

Earnings review

Korea / Internet Services & Content

8 February 2013

BUY

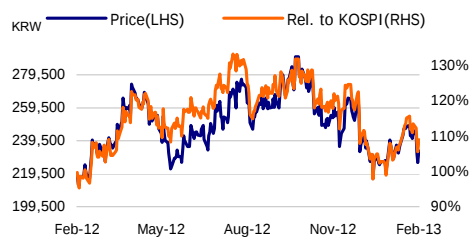
목표주가 360,000 원
현재주가 (7 Feb 2013) 233,500 원

Upside/downside (%) 54.2
KOSPI 1931.77
시가총액 (십억원) 11,238
52 주 최저/최고 208,000/ 292,500
일평균거래대금 (십억원) 63.2
외국인 지분율 (%) 53.62

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
매출액 (십억원)	2,121	2,389	2,815	3,196
영업이익 (십억원)	656.0	702.6	843.2	1,030.9
당기순이익 (십억원)	452.1	545.6	678.3	823.4
EPS (원)	10,277	12,402	15,419	18,716
EPS 성장률 (%)	(8.6)	20.7	24.3	21.4
P/E (x)	22.6	18.3	15.1	12.5
P/B (x)	6.4	5.2	4.1	3.2
EV/EBITDA (x)	13.1	12.0	9.7	7.5
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS (원)	536	616	700	800
ROE (%)	30.6	29.6	27.4	25.6

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(2.7)	(7.9)	6.9
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	1.2	(7.6)	9.4

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

NHN (035420 KS)

‘라인’의 기대감이 현실로

NHN에 대한 목표주가 360,000 원, 투자 의견 BUY를 유지하며, 인터넷/게임 업종 Top Pick의 견해를 유지함. 이는 동사의 2012년 4/4분기 영업실적이 당사 및 시장 기대치를 상회했으며, 향후 모바일을 기반으로 해외 시장에서 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 판단되기 때문임. 동사의 강력한 성장엔진으로 작용하고 있는 ‘라인’의 가입자 및 매출액이 큰 폭으로 증가하고 있으며, 이에 따라 해외 매출 비중도 확대되고 있음. 동사의 ‘라인’ 가입자는 2013년 1월 초에 1억명을 넘어섰으며, 최근에는 일본 등 아시아 중심에서 스페인 등 아시아 이외 국가로 신규 가입자가 확대되고 있음. ‘라인’의 일 평균 가입자가 40~50만명에 달하고 있다는 점에서 올 연말 가입자는 2억명을 넘어설 것으로 기대됨. 특히 동사는 글로벌 경기의 불확실성과 최근 확대되고 있는 환율 리스크 등 글로벌 경기 지표로부터 자유롭다는 점에서 사업 안정성도 높음.

2012년 4/4분기 영업실적 시장 기대치 상회

동사의 2012년 4/4분기 매출액 및 영업이익은 각각 6,519억원(YoY +13.8%, QoQ +10.0%), 2,002억원(YoY +10.6%, QoQ +21.0%)이었으며, 순이익은 1,688억원(YoY +49.1%, QoQ +33.2%)이었음. 이는 당사 및 시장 기대치(블룸버그 기준 매출액: 6,386억원, 순이익 1,307억원)를 상회하는 수준임. 이처럼 동사가 지난 4/4분기에 안정적인 성장을 보인 것은 웹보드 게임의 부진에도 불구하고 ‘라인’을 기반으로한 모바일 부분에서 기대 이상의 성장을 보였기 때문임. 동사의 4/4분기 게임 매출액은 일본에서의 ‘테라’ 등 퍼블리싱 게임들의 성장에도 불구하고 국내 웹보드 규제 등의 영향으로 전년동기 대비 9.4% 감소한 1,489억원이었음. 반면에 4/4분기 검색과 디스플레이 광고는 동기간 각각 8.4%, 6.1% 성장한 3,152억원, 948억원이었음. 이는 대선 효과와 함께 지난 2012년 3/4분기부터 일본 네이버재팬의 광고 매출액이 신규로 발생하고 있기 때문임. 특히 동사의 기타 매출액은 동기간 223.9%의 성장한 930억원이었음. 이는 ‘라인’의 풍부한 가입자를 기반으로 모바일게임과 스탬프 매출액이 큰 폭으로 증가하고 있기 때문임. ‘라인’의 3/4분기 매출액은 120억원이었으나, 4/4분기에는 전분기 대비 302.5% 증가한 483억원이었음.

게임부분 인적 분할 장기적으로 긍정적

동사는 고성장하고 있는 모바일 시장에 빠르게 대처하기 위해 신규 법인 ‘캠프모바일’과 ‘라인플러스’를 설립함. ‘캠프모바일’(100% 자회사)은 밴드, 미투데이 등 모바일 관련 사업을 진행할 예정이며, ‘라인플러스’(NHN 재팬 60%, NHN 40%)는 ‘라인’의 글로벌 사업을 지원하는 역할을 할 예정이다. 이들 신규 신설 법인의 경우 동사가 실질적으로 100% 보유하고 있다는 점에서 지배구조에는 어떠한 변화도 없음. 그러나 동사가 계획하고 있는 게임 부분의 인적 분할은 지배구조에 큰 영향을 줄 것으로 보임. 동사는 국내 게임사업을 인적 분할함과 동시에 일본 NHN 재팬도 한게임 재팬을 분할할 예정임. 따라서 동사는 국내 및 일본 인터넷포털 사업과 ‘라인’ 사업에 집중할 예정이며, 인적 분할된 게임부분은 국내 및 일본 게임 사업에 집중하게 될 것으로 보임. 이처럼 동사가 인적 분할을 추진하고 있는 것은 정부의 게임 규제가 전체 사업에 부정적으로 작용하고 있기 때문임. 또한 동사가 대기업화되고 있으며, 이에 따라 사회적 책임도 강화되고 있음. 이러한 상황에서 정부의 규제사업을 지속적으로 진행하기가 부담스럽기 때문으로 보임. 동사는 게임사업의 인적 분할을 위한 이사회(3월)와 주주총회(4월)를 거쳐 9월까지 마무리할 예정임. 그러나 동사의 게임 부분의 인적 분할 관련 자산 및 사업 영역 배분 등이 정확히 결정되지 않았다는 점에서 분할에 따른 기업가치를 판단하기는 쉽지 않음. 그러나 동사의 이번 인적 분할 계획은 장기적으로 긍정적임. 이는 동사가 정부의 게임 규제 등의 부담으로부터 벗어날 수 있으며, 성장엔진으로 작용하고 있는 해외 시장과 ‘라인’에 집중할 수 있기 때문임.

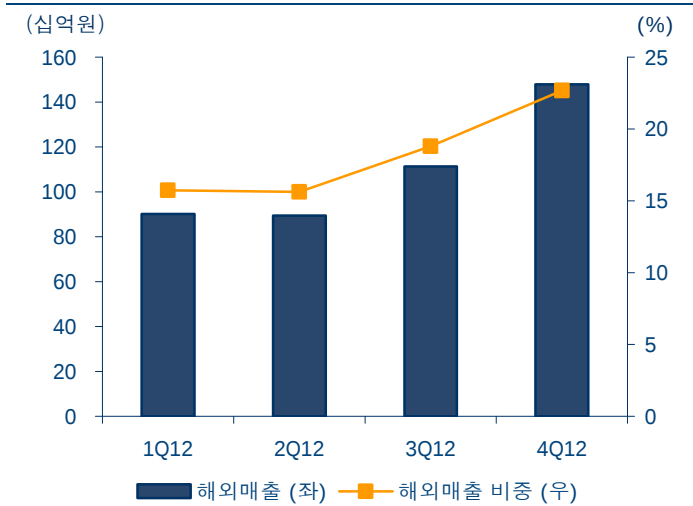
Figure 1 NHN의 4/4분기 영업실적 리뷰 (K-IFRS 연결 개정 후 기준)

(십억원, %, ppt)	4Q11	3Q12	4Q12P	4Q12E	Diff.	4Q12C	QoQ	YoY
매출액	573.1	592.5	651.9	640.7	1.8	638.6	10.0	13.8
(검색광고)	290.8	294.6	315.2	317.2	(0.6)	-	7.0	8.4
(디스플레이광고)	89.4	88.0	94.8	101.1	(6.2)	-	7.7	6.1
(게임)	164.2	155.5	148.9	151.4	(1.7)	-	(4.2)	(9.4)
(기타)	28.7	54.4	93.0	71.0	31.1	-	71.1	223.9
영업이익	181.1	165.5	200.2	N/A*	-	N/A*	21.0	10.6
순이익	113.3	126.8	168.8	138.1	22.2	130.7	33.2	49.1
영업이익률	31.6	27.9	30.7	-	-	-	2.8	(0.9)
순이익률	19.8	21.4	25.9	21.6	4.3	20.5	4.5	6.1

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

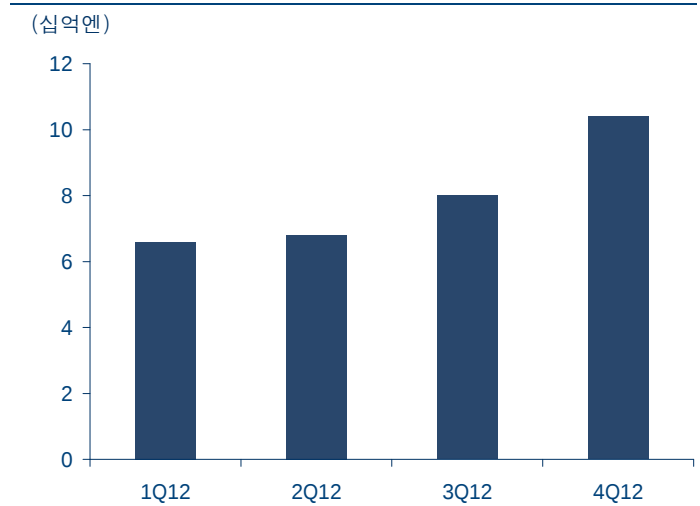
주: * 당사는 4/4분기부터 IFRS 개정 재무제표를 발표함. 그러나 당사와 시장의 컨센서스 영업이익은 IFRS 개정 전 기준임. 따라서 직접적인 비교가 어려움.

Figure 2 NHN의 해외매출 및 매출 비중 추이



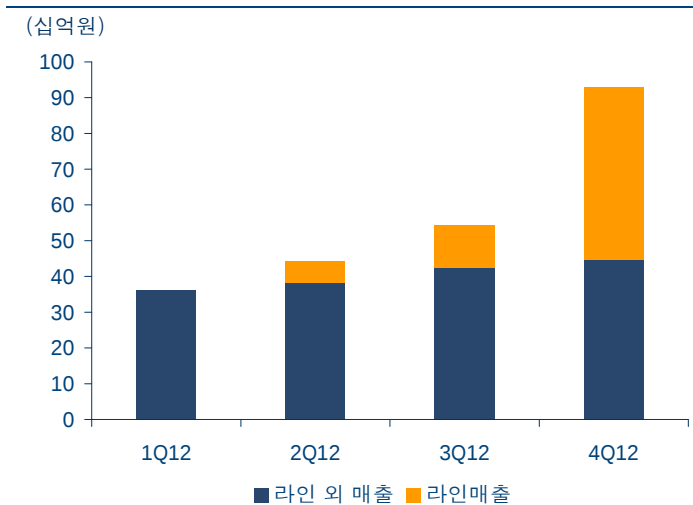
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 NHN의 일본 매출 추이



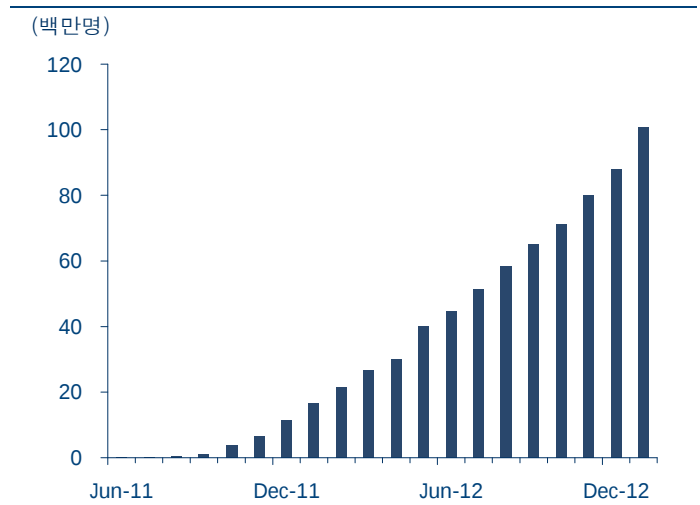
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 NHN 기타 매출 중 '라인'의 분기별 매출 추이



자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 NHN '라인'의 가입자 추이



자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

2013년 '라인' 가입자 2억명 넘어설 전망, 해외 매출 비중 꾸준히 확대

동사의 '라인' 성장세는 2013년에 더욱 부각될 것으로 보임. '라인'의 가입자는 2013년 1월 초에 1억명을 넘어섰으며, 일 평균 신규 가입자도 2012년말 20~25만명에서 최근에는 40~50만명 수준으로 확대됨. 또한 가입자 증가가 일본, 대만, 홍콩 등 아시아 중심에서 최근에는 스페인 등 아시아 이외 국가로 확대되고 있음. 이러한 점을 고려하면 2013년 말 누계 가입자는 2억명을 넘어설 것으로 기대됨. 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 4/4분기 매출액은 전분기 대비 302.5% 증가한 483억원에 달함. 동사는 '라인'을 통한 모바일게임 서비스가 10개에 달하고 있으며, 향후 매월 5~6개의 모바일게임을 신규로 출시할 예정임. 동사의 '라인' 매출 증가와 일본 네이버재팬의 온라인광고 매출 등에 힘입어 동사의 해외 매출 비중은 빠르게 확대되고 있음. 동사의 2012년 4/4분기 해외 매출 비중은 전년동기 대비 7.8%p 증가한 22.7%에 달함.

투자 의견 BUY, 목표주가 360,000 원

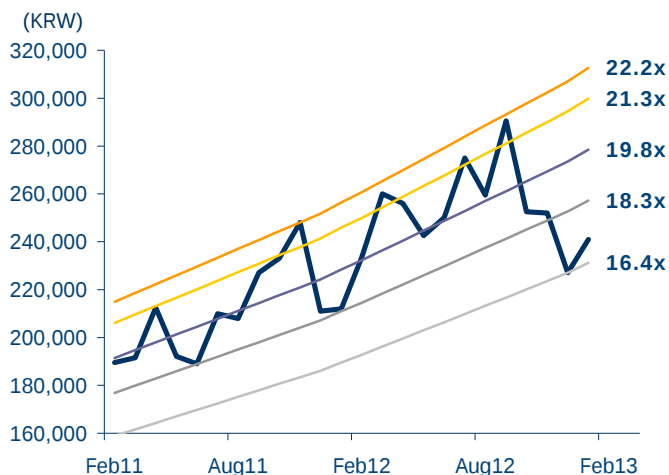
동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 360,000 원을 유지함. 이는 동사의 2012년 4/4분기 영업실적이 당사 및 시장 기대치를 상회했으며, 2013년에도 안정적인 성장이 기대되기 때문임. 특히 동사의 '라인' 가입자 증가와 모바일광고 및 모바일게임 매출이 성장엔진으로 작용할 것으로 기대됨. 동사는 사업 특성상 글로벌 경기 변수에 큰 영향을 받지 않고 있다는 점에서 사업 안정성이 매우 높음. 따라서 동사의 2013년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 17.8%, 20.0% 증가한 2조 8,151억원, 8,432억원에 달할 것으로 전망됨. 또한 동사의 2013년 PER이 15.1배에 달하고 있으나, 과거 5년 평균(2008년 ~ 2012년) PER이 23.9배에 달했다는 점에서 향후 주가 상승 여력은 풍부하다고 판단됨.

Figure 6 NHN의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 연결 개정 후 기준)

	영업실적 전망				증가율		
(십억원, %, ppt)	2011	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
매출액	2,121.3	2,389.3	2,815.1	3,195.7	12.6	17.8	13.5
(검색광고)	1,081.8	1,206.4	1,336.6	1,478.5	11.5	10.8	10.6
(디스플레이광고)	298.7	346.7	381.6	419.0	16.1	10.1	9.8
(게임)	640.7	608.5	609.0	679.8	(5.0)	0.1	11.6
(기타)	100.2	227.7	488.0	618.4	127.2	114.3	26.7
영업이익	656.0	702.6	843.2	1,030.9	7.1	20.0	22.3
순이익	452.1	545.6	678.3	823.4	20.7	24.3	21.4
영업이익률	30.9	29.4	30.0	32.3	(1.5)	0.5	2.3
순이익률	21.3	22.8	24.1	25.8	1.5	1.3	1.7

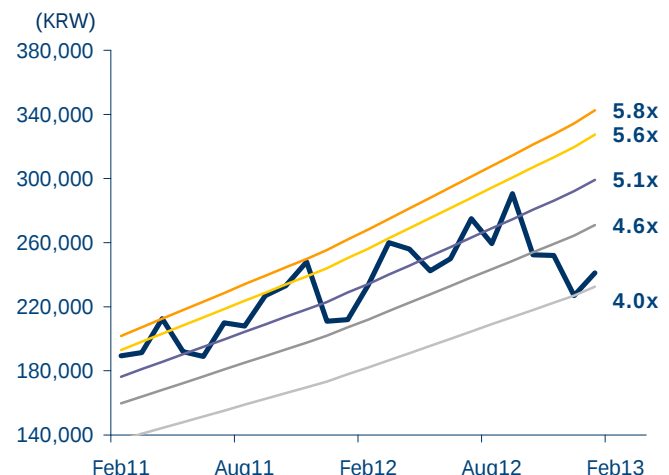
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 NHN의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 NHN의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	2,121	2,389	2,815	3,196
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,121	2,389	2,815	3,196
판매비와관리비	(1,465)	(1,687)	(1,972)	(2,165)
영업이익 (조정)	656	703	843	1,031
영업이익	620	703	843	1,031
순이자손익	24	35	42	49
지분법손익	1	6	1	1
기타	(12)	24	25	26
세전계속사업손익	632	768	912	1,107
법인세비용	(169)	(223)	(233)	(283)
당기순이익 (지배주주지분)	452	545	678	823
EPS (원)	9,350	11,331	13,823	16,779
EPS (지배주주지분, 원)	10,277	12,402	15,419	18,716

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	19.7	12.6	17.8	13.5
매출총이익 증가율	125.8	12.6	17.8	13.5
영업이익 증가율	(0.7)	13.2	20.0	22.3
당기순이익 증가율	(8.6)	20.7	24.3	21.4
EPS 증가율	(8.6)	20.7	24.3	21.4
매출총이익율	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	30.9	29.4	30.0	32.3
당기순이익률	21.3	22.8	24.1	25.8

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	600	637	802	964
당기순이익	452	548	678	823
유무형자산상각비	88	106	135	151
기타	47	33	5	5
운전자본증감	13	(50)	(16)	(16)
투자현금	(499)	(705)	(286)	(311)
자본적지출	(121)	(217)	(162)	(184)
기타	(378)	(489)	(124)	(127)
재무현금	(189)	159	(27)	(31)
배당금	-	(24)	(27)	(31)
자본의증가 (감소)	-	4	-	-
부채의증가 (감소)	(7)	174	-	-
기초현금	555	466	557	1,046
기말현금	466	557	1,046	1,668

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,431	1,953	2,522	3,226
현금및현금성자산	466	557	1,046	1,668
단기금융자산	642	1,055	1,097	1,142
매출채권	229	247	283	319
재고자산	-	-	-	-
기타유동자산	94	95	96	97
비유동자산	942	1,134	1,243	1,359
유형자산	384	513	564	624
투자자산	281	307	320	333
기타비유동자산	277	313	360	402
자산총계	2,373	3,087	3,765	4,585
유동부채	533	615	637	658
매입채무	130	121	139	157
단기금융부채	75	163	163	163
기타유동부채	328	331	334	338
비유동부채	262	362	368	374
장기금융부채	147	224	224	224
기타비유동부채	115	138	144	150
부채총계	795	978	1,004	1,031
지배주주지분	1,578	2,105	2,756	3,549
비지배주주지분	0	4	4	4
자본총계	1,578	2,109	2,761	3,553
BVPS (원)	32,778	43,737	57,268	73,737

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	30.6	29.6	27.4	25.6
총자산이익률 (%)	20.8	21.3	19.8	19.7
재고자산 보유기간 (일)	-	-	-	-
매출채권 회수기간 (일)	33.9	36.3	34.3	34.4
매입채무 결제기간 (일)	-	-	-	-
순차입금/자기자본 (%)	(56.1)	(58.1)	(63.6)	(68.2)
이자보상배율 (x)	(26.4)	(19.8)	(19.9)	(20.8)

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

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

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 $\pm 10\%$ 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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성자 : 정우철, 우윤철

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

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

Target Price and Recommendation Chart

