

NHN(035420)

매수(유지) / TP: 330,000원(유지)

주가(9/3, 원)	260,000
시가총액(십억원)	12,513
발행주식수(백만)	48
52주 최고/최저(원)	277,000/202,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	46,927
유동주식비율(%)	82.1
외국인지분율(%)	58.6

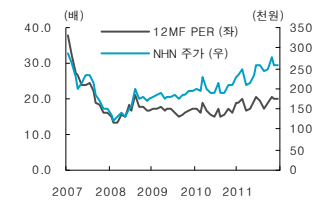
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	1,785	590	603	473	10,553	13.6	684	21.5	14.1	5.6	41.0
2011A	2,121	620	632	450	10,134	(4.0)	709	20.8	11.9	4.2	31.0
2012F	2,377	633	670	503	11,428	12.8	745	22.8	14.5	4.4	28.5
2013F	2,806	839	881	660	15,015	31.4	963	17.3	10.9	3.6	29.2
2014F	3,227	963	1,022	766	17,425	16.1	1,088	14.9	9.0	3.0	26.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.1)	9.5	23.5
상대주가(%p)	(8.6)	15.5	21.1

12MF PER 추이



자율 규제로 리스크 줄이고, 신규 수익원 발굴로 고성장 예상

‘매수’의견과 목표주가 33만원 유지: NHN에 대한 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 33만원(12개월 forward EPS 13,521원에 목표 PER 23.7배 적용)을 유지한다. 근거는 다음 두가지다. 1) 높은 검색 점유율이 PC뿐만 아니라 모바일에서도 확고하게 유지되고 있으며, 모바일 인스턴트 메신저인 ‘라인(LINE)’의 일본 등 해외시장에서 폭발적인 인기로 확실한 중장기 성장원을 확보했다. 2) 위닝일레븐 온라인 등 신규 대작 게임들의 출시로 웹보드게임 매출 감소로 부진했던 게임 부분 실적이 2012년 4분기부터 회복될 전망이다.

웹보드게임 매출 감소로 규제 리스크 축소: NHN의 국내 웹보드게임 매출이 연결기준 온라인 게임 매출에서 차지하는 비중이 2010년 1분기 63%에서 2012년 2분기 52%로 축소됐고, 분기 매출도 1천억원대에서 700억원대 초반으로 감소했다. 웹보드게임의 사행성 이슈로 정부의 규제와 그린게임 캠페인 등 NHN의 자율적인 노력의 결과다. NHN은 웹보드게임 매출 감소를 퍼블리싱 강화, 해외 시장 성과 확대, 모바일 게임 출시 등으로 만회하려고 했으나 가시적인 성과를 내지 못했다. 그러나, 금년 4분기부터 위닝일레븐 온라인, 메트로컨플릭트, 킹덤언더파이어2 등 신작들의 출시가 이어져 게임 매출이 회복될 것으로 예상된다.

인터넷 포털도 시장 지배적 사업자 지정 추진 등으로 다수의 규제를 시도했으나: 2008~2009년에는 정부 여당 등이 인터넷 포털을 언론 중재법과 신문법 등의 개정을 통해 규제하려고 했다. 2008년 5월에 공정거래위원회가 NHN에 대해 시장지배적 지위 남용행위에 대한 시정명령을 부과했으나 2009년 10월 고등법원은 시장지배적 사업자 지정 및 시정 조치가 부당하다고 판결했다. 2011년 11월말 방송통신위원회는 경쟁상황 평가를 기간통신사업에서 주요 부가통신사업으로 확대를 추진하기로 했다고 밝혔다. 인터넷 포털은 전기통신사업법 상 부가통신사업자에 해당한다. 방통위는 ‘인터넷 포털의 경우에도 지배적 사업자의 이용자 이익 저해행위, 온라인 광고 시장에서의 지배력 행사 가능성을 배제할 수 없으므로 경쟁상황 평가를 확대할 필요’가 있고, ‘네이버는 온라인 검색광고 시장에서 매출액 점유율 71%로 시장 지배력을 보유’한 것으로 언급해 NHN이 시장 지배적 사업자로 지정될 수 있다는 리스크가 부각되기도 했다. 검색 점유율과 검색광고 단가 등이 이용자와 광고주들에 의해 자율적으로 결정되기 때문에 사업자가 부당하게 지위를 남용할 여지가 적다.

모바일 검색 광고와 라인은 확실한 중장기 성장원: 스마트폰 보급 확대로 모바일 인터넷 이용이 급증하고 있다. 모바일에서도 NHN의 높은 검색점유율이 확고하게 유지되고 있으며, 모바일 검색 광고 매출액도 빠르게 증가하고 있다. 라인의 가입자가 일본 등 해외에서의 인기로 5,900만명으로 증가했다. 라인의 스티커 판매, 공식계정, 채널을 통한 콘텐츠 매출 등의 수익모델의 성과가 확대되고 있다. 모바일 광고 시장의 성장과 라인의 해외 시장에서의 성과는 NHN의 확실한 중장기 성장원이 될 전망이다.

홍종길 3276-6168
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,126	1,431	1,395	1,797	2,487
현금성자산	555	466	392	730	1,355
매출채권및기타채권	193	237	266	314	361
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	841	942	1,277	1,573	1,685
투자자산	256	304	216	347	361
유형자산	332	384	514	594	614
무형자산	154	139	190	224	258
자산총계	1,967	2,373	2,672	3,371	4,172
유동부채	399	533	573	645	721
매입채무및기타채무	212	277	311	367	422
단기차입금및단기사채	32	74	74	74	74
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	246	262	148	148	148
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	191	147	147	147	147
부채총계	645	795	721	793	869
지배주주지분	1,324	1,578	1,951	2,578	3,303
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	194	195	195	195	195
자본조정	(671)	(841)	(942)	(942)	(942)
이익잉여금	1,765	2,171	2,645	3,272	3,997
비지배주주지분	(2)	0	0	0	0
자본총계	1,322	1,578	1,951	2,578	3,304

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	534	418	486	764	875
당기순이익	469	452	503	660	766
유형자산감가상각비	79	70	87	95	92
무형자산상각비	14	18	25	29	34
자산부채변동	(79)	(169)	(14)	(16)	(12)
기타	51	47	(115)	(4)	(5)
투자활동현금흐름	(459)	(318)	(435)	(398)	(216)
유형자산투자	(124)	(122)	(217)	(175)	(112)
유형자산매각	6	1	0	0	0
투자자산순증	(297)	(168)	93	(127)	(8)
무형자산순증	(50)	(8)	(76)	(63)	(67)
기타	6	(21)	(235)	(33)	(29)
재무활동현금흐름	(28)	(189)	(124)	(28)	(34)
자본의증가	58	13	0	0	0
차입금의순증	95	(7)	0	0	0
배당금지급	0	0	(24)	(28)	(34)
기타	(181)	(195)	(100)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	47	(89)	(74)	337	626

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,785	2,121	2,377	2,806	3,227
매출총이익	1,785	2,121	2,377	2,806	3,227
판매관리비	1,169	1,465	1,689	1,912	2,209
기타영업손익	(26)	(36)	(55)	(55)	(56)
영업이익	590	620	633	839	963
금융수익	28	64	59	63	81
이자수익	23	33	39	43	61
금융비용	19	52	27	27	27
이자비용	8	12	12	12	12
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	4	1	5	5	5
세전계속사업이익	603	632	670	881	1,022
법인세비용	155	180	168	220	255
연결당기순이익	469	452	503	660	766
지배주주지분순이익	473	450	503	660	766
기타포괄이익	(3)	(14)	0	0	0
총포괄이익	465	438	503	660	766
지배주주지분포괄이익	470	436	503	660	766
EBITDA	684	709	745	963	1,088

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	10,553	10,134	11,428	15,015	17,425
BPS	40,696	49,703	59,558	72,574	87,652
DPS	0	536	643	772	926
성장성(% , YoY)					
매출증가율	11.7	18.8	12.1	18.0	15.0
영업이익증가율	2.0	5.1	2.0	32.5	14.8
순이익증가율	12.4	(4.9)	11.7	31.4	16.1
EPS증가율	13.6	(4.0)	12.8	31.4	16.1
EBITDA증가율	5.4	3.7	5.2	29.2	13.0
수익성(%)					
영업이익률	33.1	29.2	26.6	29.9	29.8
순이익률	26.5	21.2	21.1	23.5	23.7
EBITDA Margin	38.3	33.4	31.3	34.3	33.7
ROA	26.3	20.8	19.9	21.9	20.3
ROE	41.0	31.0	28.5	29.2	26.1
배당수익률	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	(650)	(886)	(812)	(1,149)	(1,775)
차입금/자본총계비율(%)	17.0	14.1	11.4	8.6	6.7
Valuation(X)					
PER	21.5	20.8	22.8	17.3	14.9
PBR	5.6	4.2	4.4	3.6	3.0
PSR	6.1	4.8	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	14.1	11.9	14.5	10.9	9.0

■ Compliance notice

- 당사는 2012년 9월 6일 현재 현대산업, 대우건설, SK텔레콤, 삼성증권, NHN, 엔씨소프트, 삼성화재, 동아제약, 녹십자, 농심, 이마트 종목의 발행 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2012년 9월 6일 현재 삼성화재 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 SK텔레콤, 삼성증권, NHN, 엔씨소프트, 삼성화재 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중 축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중 확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중 축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.