한글과컴퓨터(030520.KQ)



미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	18,000원
현재주가(5/31)	13,250원

Key Data	(기준일: 2018.5.31)
KOSPI(pt)	2,423
KOSDAQ(pt)	880
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	306
52주 최고/최저(원)	20,900 / 12,700
52주 일간 Beta	0.73
발행주식수(천주)	23,082
평균거래량(3M,천주)	108
평균거래대금(3M,백만원)	1,646
배당수익률(18F, %)	2.3
외국인 지분율(%)	12.7
주요주주 지분율(%)	
한컴시큐어(주)외 6인	27.4
KB자산운용	9.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.4	-21.1	-21.8	-27.0
KOSPI 대비상대수익률	-16.8	-23.8	-35.9	-61.9

2Q18 Preview: 산청 인수로 인한 실적 성장 지속 전망. 산청 실적을 반영하여 밸류에이션 부담 덜어낸 저평가주

- **2Q18 Preview: 매출액 +94.8%yoy, 영업이익 +30.0%yoy, 산청인수효과 본격 반영**

  당사추정 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 560억원, 영업이익 130억원으로 전년동기대비 각각 94.8%, 30.0% 증가하면서 큰 폭의 실적 성장을 달성할 것으로 전망함

  매출액이 크게 증가할 것으로 예상하는 이유는 지난해 4분기에 인수한 산청의 매출(제조부문 매출액 299억원 예상, 매출비중 53.4%)이 반영되기 때문임. 매출액 증가세보다 영업이익 증가 폭이 낮은 것으로 보는 이유는 산청이 제조업체로 매출원가가 상대적으로 높게 반영(본사 매출원가율 8.7% + 산청 69.4% → 연결 매출원가율 41.1% 전망)되기 때문임

- **투자포인트: 1분기 부진 벗어나 2분기부터 산청 인수로 인한 본격적인 실적 성장 전망**

  지난 1분기 실적이 부진했던 이유: ① 본사는 해마다 1분기에 진행된 교육청 입찰이 2분기로 지연, ② 자회사 산청은 1분기에 예정되었던 호흡기 제품 입찰이 2분기로 지연되면서 매출이 예상보다 감소된 반면, ③ 신제품 '오피스 2018'개발비용 증가와 평창올림픽 광고선전비 등의 증가로 일시적으로 비용이 크게 반영되었기 때문임

  2분기부터 안정적인 성장이 지속될 것으로 전망: ① 본사는 '오피스 2018' 신제품 출시와 함께 ASP 상승, 지연되었던 교육청 입찰의 2분기부터 진행 예정 등으로 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상함. ② 산청도 1분기에 지연되었던 호흡기 제품의 입찰이 진행되고, 다른 제품들에 대한 본격적인 공급이 시작되면서 실적 성장을 지속할 것으로 예상함

- **2018년 PER 10.4배 수준으로 절대적인 저평가**

  목표주가를 기존 20,000원에서 10.0% 하향한 18,000원으로 조정하지만, 상승여력 35.8%를 보유하고 있어 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가는 당사추정 2018년 예상EPS(1,273원)에 유사 S/W업계(더존비즈온, 나스미디어, 한컴MDS, 민앤지 등) 평균 PER 19.3배를 25% 할인하여 Target Multiple 14.5배를 적용한 것임. 할인근거는 1분기 실적 부진에도 불구하고 IR담당자 부재 등으로 인한 시장과의 소통 부족에 따른 투자심리저하를 반영한 것임

  목표주가 하향에도 불구하고, ① 현재주가는 2018년 당사추정 예상실적 기준 PER 10.4배 수준으로 최근 동사 5개년 평균 PER의 절반 수준이며, ② 최근 인수한 산청의 실적 성장 본격 반영 등으로 절대적인 저평가 국면으로 적극적인 매수를 권고함

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q18F			시장 전망치	3Q18F			2017	2018F		2019F	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	56.0	37.5	94.8	-	57.2	2.3	119.4	134.1	216.0	61.1	234.6	8.6
영업이익	13.0	106.8	30.0	-	13.4	3.2	77.2	32.3	48.2	49.2	53.4	10.9
세전이익	12.0	276.8	29.2	-	12.4	2.8	62.7	25.4	41.8	64.6	49.9	19.4
순이익	9.5	40.0	31.7	-	9.7	2.7	70.2	20.4	37.2	82.7	39.3	5.8
OP Margin	23.3	7.8	-11.6	-	23.5	0.2	-5.6	24.1	22.3	-1.8	22.8	0.5
NP Margin	17.0	0.3	-8.1	-	17.0	0.1	-4.9	15.2	17.2	2.0	16.8	-0.5
EPS(원)	1,305	27.2	7.3	-	1,299	-0.5	42.3	872	1,273	46.0	1,328	4.4
BPS(원)	8,521	5.1	16.8	-	8,943	5.0	15.0	8,018	9,427	17.6	10,832	14.9
ROE(%)	15.3	2.7	-1.4	-	14.5	-0.8	2.8	11.8	18.5	6.6	16.8	-1.6
PER(X)	10.2	-	-	-	10.2	-	-	20.6	10.4	-	10.0	-
PBR(X)	1.6	-	-	-	1.5	-	-	2.2	1.4	-	1.2	-

자료: 유진투자증권,
주: EPS는 annualized 기준

실적 전망

도표 1 2Q18 예상실적: 매출액 +94.8%yoy, 영업이익 +30.0%yoy

(십억원,%)	2Q18F			2Q17A	1Q18A
	실적	yoy (%,%p)	qoq (%,%p)	실적	실적
매출액	**56.0**	**94.8**	**37.5**	**28.7**	**40.7**
제품별 매출액(십억원)					
소프트웨어 부문	26.1	-9.3	-8.0	28.7	28.3
제조 부문	29.9	-	141.6	0.0	12.4
제품별 비중(%)					
소프트웨어 부문	46.6	-53.4	-23.0	100.0	69.6
제조 부문	53.4	53.4	23.0	0.0	30.4
수익					
영업이익	**13.0**	**30.0**	**106.8**	**10.0**	**6.3**
세전이익	**12.0**	**29.2**	**276.8**	**9.3**	**3.2**
당기순이익	**9.5**	**31.7**	**40.0**	**7.2**	**6.8**
지배기업 당기순이익	**7.5**	**7.3**	**27.2**	**7.0**	**5.9**
이익률(%)					
영업이익률	23.3	-11.6	7.8	34.9	15.5
세전이익률	21.5	-10.9	13.6	32.4	7.8
당기순이익률	17.0	-8.1	0.3	25.1	16.7
지배기업 당기순이익률	13.4	-11.0	-1.1	24.4	14.5

자료: 연결 기준, 유진투자증권

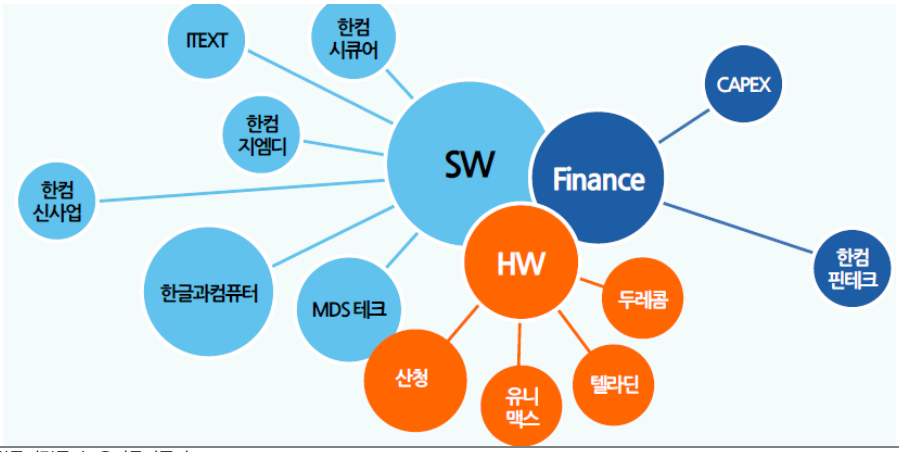
도표 2 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**26.8**	**28.7**	**26.1**	**52.5**	**40.7**	**56.0**	**57.2**	**62.1**	**101.2**	**134.1**	**216.0**	**234.6**
증가율(yoy,%)	*5.9*	*8.3*	*8.9*	*106.1*	*52.2*	*94.8*	*119.4*	*18.1*	*19.2*	*32.5*	*61.1*	*8.6*
제품별 매출액(십억원)												
소프트웨어 부문	26.8	28.7	26.1	28.6	28.3	26.1	23.5	26.7	101.2	110.2	104.6	108.7
제조 부문				23.9	12.4	29.9	33.8	35.4		23.9	111.4	125.9
제품별 비중(%)												
소프트웨어 부문	100.0	100.0	100.0	54.5	69.6	46.6	41.0	43.0	100.0	82.2	48.4	46.3
제조 부문	0.0	0.0	0.0	45.4	30.4	53.4	59.0	57.0	0.0	17.8	51.6	53.7
수익												
영업이익	**9.4**	**10.0**	**7.6**	**5.3**	**6.3**	**13.0**	**13.4**	**15.4**	**29.0**	**32.3**	**48.2**	**53.4**
세전이익	**9.0**	**9.3**	**7.6**	**-0.5**	**3.2**	**12.0**	**12.4**	**14.2**	**25.7**	**25.4**	**41.8**	**49.9**
당기순이익	**7.1**	**7.2**	**5.7**	**0.3**	**6.8**	**9.5**	**9.7**	**11.2**	**15.3**	**20.4**	**37.2**	**39.3**
지배기업 순이익	**7.0**	**7.0**	**5.3**	**0.8**	**5.9**	**7.5**	**7.5**	**8.4**	**14.9**	**20.1**	**29.4**	**30.7**
이익률(%)												
영업이익률	35.1	34.9	29.0	10.1	15.5	23.3	23.5	24.9	28.7	24.1	22.3	22.8
세전이익률	33.5	32.4	29.1	-0.9	7.8	21.5	21.6	22.8	25.4	18.9	19.3	21.3
당기순이익률	26.6	25.1	22.0	0.5	16.7	17.0	17.0	18.0	15.1	15.2	17.2	16.8
지배기업 순이익률	26.3	24.4	20.2	1.5	14.5	13.4	13.1	13.6	14.7	15.0	13.6	13.1

자료: 유진투자증권

㈜산청 인수시 시너지 효과 기대

도표 3 한컴그룹, 수직/수평적 시너지 창출 기대



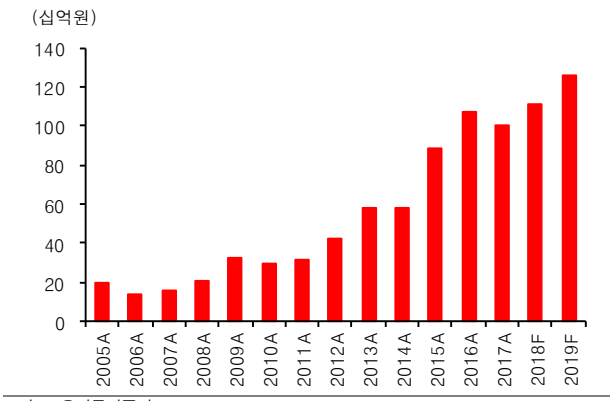
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 4 개인안전장비의 스마트 웨어러블化



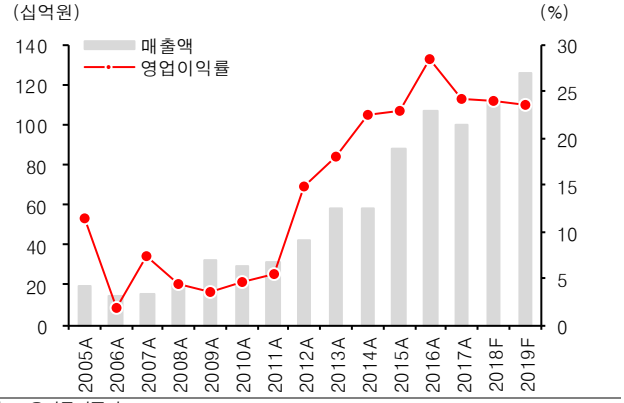
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 5 산청, 제품 다각화를 통해 지속 성장 전망



자료: 유진투자증권

도표 6 산청, 높은 수익성을 유지할 것으로 전망



자료: 유진투자증권

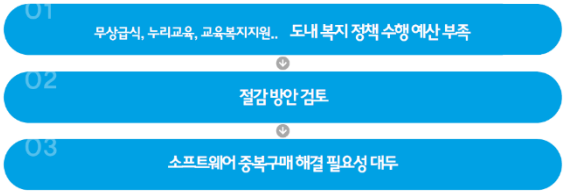
국내 한컴오피스 시장은 안정적인 성장 지속

도표 7 경기도교육청: 경쟁제품 대체



자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 8 경기도교육청 한컴오피스 도입의 배경



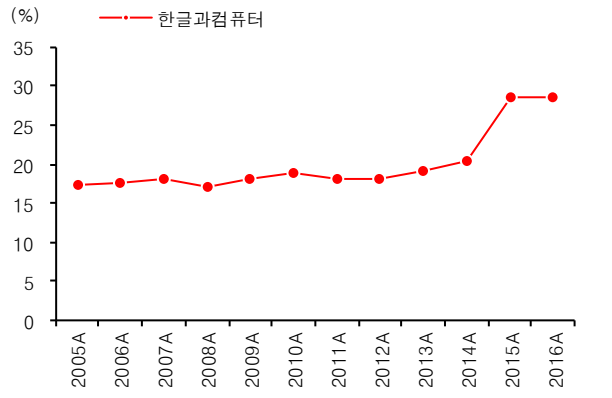
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 9 경기도교육청 도입 히스토리



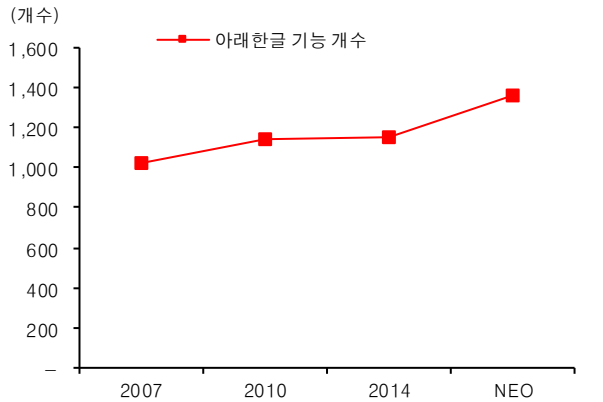
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 10 국내 한글과컴퓨터 시장점유율



자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 11 제품별 아래한글 기능 개수



자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

오피스 소프트웨어,
B2C(개인, 컨슈머)부문 안정적 시장 지속 전망

도표 12 성장을 견인하고 있는 오피스 소프트웨어



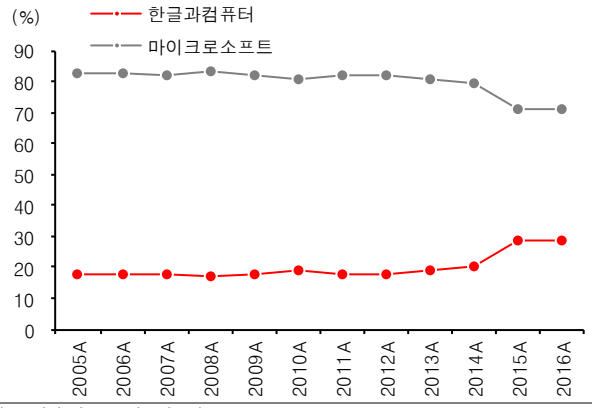
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 13 공공, 교육, 기업 중심으로 안정적 성장



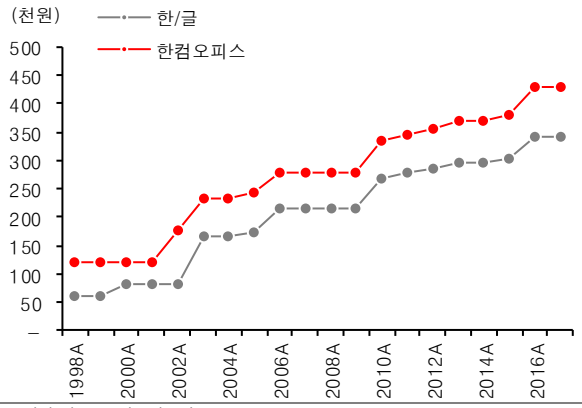
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 14 국내 시장점유율 17% → 20% 상승세



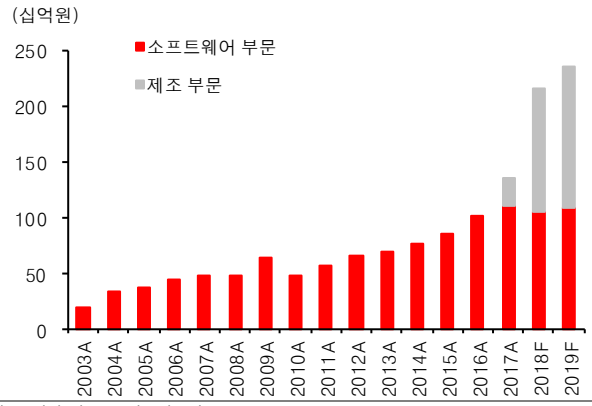
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 15 신제품 출시로 지속적인 단가 상승



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 16 꾸준한 시장을 유지하는 오피스 소프트웨어



자료: 회사 자료, 유진투자증권

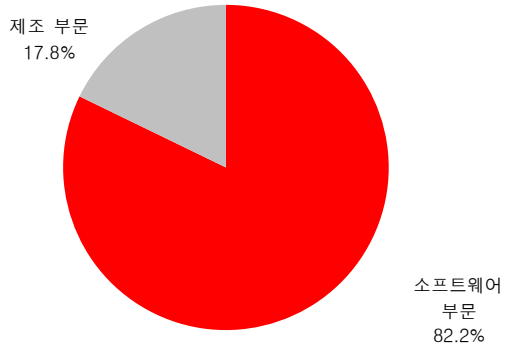
오피스 소프트웨어 + 사회 안전사업

도표 17 주요 연혁

연도	내용
1990.10	회사 설립 ((주)한글과컴퓨터)
1996.09	코스닥 시장 상장
2001.02	한컴 오피스 V 출시
2007.08	한글과컴퓨터 오피스 2007 GS인증
2009.07	최대주주 변경(프라임개발 → 셀런에이치)
2010.09	최대주주 변경(셀런에이치 → 소프트포럼컨소시엄)
2011.07	씽크프리 모바일 4.1 출시
2011.12	중견/중소기업분야 신성장경영대상(대통령표창)
2013.04	Software Imaging Technology Ltd. 100% 지분인수
2014.03	MDS테크놀로지 인수(지분 15.89%)
2017.07	산청 인수(지분 69%)

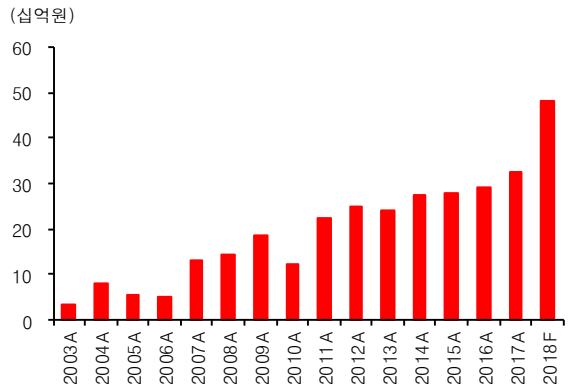
자료: 유진투자증권

도표 18 매출 비중 (2017년 기준)



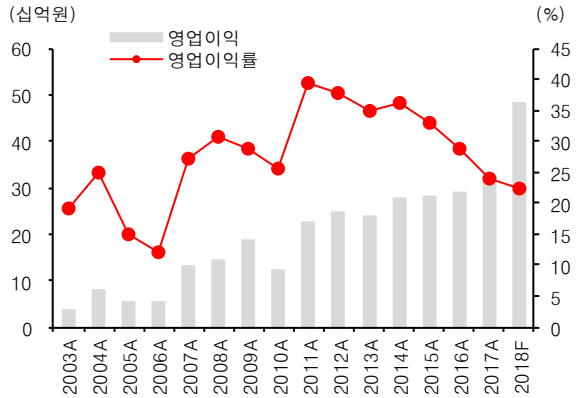
자료: 유진투자증권

도표 19 지난 15년간 연속 흑자 기록



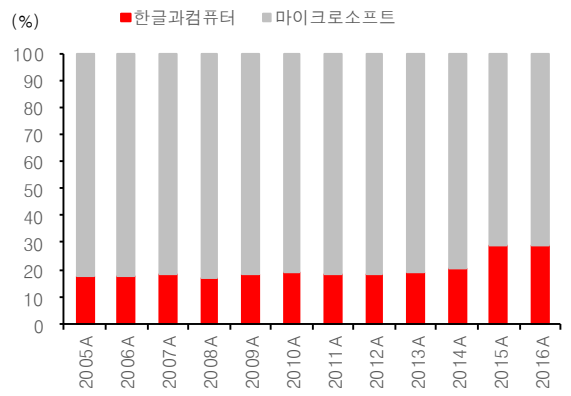
자료: 유진투자증권

도표 20 산청인수로 20~30%의 안정적인 수익성



자료: 유진투자증권

도표 21 오피스제품의 국내 시장점유율 안정적



자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

한글과컴퓨터(030520.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**228.6**	**531.8**	**572.6**	**609.4**	**651.1**
유동자산	76.8	116.4	161.9	200.9	244.1
현금성자산	46.3	69.0	81.5	111.5	144.1
매출채권	27.8	29.8	48.5	54.2	60.8
재고자산	0.2	13.6	27.9	31.2	35.0
비유동자산	151.8	415.3	410.7	408.5	407.0
투자자산	93.2	94.4	98.2	102.2	106.4
유형자산	3.4	71.7	69.4	69.0	69.0
기타	55.3	249.3	243.0	237.3	231.7
부채총계	**42.5**	**306.9**	**308.7**	**313.1**	**318.1**
유동부채	27.2	99.0	68.4	71.7	75.6
매입채무	9.8	16.6	26.7	29.9	33.5
유동성이자부채	8.5	65.6	24.7	24.7	24.7
기타	9.0	16.8	17.0	17.1	17.3
비유동부채	15.2	207.9	240.3	241.4	242.5
비유동기타부채	1.4	121.4	151.7	151.7	151.7
기타	13.8	86.5	88.6	89.7	90.8
자본총계	**186.2**	**224.9**	**263.9**	**296.3**	**333.1**
지배지분	158.6	185.1	217.6	250.0	286.8
자본금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
자본잉여금	49.2	60.4	65.2	65.2	65.2
이익잉여금	111.6	127.4	155.8	188.2	224.9
기타	(14.3)	(14.9)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
비지배지분	27.6	39.8	46.3	46.3	46.3
자본총계	**186.2**	**224.9**	**263.9**	**296.3**	**333.1**
총차입금	9.9	186.9	176.4	176.4	176.4
순차입금	(36.4)	117.9	95.0	65.0	32.3

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**101.2**	**134.1**	**216.0**	**234.6**	**263.1**
증가율(%)	19.2	32.5	61.1	8.6	12.1
매출원가	7.5	24.0	83.7	93.2	104.7
매출총이익	93.8	110.1	132.3	141.4	158.4
판매및 일반관리비	64.7	77.9	84.2	88.0	99.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**29.0**	**32.3**	**48.2**	**53.4**	**59.0**
증가율(%)	4.0	11.2	49.2	10.9	10.4
EBITDA	37.6	41.3	62.4	64.0	69.3
증가율(%)	6.4	9.9	51.1	2.5	8.4
영업외손익	(3.4)	(6.9)	(6.4)	(3.6)	(3.6)
이자수익	0.7	0.8	1.2	1.6	1.8
이자비용	0.0	2.0	10.2	10.1	10.1
지분법손익	0.5	0.1	(0.8)	(0.8)	(0.8)
기타영업손익	(4.6)	(5.8)	3.3	5.8	5.5
세전순이익	25.7	25.4	41.8	49.9	55.4
증가율(%)	(14.3)	(1.2)	64.6	19.4	11.0
법인세비용	10.4	5.0	4.6	10.5	11.7
당기순이익	**15.3**	**20.4**	**37.2**	**39.3**	**43.7**
증가율 (%)	(34.6)	33.1	82.7	5.8	11.0
지배주주지분	14.9	20.1	29.4	30.7	33.9
증가율(%)	(37.9)	35.0	46.0	4.4	10.4
비지배지분	0.4	0.2	7.8	8.7	9.8
EPS	**646**	**872**	**1,273**	**1,328**	**1,467**
증가율 (%)	(37.9)	35.0	46.0	4.4	10.4
수정EPS	646	872	1,273	1,328	1,467
증가율 (%)	(37.9)	35.0	46.0	4.4	10.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**20.4**	**45.9**	**26.2**	**46.1**	**49.3**
당기순이익	15.3	20.4	37.2	39.3	43.7
자산상각비	8.6	9.0	14.2	10.5	10.4
기타비현금성손익	(0.7)	1.1	1.3	1.9	1.9
운전자본증감	(12.2)	10.6	(29.5)	(5.7)	(6.7)
매출채권감소(증가)	(5.3)	1.4	(17.1)	(5.7)	(6.7)
재고자산감소(증가)	(0.1)	7.2	(14.3)	(3.3)	(3.8)
매입채무증가(감소)	0.6	(0.9)	9.7	3.1	3.7
기타	(7.5)	2.8	(7.8)	0.1	0.1
투자활동현금흐름	**(9.7)**	**(189.9)**	**(11.8)**	**(9.6)**	**(10.2)**
단기투자자산감소	6.5	7.9	(0.5)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	0.1	0.0	(3.1)	(3.1)	(3.2)
설비투자	(0.9)	(1.9)	(5.0)	(3.3)	(3.7)
유형자산처분	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
무형자산처분	(6.1)	(4.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
재무활동현금흐름	**(5.3)**	**174.4**	**(1.7)**	**(6.9)**	**(6.9)**
차입금증가	2.1	178.9	(0.5)	0.0	0.0
자본증가	(8.7)	(4.4)	0.0	(6.9)	(6.9)
배당금지급	8.7	4.4	0.0	6.9	6.9
현금 증감	**6.0**	**30.1**	**11.9**	**29.6**	**32.1**
기초현금	21.7	27.7	57.8	69.7	99.3
기말현금	27.7	57.8	69.7	99.3	131.4
Gross cash flow	41.1	41.8	52.7	51.8	56.0
Gross investment	28.4	187.2	40.8	14.8	16.4
Free cash flow	**12.7**	**(145.5)**	**11.9**	**37.0**	**39.6**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	646	872	1,273	1,328	1,467
BPS	6,872	8,018	9,427	10,832	12,424
DPS	200	300	300	300	300
밸류에이션(배,%)					
PER	25.6	20.6	10.4	10.0	9.0
PBR	2.4	2.2	1.4	1.2	1.1
EV/ EBITDA	9.9	13.8	7.2	6.5	5.5
배당수익율	1.2	1.7	2.3	2.3	2.3
PCR	9.3	9.9	5.8	5.9	5.5
수익성 (%)					
영업이익율	28.7	24.1	22.3	22.8	22.4
EBITDA이익율	37.1	30.8	28.9	27.3	26.3
순이익율	15.1	15.2	17.2	16.8	16.6
ROE	9.9	11.8	18.5	16.8	16.3
ROIC	18.4	13.6	14.5	13.9	15.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	n/a	52.4	36.0	21.9	9.7
유동비율	282.0	117.6	236.7	280.2	323.1
이자보상배율	n/a	26.3	5.4	6.3	7.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	4.1	4.7	5.5	4.6	4.6
재고자산회전율	885.6	19.6	10.4	7.9	8.0
매입채무회전율	10.8	10.1	10.0	8.3	8.3

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)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-08-08	Buy	30,100	1년	-43.5	-35.9
2016-08-08	Buy	30,100	1년	-43.5	-35.9
2016-09-06	Buy	30,100	1년	-44.2	-40.0
2016-10-17	Buy	30,100	1년	-44.8	-40.5
2016-10-18	Buy	30,100	1년	-44.8	-40.5
2016-11-04	Buy	30,100	1년	-45.4	-41.2
2016-11-08	Buy	30,100	1년	-45.5	-41.2
2017-02-07	Buy	23,900	1년	-29.7	-22.8
2017-05-11	Buy	23,900	1년	-29.0	-22.8
2017-08-08	Buy	23,900	1년	-32.8	-31.0
2017-08-28	Buy	20,000	1년	-15.7	2.8
2017-10-19	Buy	20,000	1년	-16.5	2.8
2017-11-07	Buy	20,000	1년	-16.2	2.8
2017-12-04	Buy	20,000	1년	-16.3	2.8
2018-06-01	Buy	18,000	1년		

한글과컴퓨터(030520.KQ) 주가 및 목표주가 추이

