



BUY(Maintain)

목표주가: 20,000원
주가(5/24): 12,550원
시가총액: 2,897억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/24)	690.03pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	19,100원	11,850원
등락률	-34.3%	5.9%
수익률	절대	상대
1M	-6.0%	3.2%
6M	-7.0%	-8.0%
1Y	-7.7%	17.6%

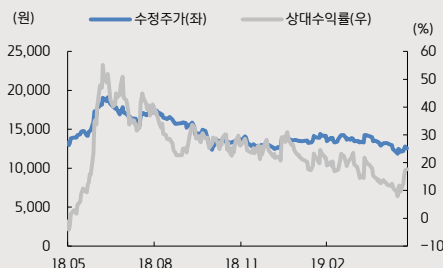
Company Data

발행주식수	23,082천주
일평균 거래량(3M)	131천주
외국인 지분율	15.2%
배당수익률(19E)	1.6%
BPS(19E)	9,461원
주요 주주	한컴시큐어 외 9인 27.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,212	2,158	3,575	3,851
영업이익	290	425	524	654
EBITDA	379	651	752	854
세전이익	230	20	565	496
순이익	204	108	423	382
지배주주지분순이익	202	65	256	231
EPS(원)	874	283	1,110	1,001
증감률(% YoY)	35.3	-67.7	292.5	-9.8
PER(배)	20.5	46.0	11.3	12.5
PBR(배)	2.24	1.51	1.33	1.23
EV/EBITDA(배)	15.1	7.0	5.9	5.0
영업이익률(%)	23.9	19.7	14.7	17.0
ROE(%)	11.7	3.4	12.3	10.2
순차입금비율(%)	52.2	16.0	8.7	0.7

Price Trend



한글과컴퓨터 (030520)

오피스의 점진적 성과 기대



한글과컴퓨터는 2019년 오피스의 해외성과에 힘입어 하반기로 진입함에 따라 실적이 개선될 것으로 전망됩니다. 산청은 추경여부에 따라 성과회복이 결정될 것을 판단되지만 오피스의 기존 국내 매출뿐만 아니라 클라우드형 매출이 확대됨에 따라 점진적인 성과확대가 기대됩니다. 음성통번역 등의 신규서비스는 기기판매 등으로 하반기부터 매출에 대한 기여도가 증가할 것으로 전망됩니다.

>>> 산청 우려는 오피스의 성장세가 메워줄 것으로 기대

한글과컴퓨터의 1Q실적은 매출액 719억원(QoQ +2.6%), 영업이익 55억원(QoQ -51.1%)을 기록하였다. 작년 12월부터 한컴MDS가 연결실적에 반영되면서 1Q에 온기 반영됨에 따라 매출이 최고치를 기록하였다. 부문별로는 오피스의 경우 작년1Q대비 안정적 성과를 기록하였으나 산청부문이 방독면사업 부문의 예산집행 정지로 매출 및 이익(-20억원)이 크게 감소하였다. 한컴MDS도 자회사의 손실로 이익이 감소함에 따라 영업이익(한컴+한컴MDS)은 전년동기대비 부진한 모습을 기록하였다.

산청의 경우 예산집행정지에 따른 매출감소가 예상된다. 현재 기존 매출의 15~20%수준이 될 것으로 전망된다. 다만, 방독면사업의 이익기여도가 낮았다는 점에서 전체이익의 훼손은 일부에 그칠 것으로 전망된다. 만약 추가예산 편성이 집행된다면 정지된 예산이 다시 집행될 가능성이 있다.

오피스의 성장세가 산청의 감소부분을 메워줄 것으로 기대된다. 작년 AWS워크독스에 이어 올해 러시아의 대표 포털업체인 Mail.ru와 클라우드용 오피스 계약을 진행하였다. 솔루션계약으로 매출기여가 초기에는 낮을 것으로 예상되지만 러시아 내 사용자가 확대된다면 내년부터는 의미 있는 성과확대가 예상된다. 더불어서 AWS워크독스도 하반기 프로모션을 통한 서비스확대가 기대되기 때문에 점진적 성과가 나타날 것으로 기대된다.

>>> 음성인식기기의 판매가 성장의 주요 관건

상반기에는 중국의 iFLYTEK과 함께 JV를 설립함에 따라 3Q부터는 본격적인 음성인식기기 판매사업이 진행될 것으로 전망된다. 음성인식기기 판매는 2가지로 총 진행된다. JV가 중심이 되어 판매하는 컨퍼런스 번역기기(지니비즈)와 한컴이 중심이 되는 휴대용 통번역기기(지니톡고)로 판매가 이루어진다. 두 제품은 현재 판매전 단계로 동사의 B2G, B2B 판매망을 통한 영업이 이루어질 경우 빠르게 판매량이 늘어날 가능성이 높다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 20,000원 유지

한글과컴퓨터 실적전망 Table (단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	350	596	511	701	719	970	861	1,025	2,158	3,575	3,851
YoY %	30.9%	107.3%	96.0%	33.4%	105.2%	62.9%	68.5%	46.3%	60.9%	65.7%	7.7%
QoQ %	-33.3%	70.0%	-14.2%	37.1%	2.6%	35.0%	-11.2%	19.0%			
한컴(별도)	226	263	226	252	227	272	248	286	967	1,033	1,088
산청	124	296	245	326	77	251	208	277	990	813	928
한컴MDS(별도)				99	264	296	279	305	99	1,144	1,205
기타	1	37	40	24	151	151	126	157	102	585	630
영업비용	314	432	399	588	664	789	743	855	1,733	3,051	3,197
YoY %	81.1%	130.7%	115.3%	24.5%	111.1%	82.8%	86.5%	45.4%	70.2%	76.1%	4.8%
QoQ %	-33.5%	37.3%	-7.7%	47.5%	12.8%	19.0%	-5.8%	15.0%			
영업이익	36	164	113	113	55	181	118	170	425	524	654
YoY %	-61.8%	63.5%	48.6%	112.6%	53.5%	10.6%	4.6%	50.9%	31.6%	23.3%	24.9%
QoQ %	-32.2%	356.3%	-31.2%	-0.1%	-51.1%	228.6%	-34.9%	44.2%			
영업이익률 %	10.2%	27.5%	22.0%	16.1%	7.7%	18.7%	13.7%	16.6%	19.7%	14.7%	17.0%

자료: 전자공시, 키움증권 추정

러시아 포탈업체 Mail.ru와 클라우드용 오피스 계약



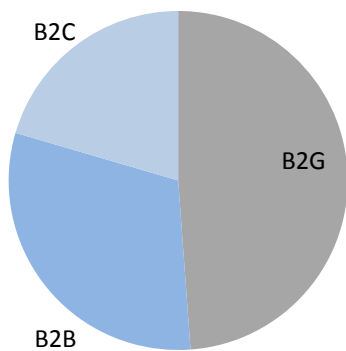
자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 리서치센터

지니톡고+지니비즈



자료: 한글과컴퓨터, 키움증권 리서치센터

1Q 한컴오피스 부문별 판매 비중(추정치)



자료: 키움증권 리서치센터 추정

예산집행이 정지된 K5방독면



자료: 산청, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,212	2,158	3,575	3,851	4,230
매출원가	224	812	1,609	1,733	1,904
매출총이익	988	1,345	1,966	2,118	2,327
판매비	698	921	1,442	1,464	1,512
영업이익	290	425	524	654	815
EBITDA	379	651	752	854	990
영업외손익	-60	-405	41	-158	-156
이자수익	8	7	8	9	11
이자비용	20	118	118	118	118
외환관련이익	4	10	8	8	8
외환관련손실	6	12	5	5	5
종속 및 관계기업손익	1	-182	195	0	0
기타	-47	-110	-47	-52	-52
법인세차감전이익	230	20	565	496	659
법인세비용	52	47	141	114	152
계속사업순이익	178	-27	423	382	507
당기순이익	204	108	423	382	507
지배주주순이익	202	65	256	231	307
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.7	78.1	65.7	7.7	9.8
영업이익 증감율	-0.1	46.6	23.3	24.8	24.6
EBITDA 증감율	0.8	71.8	15.5	13.6	15.9
지배주주순이익 증감율	35.5	-67.8	293.8	-9.8	32.9
EPS 증감율	35.3	-67.7	292.5	-9.8	32.8
매출총이익율(%)	81.5	62.3	55.0	55.0	55.0
영업이익률(%)	23.9	19.7	14.7	17.0	19.3
EBITDA Margin(%)	31.3	30.2	21.0	22.2	23.4
지배주주순이익률(%)	16.7	3.0	7.2	6.0	7.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,206	2,325	3,099	3,511	4,040
현금 및 현금성자산	583	695	796	999	1,302
단기금융자산	112	593	682	750	787
매출채권 및 기타채권	277	581	930	1,001	1,100
재고자산	195	376	572	616	677
기타유동자산	151	673	801	895	961
비유동자산	4,252	4,143	3,960	3,950	3,965
투자자산	727	385	429	619	809
유형자산	701	867	791	727	673
무형자산	2,597	2,554	2,402	2,266	2,145
기타비유동자산	227	337	338	338	338
자산총계	5,458	6,468	7,059	7,461	8,005
유동부채	1,000	1,001	1,229	1,309	1,406
매입채무 및 기타채무	216	435	662	743	839
단기금융부채	657	392	392	392	392
기타유동부채	127	174	175	174	175
비유동부채	2,209	2,434	2,434	2,434	2,434
장기금융부채	1,214	1,381	1,381	1,381	1,381
기타비유동부채	995	1,053	1,053	1,053	1,053
부채총계	3,208	3,435	3,663	3,743	3,840
지배지분	1,851	1,988	2,184	2,355	2,601
자본금	122	122	122	122	122
자본잉여금	604	748	748	748	748
기타자본	-130	-129	-129	-129	-129
기타포괄손익누계액	-20	-7	-24	-41	-57
이익잉여금	1,275	1,254	1,467	1,654	1,917
비지배지분	398	1,045	1,212	1,363	1,563
자본총계	2,250	3,033	3,396	3,717	4,164

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	426	605	148	570	639
당기순이익	204	108	423	382	507
비현금항목의 가감	216	635	332	470	481
유형자산감가상각비	20	67	76	64	54
무형자산감가상각비	69	159	152	136	121
지분법평가손익	-6	-190	-202	-7	-7
기타	133	599	306	277	313
영업활동자산부채증감	71	-96	-357	-60	-91
매출채권및기타채권의감소	37	-72	-348	-72	-99
재고자산의감소	12	-20	-196	-44	-61
매입채무및기타채무의증가	-5	19	228	80	97
기타	27	-23	-41	-24	-28
기타현금흐름	-65	-42	-250	-222	-258
투자활동 현금흐름	-1,860	-500	45	-275	-244
유형자산의 취득	-19	-129	0	0	0
유형자산의 처분	2	2	0	0	0
무형자산의 순취득	-48	-36	0	0	0
투자자산의감소(증가)	16	159	150	-190	-190
단기금융자산의감소(증가)	74	-480	-89	-68	-37
기타	-1,885	-16	-16	-17	-17
재무활동 현금흐름	1,742	19	179	179	179
차입금의 증가(감소)	1,387	-139	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-44	-66	-44	-44	-44
기타	399	224	223	223	223
기타현금흐름	-2	-11	-271	-271	-271.31
현금 및 현금성자산의 순증가	306	112	101	203	303
기초현금 및 현금성자산	277	583	695	796	999
기말현금 및 현금성자산	583	695	796	999	1,302

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	874	283	1,110	1,001	1,330
BPS	8,021	8,613	9,461	10,201	11,269
CFPS	1,819	3,218	3,272	3,691	4,281
DPS	300	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	20.5	46.0	11.3	12.5	9.4
PER(최고)	21.9	73.9	13.2		
PER(최저)	17.6	42.3	10.5		
PBR	2.24	1.51	1.33	1.23	1.11
PBR(최고)	2.39	2.43	1.55		
PBR(최저)	1.91	1.39	1.23		
PSR	3.42	1.39	0.81	0.75	0.68
PCFR	9.9	4.0	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA	15.1	7.0	5.9	5.0	4.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	32.1	40.5	10.3	11.4	8.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
ROA	5.3	1.8	6.3	5.3	6.6
ROE	11.7	3.4	12.3	10.2	12.4
ROIC	28.5	-16.7	10.0	12.8	16.5
매출채권회전율	4.4	5.0	4.7	4.0	4.0
재고자산회전율	12.3	7.6	7.5	6.5	6.5
부채비율	142.6	113.3	107.9	100.7	92.2
순차입금비율	52.2	16.0	8.7	0.7	-7.6
이자보상배율	14.3	3.6	4.5	5.6	6.9
총차입금	1,870	1,774	1,774	1,774	1,774
순차입금	1,175	486	296	25	-316
NOPLAT	379	651	752	854	990
FCF	694	-647	264	643	711

Compliance Notice

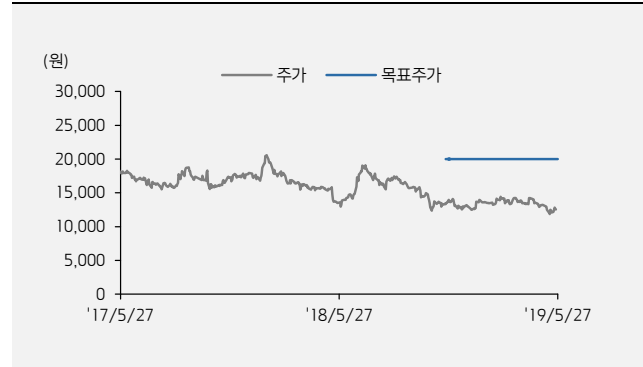
- 당사는 5월 24일 현재 '한글과컴퓨터 (030520)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한글과 컴퓨터 (030520)	2018/11/28	BUY(Initiation)	20,000원	6개월	-33.14	-28.00
	2019/05/27	BUY(Maintain)	20,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%