



BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원
주가(4/4): 286,500원

시가총액: 137,886억원

통신/인터넷/게임/SI

Analyst 안재민

02) 3787-5155 jmahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/4)		1,959.45pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	294,000원	216,500원
등락률	-2.55%	32.33%
수익률	절대	상대
1W	4.2%	7.0%
6M	4.2%	5.9%
1Y	13.0%	16.4%

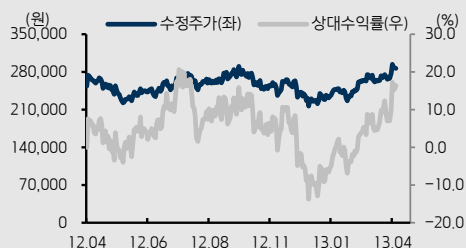
Company Data

발행주식수	48,128천주
일평균 거래량(3M)	215천주
외국인 지분율	55.51%
배당수익률(13E)	0.23%
BPS(13E)	54,520원
주요 주주	이해진 외6 9.5%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	21,213	23,893	30,911	35,280
보고영업이익	6,204	7,022	8,771	9,663
핵심영업이익	6,563	7,022	8,639	9,462
EBITDA	7,445	8,093	10,215	11,299
세전이익	6,321	7,317	9,301	10,482
순이익	4,521	5,444	6,913	7,787
지배주주지분순이익	4,500	5,461	6,943	7,820
EPS(원)	9,350	11,346	14,425	16,248
증감률(%YoY)	-4.9	21.4	27.1	12.6
PER(배)	22.6	20.0	19.9	17.6
PBR(배)	6.4	5.8	5.3	4.0
EV/EBITDA(배)	12.5	12.1	11.9	10.0
보고영업이익률(%)	29.2	29.4	28.4	27.4
핵심영업이익률(%)	30.9	29.4	27.9	26.8
ROE(%)	31.2	31.3	30.5	25.8
순부채비율(%)	-56.2	-55.7	-59.9	-70.1

Price Trend



NHN (035420)

라인, NHN의 실적을 움직이다!



최근 1.3억명의 가입자를 돌파하면서, 일평균 50~60만 정도의 가입자 순증을 보이고 있는 라인은 드디어 NHN 전체의 실적 성장을 견인하기 시작했습니다. 지난 4분기 483억원 수준이었던 라인 매출이 1분기에는 985억원 수준으로 증가할 것으로 예상되며, 경기 둔화로 성장세가 둔화된 온라인 광고 부진을 만회하고 남을 수 있다고 판단합니다.

>>> 기대를 넘어서는 1분기 실적 전망

NHN의 1분기는 매출액 7,116억원(24.2% y-y, 9.2% q-q), 영업이익 2,144억원(23.5% y-y, 7.6% q-q), 당기순이익 1,658억원(22.0% y-y, -1.8% q-q)으로 기대치를 넘어서는 양호한 실적이 예상된다.

온라인 광고 사업은 검색광고(3,204억원, 8.5% y-y)와 디스플레이광고(864억원, 12.0% y-y)가 경기 둔화 영향으로 10% 내외의 성장이 예상되지만, 라인 매출이 빠르게 성장하면서 전체 실적 성장을 견인할 것으로 예상한다. 1분기 라인 매출은 985억원(103.9% q-q)으로 전망(4Q12 483억원)하며, 게임 매출의 3개월 전체 인식과 게임 라인업 확대, 가입자 증가에 따른 스티커 매출 증가 등의 영향 때문이다.

>>> 2분기 이후가 더욱 기대되는 이유

- 본격적인 게임 라인업 추가, 일평균 50~60만의 가입자 순증

우리는 라인이 보여준 성과는 이제부터 시작이라고 판단한다. 게임 라인업 확대는 지속되고 있고, 가입자 증가도 빠르게 이어지고 있기 때문이다.

라인의 게임 매출은 초기에는 '라인팝'과 '라인버블'과 같은 라인 캐릭터를 활용한 게임 중심으로 인기를 얻었으나, 최근에는 '원드러너'나 '드래곤플라이트'와 같은 비라인 캐릭터 게임도 인기를 끌기 시작하였다. 또한, 라인업 숫자도 지난 1월 1개, 2월 2개에서 3월 5개로 증가하기 시작하였으며, 4월에도 '에어팡곤프렌즈'를 시작으로 3~4개의 게임 런칭이 준비되어 있다.

라인가입자는 최근 1억3천명을 돌파하며 일평균 순증 50~60만명 수준을 기록하고 있으며, 일본 5천만명, 스페인 1천만명 이상의 가입자를 확보하였다. 현재 게임 매출은 대부분 일본에 집중되어 있으나 가입자 확대에 따른 기타 지역에서의 매출 다변화가 나타날 것으로 기대하며, 지역에 크게 구애받지 않는 스티커 매출의 성장세도 확대될 것이다. 이러한 추세라면 올해 목표로 하고 있는 2억명 돌파는 무난할 것이며, 2분기부터는 가입자 확대를 위한 공격적인 마케팅도 병행될 것으로 예상한다.

>>> 라인 가치 4조원을 반영한 목표주가 350,000원 유지

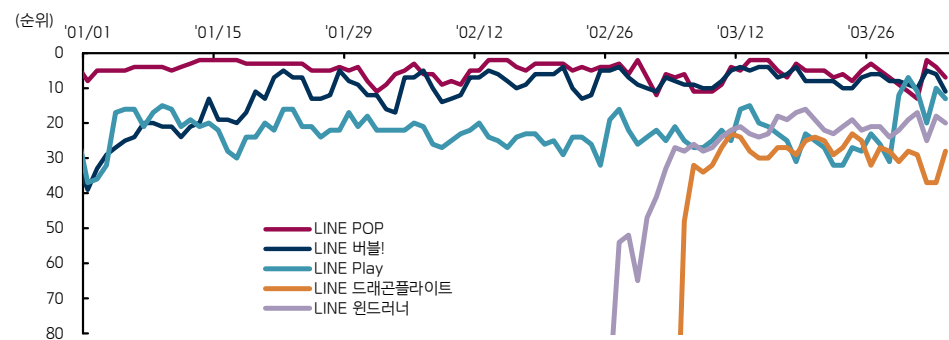
NHN에 대한 투자지침 BUY와 목표주가 350,000원 및 인터넷/게임 업종 Top-pick을 유지한다. 우리는 2013년 라인 매출을 5,789억원으로 예상하고 라인의 사업 가치를 4조원 정도로 추정한다. 향후 분할 이후 네이버의 주력 성장동력이 될 것임을 믿어 의심치 않는다.

일본 라인 게임 출시일자 (애플 앱스토어)

출시월	게임	출시일자
11월	LINE POP	2012/11/19
	LINE 홀런베틀	2012/11/19
	LINEPlay	2012/11/20
	LINE 용사콜렉터	2012/11/21
12월	LINE 팔라독	2012/12/09
	LINE 카툰워즈	2012/12/10
	LINE 파타포코애니멀	2012/12/12
	LINE IceQpick	2012/12/20
	LINE ZooKeeper	2012/12/20
	LINE 버블!	2012/12/22
1월	LINE 버즐프렌즈	2013/01/10
2월	LINE 히든캐치	2013/02/04
	LINE 윈드러너	2013/02/19
3월	LINE 드래곤플라이트	2013/03/04
	LINE 극장타운	2013/03/04
	LINE 이지드라이버	2013/03/12
	LINE 매쓰피싱	2013/03/13
	LINE 타이니팜	2013/03/21
4월	LINE 에어팡권 프렌즈	2013/04/04

자료: Apple, 키움증권 리서치센터

LINE 게임 앱스토어 최고 매출 순위 (일본 iOS 게임카테고리 기준)



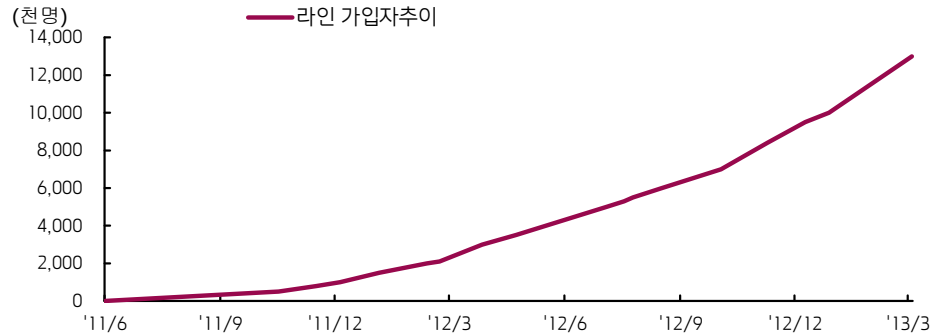
자료: Apple, 키움증권 리서치센터

LINE 게임 앱스토어 순위 (일본 iOS 게임카테고리 기준)

매출순위	3월23일	3월24일	3월25일	3월26일	3월27일	3월28일	3월29일	4월1일	4월2일	4월3일	4월4일	4월5일
LINE POP	6	8	5	3	5	7	9	11	13	2	4	7
LINE 버블	10	10	7	6	6	8	8	9	10	5	6	11
LINE Play	32	27	28	23	26	31	12	7	11	20	10	13
윈드러너	21	19	22	21	21	24	22	19	17	25	18	20
드래곤플라이트	27	23	25	32	27	28	31	28	29	37	37	28
용사콜렉터	71	49	62	69	79	92	85	78	76	16	29	47
LINE 극장타운	43	31	35	43	51	53	57	48	49	64	62	55
매쓰피싱	136	145	134	133	130	110	96	72	77	89	74	70
LINE 히든캐치	77	71	75	68	81	94	108	105	102	45	65	78
홀런베틀	122	124	129	119	124	122	136	137	139	148	131	125
IceQpick	238	225	225	203	167	189	210	235	228	243	220	213
ZooKeeper	277	267	237	231	234	243	243	238	243	249	236	239
LINE 버즐프렌즈	246	255	223	233	247	252	259	305	275	246	239	250
타이니팜	247	238	250	260	226	248	302	304	317	274	334	256
카툰워즈	384	346	420	357	339	327	310	386	439	-	308	291
팔라독	328	359	369	328	378	352	398	362	287	310	339	328
이지드라이버	294	420	375	374	-	388	368	423	300	362	291	331

자료: appannie, 키움증권 리서치센터

LINE 가입자 추이



자료: NHN, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012 E	2013E
매출액	5,729	5,721	5,925	6,519	7,116	7,426	8,020	8,349	21,213	23,893	30,911
검색광고	2,954	3,013	2,946	3,152	3,204	3,273	3,396	3,507	10,818	12,065	13,379
디스플레이광고	772	867	880	948	864	946	929	1,053	2,987	3,467	3,793
온라인게임	1,641	1,400	1,555	1,489	1,587	1,409	1,562	1,375	6,407	6,084	5,932
기타	362	441	544	931	1,461	1,799	2,133	2,414	1,002	2,277	7,807
라인	-	49	120	483	985	1,303	1,611	1,890	0	652	5,789
영업이익	1,736	1,633	1,655	1,992	2,144	2,072	2,317	2,239	6,562	7,016	8,771
영업이익률	30.3	28.6	27.9	30.6	30.1	27.9	28.9	26.8	30.9	29.4	28.4
법인세차감전순이익	1,812	1,538	1,685	2,286	2,226	2,152	2,559	2,364	6,321	7,321	9,301
당기순이익	1,358	1,142	1,268	1,688	1,658	1,600	1,903	1,753	4,521	5,456	6,913
순이익률	23.7	20.0	21.4	25.9	23.3	21.5	23.7	21.0	21.3	22.8	22.4

자료: NHN, 키움증권 리서치센터

NHN 4분기 실적 Preview

(단위: 억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E				
					현재 추정치	기존 추정치	QoQ 증감율	YoY 증감율	컨센서스
매출액	5,729	5,721	5,925	6,519	7,116	7,081	9.2	24.2	6,817
검색광고	2,954	3,013	2,946	3,152	3,204	3,252	1.6	8.5	-
디스플레이광고	772	867	880	948	864	848	-8.8	12.0	-
온라인게임	1,641	1,400	1,555	1,489	1,587	1,729	6.6	-3.3	-
기타	362	441	544	931	1,461	1,251	57.0	303.3	-
라인	-	49	120	483	985	775	103.9	-	-
영업이익	1,736	1,633	1,655	1,992	2,144	2,233	7.6	23.5	1,893
영업이익률	30.3	28.6	27.9	30.6	30.1	31.5	-	-	27.8
법인세차감전순이익	1,812	1,538	1,685	2,286	2,226	2,321	-2.6	22.9	1,993
당기순이익	1,358	1,142	1,268	1,688	1,658	1,728	-1.8	22.0	1,486
순이익률	23.8	20.0	21.4	20.9	20.9	24.4	-	-	21.8

자료: NHN, FnGuide, 키움증권 리서치센터

사업부문별 실적 예상치 (2013년)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	사업부문별 적정가치 (억원)	Target P/E (배)	비고
네이버	13,379	4,014	82,424		
검색광고	3,793	1,138	64,220	20.0	구글 P/E 18배
디스플레이광고	13,379	4,014	18,204	20.0	
한게임	5,932	2,186	24,315		
한국	3,398	1,359	13,048	12.0	엔씨소프트P/E16배, 넥슨P/E10배
해외	2,534	507	4,866	12.0	
모바일게임	800	320	6,400	25.0	
라인	5,789	1,766	42,386	30.0	
게임	3,910	978			
스티커	1,376	688			
기타	503	101			
기타	2,017	202	1,614	10.0	
전체			150,738		

자료: NHN, 키움증권 리서치센터

NHN Valuation (Sum of Parts Valuation 적용)

	네이버 적정가치 (억원)	한게임 적정가치 (억원)	분할전 NHN 적정가치 (억원)	분할전 NHN 주당가치 (원)
네이버	82,424	-		
한게임	-	24,918		
라인	42,386	-		
기타	1,614	-		
영업가치 - ①	122,039	24,918	146,956	313,205
순현금	1,773	3,545		
관계기업투자자산	454	454		
자기주식	9,257	0		
부동산	3,289	896		
자산가치 - ②	14,773	4,895	19,668	40,865
기업가치 - (① + ②)	141,197	29,209	170,406	354,070
현재가 기준 분할 후 시가총액	94,438	43,448		286,500
Upside (%)	49.5	-32.8		23.6

자료: NHN, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	21,213	23,893	30,911	35,280	37,962
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,213	23,893	30,911	35,280	37,962
판매비및일반관리비	14,610	16,871	22,139	25,617	27,390
영업이익(보고)	6,604	7,022	8,771	9,663	10,572
영업이익(핵심)	6,604	7,022	8,639	9,462	10,293
영업외손익	-282	295	530	819	1,127
이자수익	333	400	441	635	932
배당금수익	20	17	-56	-59	-60
외환이익	40	382	0	0	0
이자비용	117	93	97	97	97
외환손실	155	48	0	0	0
관계기업지분손익	6	133	159	166	168
투자및기타자산처분손익	49	133	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	28	2	0	0	0
기타	-484	-631	83	173	182
법인세차감전이익	6,321	7,317	9,301	10,482	11,699
법인세비용	1,800	1,873	2,388	2,695	3,009
유효법인세율 (%)	28.5%	25.6%	25.7%	25.7%	25.7%
당기순이익	4,521	5,444	6,913	7,787	8,690
지배주주지분순이익(억원)	4,500	5,461	6,943	7,820	8,727
EBITDA	7,486	8,093	10,215	11,299	12,312
현금순이익(Cash Earnings)	5,404	6,515	8,357	9,423	10,430
수정당기순이익	4,467	5,344	6,913	7,787	8,690
증감율(% YoY)					
매출액	18.8	12.6	29.4	14.1	7.6
영업이익(보고)	11.9	6.3	24.9	10.2	9.4
영업이익(핵심)	7.1	6.3	23.0	9.5	8.8
EBITDA	5.5	8.1	26.2	10.6	9.0
지배주주지분 당기순이익	-4.9	21.4	27.1	12.6	11.6
EPS	-4.9	21.4	27.1	12.6	11.6
수정순이익	-5.0	19.6	29.4	12.6	11.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,312	17,389	22,694	31,064	39,555
현금및현금성자산	4,663	3,954	9,565	18,212	26,951
유동금융자산	6,416	9,947	9,475	9,026	8,598
매출채권및유동채권	3,170	3,487	3,651	3,823	4,003
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	62	2	2	2	2
비유동자산	9,415	11,884	17,379	18,661	20,563
장기매출채권및기타비유동채권	686	601	770	831	886
투자자산	3,003	3,760	5,924	6,895	7,761
유형자산	3,839	5,656	5,968	6,214	6,478
무형자산	1,388	1,216	613	-30	370
기타비유동자산	500	651	4,103	4,751	5,068
자산총계	23,727	29,273	40,072	49,725	60,118
유동부채	5,328	6,454	9,295	10,683	11,974
매입채무및기타유동채무	3,511	3,913	5,011	5,405	5,766
단기차입금	252	27	27	27	27
유동성장기차입금	483	1,327	1,327	1,327	1,327
기타유동부채	1,081	1,186	2,929	3,923	4,853
비유동부채	2,620	3,784	4,483	4,876	5,245
장기매입채무및비유동채무	33	17	22	23	25
사채및장기차입금	1,474	1,945	1,923	1,939	1,944
기타비유동부채	1,114	1,821	2,539	2,914	3,276
부채총계	7,948	10,237	13,778	15,559	17,219
자본금	241	241	241	241	241
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	21,710	26,678	33,621	41,441	50,167
기타자본	-6,176	-7,955	-7,622	-7,571	-7,565
지배주주지분자본총계	15,775	18,964	26,239	34,110	42,843
비지배주주지분자본총계	3	72	55	56	56
자본총계	15,779	19,036	26,294	34,166	42,899
순차입금	-8,870	-10,601	-15,762	-23,944	-32,250
총차입금	2,209	3,300	3,278	3,294	3,299

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	5,997	6,144	12,653	12,488	12,238
당기순이익	4,521	5,444	6,913	7,787	8,690
감가상각비	700	888	845	995	1,119
무형자산상각비	183	182	599	641	621
외환손익	37	-348	0	0	0
자산처분손익	149	139	0	0	0
지분법손익	0	0	-159	-166	-168
영업활동자산부채 증감	125	-765	2,512	1,157	1,057
기타	282	603	1,943	2,074	920
투자활동현금흐름	-4,991	-7,089	-7,491	-3,926	-3,550
투자자산의 처분	-3,489	-3,725	-1,020	-214	-161
유형자산의 처분	13	33	0	0	0
유형자산의 취득	-1,224	-2,804	-3,019	-3,064	-3,073
무형자산의 처분	-83	-287	0	0	0
기타	-208	-306	-3,452	-648	-316
재무활동현금흐름	-1,891	239	449	86	51
단기차입금의 증가	21	-190	0	0	0
장기차입금의 증가	-96	1,697	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-236	-268	-290	-312
기타	-1,816	-1,033	717	375	362
현금및현금성자산의순증가	-887	-708	5,611	8,647	8,739
기초현금및현금성자산	5,549	4,663	3,954	9,565	18,212
기말현금및현금성자산	4,663	3,954	9,565	18,212	26,951
Gross Cash Flow	5,872	6,909	10,141	11,331	11,181
Op Free Cash Flow	4,424	2,440	7,485	6,901	7,526

투자지표

(단위: 원, 배, %)

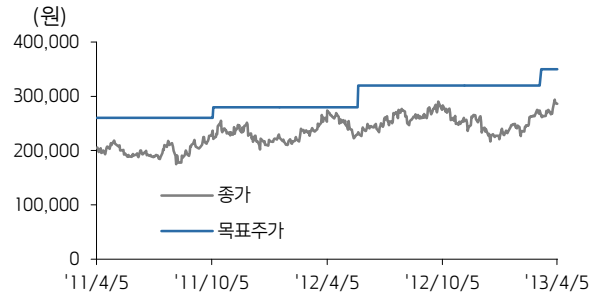
12월 결산, IFRS 연결	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	9,350	11,346	14,425	16,248	18,133
BPS	32,778	39,403	54,520	70,873	89,019
주당EBITDA	15,555	16,815	21,225	23,478	25,582
CFPS	11,228	13,537	17,365	19,580	21,672
DPS	536	616	666	716	766
주가배수(배)					
PER	22.6	20.0	19.9	17.6	15.8
PBR	6.4	5.8	5.3	4.0	3.2
EV/EBITDA	12.4	12.1	11.9	10.0	8.5
PCFR	18.8	16.8	16.5	14.6	13.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	31.1	29.4	28.4	27.4	27.8
영업이익률(핵심)	31.1	29.4	27.9	26.8	27.1
EBITDA margin	35.3	33.9	33.0	32.0	32.4
순이익률	21.3	22.8	22.4	22.1	22.9
자기자본이익률(ROE)	31.2	31.3	30.5	25.8	22.6
투자자본이익률(ROIC)	127.8	111.1	160.9	378.6	845.7
안정성(%)					
부채비율	50.4	53.8	52.4	45.5	40.1
순차입금비율	-56.2	-55.7	-59.9	-70.1	-75.2
이자보상배율(배)	56.3	75.2	89.4	97.8	106.4
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.2	8.7	9.4	9.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	6.9	6.4	6.9	6.8	6.8

- 당사는 4월 4일 현재 'NHN' 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
NHN (035420)	2011/04/12	BUY(Reinitiate)	260,000원
	2011/05/20	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/06/24	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/08/12	BUY(Maintain)	260,000원
	2011/10/07	BUY(Maintain)	280,000원
	2011/11/09	BUY(Maintain)	280,000원
	2012/01/06	BUY(Maintain)	280,000원
	2012/02/10	BUY(Maintain)	280,000원
	2012/05/24	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/07/04	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/08/10	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/10/24	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/11/09	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/12/13	BUY(Maintain)	320,000원
	2013/02/08	BUY(Maintain)	320,000원
	2013/03/11	BUY(Maintain)	350,000원
	2013/04/05	BUY(Maintain)	350,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

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