

Earnings preview

Korea / Internet Services & Content

9 January 2013

BUY

목표주가

360,000 원

현재주가 (8 Jan 2013)

237,000 원

Upside/downside (%)

51.9

KOSPI

1997.94

시가총액 (십억원)

11,406

52 주 최저/최고

208,000 - 292,500

일평균거래대금 (십억원)

69.8

외국인 지분율 (%)

53.4

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E	Dec-15E
매출액 (십억원)	2,378	2,757	3,201	3,233
영업이익 (십억원)	637.2	835.3	1,064.3	1,054.7
당기순이익 (십억원)	514.9	672.9	849.5	843.8
EPS (원)	10,663	13,712	17,311	17,194
EPS 성장률 (%)	14.0	28.6	26.2	(0.7)
P/E (x)	21.3	17.3	13.7	13.8
P/B (x)	5.3	4.2	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	13.1	10.0	7.4	6.8
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (원)	600	700	800	800
ROE (%)	28.1	27.6	26.7	21.0

Performance

KRW

Price(LHS)

Rel. to KOSPI(RHS)

279,500

259,500

239,500

219,500

199,500

124%

114%

104%

94%

84%

Jan-12

Apr-12

Jul-12

Oct-12

Performance

1M

3M

12M

절대수익률 (%)

(0.4)

(14.8)

9.5

KOSPI 대비 상대수익률 (%)

(2.5)

(15.6)

1.1

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

NHN (035420 KS)

2013 년 Top Pick

NHN에 대한 목표주가 360,000 원, 투자 의견 BUY를 유지하며, 인터넷/게임 업종 Top Pick의 견을 유지함. 이는 국내 광고 시장의 부진과 게임 사업의 마이너스 성장에도 불구하고 동사가 지난 2012년 4/4분기에도 안정적인 성장성이 유지된 것으로 판단되기 때문임. 2013년에도 국내 광고 시장의 성장성 둔화가 지속될 것으로 보이며, 고평류 등 웹게임 규제 가능성이 높음. 그러나 동사는 일본 네이버재팬의 상용화와 함께 '라인'을 통한 신규 모바일게임 출시 그리고 온라인게임 퍼블리싱을 통해 높은 성장성이 유지될 것으로 기대됨. 동사의 '라인' 가입자는 2013년 1월 초에 1억명에 달할 것으로 보이며, 최근에는 스페인, 태국 등에서 신규 가입자가 크게 증가하고 있음. 국내 유선 시장을 선점한 네이버와 글로벌 모바일 플랫폼으로 확대되고 있는 '라인'의 높은 시장 지배력은 더욱 확대될 것으로 보임. 특히 2013년 글로벌 경기의 불확실성과 최근 확대되고 있는 환율 리스크 등 글로벌 경기 지표로부터 자유롭다는 점에서 동사의 사업안정성이 높음.

2012년 4/4분기에도 안정적으로 성장

동사의 2012년 4/4분기 매출액 및 영업이익은 각각 6,407억원(YoY +11.8%, QoQ +8.1%), 1,692억원(YoY +12.3%, QoQ +8.0%)에 달할 것으로 추정됨. 이는 시장 기대치(블룸버그 기준, 매출액: 6,382억원, 영업이익 1,746억원)와 비슷한 수준임. 이처럼 동사가 지난 4/4분기에도 안정적인 성장을 보인 것으로 기대되는 것은 웹보드 게임의 부진에도 불구하고 온라인광고 부분에서의 높은 성장성이 유지되고 있기 때문임. 동사의 4/4분기 온라인게임 매출액은 일본에서의 '테라' 등 퍼블리싱 게임들의 성장에도 불구하고 국내 웹보드 규제 등의 영향으로 전년 동기 대비 7.8% 감소한 1,514억원에 달한 것으로 보임. 그러나 검색광고와 디스플레이 광고는 동기간 각각 9.1%, 13.1% 성장한 3,172억원, 1,011억원에 달한 것으로 보임. 이는 대선 효과와 함께 지난 2012년 3/4분기부터 일본 네이버재팬의 광고 매출액이 신규로 발생하고 있기 때문임. 특히 동사의 기타 매출액은 동기간 147%의 성장한 710억원으로 전망됨. 이는 일본 '라인'의 가입자 증가와 모바일게임 출시 등으로 매출이 큰 폭으로 증가하고 있기 때문임. 동사의 기타 매출액은 '라인', 부동산, IT 서비스 등이며, 이중 '라인' 관련 매출액이 전체의 38% 수준에 달한 것으로 추정됨.

2013년 1월 초 '라인' 가입자 1억명 도달할 전망

동사 '라인'의 고성장은 2013년에 더욱 부각될 것으로 보임. '라인'의 가입자는 2012년말 9,400만명에 달한 것으로 추정됨. '라인'의 일평균 신규 가입자가 20 ~ 25만명이었으나, 최근에는 40만명 수준으로 확대되었음. 또한 일본, 대만, 홍콩 중심의 가입자에서 최근에는 스페인, 태국 등으로 가입자가 확대되고 있음. 이러한 점을 고려하면 2013년 1월 초에 누계 가입자는 1억명에 도달할 것으로 보이며, 2013년말에는 2억명도 가능해 보임. 특히 '라인'의 매출액도 본격화되고 있음. '라인'은 지난 2012년 5월부터 스템프 등의 매출이 발생하기 시작했으며, 11월부터는 모바일게임 매출도 본격화되고 있음. 이에 따라 '라인'의 3/4분기 매출액은 100억원(8억엔)을 상회했으며, 4/4분기에는 전분기 대비 2배 이상 증가한 275억원에 달한 것으로 기대됨. 동사는 '라인'을 통해 11월 '라인팝'(자체개발), '카툰워즈' (게임빌), '홈배트'(컴투스), '파타포코 애니멀'(트리노드) 등 모바일게임을 일본에서 출시했으며, 12월에도 3개의 신규게임을 추가로 서비스함. 따라서 '라인'을 통한 모바일게임 서비스는 누계로 10개에 달하고 있으며, 향후 매월 5~6개의 모바일게임을 신규로 출시할 예정임. 동사의 라인팝의 일 매출액은 이미 3억원을 상회하고 있으며, 일본의 시장 규모를 고려할 경우 향후 모바일게임 매출액은 지속적으로 확대될 것으로 기대됨.

2013년 매출액 및 영업이익의 전년대비 각각 16.0%, 31.1% 증가 전망

동사의 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 16.0%, 31.1% 증가한 2조 7,574 억원, 8,353 억원에 달할 것으로 전망됨. 이는 동사가 경기부진에 따른 국내 광고 시장의 성장성 둔화에도 불구하고 해외시장 및 모바일 시장에서 신규 모멘텀이 발생하고 있기 때문임. 또한 동사의 게임 매출액도 2013년에 소폭의 플러스 성장이 기대됨. 이는 국내 웹보드 게임 매출이 당분간 감소할 것으로 보이나, 국내 및 해외 퍼블리싱 게임들의 높은 성장이 예상되기 때문임. 동사는 이미 지난 12월 27일에 '위닝일레븐 온라인'의 오픈베타 서비스를 시작했으며, 2013년 1/4 분기에는 '던전스트라이커', '메트로컨플릭트' 등을 출시할 예정임. 특히 '라인'을 통한 모바일게임 출시가 본격화되면서 해외 매출액은 대폭 확대될 것으로 기대됨.

Figure 1 NHN의 4/4분기 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(십억원, %, ppt)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	QoQ	YoY
매출액	573.1	572.9	572.1	592.5	640.7	8.1	11.8
(검색광고)	290.8	295.4	301.3	294.6	317.2	7.7	9.1
(디스플레이광고)	89.4	77.2	86.7	88.0	101.1	14.9	13.1
(게임)	164.2	164.1	140.0	155.5	151.4	(2.6)	(7.8)
(기타)	28.7	36.2	44.1	54.4	71.0	30.4	147.0
영업이익	150.7	161.7	149.5	156.6	169.2	8.0	12.3
순이익	113.3	135.8	114.2	126.8	138.1	8.9	22.0
영업이익률	26.3	28.2	26.1	26.4	26.4	(0.0)	0.1
순이익률	19.8	23.7	20.0	21.4	21.6	0.2	1.8

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

주: 위의 영업이익은 조정 전 기타수익 및 기타비용을 영업이익 상단에 적용한 수치임

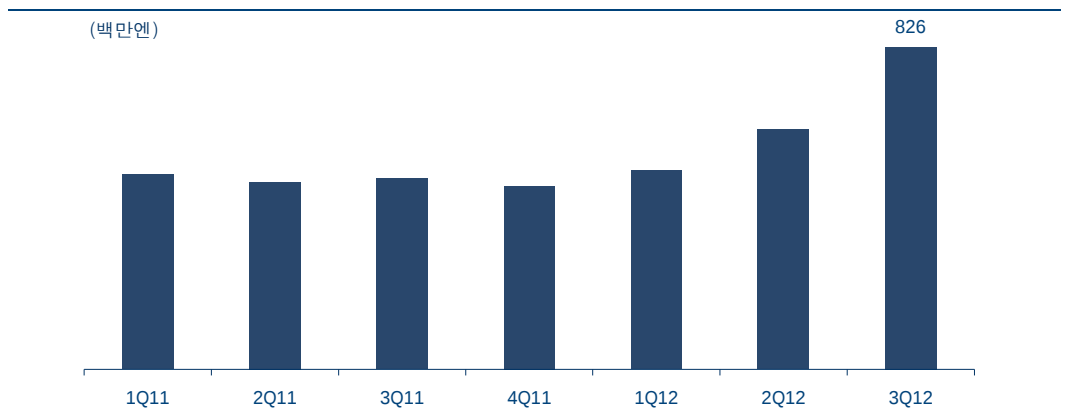
Figure 2 NHN의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

	영업실적 전망				증가율		
(십억원, %, ppt)	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
매출액	2,121.3	2,378.1	2,757.4	3,200.7	12.1	16.0	16.1
(검색광고)	1,081.8	1,208.4	1,335.7	1,504.3	11.7	10.5	12.6
(디스플레이광고)	298.7	353.0	397.7	445.6	18.2	12.7	12.1
(게임)	640.7	611.0	629.3	718.6	(4.6)	3.0	14.2
(기타)	100.2	205.6	394.8	532.2	105.2	92.0	34.8
영업이익	620.4	637.2	835.3	1,064.3	2.7	31.1	27.4
순이익	452.1	514.9	672.9	849.5	13.9	30.7	26.2
영업이익률	29.2	26.8	30.3	33.3	(2.5)	3.5	3.0
순이익률	21.3	21.7	24.4	26.5	0.3	2.8	2.1

자료: NHN, 보도자료, 미래에셋증권 리서치센터

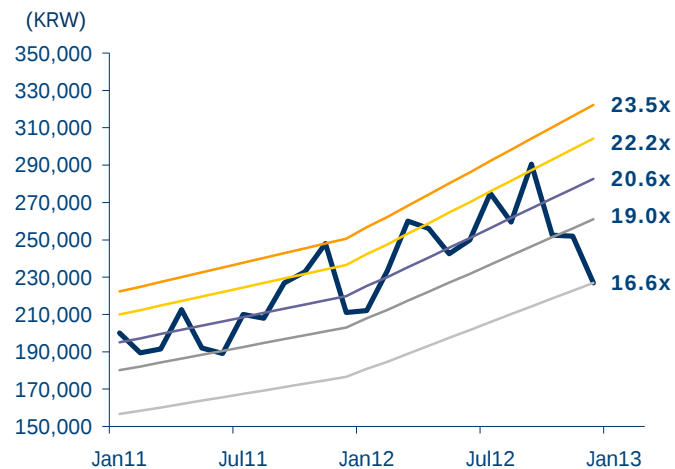
주: 위의 영업이익은 조정 전 기타수익 및 기타비용을 영업이익 상단에 적용한 수치임

Figure 3 NHN의 분기별 일본 디스플레이광고 매출 추이



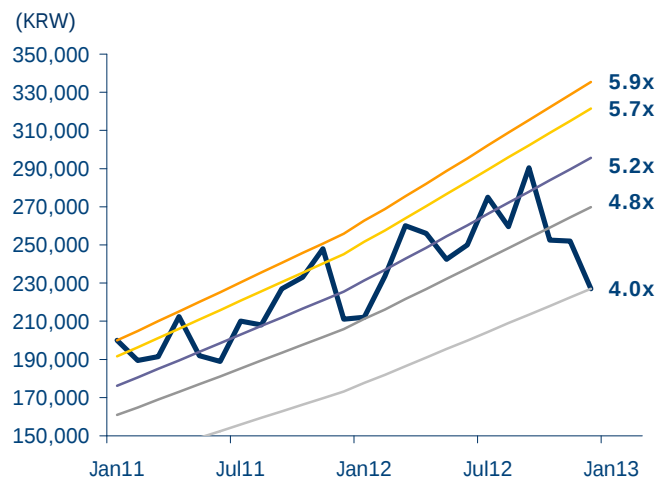
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 NHN 의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 NHN 의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	2,378	2,757	3,201	3,233
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,378	2,757	3,201	3,233
판매비와관리비	(1,706)	(1,922)	(2,136)	(2,178)
영업이익 (조정)	672	835	1,064	1,055
영업이익	637	835	1,064	1,055
순이자손익	35	41	49	51
지분법손익	6	1	1	1
기타	11	27	27	28
세전계속사업손익	689	904	1,142	1,134
법인세비용	(174)	(232)	(292)	(290)
당기순이익	515	673	849	844
당기순이익 (지배주주지분)	513	660	833	828
EPS (원)	10,663	13,712	17,311	17,194
EPS (지배주주지분, 원)	10,663	13,712	17,311	17,194

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	12.1	16.0	16.1	1.0
매출총이익 증가율	12.1	16.0	16.1	1.0
영업이익 증가율	2.7	31.1	27.4	(0.9)
당기순이익 증가율	14.0	28.6	26.2	(0.7)
EPS 증가율	14.0	28.6	26.2	(0.7)
매출총이익율	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	26.8	30.3	33.3	32.6
당기순이익률	21.6	23.9	26.0	25.6

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	606	793	985	1,016
당기순이익	515	673	849	844
유무형자산상각비	106	134	151	167
기타	33	5	5	5
운전자본증감	(48)	(19)	(21)	1
투자현금	(705)	(283)	(311)	(316)
자본적지출	(216)	(159)	(185)	(186)
기타	(489)	(124)	(127)	(129)
재무현금	159	(29)	(34)	(39)
배당금	(24)	(29)	(34)	(39)
자본의증가 (감소)	4	-	-	-
부채의증가 (감소)	174	-	-	-
기초현금	466	527	1,008	1,648
기말현금	527	1,008	1,648	2,310

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	1,919	2,486	3,217	3,930
현금및현금성자산	527	1,008	1,648	2,310
단기금융자산	1,055	1,097	1,142	1,188
매출채권	242	284	330	333
재고자산	-	-	-	-
기타유동자산	95	96	97	98
비유동자산	1,133	1,240	1,356	1,460
유형자산	513	560	622	674
투자자산	307	320	333	346
기타비유동자산	313	360	402	440
자산총계	3,052	3,726	4,573	5,390
유동부채	613	637	663	668
매입채무	119	140	162	164
단기금융부채	163	163	163	163
기타유동부채	331	334	338	341
비유동부채	362	368	374	380
장기금융부채	224	224	224	224
기타비유동부채	138	144	150	156
부채총계	975	1,005	1,037	1,048
지배주주지분	2,072	2,716	3,532	4,337
비지배주주지분	4	4	4	4
자본총계	2,077	2,721	3,536	4,342
BVPS (원)	43,056	56,438	73,389	90,120

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	28.1	27.6	26.7	21.0
총자산이익률 (%)	19.0	19.9	20.5	16.9
재고자산 보유기간 (일)	-	-	-	-
매출채권 회수기간 (일)	36.2	34.9	35.0	37.5
매입채무 결제기간 (일)	-	-	-	-
순차입금/자기자본 (%)	(57.6)	(63.2)	(67.9)	(71.7)
이자보상배율 (x)	(18.0)	(20.3)	(21.6)	(20.7)

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

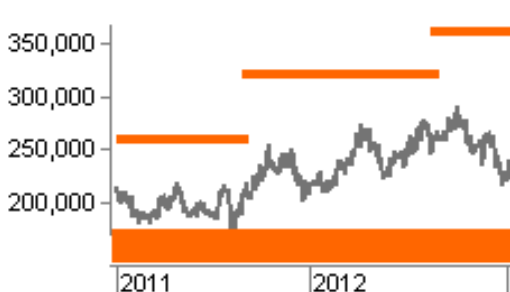
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성자 : 정우철, 우윤철

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
----	-----	----	-----------	----	-----	-----	-----------	---------	---------	--------

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend		■ Stock Price ■ Target Price		NHN (035420 KS)		
■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce				Date	Recommendation	12m target price
				2009-06-05	BUY	260,000
				2009-08-16	BUY	260,000
				2009-09-14	BUY	260,000
				2009-11-18	BUY	260,000
				2010-01-08	BUY	260,000
				2010-03-22	BUY	260,000
				2010-04-12	BUY	260,000
				2010-05-09	BUY	260,000
				2010-10-19	BUY	260,000
				2010-11-09	BUY	260,000
				2010-12-06	BUY	260,000
				2011-01-17	BUY	260,000
				2011-02-11	BUY	260,000
				2011-04-04	BUY	260,000
				2011-04-21	BUY	260,000
				2011-05-20	BUY	260,000
				2011-05-31	BUY	260,000
				2011-08-12	BUY	260,000
				2011-09-07	BUY	320,000(Up)
				2011-09-20	BUY	320,000
				2011-10-10	BUY	320,000
				2011-11-09	BUY	320,000
				2012-01-10	BUY	320,000
				2012-02-10	BUY	320,000
				2012-05-22	BUY	320,000
				2012-06-12	BUY	320,000
				2012-08-07	BUY	320,000
				2012-08-10	BUY	320,000
				2012-08-21	BUY	360,000(Up)
				2012-10-08	BUY	360,000
				2012-11-21	BUY	360,000
				2013-01-09	BUY	360,000