

BUY(Initiate)

한글과컴퓨터(030520)

신성장동력이 나타나는 2019년

• 현재주가(11/27) 13,700원 • 목표주가 20,000원

한글과컴퓨터의 주력 사업부문인 오피스 매출액이 안정적인 모습을 보이는 가운데 신규 AWS매출과 더불어 음성인식사업의 본격적인 확대로 2019년 부터는 본격적인 성장세를 나타낼 것으로 기대된다. 해외매출 확대와 더불어 신성장산업의 확대, 산청의 성장세는 동사에 대한 기대치를 변화시킬 것으로 보이며 향후 스마트시티 등의 영역 다변화 가능성 역시 열려있다.



한글과컴퓨터 (030520)



Stock Data

KOSDAQ (11/27)	700.67pt		
시가총액(억원)	3,162억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	20,550원	12,350원	
최고/최저가 대비 등락율	-33.33%	10.93%	
수익률	절대	상대	
	1M	6.6%	0.9%
	6M	1.5%	25.8%
	1Y	-20.8%	-10.4%

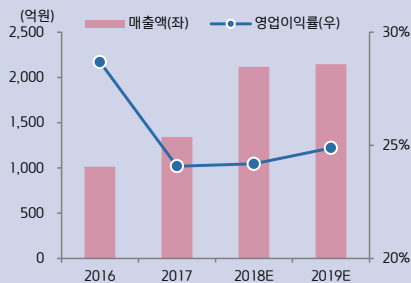
Company Data

발행주식수(천주)	23,082천주
일평균 거래(3M)	107천주
외국인 지분율	15.74%
배당수익률(18.E)	2.19%
BPS(18.E)	8,829원
주요 주주	한컴시큐어 27.8%
	KB자산운용 9.1%

Price Trend



매출액, 영업이익률 추이 및 전망



Compliance Notice

- 당사는 11월 27일 현재 '한글과컴퓨터 (030520)'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

Contents

Summary 3

- > 2018년 영업이익 512억원 (+58.6% YoY) 예상 3
- > 투자이견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시 3

I. 실적전망 4

- > 안정적 성장의 틀을 갖춘 오피스, 내년 음성인식 사업의 확대 전망 4

II. 투자포인트 6

- > B2G를 바탕으로 한 안정적인 오피스 매출 성장세 6
- > AWS의 매출 점진적 증가 기대 7
- > 중기: 음성인식 사업의 확장성에 수혜 8
- > 장기 플랜: 스마트시티에 집적되는 노하우 10
- > 산청의 점진적 실적 성장 11

IV. Valuation 12

- > 투자이견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시 12

신성장동력이 나타나는 2019년

한글과컴퓨터는 기존 오피스 중심의 사업구조에서 벗어나 신규 기술을 통한 성장을 꾀하고 있습니다. 음성인식/통역 기술을 비롯하여, 스마트시티, 교육까지 솔루션업체로 탈바꿈하려는 준비를 하고 있습니다. 관련된 산업이 아직 초기단계이기 때문에 급속한 성장은 어려울 수 있으나 산업이 확장되는 것은 분명한 사실이기 때문에 지속적인 관심을 가질 필요가 있습니다.

Summary

>>> 2018년 영업이익 512억원 (+58.6% YoY) 예상

2018년 실적을 매출액 2,118억원 (+57.9% YoY), 영업이익 512억원 (+58.6% YoY)을 예상. 주력 사업부인 한컴오피스의 국내외 수주모멘텀(4Q)이 도래하고 있고 자회사 산청의 실적도 점진적 개선이 예상. 한컴오피스가 AWS(Amazon Web Service)에 밴더로 포함되었지만 본격적인 매출은 2019년에 이루어질 것으로 전망. 이외 신성장 동력으로 4차산업과 관련된 프로젝트들이 진행 중. 이 중 가장 빠르게 매출이 확대될 수 있는 부분은 음성인식/통합번역 부분. 최근 스피커 누구에 탑재되었으며 삼성전자의 시솔루션 빅스비에도 탑재됨에 따라 기술성은 입증 받고 있음.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시

키움증권은 한글과컴퓨터에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 2019E EPS 1,102원에 Target multiple PER 18.6배를 적용. 해외진출 부진에 따른 derating은 신규사업이 확장될 경우 개선될 수 있을 것으로 전망. 2019년에 관련 매출이 시작될 것으로 전망되는 가운데 가시적 성과가 대동될 경우 기대치가 확대될 수 있을 것으로 판단.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,012	1,341	2,118	2,147	2,289
보고영업이익(억원)	290	323	512	534	596
핵심영업이익(억원)	290	323	512	534	596
EBITDA(억원)	376	413	619	642	695
세전이익(억원)	257	254	290	324	368
순이익(억원)	153	204	245	260	291
지배주주지분순이익(억원)	149	201	240	254	287
EPS(원)	646	872	1,040	1,102	1,244
증감율(%YoY)	-37.9	35.0	19.3	6.0	12.9
PER(배)	25.6	20.6	13.2	12.4	11.0
PBR(배)	2.4	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.2	12.5	6.6	5.7	4.8
보고영업이익률(%)	28.7	24.1	24.2	24.9	26.0
핵심영업이익률(%)	28.7	24.1	24.2	24.9	26.0
ROE(%)	8.4	9.9	10.5	10.3	10.6
순부채비율(%)	-23.9	43.0	34.2	17.1	4.2

I. 실적전망

>>> 안정적 성장의 틀을 갖춘 오피스, 내년 음성인식 사업의 확대 전망

2018년 매출액 2,118억원 (+57.9% YoY), 영업이익 512억원 (+58.6% YoY) 전망

한글과컴퓨터의 2018년 실적을 매출액 2,118억원 (+57.9% YoY), 영업이익 512억원 (+58.6% YoY)으로 전망한다. 주력사업인 한글오피스의 매출이 수주교체기 도래에 따라 안정적인 모습을 보일 것으로 전망되는 가운데 신규사업 매출이 일부 반영될 것으로 전망된다. 이외에도 산청이 올해 온기 반영됨에 따라 실적 개선세가 이어질 것으로 기대된다.

본격적인 성장은 2019년이 될 것으로 전망된다. AWS의 매출은 특성상 활용성이 확대될수록 매출이 확대된다. 아직까지 워크독스가 AWS에서 메인 사업은 아니지만 아마존에서 워크독스에 대한 활용성을 확대시킬 것으로 전망되기 때문에 패키지 판매가 늘어날수록 동사의 매출이 확대될 가능성이 높다. 이외에도 음성인식/통합번역 사업이 2019년도에는 적용범위가 넓어질 가능성이 높다. 2018년도에는 제한적 기간(동계올림픽 등)에 적용되어 매출기여가 매우 낮았지만 스피커 누구에 적용되는 등 라이선스 매출이 점차 늘어날 것으로 전망된다.

4Q18 실적은 매출액 604억원 (+14.9% YoY), 영업이익 173억원 (+226.3% YoY)으로 예상된다. 오피스 수주교체에 따른 매출 확대와 더불어 산청의 수주교체 등 전통적으로 4Q가 동사의 최고 실적을 달성하는 시점이다. 3Q에 산청의 실적이 예상대비 낮게 나왔기 때문에 B2G특성상 4Q에 더 확대될 가능성이 높다. 다만, THINKFREE NV의 매각으로 기존 기타부분의 매출이 소거될 것으로 전망되어 4Q부터는 신사업과 관련된 매출만 반영될 예정이다.

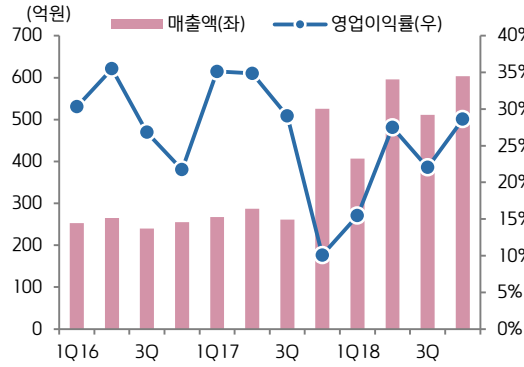
11/26일 공시를 통해 FI의 풋옵션 행사로 MDS지분을 추가 취득(12/7일)하게 되었다. 이에 따라 동사가 보유한 한컴MDS지분은 32.45%로 증가하게 된다. 이 경우 내년부터 한컴MDS의 실적이 연결실적으로 반영될 가능성이 존재한다. 하단의 실적 Table은 한컴MDS실적을 미반영한 상태로 향후 한컴MDS를 연결로 인식하게 될 경우 전망치가 변경될 수 있다.

한글과컴퓨터 실적전망 Table (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	268	287	261	525	407	596	511	604	1,341	2,118	2,147
YoY %	5.9%	8.3%	8.9%	106.1%	52.2%	107.3%	96.0%	14.9%	32.5%	57.9%	1.4%
QoQ %	5.0%	7.4%	-9.2%	101.4%	-22.5%	46.3%	-14.2%	18.1%			
오피스	238	258	213	238	226	263	226	259	948	973	1,036
제조	0	0	0	239	124	296	245	337	239	1,002	1,050
기타 및 신사업	29	29	47	48	57	37	40	8	154	143	61
영업비용	174	187	185	472	344	432	399	431	1,018	1,606	1,613
YoY %	-1.4%	9.4%	5.6%	136.8%	98.3%	130.7%	115.3%	-8.8%	41.0%	57.7%	0.5%
QoQ %	-13.0%	7.8%	-1.1%	155.2%	-27.1%	25.4%	-7.7%	8.1%			
영업이익	94	100	76	53	63	164	113	173	323	512	534
YoY %	22.7%	6.4%	17.9%	-4.4%	-33.0%	63.5%	48.6%	226.3%	11.2%	58.6%	4.3%
QoQ %	69.8%	6.6%	-24.4%	-30.1%	18.9%	160.2%	-31.2%	53.4%			
영업이익률 %	35.1%	34.9%	29.0%	10.1%	15.5%	27.5%	22.0%	28.6%	24.1%	24.2%	24.9%

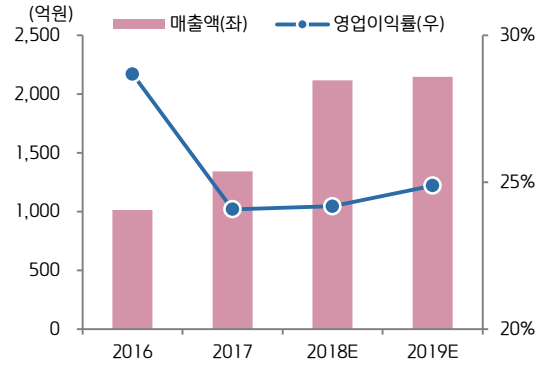
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



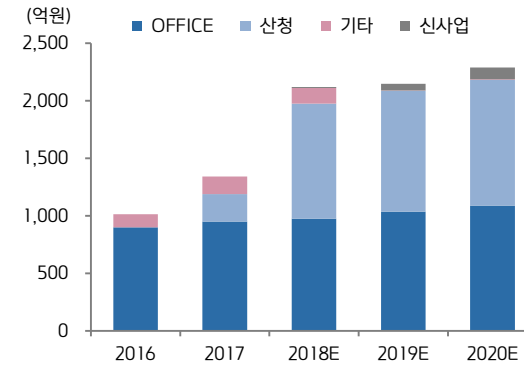
자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 추정

연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



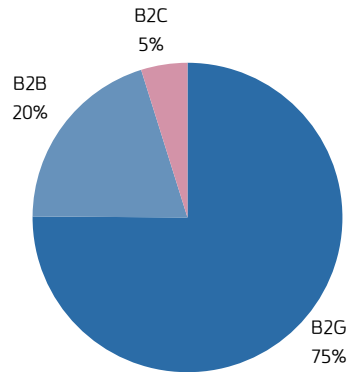
자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 추정

오피스 부문별 매출비중(추정치)



자료: 키움증권 추정

II. 투자포인트

>>> B2G를 바탕으로 한 안정적인 오피스 매출 성장세

라이선스 갱신계약을 통하여 낮지만 안정적인 성장성을 보유한 오피스 매출

B2G의 높은 매출 비중: 성장성은 낮지만 안정적

한글과컴퓨터의 매출의 95%는 한컴오피스의 매출이 대부분이다. 이 중 B2G(정부, 지자체)관련 매출이 절반을 훨씬 넘게 차지하고 있으며 B2B(공기업, 사기업)의 매출이 나머지 부분을 차지하고 B2C관련 매출은 10% 미만의 매출을 구성하고 있다. 이러한 매출 구조 특성상 B2G의 라이선스 갱신이 중요한 매출 변동을 차지한다. 보통 갱신시점이 2Q와 4Q에 많이 몰려있기 때문에 이 시기에 매출이 대부분 확대되는 모습을 나타낸다. B2B와 관련된 매출은 대부분 관공서와의 문서이동을 위한 라이선스 계약이 대부분이기 때문에 매출이 크게 늘어나는 경우는 드물다.

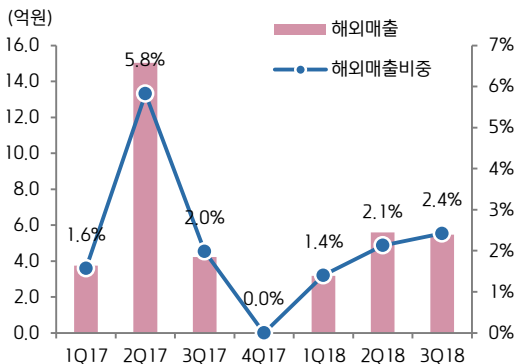
그 동안의 해외지역 진출 성과는 낮았지만 일본/독일지역의 매출 확대는 유효

지난 5년간 동사의 매출이 크게 확대되기 어려운 점은 국내에서의 M/S는 일정수준 유지되고 있지만 MS 오피스의 아성을 넘기 힘들었으며 해외지역에서의 한글오피스 점유율은 거의 전무했기 때문이다. 제3지역의 B2G매출을 확대시키기 위한 전략을 꾀하였지만 현지화의 어려움 등으로 실적 기여가 미미하였다. 하지만 2년전부터 꾀한 일본에서의 매출확대는 동사에게 해외매출 기회를 창출하고 있다. 직접 진출이 아닌 일본 유통상을 통한 판매이긴 하지만 MS(고가)와 중국 킹소프트의 오피스(저가)의 틈바구니에서 MS와의 호환성을 바탕으로 일부 성과를 기대하고 있다. 아직까지 점유율은 미미하지만 중국의 저가오피스 대비 호환성이 높다는 점, 이전의 직접진출과는 달리 일본 Software 유통사인 소스넥스트를 통해 진출하고 있기 때문에 중국이 점유하고 있는 5%내외의 점유율을 가져올 수 있을 것으로 기대하고 있다. 이외에도 글로벌 3번째 시장인 독일 유통시장에도 진출하여 점유율 확대를 꾀하고 있다.

라이선스 가격 상승이 급격하게 나타나지 않지만 캐시카우 역할은 톡톡히

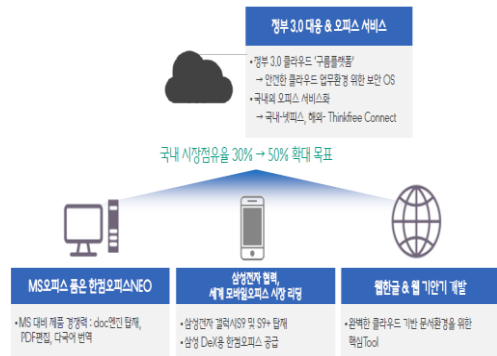
사실 동사의 오피스 성장성이 탄력을 받지 못하는 이유는 Q의 이유도 있지만 P의 이유도 있다. 신규 제품 개발을 통해 오피스 단가가 예전부터 지속적으로 상승하고 있는 추세이지만 신규 오피스로의 전환율이 낮고 B2B의 가격협상력이 낮은 특성으로 인해 전반적인 P의 상승은 매우 완만하게 이루어지고 있다. 결국 P의 상승에 대한 기대보다는 안정성에 대한 관점으로 접근해야 할 것이다.

별도기준 해외매출 비중 분기별 추이



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권

오피스 사업 다각화 계획 중



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권

>>> AWS의 매출 점진적 증가 기대

Cloud산업 가파른 성장사이클 진입, 시장성장과 함께 증가할 수 있어

글로벌 Cloud산업 최근 가파르게 성장 중

글로벌 Cloud시장은 2018년들어 성장세가 두각을 보이고 있다. 글로벌 ICT업체들은 광고시장의 둔화가 나타나는 가운데 Cloud서비스를 신성장 동력으로 키우고 있다. 최근 Big Data활용이 늘어나는 가운데 이를 유지하기 위한 방편으로 Cloud시스템을 활용하고 있는 것이다. 현재 글로벌 Cloud시장의 선두주자는 Amazon, MS, Google, Alibaba, IBM 이다. 이 중 Amazon은 전 세계 지역에서 1위 업체로 사업을 공고히하고 있으며 아시아 지역을 제외한 북미/유럽 국가에서는 M/S와 Google이 2~3위 사업자로 사업확대를 진행하고 있다.

아마존 워크독스의 성과는 초입단계

세계 점유율 1위 업체인 아마존의 상품 중에서 워크독스의 점유율은 생각보다 높지 않다. 워크독스는 B2B상품의 일환으로 기업 문서작업의 상품 형태를 띠고있다. 즉, 기업내 문서작성 및 이동, 결제와 관련된 부분이라고 판단하면 된다. 다만 이러한 상품의 특성상 매출의 급격한 증가는 기대하기 어렵다. 최근의 AWS의 매출상승의 근거는 기업시스템의 이동이기 때문에 일부인 워크독스의 부분도 늘어나긴 하겠지만 정보 처리량에 있어 큰 부분을 차지하지는 않는다. 이에 워크독스의 매출도 Cloud산업 확대에 따른 수혜를 받겠지만 비즈니스 부분의 성장성은 다른 서비스에 비해 낮은 편이다. 더불어 비즈니스 플랫폼은 MS오피스의 점유율이 높아 한컴오피스를 대동한 AWS가 공략해야 하는 입장이라 점진적 확대를 기대할 수 밖에 없다.

해외매출 확대에 긍정적 영향 기대

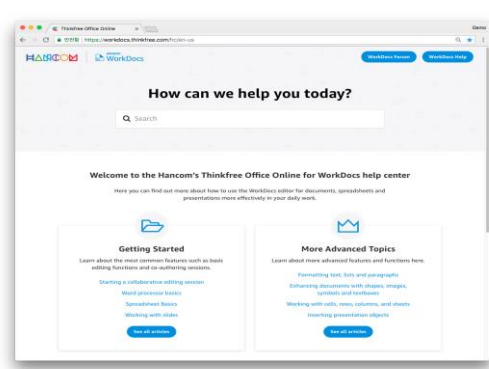
당장의 급진적인 매출 성장세는 전망되지 않지만 AWS가 갖고 있는 위상과 더불어 워크독스의 상품판매가 확대될수록 매출이 증가하는 것은 당연한 사실이다. 향후 AWS상품의 패키지 판매가 커질수록 이러한 점유율 확대를 기대해 볼 직 하다. 당사에서는 내년 AWS 워크독스와 관련된 매출을 연간 30억 원 수준의 매출을 일으킬 것으로 전망하고 있으며 점진적으로 확대될 가능성이 높다고 판단된다.

지역별 클라우드 선도기업

순위	북미	유럽/중앙 아시아	아시아/태평양	남미	글로벌
1	AWS	AWS	AWS	AWS	AWS
2	MS	MS	Alibaba	MS	MS
3	Google	Google	MS	Google	Google
4	IBM	IBM	Google	Salesforce	Alibaba
5	Salesforce	Salesforce	Tencent	IBM	IBM

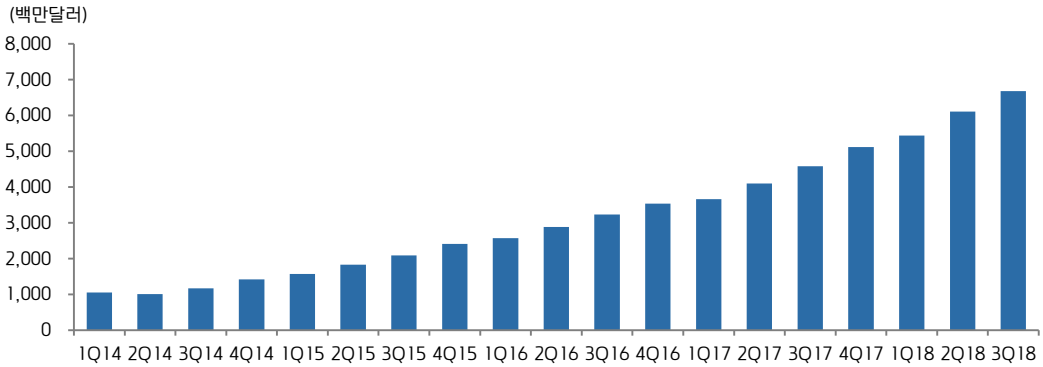
자료: 각종 자료, 키움증권

AWS 워크독스에 한컴오피스 탑재



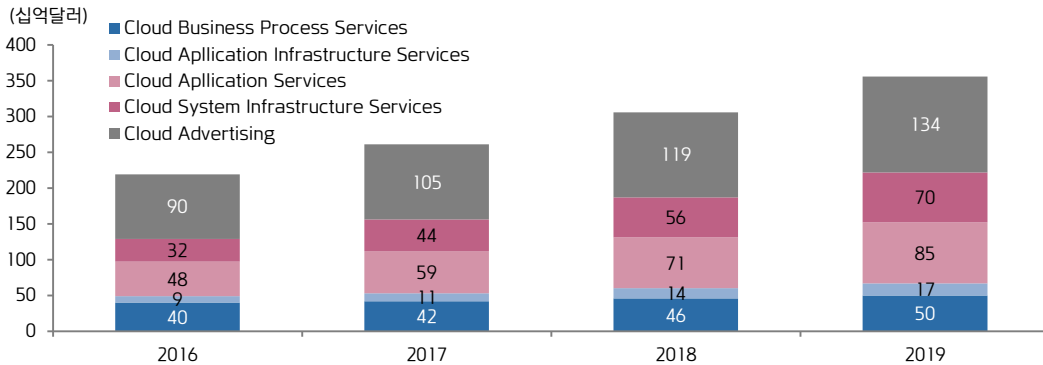
자료: 한글과컴퓨터, 키움증권

AWS매출추이



자료: Amazon, 키움증권

클라우드서비스 부문별 매출 성장 전망



자료: Gartner, 키움증권

>>> 중기: 음성인식 사업의 확장성에 수혜

입증된 기술력, 음성인식 제품들의 확대에 수혜

시스피커 누구에 한글과컴퓨터의 음성인식 기술이 탑재

한글과컴퓨터의 음성인식 자동통번역 솔루션 지니톡이 시스피커 누구(SK텔레콤)에 탑재되었다. 이번 계약은 동사의 음성인식 솔루션의 기술력을 입증한 것으로 평가할 수 있다. 대부분의 시스피커들은 자체적인 음성인식기술을 보유하고 이를 스피커에 탑재한다. 누구 역시도 누구나 내부에서 개발한 솔루션을 사용해 왔지만 이번엔 지니톡으로 솔루션을 변경한 것으로 그만큼 지니톡의 기술력이 대기업들에 비해 전혀 뒤떨어지지 않는다는 것을 의미한다. Etri와의 기술협약과 동계올림픽 등에서 기술력이 입증되었기 때문에 레퍼런스가 지속적으로 확대될 것으로 기대된다.

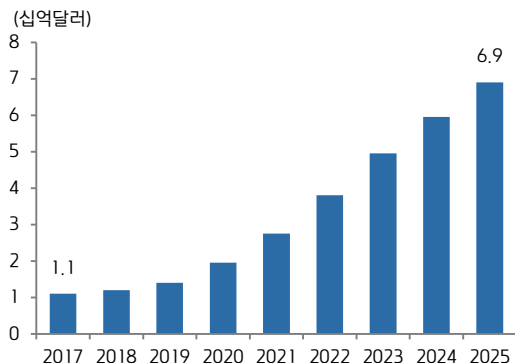
중요한 점은 음성인식 기술이 인정을 받은 만큼 향후 다양한 제품군들에 탑재될 가능성을 열었다는 것이다. 현재 음성인식 기술이 적용되고 있는 제품은 스피커 외에도 가전제품, 자동차, 스마트 안내판 등이 있다. 이러한 제품들에 지니톡이 확대 적용될 수록 라이선스 계약이 확대될 가능성이 높다. 라이선스 계약은 보통 두 가지 방식으로 계약이 이루어진다. 연간 라이선스 갱신계약 혹은 출하기기 대수당 라이선스 계약으로 이루어진다. 초기 라이선스 매출액이 기대보다 크지 않을 수 있으나 적용제품이 확대될 수록 매출액 규모가 크게 확대될 것으로 전망된다. 현재는 P의 증가보다는 Q의 확대가 절실한 시점이다.

음성인식 기술이 탑재되는 제품들이 확대됨에 따라 수혜 예상

음성인식 기술의 활용성은 향후 기하급수적으로 확대될 것으로 전망된다. 현재 가장 많이 활용되는 AI 스피커뿐만 아니라 무인화 시스템의 도입, 스마트안내판의 확대, 전기전자제품 내 음성인식 도입 등 활용성의 확대는 더 늘어날 것으로 전망된다. 일례로 삼성전자 AI솔루션 빅스비에 탑재되었다는 것은 활용성 확대를 반증하는 사례이다. 향후 빅스비가 가전제품에 탑재된다는 점을 고려하면 이러한 음성인식기술 적용 사례는 더 늘어날 개연성이 높다. 가전제품에서 그치는 것이 아니라 향후 IoT제품 영역이 확대될수록 음성인식제품의 활용은 더욱 늘어날 것으로 전망되며 스마트시티의 도입도 이러한 영역확대의 기로가 될 것으로 판단된다.

2019년은 이미 확보된 스피커 누구와 빅스비탑재에 따른 라이선스 매출 확대가 있을 것으로 전망되며 이외에도 음성/통역인식기기 도입에 따른 매출 확대가 이루어질 것으로 기대된다. 이에 내년 음성인식 관련 매출이 약 50억원 수준을 달성할 것으로 전망된다. 이후 음성인식 계약들의 채택 현황에 따라 매출은 더욱 확대될 개연성은 존재한다.

글로벌 음성인식 시장 규모 전망



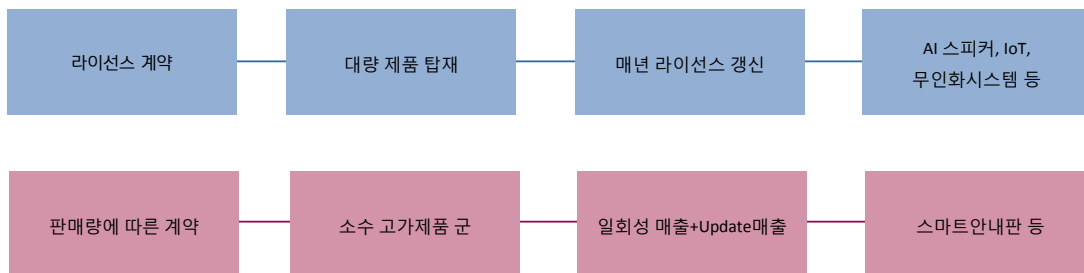
자료: Tractica, 키움증권

누구 스피커에 탑재



자료: SK텔레콤, 키움증권

형태별 음성인식제품의 판매 방식



자료: 키움증권 추정

>>> 장기 플랜: 스마트시티에 집적되는 노하우

스마트시티의 적용 확대는 새로운 도약 기회

앞서 말했던 오피스와 음성인식 시스템은 향후 한글과컴퓨터에서 장기플랜으로 여기고 있는 스마트시티 사업에 기초적으로 적용될 내용들이다. 동사가 포함된 아피아컨소시엄은 서울시에서 주도하는 스마트시티 사업지구에서의 경험을 바탕으로 향후 타 지역 및 해외진출을 계획하고 있다. 국내 스마트시티 도입 계획에 따르면 2022년까지 전국 80여개 지자체에 스마트시티 플랫폼을 보급해 도시안전망, IoT, AI, 자율주행 기능 등이 포함된 복합 신도시들이 들어설 것으로 전망된다. KISTI에 따르면 국내 스마트시티 관련시장은 2018년 95조원 규모에서 2021년 151조원까지 증가할 것으로 전망된다.

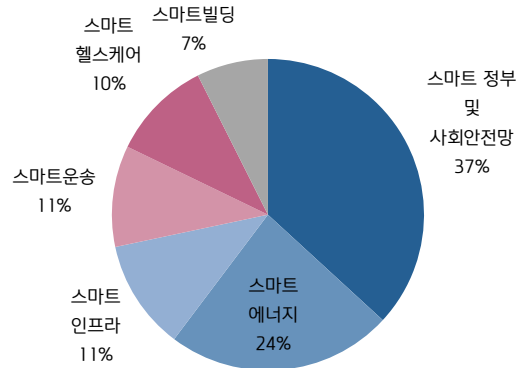
이 컨소시엄에서 동사는 음성인식, IoT, 자율주행, 로봇, 통합플랫폼 등 서비스의 일부분을 담당할 계획을 갖고 있다. 향후 연결로 포함될 한컴 MDS, 한글과컴퓨터 등을 통해 이러한 기술력들을 개발, 제휴하고 있다. 컨소시엄이 형성되었더라도 스마트시티 사업 자체가 이제 막 시작한 단계이기 때문에 경쟁력에 대하여 언급하긴 이르지만 서울시에서 주도하는 컨소시엄이기 때문에 지구에서 시행되는 스마트시티의 레퍼런스를 쌓을 수 있다는 강점을 보유하고 있어 향후 진행되는 수주에서 우위를 점할 가능성이 높다.

래리서치 한국 출하액에서 서진시스템 매출액 비중



자료: Lam research, 전자공시, 키움증권

스마트시티 구성요소 전망



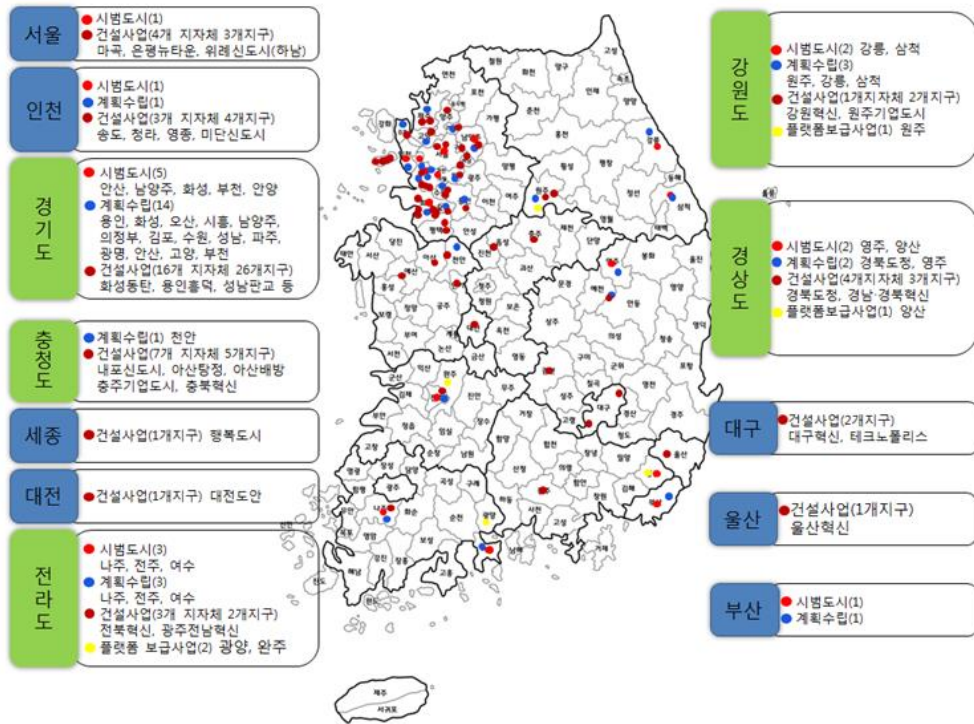
자료: Frost&sullivan, 전자공시, 키움증권

스마트시티를 준비하는 아피아 컨소시엄



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권

국내 스마트시티 도입 계획



자료: 국토부, 키움증권

>>> 산청의 점진적 실적 성장

예산 확대에 따른 점진적 성장 전망

한글과컴퓨터가 작년에 인수한 산청은 소방/군, 산업체를 대상으로 호흡기, 마스크, 보호복을 납품하는 회사이다. 소방청과 군에 납품하는 B2G 매출이 많은 부분을 차지하고 있어 수주 및 예산에 큰 영향을 받는다. 이에 따라 매출의 분기별 변동성이 높은 편인데 예산 집행이 적은 1Q가 가장 비수기이며 2Q와 4Q에 매출이 확대되는 특징을 나타내고 있다. 가장 매출비중이 높은 소방청의 경우 내년도 공무원 증원이 예상되기 때문에 관련된 장비와 관련된 매출도 늘어날 것으로 기대된다. 군 마스크와 산업용 제품은 큰 변동이 없을 것으로 예상되는 가운데 소방청의 인력확충예산이 단발에 그치지 않고 2022년까지 2만명을 충원한다는 계획에 따라 매년 점진적 성장세가 나타날 것으로 전망(최근 국회 예산에서 소방청 인력과 관련된 예산은 삭감을 고려하지 않고 있어 안정적 확대가 예상됨)된다. 이외 B2C 용 안전키트 판매가 있지만 자연재해가 나타날 경우를 제외하고는 개인용 안전장비 구매가 떨어지는 국내 특성상 큰 폭의 매출상승은 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

소방인원 확충 계획

주요지표	2017	2018. 1H	2022
소방공무원 1인당 담당인구수			
-소방공무원 정원 47,457명(2017)→49,539명(2018)	1,089명	1,045명	878명
전국 1인지역대 해소율	95.20%	96.60%	100%(2018년)
3교대 근무자 비율	97.70%	98.50%	100%
구급대원 1인당 담당인구수	5,326	5,021	4,439
구급차 3인 탑승 준수율	41.60%	44.10%	100%

자료: 소방청, 키움증권 추정

IV. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시

키움증권은 한글과컴퓨터에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 2019E EPS 1,102원에 Target multiple PER 18.6배를 적용했다.

Target multiple PER 18.6배는 과거 5개년 평균 PER에 20%할인 적용한 수치이다. 2013년부터 2016년까지 동사의 주가는 한컴오피스의 해외진출에 대한 기대치로 주가가 높게 형성되었으나 지속적인 해외성과 부진으로 기대치가 크게 감소하였고 이에 2017년부터 derating 구간에 진입하였다. 당사에서는 오피스의 해외진출을 통한 성장성 보다는 신성장동력이라고 할 수 있는 음성인식/통역 사업, 스마트시티에 대한 관심을 둘 필요가 있다고 판단한다. 아직까지 큰 매출이 발생하고 있지는 않지만 기술경쟁력을 갖추었다는 점에서 산업성장에 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대하고 있다. 향후 관련된 매출들이 크게 확대될 경우 Re-rating 구간에 진입할 수 있다고 판단된다. 아직까지 매출이 크지 않기 때문에 5개년 평균 PER대비 20%를 할인 적용한다.

산청에 대한 실적이 연결부분에 포함되어 있으나 관련된 배수 적용은 무리 없다고 판단된다. 방화복, 마스크 등을 다루는 글로벌 Peer들이 평균 PER 18.9배를 적용 받고 있기 때문이다. (Peer그룹: 영국 의 Avon Rubber, 독일의 Drägerwerk AG 등 5개업체)

600억원의 전환사채(기간: 2018.9.1~2023.8.30, 전환가: 18,500원)에 대한 우려가 존재하나 14%의 희석요인을 감안한다 하더라도 현재 주가에서 27.7%의 상승여력을 보유하고 있다.

Valuation

구분	적용값	비고
EPS		
① 예상 EPS (원)	1,102	2019년 예상
② Target PER (배)	18.6	2013~2017년 평균에 25%할인 적용
적정주가 (원)	20,537	①x②
목표주가 (원)	20,000	백단위 절삭
현재주가 (원)	13,700	
상승여력 (%)	46.0	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,012	1,341	2,118	2,147	2,289
매출원가	75	240	672	727	801
매출총이익	938	1,101	1,446	1,420	1,488
판매비및일반관리비	647	779	934	886	892
영업이익(보고)	290	323	512	534	596
영업이익(핵심)	290	323	512	534	596
영업외손익	-34	-69	-222	-210	-228
이자수익	7	8	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	7	5	0	0	0
이자비용	0	20	187	199	186
외환손실	5	17	0	0	0
관계기업지분법손익	5	1	6	10	11
투자및기타자산처분손익	0	-1	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-47	-14	0	0	0
기타	-1	-32	-40	-21	-54
법인세차감전이이익	257	254	290	324	368
법인세비용	104	50	45	65	77
유효법인세율 (%)	40.4%	19.8%	15.5%	20.0%	21.0%
당기순이익	153	204	245	260	291
지배주주지분순이익(억원)	149	201	240	254	287
EBITDA	376	413	619	642	695
현금순이익(Cash Earnings)	238	294	352	367	390
수정당기순이익	181	215	245	260	291
증감률(% , YoY)					
매출액	19.2	32.5	57.9	1.4	6.6
영업이익(보고)	4.0	11.2	58.6	4.3	11.6
영업이익(핵심)	4.0	11.2	58.6	4.3	11.6
EBITDA	6.4	9.9	49.9	3.7	8.3
지배주주지분 당기순이익	-37.9	35.0	19.3	6.0	12.9
EPS	-37.9	35.0	19.3	6.0	12.9
수정순이익	-13.8	18.9	14.2	5.7	12.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	204	459	232	469	406
당기순이익	153	204	245	260	291
감가상각비	11	20	20	20	20
무형자산상각비	75	70	87	88	80
외환손익	-3	12	0	0	0
자산처분손익	0	1	1	0	0
지분법손익	-5	-1	-6	-10	-11
영업활동자산부채 증감	-122	106	-115	111	27
기타	95	48	0	0	0
투자활동현금흐름	-97	-1,899	-40	-28	-38
투자자산의 처분	-28	-1,835	-14	-3	-13
유형자산의 처분	0	2	0	0	0
유형자산의 취득	-9	-19	-19	-19	-19
무형자산의 처분	-61	-48	0	0	0
기타	0	0	-6	-6	-6
재무활동현금흐름	-53	1,744	-70	-61	-49
단기차입금의 증가	3	391	0	0	0
장기차입금의 증가	18	1,398	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-87	-44	-64	-64	-64
기타	14	-1	-5	3	16
현금및현금성자산의순증가	60	301	123	380	319
기초현금및현금성자산	217	277	578	701	1,081
기말현금및현금성자산	277	578	701	1,081	1,400
Gross Cash Flow	326	353	347	357	378
Op Free Cash Flow	67	389	345	605	578

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	768	1,164	1,311	1,712	2,083
현금및현금성자산	277	578	701	1,081	1,400
유동금융자산	186	112	127	129	137
매출채권및유동채권	304	338	212	204	218
재고자산	2	136	271	298	328
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,518	4,153	4,153	4,084	4,039
장기매출채권및기타비유동채권	117	131	207	210	224
투자자산	716	735	741	752	767
유형자산	34	717	716	716	715
무형자산	553	2,493	2,405	2,317	2,238
기타비유동자산	98	78	83	89	95
자산총계	2,286	5,318	5,463	5,796	6,122
유동부채	272	990	963	1,088	1,131
매입채무및기타유동채무	146	302	307	429	458
단기차입금	0	407	407	407	407
유동성장기차입금	4	38	38	38	38
기타유동부채	123	244	212	215	229
비유동부채	152	2,079	2,071	2,083	2,141
장기매입채무및비유동채무	123	627	625	633	675
사채및장기차입금	14	934	934	934	934
기타비유동부채	15	518	513	516	532
부채총계	425	3,069	3,034	3,171	3,272
자본금	122	122	122	122	122
주식발행초과금	172	172	172	172	172
이익잉여금	1,116	1,274	1,461	1,661	1,894
기타자본	176	283	283	283	283
지배주주지분자본총계	1,586	1,851	2,038	2,238	2,471
비지배주주지분자본총계	276	398	392	386	380
자본총계	1,862	2,249	2,429	2,625	2,851
순차입금	-445	967	830	448	121
총차입금	18	1,658	1,658	1,658	1,658

투자지표

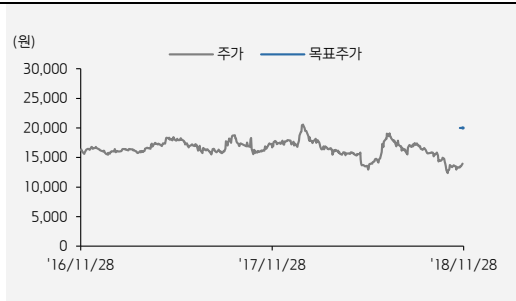
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	646	872	1,040	1,102	1,244
BPS	6,872	8,018	8,829	9,697	10,703
주당EBITDA	1,629	1,790	2,682	2,782	3,012
CFPS	1,033	1,273	1,525	1,592	1,688
DPS	200	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	25.6	20.6	13.2	12.4	11.0
PBR	2.4	2.2	1.6	1.4	1.3
PV/EBITDA	9.2	12.5	6.6	5.7	4.8
PCFR	16.0	14.1	9.0	8.6	8.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.7	24.1	24.2	24.9	26.0
영업이익률(핵심)	28.7	24.1	24.2	24.9	26.0
EBITDA margin	37.1	30.8	29.2	29.9	30.4
순이익률	15.1	15.2	11.6	12.1	12.7
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.9	10.5	10.3	10.6
투자자본이익률(ROIC)	43.4	34.9	32.8	38.7	52.7
안정성(%)					
부채비율	22.8	136.5	124.9	120.8	114.8
순차입금비율	-23.9	43.0	34.2	17.1	4.2
이자보상배율(배)	8,116.6	15.9	2.7	2.7	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	3.7	4.2	7.7	10.3	10.8
재고자산회전율	885.6	19.6	10.4	7.5	7.3
매입채무회전율	7.3	6.0	7.0	5.8	5.2

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한글과 컴퓨터 (030520)	2018/11/28	BUY(Initiate)	20,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%