Eugene Research
기업분석
2018.07.09

한글과컴퓨터(030520.KQ)

Software



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

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	24,000원
현재주가(7/6)	18,950원

Key Data	(기준일: 2018.07.06)
KOSPI(pt)	2,273
KOSDAQ(pt)	809
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	437
52주 최고/최저(원)	20,900 / 12,700
52주 일간 Beta	0.33
발행주식수(천주)	23,082
평균거래량(3M,천주)	223
평균거래대금(3M,백만원)	3,567
배당수익률(18F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	15.3
주요주주 지분율(%)	
한컴시큐어 외 11인	27.8
KB자산운용	10.4
국민연금	7.1

Company vs KOSPI composite

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.8	21.1	9.2	11.8
KOSPI 대비상대수익률	43.6	27.9	11.5	-10.1

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	134.1	216.0	234.6
영업이익(십억원)	32.3	48.2	53.4
세전계속사업손익(십억원)	25.4	41.8	49.9
당기순이익(십억원)	20.4	37.2	39.3
EPS(원)	872	1,273	1,328
증감률(%)	35.0	46.0	4.4
PER(배)	20.6	14.9	14.3
ROE(%)	11.8	18.5	16.8
PBR(배)	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	13.8	8.5	7.9

자료: 유진투자증권

웹오피스 해외 진출과 산청 실적 반영으로 양날개 날다

- **목표주가 24,000원으로 상향조정, 투자의견 BUY 유지**

목표주가를 기존 18,000원에서 +33.3% 상향한 24,000원으로 상향조정하며, +26.6%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가는 당사추정 2018년 예상 EPS(1,273원)에 국내 유사 소프트웨어업체(더존비즈온, 나스미디어, 한컴MDS, 민앤지 등) 평균 PER(22.6배)를 15.0% 할인한 19.2배를 적용한 것임. 할인 근거는 부진한 1분기 실적대비 2분기 실적회복 우려와 해외 수출의 미미한 수준을 반영한 것임

현재주가는 2018년 당사추정 예상실적 기준 PER 14.9배 수준으로 최근 동사 5개년 평균 PER(23.3배) 대비 여전히 저평가 수준으로 파악함

최근 1개월간 주가는 35.8% 상승했지만, ① 웹오피스 해외진출에 따른 하반기 실적 가시화 전망과, ② 지난해 인수한 산청의 실적 본격 반영 등으로 주가는 추가 상승할 것으로 전망

- **투자포인트: AWS에 웹오피스 공급으로 해외 진출 본격 + 산청 인수 효과 본격 반영**

1) 글로벌 클라우드컴퓨팅기업인 AWS(Amazon Web Service)에 웹오피스 공급: 지난달 22일 동사는 아마존 워크독스(Amazon WorkDocs)에 웹오피스 제품을 공급하기 시작함. 이번 공급을 통해 아마존 워크독스 사용자들은 별도의 응용프로그램 설치 및 파일형식의 변경 없이도 문서의 공동편집, 리뷰 및 의견 교환 등이 가능해짐

동사는 이번 서비스 론칭을 위해 지난 12개월동안 개발과 테스트 과정을 수행했음. 지난 22일부터 아마존 워크독스 이용이 가능한 미국에서 런칭이 시작되었고, 이어 27일에는 일본 지역에서 제공을 시작함. 동사는 AWS와 협업을 시작함으로써 해외진출을 본격적으로 추진하게 될 것으로 판단함. 이에 따라 클라우드 기반의 웹오피스 시장에서의 브랜드 인지도가 상승할 것으로 예상되고, 이를 기반으로 웹오피스, PC, 모바일 제품을 포괄한 풀오피스(Full Office) 제품 기술력을 기반으로 글로벌 시장확대가 가능할 것으로 예상하기 때문임

AWS는 아마존의 자회사로 2006년부터 사업을 시작하여 현재 글로벌 클라우드컴퓨팅서비스 1위 기업임(3Q17 M/S 35%). 지난 1분기 AWS의 매출액은 전년동기대비 48.6% 증가하였으며, 아마존 전체 영업이익의 72.7%를 차지하면서 아마존의 수익에 중요한 위치를 차지하고 있음. 동사와의 구체적인 계약 내용은 아직 공개되지 않아 수익 추정은 아직 반영하지 않았음. 다만, 사용자 기반의 수수료 수익이 가능할 것으로 예상되어 중장기적으로 가입자 증가세가 수익에 중요한 지수로 작용할 것으로 예상함

2) 하반기 해외 진출 지속 확대 전망: ① 중국 인공지능 음성인식 1위업체인 아이플라이텍(iFLYTEK)과 '인공지능 등 공동기술개발 및 사업협력을 위한 전략적 파트너십' 계약을 체결함. 지난 2018 평창 동계올림픽대회에서 검증된 한컴인터프리의 자동통번역 솔루션과 음성인식기술을 아이플라이텍의 플랫폼에 적용할 것으로 예상됨. ② 러시아 오피스 소프트웨어 업체인 Y사와도 사업을 추진 중으로 연말에 구체적인 공급 계약이 가능할 것으로 예상됨

3) 산청의 사업 및 실적 전망: 산청은 상반기 대비 하반기 실적이 60~70% 수준을 차지함. 따라서 비수기인 1분기 대비 2분기부터 점차 실적이 회복될 것으로 예상되고, 25% 수준의 영업이익률을 달성할 것으로 보임. 수익성이 양호한 호흡기 제품의 입찰이 재개되고, 다른 제품들에 대한 본격적인 공급이 시작되면서 실적 성장을 지속할 것으로 예상함

- **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

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

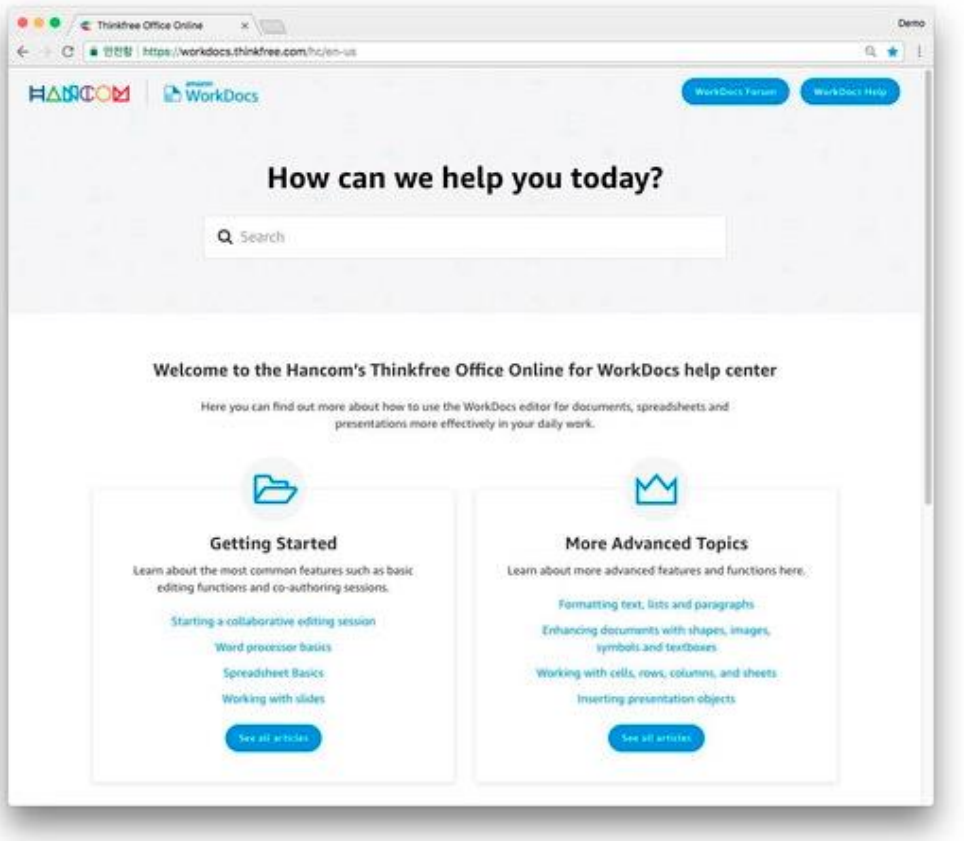
도표 2 실적 전망 (연결 기준)

(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

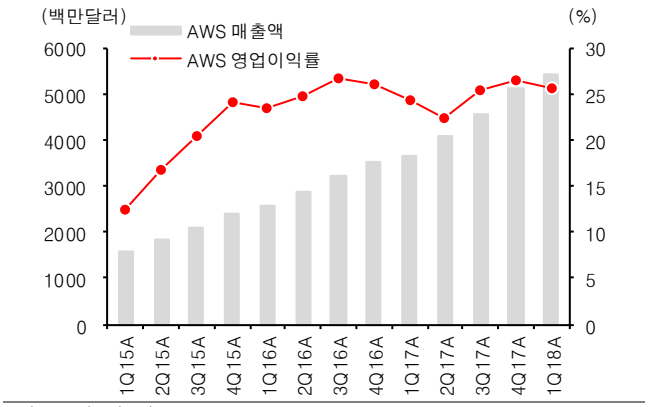
AWS와 협업, Amazon WorkDocs 서비스 개시

도표 3 동사가 AWS와 협업을 통해 제공하는 Amazon WorkDocs 서비스 화면



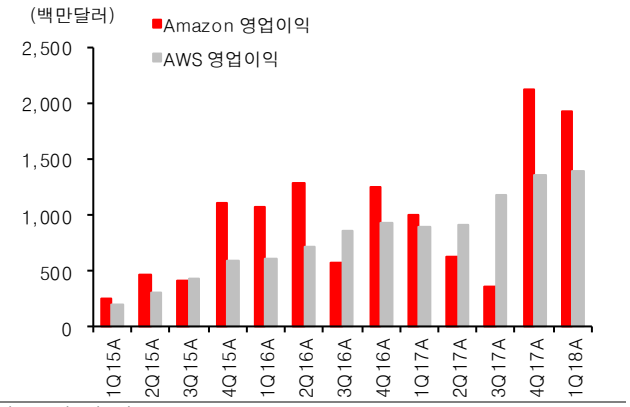
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 4 높은 성장성과 수익성을 보이는 AWS



자료: 유진투자증권

도표 5 AWS가 아마존의 영업이익내 높은 비중 차지함



자료: 유진투자증권

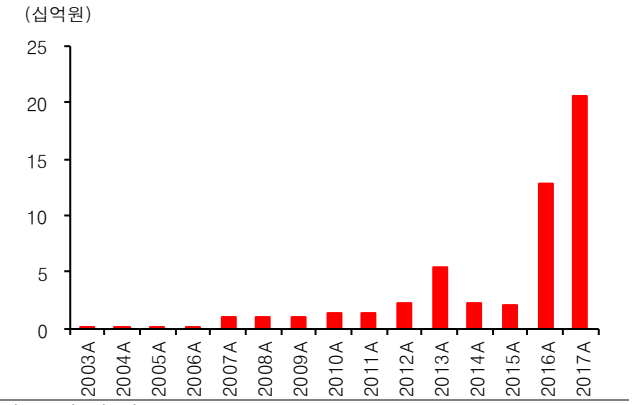
올해 하반기 해외 진출 본격 가능

도표 6 글로벌 시장 진출 전략: IT인프라 보유 대기업 직접영업에 의한 성과



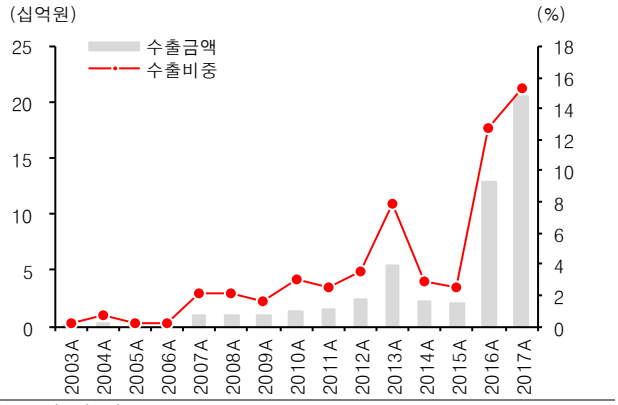
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 7 아이텍스트 인수로 2016년부터 급속 성장 중



자료: 유진투자증권

도표 8 수출비중 10% 중반까지 증가함



자료: 유진투자증권

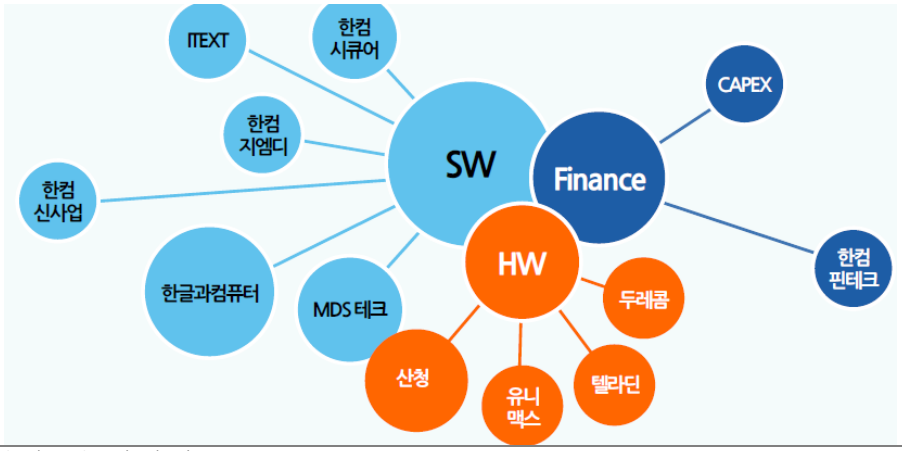
도표 9 중국 인공지능 음성인식업체인 아이플라이텍과 사업 협력 계약 체결



자료: 회사 자료, 유진투자증권

㈜산청 인수시 시너지 효과 기대

도표 10 한컴그룹, 수직/수평적 시너지 창출 기대



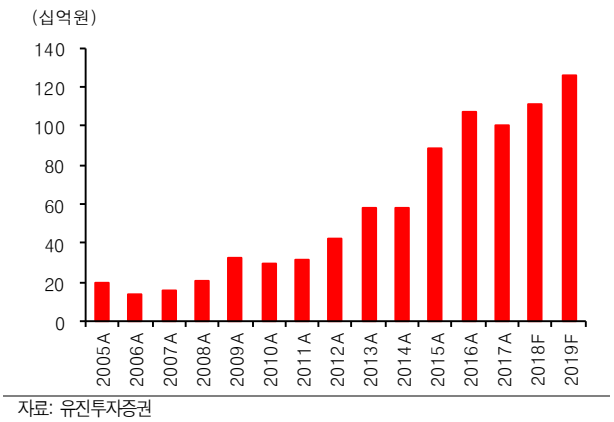
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 11 개인안전장비의 스마트 웨어러블化



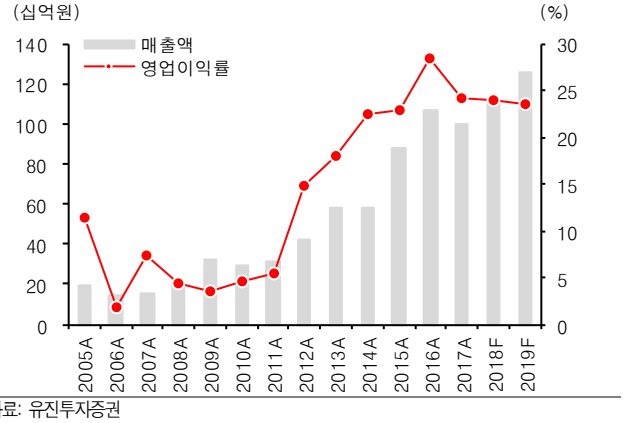
자료: 한글과컴퓨터, 유진투자증권

도표 12 산청, 제품 다각화를 통해 지속 성장 전망



자료: 유진투자증권

도표 13 산청, 높은 수익성을 유지할 것으로 전망



자료: 유진투자증권

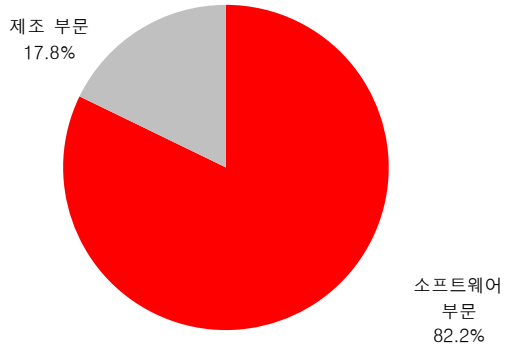
오피스 소프트웨어 + 사회 안전사업

도표 14 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%)

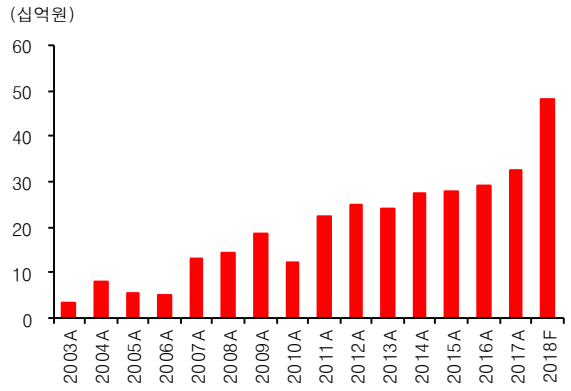
자료: 유진투자증권

도표 15 매출 비중 (2017년 기준)



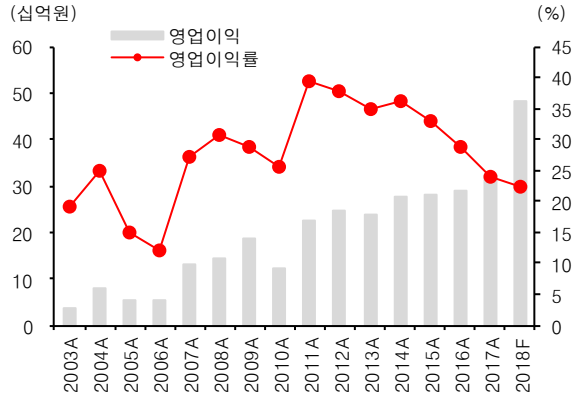
자료: 유진투자증권

도표 16 지난 15년간 연속 흑자 기록



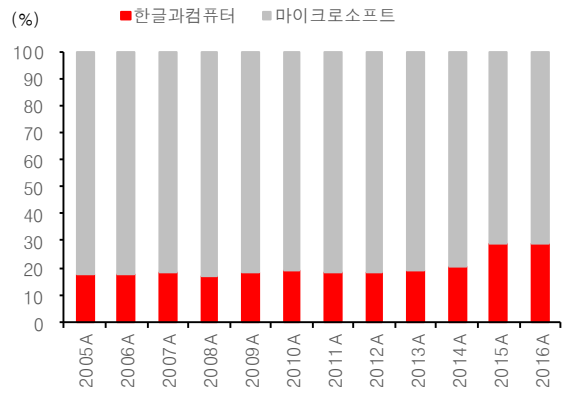
자료: 유진투자증권

도표 17 산청인수로 20~30%의 안정적인 수익성



자료: 유진투자증권

도표 18 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**	**650.7**
유동자산	76.8	116.4	161.9	200.9	243.6
현금성자산	46.3	69.0	81.5	111.5	143.7
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**	**332.6**
지배지분	158.6	185.1	217.6	250.0	286.3
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	224.5
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**	**332.6**
총차입금	9.9	186.9	176.4	176.4	176.4
순차입금	(36.4)	117.9	95.0	65.0	32.8

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)**	**(7.4)**
차입금증가	2.1	178.9	(0.5)	0.0	0.0
자본증가	(8.7)	(4.4)	0.0	(6.9)	(7.4)
배당금지급	8.7	4.4	0.0	6.9	7.4
현금 증감	**6.0**	**30.1**	**11.9**	**29.6**	**31.7**
기초현금	21.7	27.7	57.8	69.7	99.3
기말현금	27.7	57.8	69.7	99.3	131.0
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	12,404
DPS	200	300	320	330	370
밸류에이션(배,%)					
PER	25.6	20.6	14.9	14.3	12.9
PBR	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/ EBITDA	9.9	13.8	9.3	8.6	7.4
배당수익율	1.2	1.7	1.7	1.7	2.0
PCR	9.3	9.9	8.3	8.4	7.8
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	9.9
유동비율	282.0	117.6	236.7	280.2	322.5
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%

(2018.0630기준)

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	-11.9	5.8
2018-06-14	Buy	18,000	1년	-8.1	5.8
2018-06-25	Buy	18,000	1년	-0.3	5.8
2018-07-09	Buy	24,000	1년		

한글과컴퓨터(030520.KQ) 주가 및 목표주가 추이

