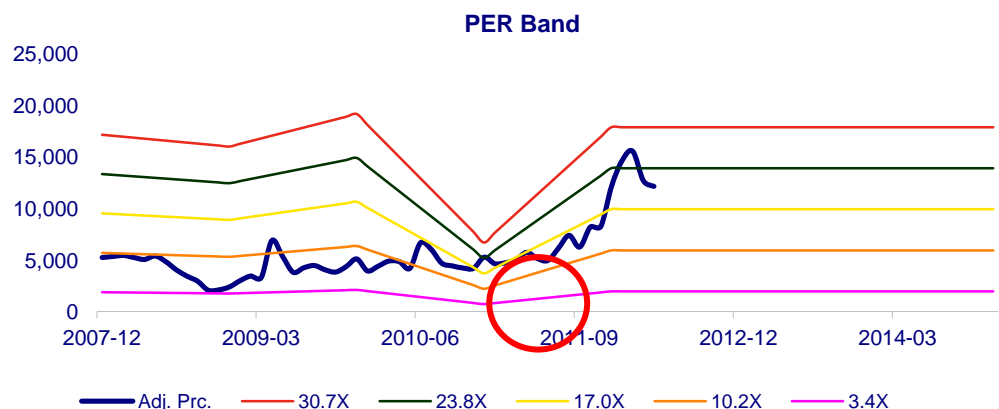
한글과 컴퓨터가 참여하고 있는 소프트웨어 산업은 특성상 PER를 사용한 가치 측정 방법이 가장 적절하다고 판단된다. 동사가 참여하고 있는 산업은 제품 판매에 있어 추가적인 CAPEX 투자가 없고 5년 여의 매출액 추정이 기실 불가능 하기 때문에 DCF Method 방법의 사용에는 어려움이 따른다. 또 지분법 이익의 여부나 여러 가지 제반 상황을 고려해보았을 때 PER를 사용한 상대적 가치 평가법이 가장 적절하다.

### 6.1 적정 PER 추정

한글과 컴퓨터는 Peer Group 혹은 Target 기업을 정하는 것이 불가능하다. 이유는 한글과 컴퓨터가 가지고 있는 매출구조가 상당히 특별하기 때문이다. 주지하듯이 한글과 컴퓨터는 오피스 S/W 판매를 위주로 하는 회사이다. 문제는 세계 시장에서 Microsoft가 오피스 시장을 독점하고 있고 Microsoft를 제외하고는 유일하게 우리나라의 한글과 컴퓨터만이 오피스 사업을 영위하고 있다. 따라서 한글과 컴퓨터와 비슷한 BM을 가지는 국내, 국외 기업을 찾는 것은 사실상 불가능하다.

다만 사업 부문별로 보았을 때 투자포인트 1 에서 전술했던 모바일 오피스 사업의 경우 인프라웨어라는 기업이 동일한 사업을 영위하고 있다. 하지만 문제는 인프라웨어가 삼성에 처음으로 모바일 오피스 프로그램을 납품한 해에 적자가 나면서 PER 산정이 불가능하다는 데에 있다. 사실상 당시 PER는 시장의 기대감을 반영하고 있다기보다는 당기 순이익이 깨져서 높게 나온 것으로 보는 것이 옳겠다. 2011년 흑자전환에 성공했으나 영업이익률이 0%에 가까운 손익구조를 가지고 있기 때문에 대응회사로 사용하기에 무리가 있을 것으로 판단된다.

이처럼 한글과 컴퓨터의 적정 PER 추정에 있어서 대응 회사 혹은 산업 PER를 찾을 수 없기 때문에 Historical PER를 이용하기로 한다.



투자포인트를 정리하면 장기적으로 모바일 오피스에서 성장을 해나갈 것이고 오피스 S/W의 질적인 변화와 성장이 기대된다는 것이다. 이러한 기대가 시장에 가장 잘 반영된 때가 2011년 5월이다. 당시 한글과 컴퓨터의 PER는 17배 수준에서 관찰된다. 당시 갤럭시 S2에 동사의 제품인 씽크프리 탑재가 결정 되면서 한글과 컴퓨터의 모바일 오피스 시장에서의 성장에 대한 기대감이 커졌고 S/W 시장에서도 견조하게 성장세가 관찰되었다.

한글과 컴퓨터가 이미 보유하고 있는 클라우드 기술이 경쟁사인 인프라웨어 대비 뛰어나고 차 후에도 인프라웨어가 클라우드 기술에서 위협적인 모습을 보이기 어렵다고 판단되기 때문에 장기적으로 한글과 컴퓨터의 선전이 더욱 기대된다. 이러한 점에서 동사의 PER에 프리미엄을 줄 요소가 충분하다고 하겠으나 다만 가치 측정에 보수적 추정을 위해 프리미엄 없이 2011년 5월 PER인 17배를 Target PER로 제시한다.

## 6.2 EPS 추정

### 6.2.1 매출액 추정

한글과 컴퓨터 매출액을 추정하기 위하여 사업부문을 크게 3부분으로 나누었다. 우선 견조한 매출액 증가가 발견되는 S/W분야와 기업의 차세대 성장동력인 모바일 오피스 부문, 기타 부문이 그것이다. 사실상 기타 분야는 매출액 증대의 여력이 크지 않기 때문에 기존의 기타부문 매출액 증가 추세를 성장 없이 그대로 반영하여 계산하였다.

S/W부문의 경우 Microsoft사에 비해 항상 강점이었던 가격경쟁력이 호환성을 위시한 기술경쟁력과 맞물리면서 2011년 의미 있는 변화를 이루어냈다. 연평균 3%씩 성장하던 한글과 컴퓨터의 S/W부문 매출액은 2011년 6% 성장을 달성했다. 이는 공공기관뿐 아니라 민간 부문에 대한 매출액 증가 덕분이었다. 풀무원과 농협같은 대기업에 오피스 공급 계약을 체결하여 매출에서 기업의 비중이 증가했고 최근 일본에 패키지 상품 수출과 인도네시아, 필리핀 등지에도 수출이 가시화 되어 수출 모멘텀도 관찰된다. 이처럼 강력한 가격 경쟁력과 기술 경쟁력이 시너지 효과를 내며 2012년에는 2011년 성장률인 6%보다는 더욱 성장할 여지가 있다고 판단하여 10%성장한 463억 원을 측정하였다.

모바일 솔루션 부문은 클라우드 솔루션, 클라우드 서버 제공 등의 매출액이 포함되지만 이 부문들은 당장의 가파른 매출액 성장을 이루기 어렵기 때문에 모바일 오피스 부문을 중심으로 매출액 추정을 하였다. 작년 모바일 오피스 부문 매출액이 크게 증가했던 데에는 중국 향 갤럭시 S2에 씽크프리가 탑재되었던 이유가 컸다. 2012년 매출 추정 역시 이를 바탕으로 적어도 작년에 이루었던 매출 신장만큼은 가능 할 것으로 보았다. 이는 무리한 추정은 아니라고 판단되는데 그 이유는 1)2011년 12/28일 출시된 갤럭시 넥서스와 2012년 1/3일 출시된 테이크 HD, 향 후 보급형으로 출시될 갤럭시 에

이스 등에 동사의 제품이 납품될 예정으로 추가 수주 모멘텀이 관찰되고 2)전술했던 한글과 컴퓨터의 기술력을 근거로 갤럭시 S2와 같은 핵심 제품의 수주 가능성도 열려 있기 때문이다. 이러한 근거로 매출액 추정을 한 결과 2012년 모바일 솔루션 부문 매출액은 185억으로 추정하였다.

### 6.2.2 영업 이익률 추정

한글과 컴퓨터는 소프트웨어 업체로 매출액 증대보다 영업이익률 증대 효과가 더 크다. 이는 추가 판매에 들어가는 변동비가 없고 CAPEX 투자도 미비하기 때문이다. 실제로 2010년 26%던 영업이익률은 2011년 매출액 신장과 함께 39%로 13%나 증대하였다. 사실상 판관비에서 큰 변화가 예상되지 않고 매출액 증대를 고려하여 2012년 영업이익률은 45%로 추정하였다.

### 6.2.3 영업 외 비용 및 법인세, 가중 평균 유통주식수 추정

사업보고서에 나온 영업 외 비용을 보면 크게 변화할 만한 요소가 없고 IFRS 들어오면서 잡히는 공정가치 평가는 예상이 불가능하기 때문에 2011년 수준이 유지된다고 가정하였다. 또한 법인세율 역시 달라지지 않는다고 가정하고 계산하였다.

가중평균 유통주식수의 경우 공시자료에 있는 자사주 처분 공시를 반영하였고 현재 한글과 컴퓨터의 직원들이 들고 있는 Stock Option을 반영하여 EPS를 희석하였다.

| 단위: 원     | 2011           | 2012E             |
|-----------|----------------|-------------------|
| SW 부문     | 42,166,104,889 | 46,382,715,378    |
| 모바일 솔루션 외 | 10,826,432,336 | 18,546,432,336    |
| 기타        | 3,988,685,598  | 4,228,006,733     |
| 총매출액      | 56,981,222,823 | 69,157,154,448    |
| 영업이익률     | 39%            | 45%               |
| 영업이익      | 22,222,676,901 | 31,120,719,501.49 |
| 금융수익      | 1,813,902,273  | 1,813,902,273     |
| 금융원가      | 80,116,337     | 80,116,337        |



|                 |                |                |
|-----------------|----------------|----------------|
| 기타이익            | 1,481,346,364  | 1,481,346,364  |
| 기타비용            | 10,118,232,822 | 10,118,232,822 |
| 법인세비용차감전순이익(손실) | 15,472,287,463 | 24,217,618,979 |
| 법인세비용           | 2,006,092,250  | 2,906,114,278  |
| 계속영업이익(손실)      | 13,466,195,213 | 21,311,504,702 |
| 당기순이익(손실)       | 13,466,195,213 | 21,311,504,702 |
| 가중평균유통주식수       | 21702040       | 21720789       |
| EPS             | 620.5036726    | 981.1570244    |
| 희석 EPS          | 610.6553189    | 965.5977728    |

### 6.3 적정 가치 산출

위에 추정된 2012년 희석 EPS 965원에 적정 PER로 제시한 17을 곱해 한글과 컴퓨터의 적정가치를 16405원으로 추정하고, 상승여력 35%로 Buy를 제시한다.

# Appendix

| 손익계산서       | 2008.12 | 2009.12 | 2010.12 | 2011.12 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | 471     | 487     | 473     | 573     |
| 매출원가        | 101     | 82      | 26      | 33      |
| 매출총이익       | 369     | 405     | 446     | 541     |
| 판매비와관리비     | 225     | 253     | 338     | 327     |
| 노무비 및 복리후생비 | 75      | 82      | 92      | 111     |
| 감가상각비       | 24      | 25      | 33      | 44      |
| 영업이익        | 145     | 152     | 108     | 214     |
| EBITDA      | 169     | 177     | 141     | 258     |
| 영업외손익       | -39     | -3      | -65     | -63     |
| 순이자비용(영업외)  | -15     | -11     | -3      | -16     |
| 세전계속사업이익    | 106     | 148     | 43      | 151     |
| 법인세비용       | -15     | 4       | -7      | 19      |
| 계속사업이익      | 121     | 144     | 51      | 132     |
| 당기순이익       | 121     | 144     | 51      | 132     |
| EPS(Adj.)   | 522     | 625     | 219     | 572     |

| 주요재무비율                      | 2008.12 | 2009.12 | 2010.12 | 2011.12 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Profitability Ratios</b> |         |         |         |         |
| 영업이익률                       | 30.7%   | 31.2%   | 22.9%   | 37.4%   |
| 순이익률                        | 25.6%   | 29.6%   | 10.7%   | 23.1%   |
| ROE                         | 12.7%   | 14.0%   | 4.7%    | 12.1%   |
| ROA                         | 11.4%   | 12.2%   | 4.1%    | 10.9%   |
| ROIC                        | 55.9%   | 46.3%   | 28.5%   | 51.7%   |
| <b>Growth Ratios</b>        |         |         |         |         |
| 매출액 증가율                     | -1.5%   | 3.4%    | -2.9%   | 21.2%   |
| 영업이익 증가율                    | 10.9%   | 4.9%    | -28.6%  | 97.7%   |
| 순이익 증가율                     | -6.6%   | 19.6%   | -65.0%  | 161.5%  |
| <b>Stability Ratios</b>     |         |         |         |         |
| 부채비율                        | 9.3%    | 20.3%   | 10.2%   | 10.5%   |
| 유동비율                        | 557.5%  | 221.0%  | 527.2%  | 658.8%  |
| 당좌비율                        | 554.2%  | 218.2%  | 519.6%  | 657.7%  |
| 순차입금비율(순부채비율)               | -6.3%   | 3.8%    | -12.1%  | -34.2%  |
| <b>Turnover Leadtime</b>    |         |         |         |         |
| 매출채권 회전일수                   | 11850.6 | 11300.3 | 10339.9 | 6403.5  |
| 재고자산 회전일수                   | 152.1   | 284.1   | 410.0   | 192.7   |
| 매입채무 회전일수                   | 3146.6  | 2295.6  | 1585.6  | 665.8   |
| Cash Cycle                  | 8856.2  | 9288.8  | 9164.3  | 5930.3  |

| 주요투자지표                | 2008.12 | 2009.12 | 2010.12 | 2011.12 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Per Share(Won)</b> |         |         |         |         |
| EPS                   | 522     | 625     | 219     | 572     |
| EBITDAPS              | 731     | 765     | 610     | 1,118   |
| BPS                   | 4,345   | 4,877   | 4,821   | 5,259   |
| SPS                   | 2,039   | 2,109   | 2,048   | 2,483   |
| CFPS                  | 627     | 733     | 360     | 763     |
| <b>Multiples(X)</b>   |         |         |         |         |
| PER                   | 4.6     | 8.2     | 24.1    | 21.2    |
| PBR                   | 0.6     | 1.1     | 1.1     | 2.3     |
| EV/EBITDA             | 2.9     | 6.9     | 7.8     | 9.4     |
| EV/Sales              | 1.0     | 2.5     | 2.3     | 4.2     |

| 재무상태표            | 2008.12 | 2009.12 | 2010.12 | 2011.12 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>자산총계</b>      |         |         |         |         |
| 자산총계             | 1,061   | 1,311   | 1,152   | 1,264   |
| <b>유동자산</b>      |         |         |         |         |
| 유동자산             | 371     | 421     | 361     | 499     |
| 당좌자산             | 369     | 415     | 355     | 498     |
| 현금등가물 및 유가증권     | 61      | 85      | 158     | 391     |
| 매출채권             | 149     | 152     | 116     | 85      |
| 재고자산             | 2       | 5       | 5       | 1       |
| <b>비유동자산</b>     |         |         |         |         |
| 비유동자산            | 690     | 890     | 791     | 765     |
| 투자자산             | 107     | 261     | 130     | 90      |
| 유형자산             | 6       | 5       | 4       | 17      |
| 무형자산             | 134     | 196     | 212     | 230     |
| <b>부채총계</b>      |         |         |         |         |
| 부채총계             | 91      | 222     | 106     | 120     |
| <b>유동부채</b>      |         |         |         |         |
| 유동부채             | 67      | 190     | 68      | 76      |
| 매입채무             | 31      | 30      | 11      | 10      |
| 유동성차입금           |         | 127     | 32      | 0       |
| 유동성사채            |         |         |         |         |
| <b>비유동부채</b>     |         |         |         |         |
| 비유동부채            | 24      | 31      | 38      | 44      |
| 사채               |         |         |         |         |
| 장기차입금            |         |         |         |         |
| 순부채              | -61     | 42      | -126    | -391    |
| <b>자본총계</b>      |         |         |         |         |
| 자본총계             | 971     | 1,089   | 1,046   | 1,145   |
| <b>자본총계(지배)</b>  |         |         |         |         |
| 자본총계(지배)         | 971     | 1,089   | 1,046   | 1,145   |
| <b>자본금</b>       |         |         |         |         |
| 자본금              | 122     | 122     | 122     | 122     |
| <b>자본잉여금</b>     |         |         |         |         |
| 자본잉여금            | 670     | 670     | 671     | 672     |
| <b>이익잉여금</b>     |         |         |         |         |
| 이익잉여금            | 269     | 365     | 370     | 453     |
| <b>자본조정</b>      |         |         |         |         |
| 자본조정             | -60     | -60     | -91     | -76     |
| <b>자기주식</b>      |         |         |         |         |
| 자기주식             | -61     | -61     | -91     | -86     |
| <b>기타포괄손익누계액</b> |         |         |         |         |
| 기타포괄손익누계액        | -30     | -8      | -27     | -27     |

| 현금흐름표                 | 2008.12 | 2009.12 | 2010.12 | 2011.12 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> |         |         |         |         |
| 영업활동으로 인한 현금흐름        | 174     | 175     | 188     | 349     |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> |         |         |         |         |
| 투자활동으로 인한 현금흐름        | -278    | -256    | 55      | -366    |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> |         |         |         |         |
| 재무활동으로 인한 현금흐름        | -34     | 105     | -170    | -49     |
| <b>EBIT</b>           |         |         |         |         |
| EBIT                  | 145     | 152     | 108     | 214     |
| <b>유효법인세율(%)</b>      |         |         |         |         |
| 유효법인세율(%)             | -13.7   | 2.8     | -16.5   | 12.8    |
| <b>EBIT법인세</b>        |         |         |         |         |
| EBIT법인세               | -40     | -33     | -9      | 67      |
| <b>미연법인세증감</b>        |         |         |         |         |
| 미연법인세증감               | -29     | 10      | -15     | -21     |
| <b>NOPLAT</b>         |         |         |         |         |
| NOPLAT                | 136     | 157     | 111     | 166     |
| <b>감가상각비</b>          |         |         |         |         |
| 감가상각비                 | 4       | 2       | 2       | 1       |
| <b>무형자산상각비</b>        |         |         |         |         |
| 무형자산상각비               | 20      | 23      | 31      | 43      |
| <b>총현금흐름</b>          |         |         |         |         |
| 총현금흐름                 | 160     | 182     | 144     | 210     |
| <b>영업활동자산부채증감</b>     |         |         |         |         |
| 영업활동자산부채증감            | -40     | -33     | -9      | 67      |
| <b>유형자산 자본적지출</b>     |         |         |         |         |
| 유형자산 자본적지출            | -3      | -1      | -2      | -15     |
| <b>유형자산 처분</b>        |         |         |         |         |
| 유형자산 처분               | 0       | 1       |         | 0       |
| <b>무형자산 순투자</b>       |         |         |         |         |
| 무형자산 순투자              | -61     | -81     | -62     | -49     |
| <b>총투자</b>            |         |         |         |         |
| 총투자                   | -104    | -115    | -73     | 3       |
| <b>Free Cash Flow</b> |         |         |         |         |
| Free Cash Flow        | 56      | 67      | 71      | 213     |

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.