

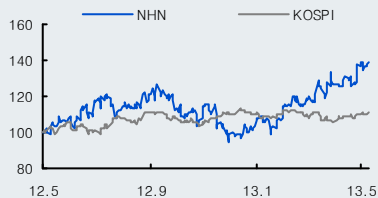
인터넷

Company Report
2013. 5. 30

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	382,000
현재주가(13/05/29,원)	318,000
상승여력	20%

영업이익(13F,십억원)	846
Consensus 영업이익(13F,십억원)	851
EPS 성장률(13F,%)	17.2
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.6
P/E(13F,x)	23.9
MKT P/E(13F,x)	9.5
KOSPI	2,001.20
시가총액(십억원)	15,305
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	81.2
외국인 보유비중(%)	53.5
베타(12M,일간수익률)	0.51
52주 최저가(원)	215,000
52주 최고가(원)	323,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.8	25.2	40.4
상대주가	7.7	21.8	32.2



인터넷/게임/엔터테인먼트

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

NHN (035420)

인적 분할에 대처하는 우리의 자세는 '매수'

분할 재상장도 결국은 펀더멘털이 주가 결정변수

기업을 쪼개서 재상장하는 이벤트는 이론상 주가에 중립적인 변수이다. 지난 10년간 분할 이벤트를 겪은 주요 6개 기업의 사례를 살펴보면 재상장 첫날 함께 시가총액 증감률이 -18%에서 +204%까지 다양하게 나타났다. 그러나 SBS를 제외한 5개 기업의 경우 재상장 90일 이후 합산 시가총액은 분할전 대비 6.8%(한국타이어)~332.6%(네오위즈) 증가하였다.

1) 재상장 첫날에는 일반적으로 거래 정지 기간 동안 확인된 정보를 반영한 거래가 일어나며, 2) 범위가 넓은 시초가 결정 과정(기준가의 50~200%) 및 거래 첫날의 풍부한 유동성을 이용하려는 핫머니의 유입이 있다.

과거 사례들을 관찰하면서 파악하게 된 것은 분할 재상장 이벤트 역시 그 당시 펀더멘털이 주가 결정변수라는 사실이다. 다만 거래 정지 기간에 예상치 못한 호재나 악재가 발생할 경우 재상장 시초가 결정 과정에 투기적인 수요까지 가세하여 주가 변동폭이 확대될 수 있다.

NHN 'LINE' 하반기 미국, 유럽 가입자 확보 시 재상장 시점에 주가 급등 가능

분할 재상장 이후 주가 결정 변수는 의심의 여지 없이 '라인(LINE)'의 가치 평가이다. 이 때 문인지 'LINE' 기대감이 재상장일 8월 29일에는 어떻게 변할 것인가에 대한 시장의 관심이 높다. 당사는 9월이 되면 '라인'이 지금보다 더 긍정적인 평가를 받고 있으리라 예상한다.

1) 5월 23일자로 'LINE'앱 누적 다운로드 수는 1.6억을 돌파하였고 일평균 50~60만의 신규 다운로드가 기록되고 있다. 현재 속도만 유지되어도 9월에 약 2.4억 누적 다운로드 달성이 가능하다. 2) 마케팅전담기업 'LINE+' 설립 등을 통해 하반기에는 ARPU(인당평균매출액)가 높은 미국과 유럽 시장 진출이 시작될 것이며, 3) 하반기에는 스티커와 게임에 이어 음악, 도서 등 콘텐츠 판매나 모바일광고 등 새로운 수익모델이 구체화 될 것이기 때문이다.

Google과의 주가 동조화도 주가 모멘텀, 목표주가 382,000원으로 상향

6월 28일 주주총회를 통과하면 7월 30일부터 거래가 중지되고, 이후 2개 회사로 분할되어 거래가 재개된다. 지금은 인적 분할을 전제로 새로운 가치 산정이 필요한 시기이다.

2012년 연결 순이익예산서 기준 존속 법인 네이버와 신설 법인 한게임의 적정 시가총액은 각각 8조 7,152억원(PER 21.5배 대입)과 2조 4,775억원(PER 17.2배 대입)으로 평가된다. 'LINE' 가치는 7조 1,843억원(2014년 예상 순이익에 PER 28.9배 대입)로 산출되었다.

네이버(존속법인, Naver + LINE)와 한게임의 적정 시가총액을 합쳐 새로운 목표주가 382,000원(기존 330,000원)을 제시한다. 하반기는 주가 동조화 현상이 관찰되고 있는 Google 주가 흐름도 관심을 가져볼 시점으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,785	2,121	2,389	2,911	3,244	3,637
영업이익 (십억원)	590	660	702	846	1,012	1,139
영업이익률 (%)	33.1	31.1	29.4	29.1	31.2	31.3
순이익 (십억원)	473	450	546	640	775	884
EPS (원)	9,830	9,350	11,346	13,292	16,092	18,368
ROE (%)	41.0	31.0	31.4	31.3	31.9	30.5
P/E (배)	23.1	22.6	20.0	23.9	19.8	17.3
P/B (배)	6.1	4.5	4.1	4.9	4.1	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

C O N T E N T S

인적 분할 이후 기업 가치 전망	3
Valuation 비교	7
Google과의 주가 동조화 현상도 투자포인트	7
기업 분할 전후의 주가 흐름	9
1. 농심 case (2003년 7월 18일 재상장)	9
2. 네오위즈 case(2007년 7월 2일 재상장)	11
3. SBS case(2008년 3월 24일 재상장)	13
4. 신세계 case(2011년 6월 10일 재상장)	15
5. 한국타이어 case(2012년 10월 4일 재상장)	17
6. 동아제약 case(2013년 4월 8일 재상장)	19
NHN (035420)	21

인적 분할 이후 기업 가치 전망

재상장 전후로 'LINE' 기업 평가가 새롭게 진행

주총에서 승인 시
7월 30일부터
8월 28일까지 거래 정지

NHN 이사회는 현 NHN을 네이버(가칭)와 한게임(가칭) 2개사로 분할하는 안을 3월 8일 통과시켰다. 이에 따라 6월 28일로 예정된 주주총회에서 동 안건이 승인되면 7월 30일부터 8월 28일까지 NHN 거래가 정지되고, 8월 29일 2개 회사로 재상장될 예정이다.

존속 법인 네이버는 국내 검색 포털 네이버(Naver)가 일본 법인 'LINE(LINE Corp)'을 100% 소유하는 구조이다. 신설 법인 한게임은 국내 게임사업부가 일본 법인 한게임재팬, 모바일게임 개발사 오렌지크루, 투자자회사 NHN인베스트먼트를 100% 보유하게 된다.

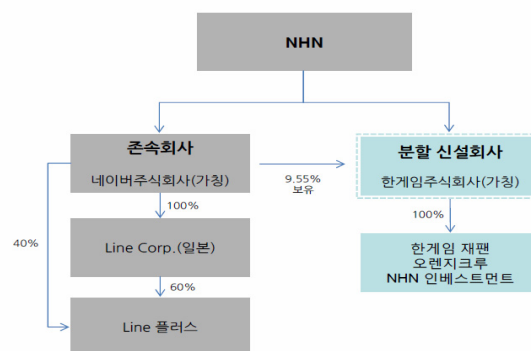
분할되는 게임사업부인 한게임의 2012년 별도 재무제표 기준 자산총계 비중은 36.9%, 영업이익 비중은 24.5%로 평가되었다. NHN 1주당 신설법인 주식 배정비율은 순자산 장부가액을 기준으로 하여 0.315주로 결정되었다.

당사는 2012년 연결 손익계산서 기준 존속 법인 네이버와 신설 법인 한게임의 적정 시가총액을 각각 8조 7,152억원(PER 21.5배 대입)과 2조 4,775억원(PER 17.2배 대입)으로 평가<표 3 참조>한다.

'라인'의 2012년 매출액 593억원이 2014년에는 1조 1,409억원으로 증가하고, 2013년까지 BEP(손익분기점)에 머문 수익성이 2014년에는 NHN의 2012년 정도를 나타낼 것으로 가정했다. <표 4, 5>에서 'LINE' 가치는 7조 1,843억원으로 산출되었다.

존속 법인 네이버의 적정 주가는 주당 482,350원(발행 주식수 33백만주)으로 계산된다. 신설법인 한게임의 적정 주가는 주당 163,369원(발행 주식수 15.2백만주)으로 평가<표 5 참조>되고 있다.

그림 1. 인적분할 이후 존속회사와 분할 신설회사의 지분관계



자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 분할 일정

구분	일자
이사회 결의일	2013-03-08
분할 주주총회를 위한 주주확정일	2013-05-15
분할계획서 승인을 위한 주주총회일	2013-06-28
분할기일	2013-08-01
분할등기일	2013-08-07
매매거래 정지 기간	2013-07-30 ~ 2013-08-28
재상장(예정)일	2013-08-29

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 분할 신설 예정 회사(한게임)의 최근 사업연도 주요 재무 사항

(십억원, %)

구분	2010년		2011년		2012년	
	금액	비율	금액	비율	금액	비율
영업수익	380.0	25.1%	431.5	30.1%	426.7	32.5%
영업이익	167.5	24.5%	177.5	27.1%	191.8	31.4%
자산총계	973.7	36.9%	869.2	43.8%	803.2	47.3%

주: K-IFRS 별도 기준, 상기 비율은 분할 전 전체 회사 대비 분할 후 신설회사의 몫을 나타냄

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 3. NHN 부문별 IFRS 손익계산서

(십억원, %)

	2010	2011	2012	2012		2012년 기준 적정 시가총액	
				네이버	한게임	네이버	한게임
매출액	1,785.4	2,121.3	2,389.3	1,786.3	603.0	8,715.2	2,477.5
지역별							
국내	1,544.0	1,821.9	1,950.7	1,570.7	380.0	* 2012년 기준 Google과 Yahoo Japan의 평균 PER 21.5배를 2012년 순이익에 적용 * 분할이후 2013년 Line 매출액과 가입자 급증으로 2012년 적정시가총액에 2013년 수익 증가분(온라인과 모바일광고 전년 대비 10.6% 증가 가정)과 Line Corp 가치 추가 예정(2012년에는 Line의 수익 기여도는 없었음)	* 2012년 순이익에 국내 게임기업의 평균 PER 17.2배 적용 * 분할 이후 웹보드게임 규제 사실상 무산 / 모바일게임 시장 확대에 힘입어 기존의 적정시가총액 가치를 유지할 전망
해외	241.4	299.4	438.6	215.6	223.0		
검색광고	851.5	1,081.8	1,209.0				
디스플레이광고	243.1	298.7	350.5				
온라인게임	606.4	640.7	603.0				
기타	84.4	100.2	227.7				
기타수익	5.2	10.5	0.0				
영업이익	590.2	650.9	702.6	518.1	184.5		
비중				73.7	26.3		
영업이익률	33.0	30.5	29.4	29.0	30.6		
당기순이익	468.9	452.1	548.5	404.4	144.0		
순이익률	26.3	21.3	23.0	22.6	23.9		

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 4. LINE 연간 다운로드 수 및 실적 추이

	2012	2013F	2014F	2015F	비고
누적 다운로드(백만건)	78	297	476	620	
활동 회원(백만명)	62	238	357	434	
활동 회원 비율(%)	80	80	75	70	
평균 ARPU(원)	194	220	322	386	
평균 월매출액(십억엔)		3.0	7.9	12.5	2012년 4월 상용화 이후에 'LINE' 매출액은 2012년 2분기 3.5억엔, 3분기, 8.3억엔, 4분기 30억엔에 이어 2013년 1분기 58억엔으로 증가
평균 월매출액(십억원)		36.3	95.1	149.6	
연간 매출액(십억엔)	4.2	36.3	95.1	149.6	
연간 매출액(십억원)	59.3	435.7	1,140.9	1,795.7	
게임	23.7	217.8	513.4	718.3	
스티커	23.7	130.7	228.2	269.4	
광고 등	11.9	87.1	399.3	808.1	
매출 비중(%)					
게임	40.0	50.0	45.0	40.0	2013년 1분기 현재 매출 비중은 게임 50%, 스티커 30%, 광고 등 기타가 20% 수준
스티커	40.0	30.0	20.0	15.0	
광고 등	20.0	20.0	35.0	45.0	
증가율(%)					
매출액		634.7	161.9	57.4	2014년 이후에는 광고 등 기타 수익모델 중심의 성장 예상
게임		818.4	135.7	39.9	
스티커		451.0	74.6	18.0	
광고 등		634.7	358.3	102.4	2013년 까지 BEP, 2014년부터 NHN의 2012년 수준의 영업이익률 기록 가정
영업이익(십억원)			330	548	
영업이익률			28.9	30.5	
순이익(십억원)			249	381	
순이익률			21.8	21.2	

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 5. NHN 주요 부문별 가치평가

(십억원, 원, 백만주)

기업명	적정 시가총액	적정주가	발행주식수	비고
네이버(존속법인)	Naver(a)	8,715		2012년 연결 손익계산서 기준 순이익에 PER 21.5배 대입
	Line(b)	7,184		2014년 예상 순이익에 일본 인터넷 업종 평균 PER 28.9배 대입
합계(a+b=A)	15,900	482,350	33.0	
한게임(신설예정 법인, B)	2,477	163,369	15.2	2012년 연결 손익계산서 기준 순이익에 PER 17.2배 대입
NHN(분할전 A+B)	17,758	382,000	48.1	

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

표 6. LINE 월별 다운로드 수 및 매출액 추정(2013F)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
다운로드(백만건)	22	11	15	24	18	18	18	19	19	18	19	19
누적다운로드(백만건)	100	111	126	150	168	185	203	222	241	259	278	297
활동회원(백만명)	80	89	101	120	134	148	162	177	193	207	222	238
비율(%)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
월매출액(십억원)	22.8	22.8	22.8	24.5	27.4	30.3	36.5	39.9	43.4	51.3	55.1	58.9
월매출액(십억엔)	1.9	1.9	1.9	2.1	2.3	2.6	3.1	3.4	3.7	4.4	4.7	5
ARPU(원)	228	205	181	205	205	205	225	225	225	248	248	248

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

표 7. LINE 월별 다운로드 수 및 매출액 추정(2014F)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
다운로드(백만건)	15	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
누적다운로드(백만건)	312	326	341	356	371	386	401	416	431	446	461	476
활동회원(백만명)	234	245	256	267	279	290	301	312	324	335	346	357
비율(%)	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
월매출액(십억원)	75.4	78.8	82.4	86	89.6	93.2	96.9	100.5	104.1	107.7	111.3	115
월매출액(십억엔)	6.4	6.7	7	7.4	7.7	8	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5	9.8
ARPU(원)	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322	322

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

표 8. LINE 월별 다운로드 수 및 매출액 추정(2015F)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
다운로드(백만건)	12	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
누적다운로드(백만건)	488	500	512	524	536	548	560	572	584	596	608	620
활동회원(백만명)	342	350	358	366	375	383	392	400	408	417	425	434
비율(%)	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
월매출액(십억원)	132	135	138.3	141.5	144.8	148	151.2	154.5	157.7	161	164.2	167.5
월매출액(십억엔)	11.3	11.5	11.8	12.1	12.4	12.6	12.9	13.2	13.5	13.8	14	14.3
ARPU(원)	386	386	386	386	386	386	386	386	386	386	386	386

자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

표 9. LINE 분기별 매출액 추이(2012~2013F)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
매출액(십억원)		5	12	43	68	82	120	165	59	436
매출액(십억엔)		0.35	0.83	1.9	6	7	10	14	4	36

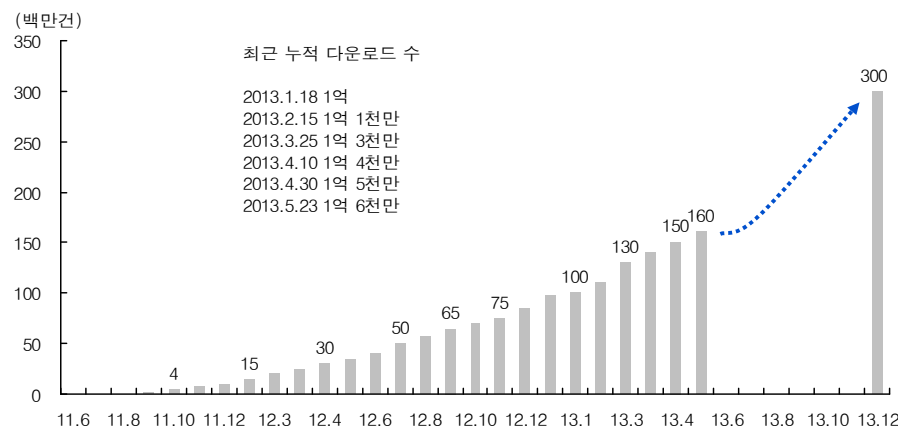
자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터 추정

표 10. LINE 분기별 매출액 추이(2014F~2015F)

	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014F	2015F
매출액(십억원)	237	269	301	334	405	434	463	493	1,141	1,796
매출액(십억엔)	20	23	26	28	34	37	39	35	95	150

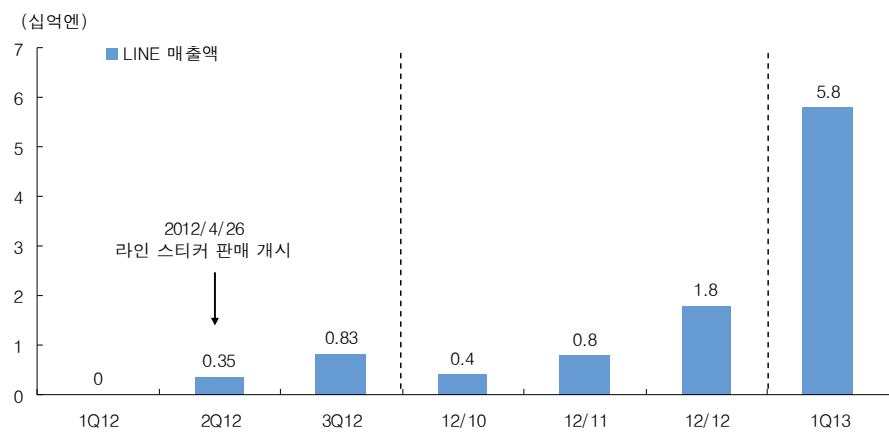
자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 2. LINE 누적 다운로드 수 추이



자료: 한경, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 엔화 기준 LINE 매출액 추이



자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. LINE 수익모델



자료: NHN Japan, KDB대우증권 리서치센터

Valuation 비교

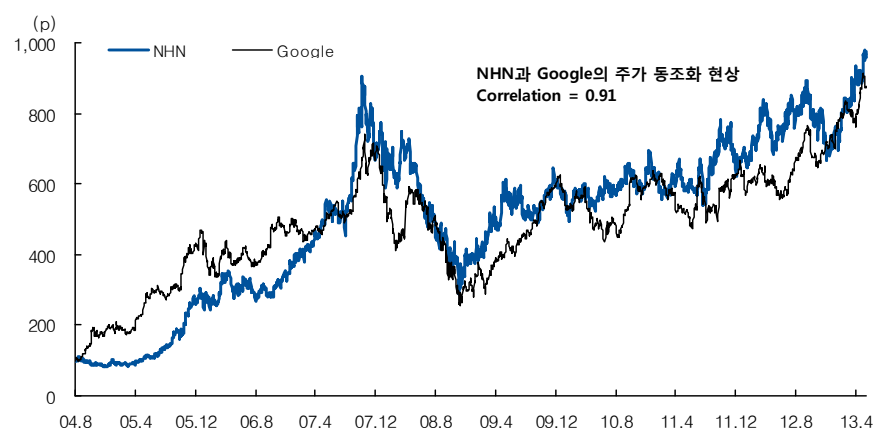
Google과의 주가 동조화 현상도 투자포인트

Peer Group는
Google, Tencent 등의
모바일 플랫폼 기업들

2013년 미국 증시에서 Apple 대신 Google 주가가 급등하는 가운데 5월에 NHN으로 외국인 매수세가 재유입된 것에 주목한다. 향후 몇 년간은 모바일 인터넷 비즈니스에 성공한 기업들의 실적이 급격히 개선될 것으로 예상된다. 2004년 Google 상장 이후에 관찰되고 있는 NHN과 Google의 주가 동조화 현상(동 기간 주가 상관관계수 0.91)은 향후에도 장기간 지속될 가능성이 높아 보인다.

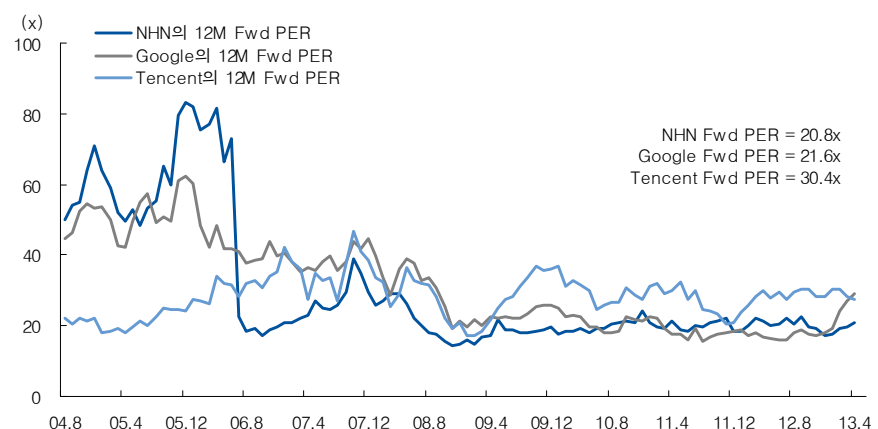
Google은 안드로이드 OS를 기반으로 안드로이드 마켓(2013년 1분기 기준 판매 스마트폰의 75.0%는 안드로이드폰)이라는 플랫폼을 구축하였다. 2013년 5월 15일에는 음악 스트리밍 서비스 등 콘텐츠 비즈니스 시작을 발표하기도 하였다. 이러한 스마트폰 OS 환경과 별개로, 아시아 시장 중심으로 NHN의 'LINE', 중국 Tencent의 'WeChat', 카카오의 '카카오톡' 등 MMS(Mobile Message Service) 확장세가 거세다. 이들은 'Facebook', 'Twitter' 등의 SNS(Social Network Service)를 능가하는 콘텐츠와 광고 플랫폼으로 성장하고 있다.

그림 5. Google 상장 이후 NHN과 Google의 주가 추이



주: 구글 상장일(2004년 8월 19일) 종가 = 100
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. NHN, Google, Tencent의 Fwd PER 추이



주: 구글 상장일(2004년 8월 19일) 이후의 12개월 Forward PER 수치, Bloomberg consensus EPS 예상치를 기준으로 산정함
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 11. 글로벌 인터넷 기업의 수익 지표 비교

(백만 US\$, %)

	현 시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			순이익률			EPS		
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
NHN	13,503	2,122	2,599	3,026	624	742	924	29.4	28.5	30.5	485	579	715	22.9	22.3	23.6	11.0	12.1	15.1
다음	1,031	403	485	538	90	97	118	22.4	20.1	21.9	68	83	101	16.8	17.1	18.7	5.3	6.1	7.5
인터파크	467	403	431	469	12	28	44	3.1	6.4	9.4	11	21	34	2.8	4.8	7.3	0.2	0.3	0.6
Google	291,707	50,175	47,373	54,795	12,760	16,143	19,142	25.4	34.1	34.9	10,737	13,209	15,467	21.4	27.9	28.2	34.0	46.1	53.4
Yahoo	28,224	4,987	4,530	4,659	803	852	898	16.1	18.8	19.3	3,945	1,361	1,478	79.1	30.0	31.7	1.3	1.4	1.5
Amazon	121,682	61,093	74,850	91,247	676	1,162	2,385	1.1	1.6	2.6	-39	555	1,436	-0.1	0.7	1.6	-0.2	3.0	5.2
Facebook	58,221	5,089	6,739	8,522	538	2,147	2,925	10.6	31.9	34.3	32	907	1,377	0.6	13.5	16.2	0.0	0.6	0.8
LinkedIn	18,670	972	1,500	2,113	57	83	210	5.8	5.5	9.9	22	26	84	2.2	1.7	4.0	0.2	1.5	2.1
Groupon	4,866	2,334	2,548	2,803	100	147	203	4.3	5.8	7.2	-55	-2	62	-2.3	-0.1	2.2	0.0	0.2	0.3
Yahoo Japan	27,150	4,151	3,801	4,120	2,255	2,076	2,276	54.3	54.6	55.2	1,392	1,269	1,394	33.5	33.4	33.8	24.0	21.9	24.0
Rakuten	15,594	5,559	4,982	5,552	906	977	1,133	16.3	19.6	20.4	243	573	663	4.4	11.5	11.9	0.2	0.4	0.5
Baidu	34,020	3,535	4,870	6,291	1,752	1,896	2,361	49.5	38.9	37.5	1,657	1,711	2,141	46.9	35.1	34.0	4.7	5.0	6.1
Sohu	2,459	1,067	1,364	1,600	226	285	359	21.2	20.9	22.5	87	97	133	8.2	7.1	8.3	2.1	2.8	3.8
Sina	3,910	529	608	763	-9	26	94	-1.6	4.2	12.4	32	30	99	6.0	5.0	13.0	0.1	0.7	1.7
Youku	3,421	285	511	772	-76	-76	26	-26.7	-14.8	3.4	-67	-69	28	-23.6	-13.6	3.6	-0.5	-0.3	0.4
Tencent	72,407	6,957	9,732	12,323	2,369	3,168	3,906	34.1	32.6	31.7	2,018	2,612	3,157	29.0	26.8	25.6	1.1	1.5	1.8
평균								16.6	19.3	22.1				15.5	14.0	16.5			

주: 주당순이익(EPS)단위는 US\$ / 중국 기업 중 Tencent는 홍콩 상장, Youku는 미국 NYSE 상장, 나머지는 미국 나스닥 상장

자료: Bloomberg 예상치, KDB대우증권 리서치센터

표 12. 글로벌 인터넷 기업의 상대가치 비교

(x, %)

	현 시가총액	PER			PBR			PSR			EV/EBITDA			ROE			ROA		
		12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
NHN	13,503	18.3	23.2	18.7	5.2	5.6	4.4	4.2	5.2	4.5	10.9	14.8	12.1	31.4	29.1	28.2	20.6	20.2	20.7
다음	1,031	15.2	12.6	10.3	2.4	2.0	1.7	2.7	2.2	1.9	7.3	6.2	5.3	15.7	16.9	17.7	13.0	14.3	15.0
인터파크	467	26.8	22.9	13.8	1.0	1.2	1.1	0.7	1.1	1.0	18.7	14.6	10.2	3.5	6.0	9.1	1.6	3.2	5.0
Google	291,707	20.8	19.1	16.5	3.3	3.4	2.9	4.6	6.2	5.3	12.0	11.4	9.6	16.5	17.8	17.7	12.9	14.5	14.7
Yahoo	28,224	15.7	19.2	17.4	1.5	1.9	1.8	4.8	6.2	6.1	11.2	13.8	13.2	29.1	10.6	10.1	24.7	5.6	5.5
Amazon	121,682		89.2	51.2	13.9	13.1	10.8	1.9	1.6	1.3	37.7	25.2	18.9	-0.5	9.0	17.6	-0.1	3.2	5.2
Facebook	58,221	2,662.0	42.7	31.2	5.4	4.4	3.9	10.5	8.6	6.8	47.1	14.3	11.1	0.4	9.3	10.7	0.3	8.8	10.1
LinkedIn	18,670	604.3	116.3	81.4	13.9	17.1	13.5	12.4	12.5	8.8	86.6	48.9	33.0	2.8	10.8	15.1	1.9	7.5	10.3
Groupon	4,866		42.7	25.8	4.3	5.5	4.7	1.4	1.9	1.7	12.8	12.4	10.2	-9.3	12.4	22.4	-2.9	4.5	7.9
Yahoo Japan	27,150	21.8	21.7	19.8	4.6	4.2	3.6	7.3	7.2	6.6	7.4	11.3	10.3	22.8	21.0	19.8	17.6	18.7	18.0
Rakuten	15,594	45.6	27.2	23.5	3.5	5.1	4.2	2.0	3.2	2.8	3.6	3.9	3.5	8.0	20.4	19.3	1.0	3.1	3.4
Baidu	34,020	21.0	19.4	15.9	8.4	5.6	4.1	7.6	7.0	5.4	15.9	13.8	11.0	50.6	34.8	31.2	30.3	22.1	21.7
Sohu	2,459	22.8	23.1	17.1	1.6	1.9	1.7	1.7	1.8	1.5	4.0	6.0	4.8	7.9	8.1	9.9	4.7	9.1	9.8
Sina	3,910	456.5	86.7	35.3	2.9	2.9	2.7	6.3	6.4	5.1	125.0	53.1	22.9	2.9	4.2	9.0	2.2	2.2	5.9
Youku	3,421			54.1	35.8	2.3	2.2	8.4	6.7	4.4			27.3	-6.3	-3.5	4.3	-5.5	-2.8	6.2
Tencent	72,407	28.8	26.6	21.9	9.0	7.9	5.9	8.3	7.4	5.9	20.2	19.0	15.7	36.5	33.0	30.2	19.3	19.6	19.3
평균		304.6	39.5	28.4	7.3	5.3	4.3	5.3	5.3	4.3	28.0	17.9	13.7	13.3	15.0	17.0	8.9	9.6	11.2

주: 중국 기업 중 Tencent는 홍콩 상장, Youku는 미국 NYSE 상장, 나머지는 미국 나스닥 상장

자료: Bloomberg 예상치, KDB대우증권 리서치센터

기업 분할 전후의 주가 흐름

농심 case (2003년 7월 18일 재상장)

재상장 첫날 +11.1%,
재상장 90일 최고가
+30.9%

2003년 농심은 음식료업을 핵심사업영역으로 하는 농심(존속법인)과 출자회사 관리를 위해 신설되는 농심홀딩스(신설법인 순수 지주회사 개념) 2개사로 인적 분할되었다. 분할 후 농심은 7월 18일에, 농심홀딩스는 7월 30일에 각각 재상장 되었다.

2003년 1분기 농심은 매출액 3,620억원(+13.5% YoY), 영업이익 401억원(+45.4% YoY)을 기록했다. 전년 하반기 라면 가격 인상 효과와 함께 스낵, 삼다수 등 비라면사업부가 외형성장을 주도했다.

분할 전후의 실적이

양호한 가운데

자회사 가치가 재평가되어

분할 이후 시가총액 상승

농심홀딩스 별도 상장을 통해 울존화학, 태경농산, 농심엔지니어링 등 우량 자회사의 가치가 새롭게 부각되었고, 지주 회사의 현금 흐름을 위해 자회사들이 높은 배당률을 유지할 가능성 등이 부각되었다. 농심이 보유하고 있는 농심홀딩스 주식을 시장에서 매각하여야 하는 농심그룹 차원에서의 주가 부양책도 관심을 받았다.

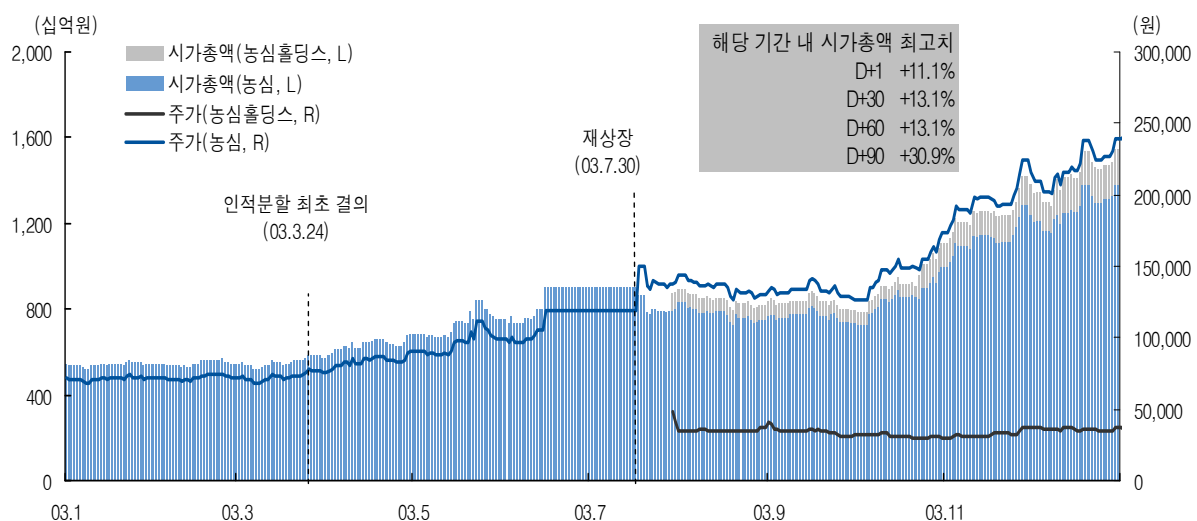
농심은 인적 분할을 전후로 좋은 실적(2003년 2분기 영업이익도 전년동기 대비 67.0% 증가)을 기록하면서 지주회사가 보유한 자회사 가치가 재평가되었고 주주 친화적 배당 정책도 좋은 평가를 받았다. 인적 분할 결의 이후 주가가 꾸준히 상승하였고, 재상장 당일 종가 기준으로 두 회사를 합친 시가총액은 분할 전보다 11.1% 상승했다. 재상장 이후 90일 동안에는 분할전보다 최고 30.9% 증가했다.

표 13. 농심 분할 과정

일정	날짜
이사회 결의	2003-03-24
분할 주주총회 주주확정일	2003-04-15
분할 승인 주주총회일	2003-05-16
분할보고총회 또는 창립총회 공고	2003-07-10
분할기일	2003-07-01
분할등기일	2003-07-10
재상장	2003-07-30

자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

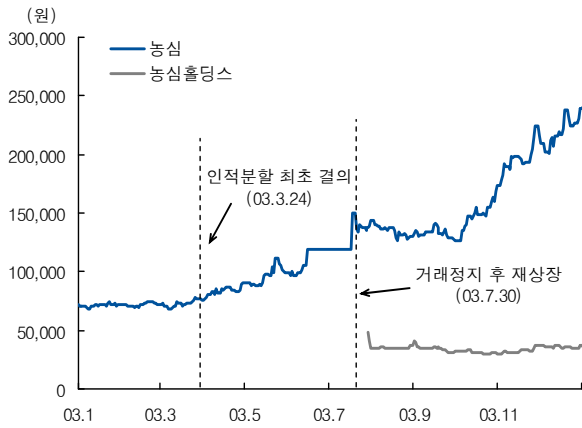
그림 7. 농심 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 종가를 기준으로 작성

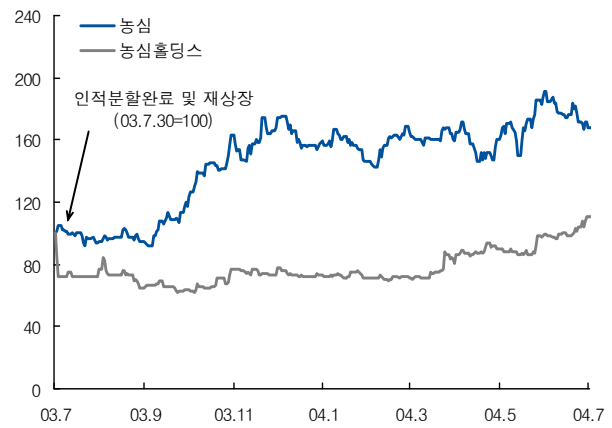
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 분할 일정 중 주가 추이



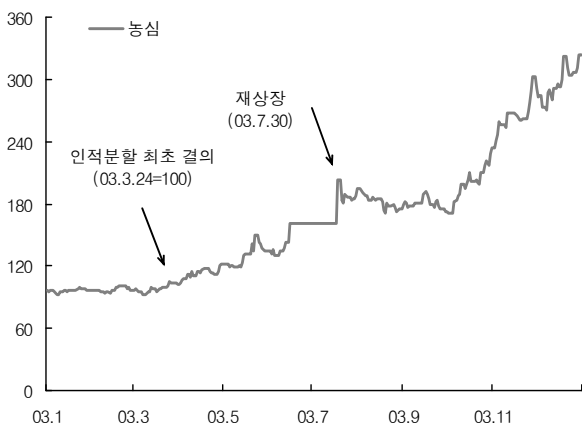
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 분할 일정 중 상대주가 추이



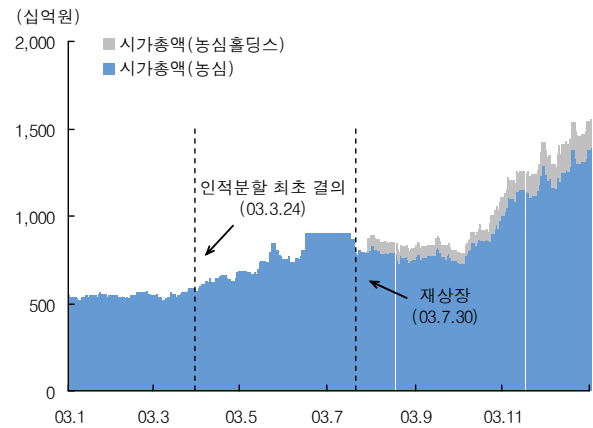
주: 재상장일(2003년 7월 30일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 존속법인(농심) 상대주가



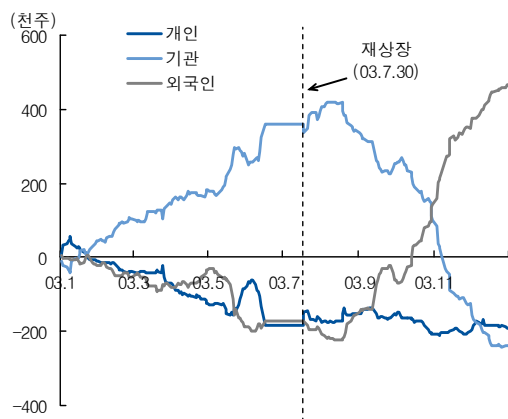
주: 인적분할 최초 결의일(2003년 3월 24일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 분할 전/후 시가총액 변화



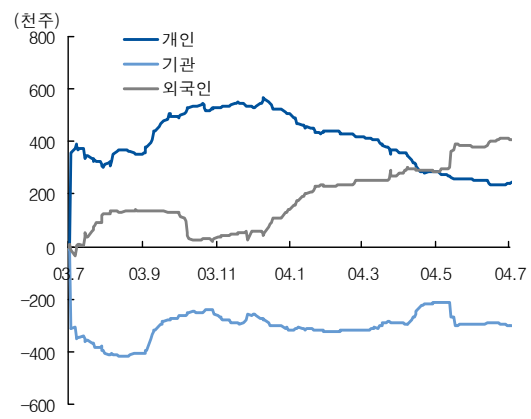
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 분할 일정 중 존속법인(농심) 매매주체별 거래 동향



주: 2003년 1월 1일을 기준(0)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 신설법인(농심홀딩스)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2003년 7월 30일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

네오위즈홀딩스 case(2007년 7월 2일 재상장)

매매정지일 증가 대비
재상장 첫날 시총 +204.0%,
30일 이후 시총 +332.6%

2007년 2월 1일, 네오위즈는 게임사업부 인적 분할을 결정하였다. 존속법인 네오위즈는 게임사업부 지분 11%와 채팅사이트 세이클럽사업부 및 국내외 출자회사 지분 100%를 보유하는 지주회사가 되었다.

네오위즈게임즈는 네오위즈에서 인적분할하여 재상장한 7월 2일에 매매정지일 증가인 55,000원의 200% 수준인 110,000원에 시초가가 형성되었고, 그날 증가 또한 시초가 대비 상한가를 기록했다.

인적분할 이후 네오위즈와 네오위즈홀딩스 시가총액 합계액은 재상장 첫날 +204.0% 증가했고, 재상장 30일 이후에는 분할 이전보다 332.6%나 늘어났다.

실적보다 신규게임
기대감이 극대화되던 시점
어쩌면 NHN도 9월에?

매출 비중이 높은 웹보드게임이 부진했던 탓에 2007년에는 뚜렷한 실적 모멘텀이 관찰되지 않았다. 다만 EA 지분 투자와 공동 온라인게임 개발 계획 발표가 있었고, '스페셜포스' 재계약이 5월에 결정되었다. FPS 게임 '크로스파이어' 국내 오픈베타가 5월 3일부터 시작되었고, 또 다른 FPS 게임 '아바' 또한 5월 31일부터 클로즈베타를 시작하였다.

위와 같은 경우는 실적 변화가 없는 상황에서 인적 분할 이후 주가가 급등한 것으로 판단한다. 이는 미래 기대감이 극대화되면서 발생한 1) 증시 호황기 IPO 기업의 주가 상승 흐름과, 2) 액면 분할, 무상 증자 이후에 관찰되는 착시 효과와 동일한 맥락에서 해석할 수 있다.

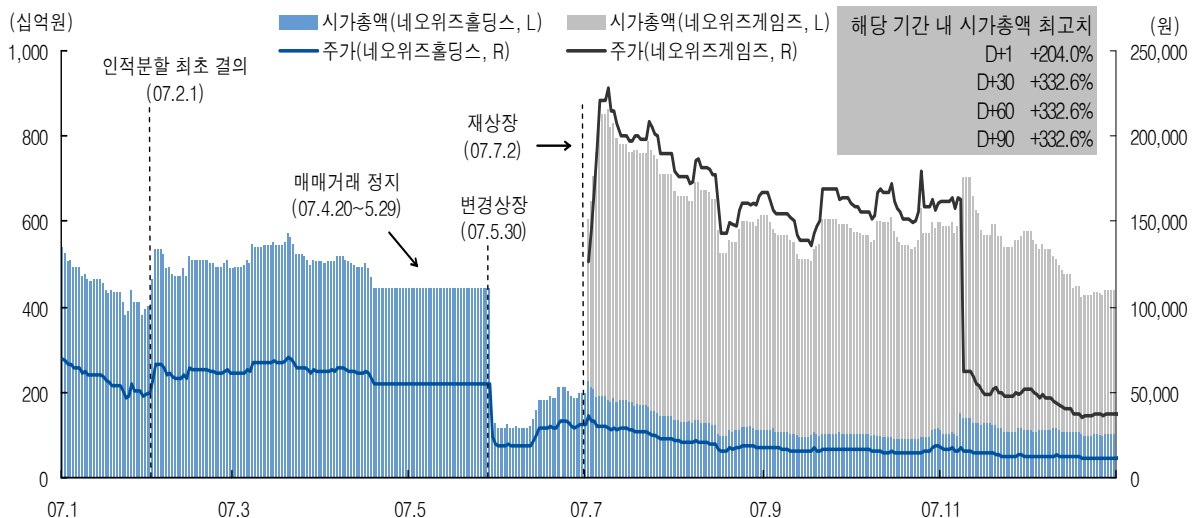
<그림 20>와 같이 재상장 이후 주가 랠리는 한동안 외국인 투자자들이 주도했다. 11월에 있었던 200% 무상증자 이후 주가는 하락 국면으로 접어들었다.

표 14. 네오위즈홀딩스 분할 과정

일정	날짜
이사회 결의	2007-02-01
분할계획 승인 주주총회	2007-03-20
매매거래 정지	2007-4-20~2007-5-30
분할 기일	2007-04-24
변경상장	2007-05-30
재상장	2007-07-02

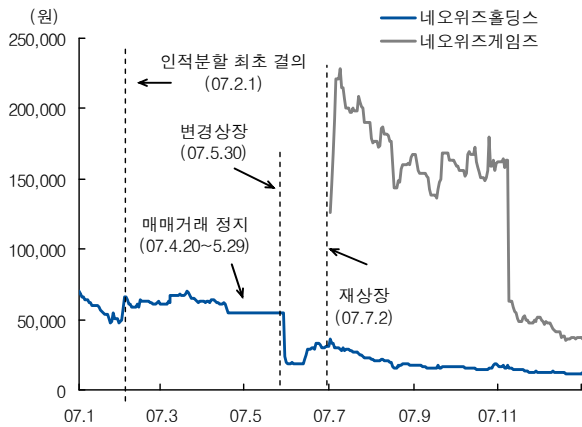
자료: 네오위즈홀딩스, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 네오위즈홀딩스 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



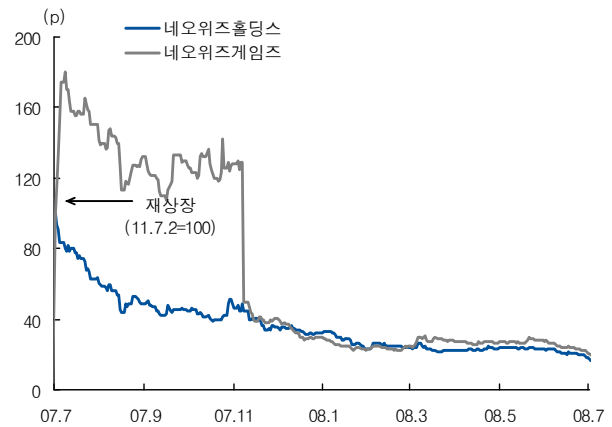
주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 증가를 기준으로 작성
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 분할 일정 중 주가 추이



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 분할 일정 중 상대주가 추이



주: 재상장일(2011년 7월 2일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

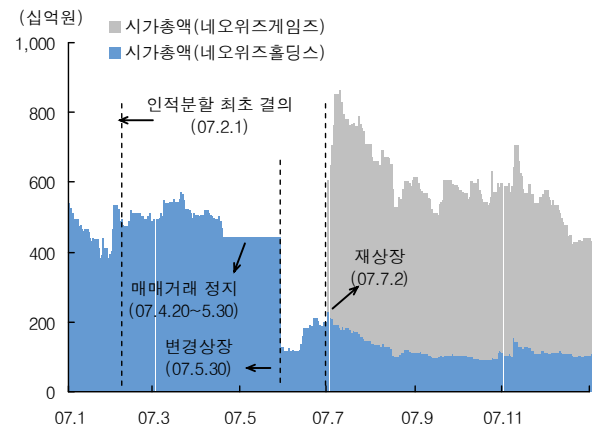
그림 17. 존속법인(네오위즈홀딩스) 상대주가



주: 인적분할 최초 결의일(2007년 2월 1일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

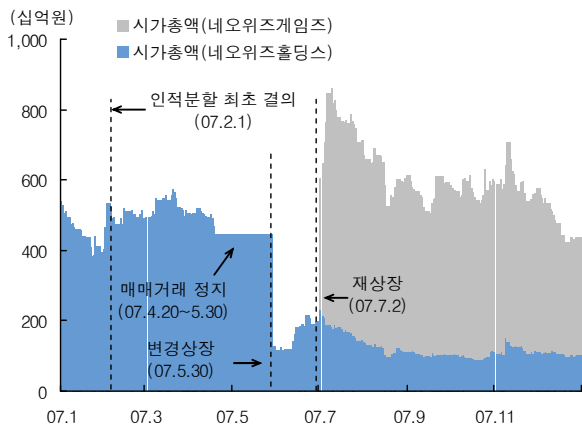
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 분할 전/후 시가총액 변화



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

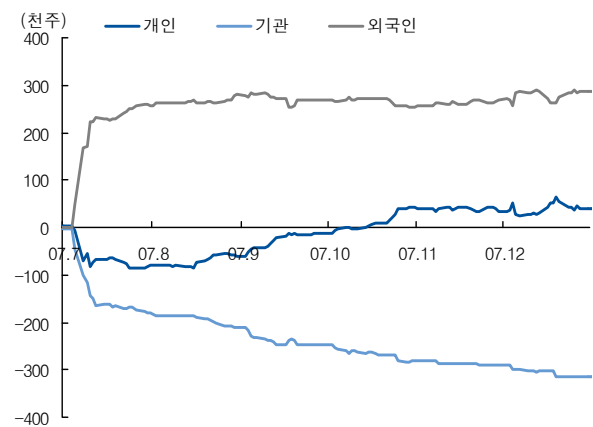
그림 19. 분할 일정 중 존속법인(네오위즈홀딩스) 매매주체별 거래 동향



주: 2007년 1월 1일을 기준(0)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 신설법인(네오위즈게임즈)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2011년 7월 2일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

SBS case(2008년 3월 24일 재상장)

재상장 첫날 -18.3%,
30일 이후 -15.9%,
60일 -15.0%,
90일 이후 -3.1%

SBS는 2008년 2월 28일 기업 분할을 위해 거래가 정지되었고, 3월 24일에 방송지주사 SBS홀딩스와 SBS(지상파)로 분할되어 재상장되었다.

두 회사가 동시에 재상장되어 거래가 재개된 3월 24일에는 기업 분할 이전 종가 기준 50~200% 사이의 범위에서 동시호가 방식으로 시초가가 결정되었다. 재상장 첫날 두 회사를 합친 시가총액은 거래 정지일 대비 18.3%나 급감하였다.

재상장 30일 이후 두 개 회사의 합계 시가총액 최고치는 분할 이전 시가총액과 비교해 15.9% 하락한 수준이었다. 60일 이후는 분할 이전 대비 -15.0%, 90일 이후는 -3.1%를 기록하였다. 재상장 이후 두 회사의 주가는 점진적으로 회복되었지만 기업분할은 주가에 부정적인 변수로 비추어졌다.

재상장 이후 주가 약세는
분기 실적 적자 전환과
대주주를 위한 3자 배정
유상증자에 기인

이렇게 기업 분할 이후 주가가 부진했던 것은 1) 4월에 발표된 SBS 1분기 실적이 예상과는 달리 적자로 전환되었고, 2) 4월 25일에 SBS홀딩스가 대주주 태영건설의 SBS홀딩스 지분율을 높이기 위한 3자 배정 유상증자를 단행하였기 때문이다.

1분기 SBS 실적이 부진했던 이유로는 글로벌 경제 위기로 인한 실물 경기 악화 우려감과 삼성 특검 등 외생 변수를 들 수 있다. 1월 광고 단가가 인상되었음에도 영업이익 적자가 지속된 것은 외주제작비 증가에 따라 제작비 또한 늘어난 때문이었다.

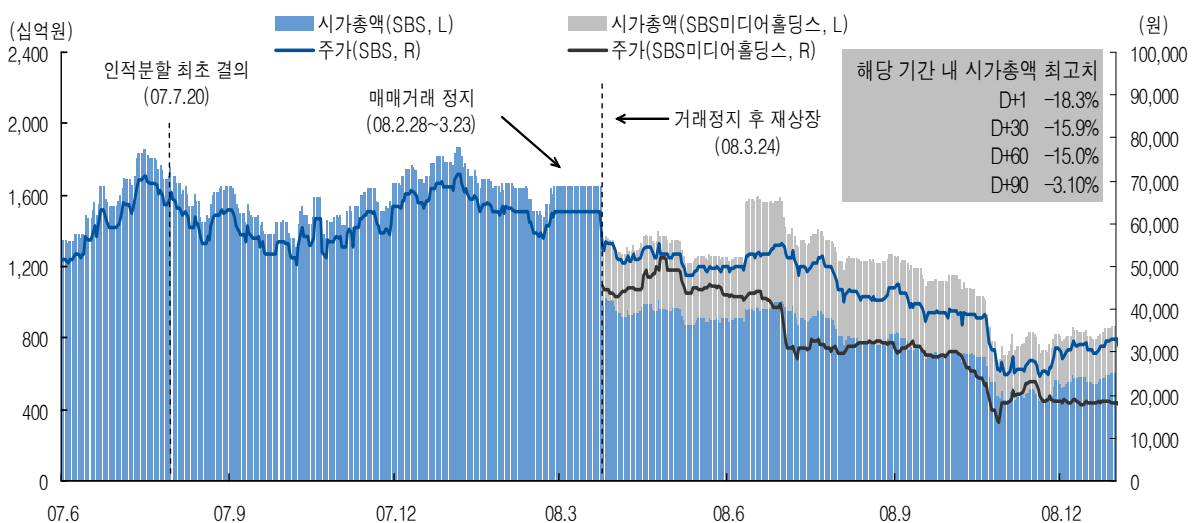
2008년 1분기 SBS 매출액은 전년동기 3.0% 감소한 1,270억원이었고, 영업이익은 -110억원으로 적자가 지속되었다. 순이익도 -60억원 적자를 기록한 것은 분할 이후 지분법이익의 규모가 감소한 영향을 받았기 때문이다.

표 15. SBS 분할 과정

일정	날짜
이사회 결의	2007-07-20
분할계획 승인 주주총회	2007-09-04
매매거래 정지	2008-02-28~2008-03-23
분할 기일	2008-02-29
변경상장 및 재상장	2008-03-24

자료: SBS, KDB대우증권 리서치센터

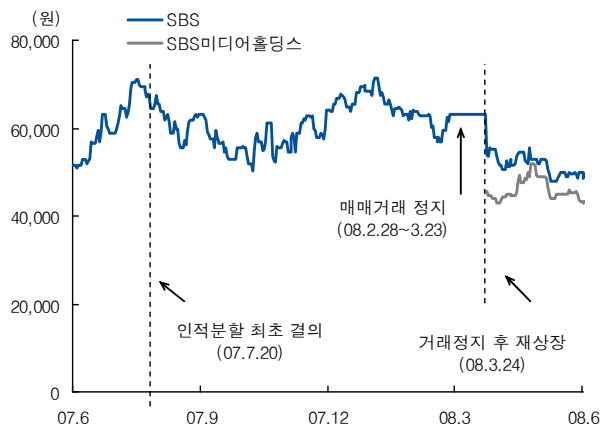
그림 21. SBS 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 종가를 기준으로 작성

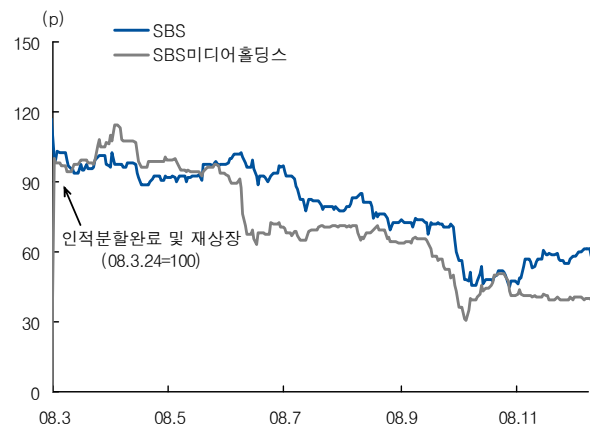
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 분할 일정 중 주가 추이



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

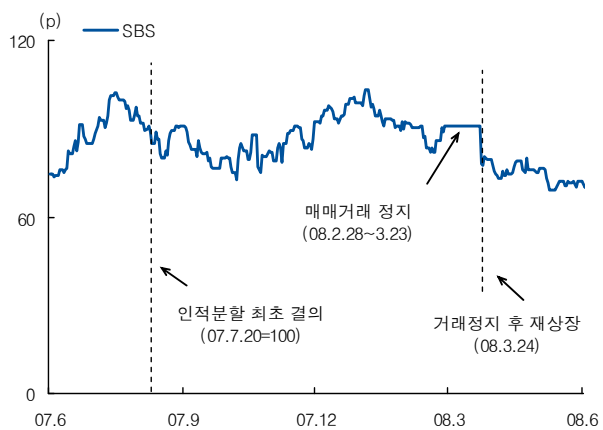
그림 23. 분할 일정 중 상대주가 추이



주: 재상장일(2008년 3월 24일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

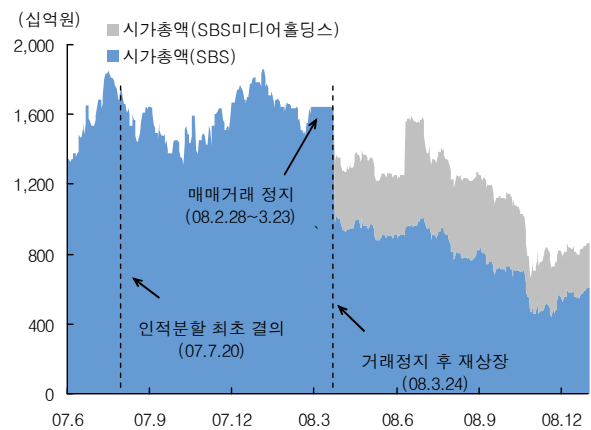
그림 24. 존속법인(SBS) 상대주가



주: 인적분할 최초 결의일(2007년 7월 20일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

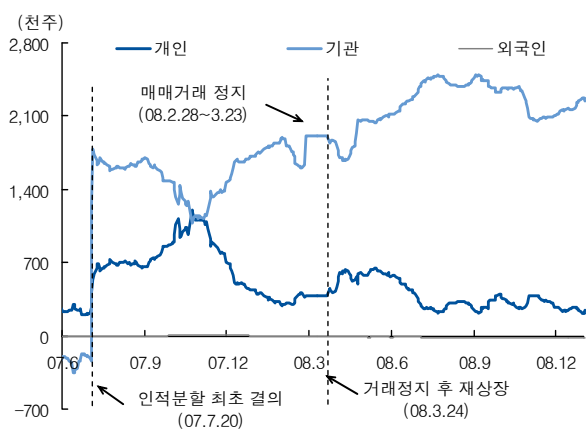
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 분할 전/후 시가총액 변화



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

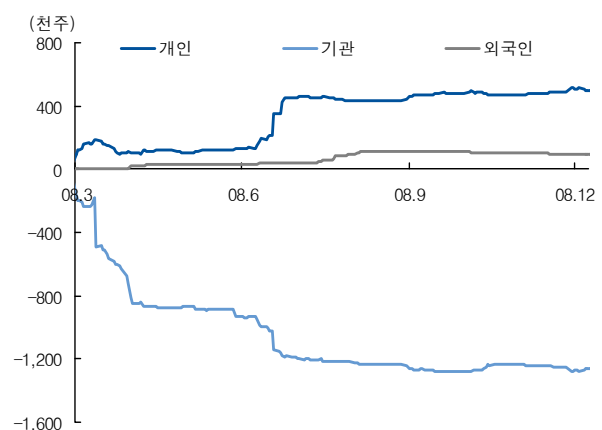
그림 26. 분할 일정 중 존속법인(SBS) 매매주체별 거래 동향



주: 2007년 6월 1일을 기준(0)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 신설법인(SBS미디어홀딩스)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2008년 3월 24일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

신세계 case(2011년 6월 10일 재상장)

재상장 첫날의

시총 합계는 +0.6%,

30일 이후는 +5.1%

유통기업 신세계는 백화점사업부 신세계(분할 후 존속회사)와 할인점사업부 이마트(분할 후 신설회사)로 분할 되어 2011년 6월 10일 재상장 되었다.

기존 신세계가 보유하고 있던 지분법평가대상 중 신세계인터내셔널, 신세계첼시, 신세계첼시부산, 광주신세계, 신세계의정부역사는 백화점부문에 편입되었고, 조선폰텔, 조선폰텔베이커리, 신세계푸드, 신세계&C, 신세계건설, 스타벅스코리아, 중국 이마트현지법인인 이마트에 속하게 되었다.

분할에 부정적인 시장

분위기, 하지만 재상장 이후

점진적 주가 상승

분할 재상장 당시 시장에는 동사 분할에 대한 부정적인 시각이 많았다. 1) 신세계 수익의 80%를 담당하던 할인점 부문의 부진이 지속되면서 1분기 실적이 컨센서스를 하회하였고, 2) 생활물 물가 상승세 지속이 가격에 민감한 할인점 비즈니스에 부담을 가중시켰으며, 3) 이미 충분히 높은 밸류에이션으로 거래되고 있어 분할 이후에 주가 상승 요인이 없다는 평가였다.

비유동자산내 매도가능금융자산으로 분류되어 있던 삼성생명 보유지분은 신세계가 33.3%, 이마트가 66.7%를 가지게 되었다.

두 회사가 동시에 재상장된 2011년 6월 10일에는 기업 분할 이전 종가 기준 50~200% 범위에서 동시호가를 통해 시초가가 결정되었고, 거래가 재개되었다. 재상장 첫날 두 회사를 합친 시가총액은 거래 정지 때보다 0.6% 증가했다.

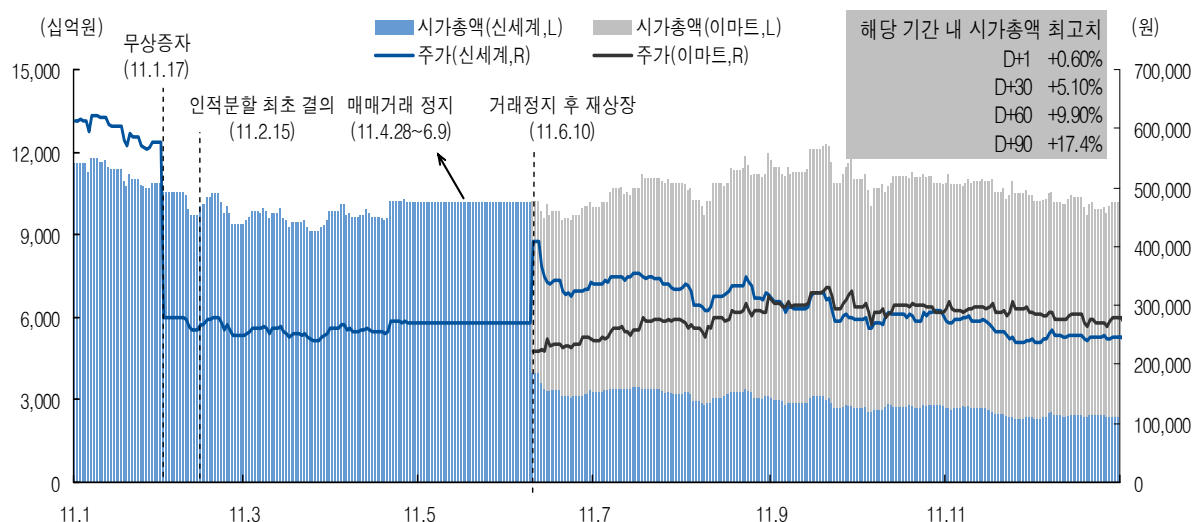
재상장 30일 이후 두 개 회사의 합계 시가총액 최고치는 분할 이전 시가총액과 비교해 5.1% 늘어났고, 60일 이후는 9.9%, 90일 이후는 17.4% 증가했다. 거래 정지기간 동안 기대감이 높았던 신세계 주가는 하락했고, 재상장 주가가 저평가되었던 이마트 주가는 꾸준히 상승하였다.

표 16. 신세계 분할 과정

일정	날짜
무상증자 결의	2011-01-17
이사회 결의	2011-02-15
분할계획 승인 주주총회	2011-03-18
매매거래 정지	2011-04-28~2011-06-09
분할 기일	2011-05-01
재상장	2011-06-10

자료: 신세계, KDB대우증권 리서치센터

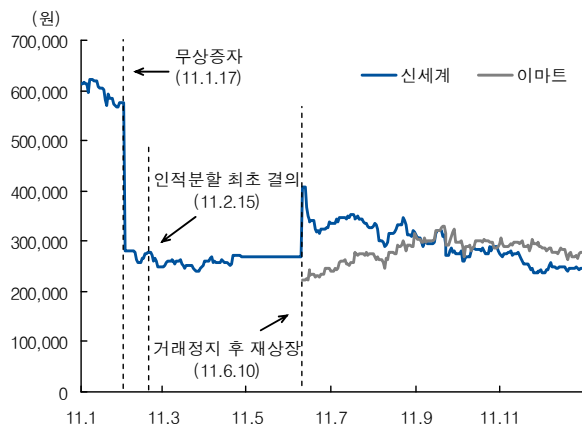
그림 28. 신세계 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 종가를 기준으로 작성

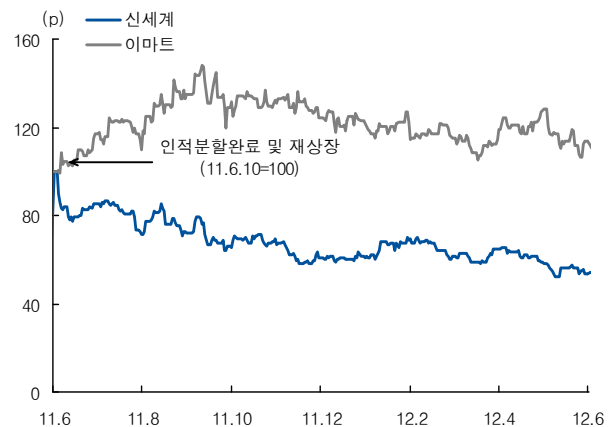
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 분할 일정 중 주가 추이



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

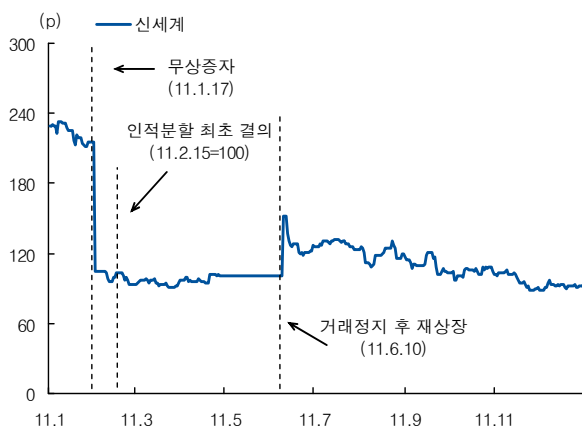
그림 30. 분할 일정 중 상대주가 추이



주: 재상장일(2011년 6월 10일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

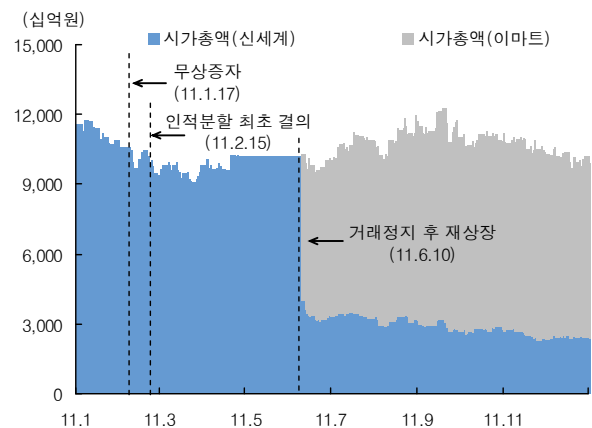
그림 31. 존속법인(신세계) 상대주가



주: 인적분할 최초 결의일(2011년 2월 15일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

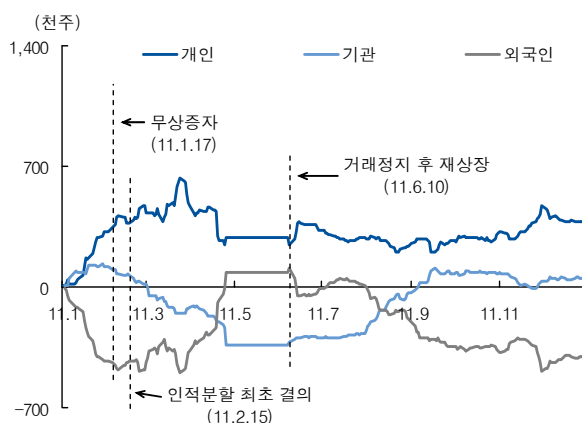
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 분할 전/후 시가총액 변화



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

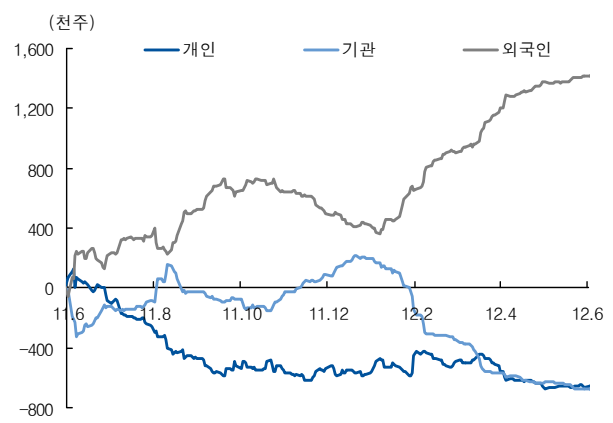
그림 33. 분할 일정 중 존속법인(신세계) 매매주체별 거래 동향



주: 2011년 1월 1일을 기준(0)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 신설법인(이마트)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2011년 6월 10일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

한국타이어 case(2012년 10월 4일 재상장)

재상장 첫날

시총 합계는 +3.5%,

30일 이후는 +6.8%

한국타이어는 2012년 9월 1일을 분할 기일로 존속법인 한국타이어월드와이드(투자회사, 분할비율 18.6%)와 신설법인 한국타이어(사업회사, 분할비율 81.4%)로 인적 분할 되었다. 10월 4일에 두 회사는 각각 재상장 및 신규 상장되었다.

재상장을 앞두고 사업회사 한국타이어의 주가 상승 기대감이 높았다. 1) 거래정지 기간 동안 타이어 수요와 원재료 가격 등 외생 변수의 특별한 변화가 없는 상황에서 2) 거래정지 기간 동안 국내외 경제사 주가는 상승해 있었다.

한국타이어 2분기 매출액은 전년동기와 비교해 18.5% 증가하였고 영업이익은 112.0% 늘어나며 양호한 실적을 기록했다. 동사 주가는 연초 대비 지속적인 약세 흐름을 나타냈는데 시장에서는 이를 인적 분할로 인한 거래정지 리스크에 기인한 것으로 해석하였다.

거래정지 기간 전후로

밋밋한 실적,

완만한 주가 흐름

재상장 첫날 두 회사를 합친 시가총액은 거래 정지 때보다 3.5% 증가했다. 재상장 30일 이후 두 개 회사의 합계 시가총액 최고치는 분할 이전 시가총액과 비교해 6.8% 늘어났고, 그 이후에는 큰 폭의 시가총액 변화가 없었다.

분할 이슈와는 무관하지만 한국타이어가 2013년 이후 좋은 주가 흐름을 기록하고 있다. 2013년 4월에 발표된 1분기 영업이익이 컨센서스를 크게 상회한 것이 주가 모멘텀으로 평가된다.

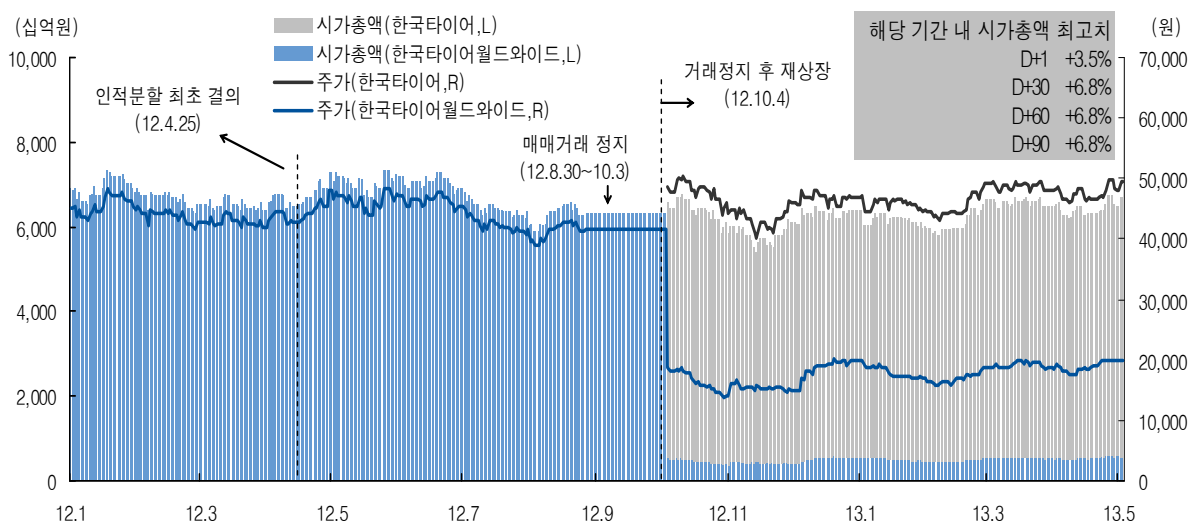
한국타이어의 인적 분할 전후 주가 움직임을 살펴볼 때, 인적 분할로 인한 거래 정지 이슈는 그 당시의 실적 전망치나 기대감이 어떻게 형성되는가에 영향을 크게 받는 것으로 보인다. 동사의 실적 기대치나 미래 기대감이 밋밋한 시점에서는 인적 분할 전후의 주가 흐름도 완만한 흐름을 나타냈다.

표 17. 한국타이어 분할 과정

일정	날짜
이사회 결의	2012-04-25
분할계획 승인 주주총회	2012-07-27
매매거래 정지	2012-08-30 ~ 2012-10-03
분할 기일	2012-09-01
변경상장 및 재상장	2012-10-04

자료: 한국타이어월드와이드, KDB대우증권 리서치센터

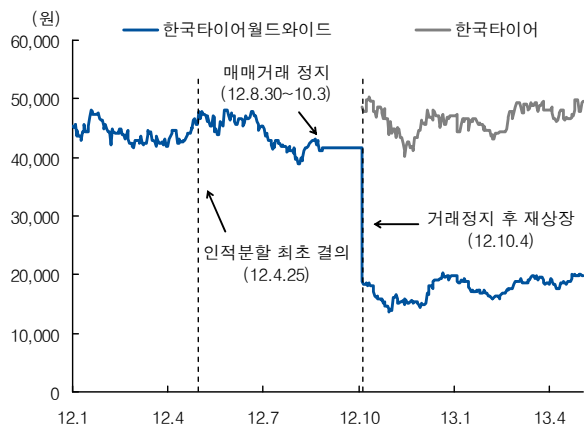
그림 35. 한국타이어 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 종가를 기준으로 작성

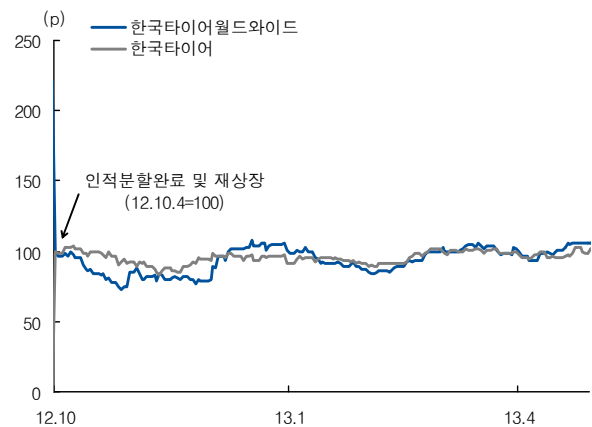
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 분할 일정 중 주가 추이



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

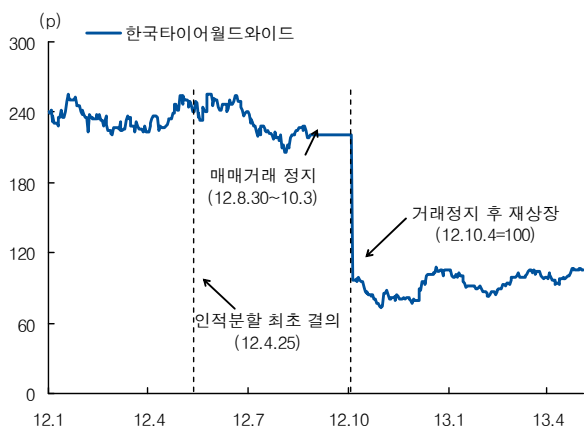
그림 37. 분할 일정 중 상대주가 추이



주: 재상장일(2012년 10월 4일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

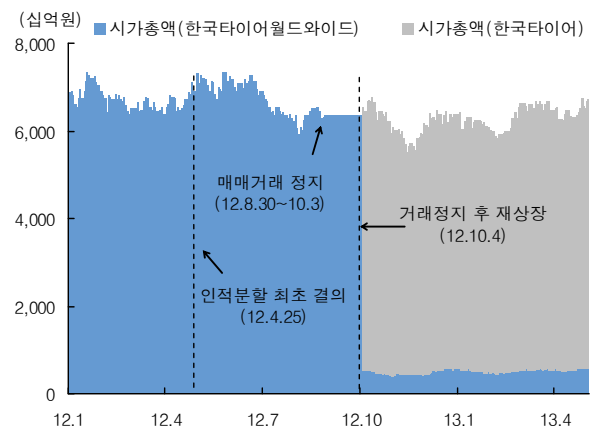
그림 38. 존속법인(한국타이어월드와이드) 상대주가



주: 인적분할 최초 결의일(2012년 4월 26일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

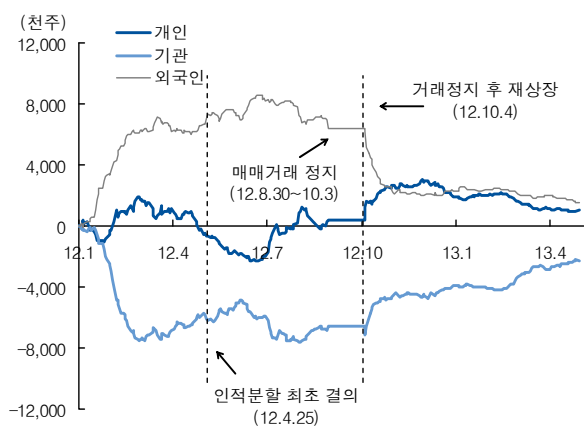
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 39. 분할 전/후 시가총액 변화



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

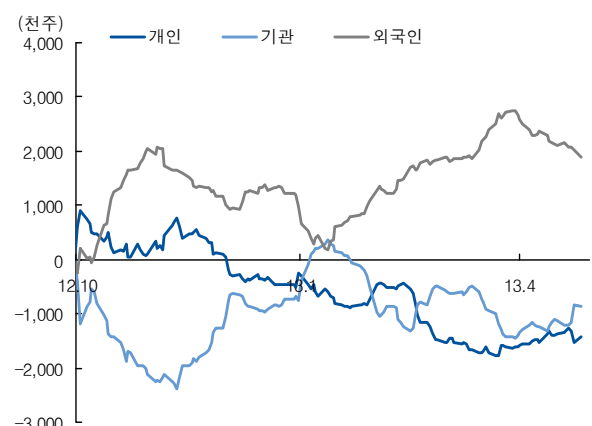
그림 40. 분할 일정 중 존속법인(한국타이어월드와이드) 거래 동향



주: 2012년 1월 1일을 기준(0)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 41. 신설법인(한국타이어)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2012년 10월 4일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

동아제약 case(2013년 4월 8일 재상장)

재상장 첫날 시총 +6.6%,
30일 이후 +30.3%

동아제약은 2013년 1월 28일 주주총회에서 회사 분할이 결정되어 지주회사 역할의 동아쏘시오홀딩스(분할 존속회사)와 사업회사 동아에스티(신설 법인)로 4월 8일 상장되었다. 회사 분할은 투자사업 부문, 일반의약품, 전문의약품 사업부문을 분리하고 투자사업부문을 향후 지주회사로 전환하기 위함이었다.

또한 지주회사인 동아쏘시오홀딩스는 기존 동아제약의 신약개발 업무와 함께 일본 기업과 공동으로 진행 중인 바이오시밀러 사업도 담당하게 되었다.

사업회사인 동아에스티는 전문의약품을 포함하여 의료기기, 진단사업, 해외수출을 담당하게 되었다. 동아에스티에서 추가로 물적분할되어 100% 지분을 보유하게 된 동아제약은 일반의약품과 박카스사업부를 운영하고 있다.

재상장 첫날 두 회사를 합친 시가총액은 거래 정지 때보다 6.6% 증가했다. 재상장 30일 이후 두 회사의 합계 시가총액 최고치는 분할 이전 시가총액과 비교해 30.3% 늘어났다.

제약회사의 기업 분할은 몇몇 측면에서 여타 기업과 다르다. 그러나 지주회사 전환을 통해서 대주주의 지배구조 강화나 순환형 출자 구조 해소 등을 도모하고자 하는 것은 비슷하게 보인다.

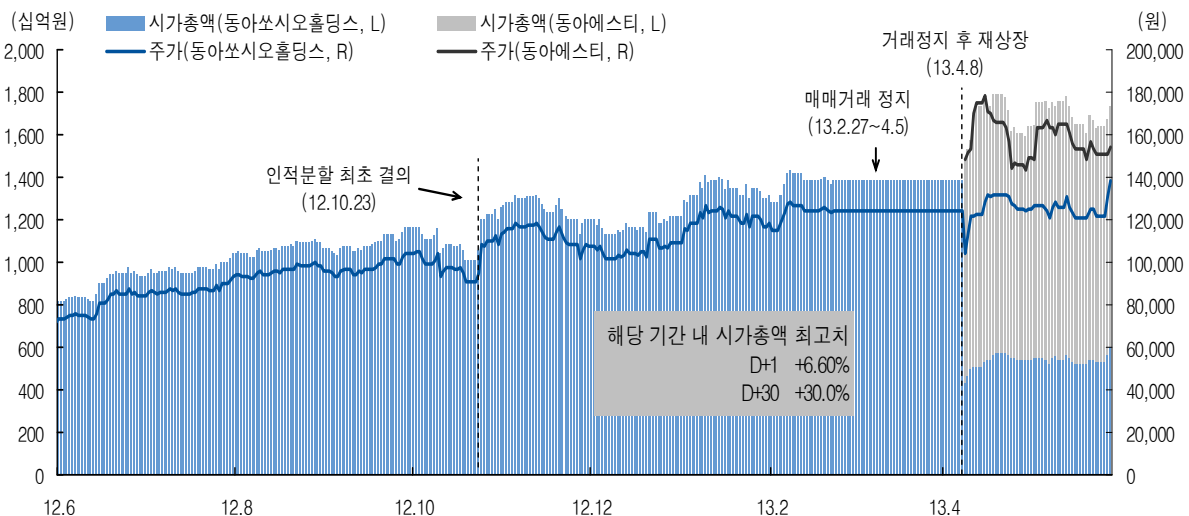
일반적으로, 신약 개발사업부는 리스크가 크고 결과 확인에 장시간이 소요되지만 성장성 부각 시 높은 밸류에이션 프리미엄을 받는다. 동아제약의 경우 이러한 특징을 가진 신약 개발사업부를 지주회사가 가져갔다.

표 18. 동아제약 분할 과정

일정	날짜
이사회 결의	2012-10-23
분할계획 승인 주주총회	2013-01-28
매매거래 정지	2013-02-27 ~ 2013-04-05
분할 기일	2013-03-01
변경상장 및 재상장	2013-04-08

자료: 동아쏘시오홀딩스, KDB대우증권 리서치센터

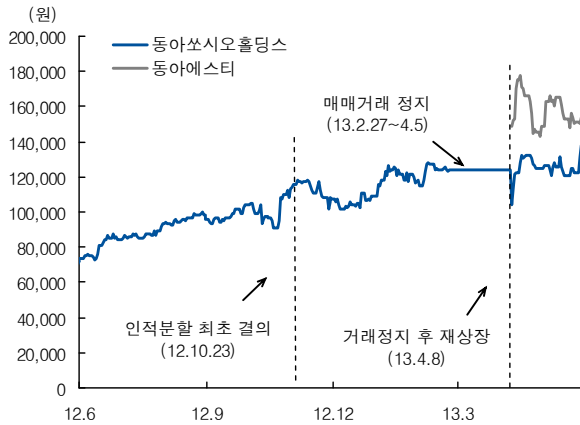
그림 42. 동아제약 분사 과정에서 나타난 시가총액/주가 변화



주: 거래정지일을 D-day로 설정하였으며, 해당 기간 내 시가총액 최고치 증감(%)은 거래정지일 종가를 기준으로 작성

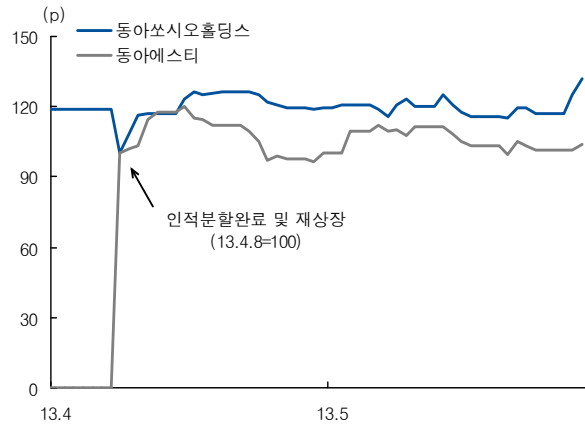
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 43. 분할 일정 중 주가 추이



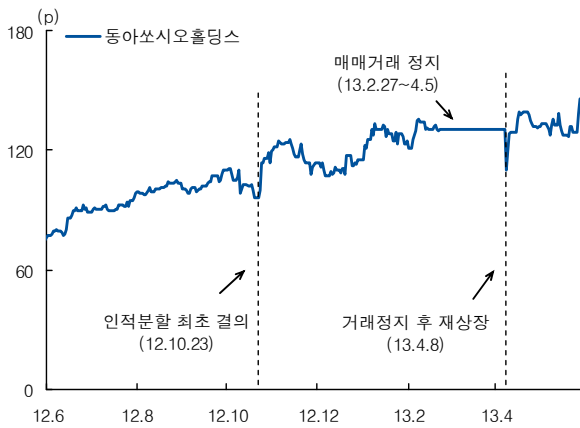
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 44. 분할 일정 중 상대주가 추이



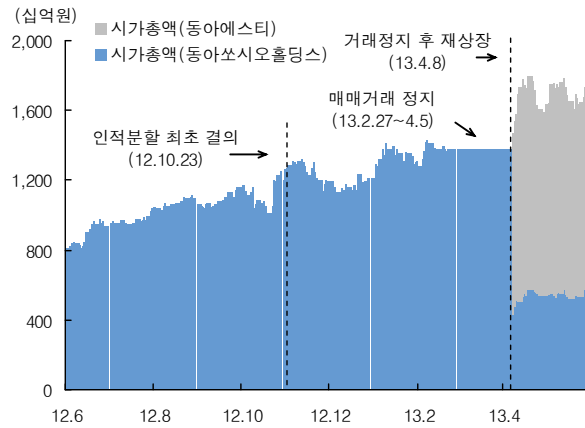
주: 재상장일(2013년 4월 8일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 45. 존속법인(동아쏘시오홀딩스) 상대주가



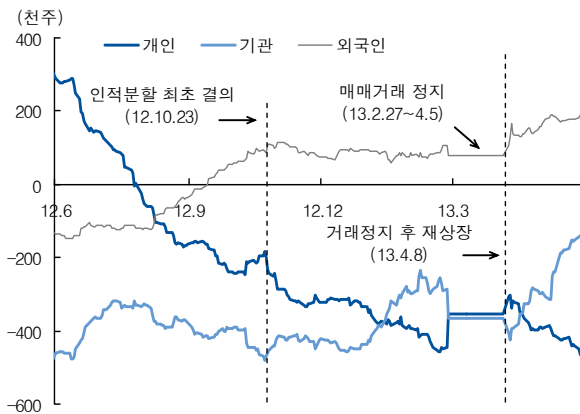
주: 인적분할 최초 결의일(2012년 10월 23일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 46. 분할 전/후 시가총액 변화



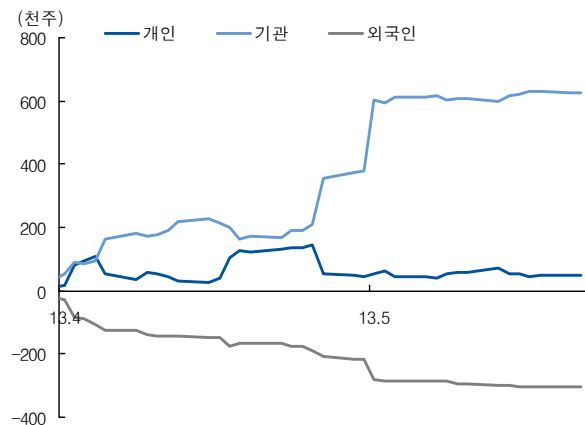
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 분할 일정 중 존속법인(동아쏘시오홀딩스) 거래 동향



주: 2012년 6월 1일을 기준(0)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 신설법인(동아에스티)의 매매주체별 거래 동향



주: 재상장일(2013년 4월 8일) 종가를 기준(100)으로 작성하였음
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

NHN (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	2,389	2,911	3,244	3,637
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,389	2,911	3,244	3,637
판매비와관리비	1,687	2,064	2,232	2,498
조정영업이익	702	846	1,012	1,139
영업이익	702	846	1,012	1,139
비영업손익	30	11	27	47
순금융비용	-31	-33	-49	-69
관계기업등 투자손익	13	0	0	0
세전계속사업손익	732	858	1,039	1,186
계속사업법인세비용	187	220	266	304
계속사업이익	544	638	773	882
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	544	638	773	882
지배주주	546	640	775	884
비지배주주	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	452	546	681	790
지배주주	454	548	682	792
비지배주주	-2	-2	-2	-2
EBITDA	809	934	1,091	1,210
FCF	361	708	818	908
EBITDA마진율 (%)	33.9	32.1	33.6	33.3
영업이익률 (%)	29.4	29.1	31.2	31.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.9	22.0	23.9	24.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,739	2,308	2,988	3,715
현금 및 현금성자산	395	688	1,320	1,990
매출채권 및 기타채권	264	321	358	402
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	85	104	115	129
비유동자산	1,188	1,149	1,108	1,076
관계기업투자등	123	123	123	123
유형자산	566	498	440	392
무형자산	122	130	137	143
자산총계	2,927	3,456	4,096	4,791
유동부채	645	757	828	912
매입채무 및 기타채무	150	183	204	229
단기금융부채	136	136	136	136
기타유동부채	359	438	488	547
비유동부채	378	497	613	730
장기금융부채	195	195	195	195
기타비유동부채	13	131	247	364
부채총계	1,024	1,253	1,441	1,641
지배주주지분	1,896	2,198	2,652	3,148
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	196	196	196	196
이익잉여금	2,668	3,211	3,907	4,695
비지배주주지분	7	6	4	2
자본총계	1,904	2,203	2,655	3,150

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	584	734	840	925
당기순이익	544	638	773	882
비현금수익비용가감	288	296	318	328
유형자산감가상각비	89	68	57	48
무형자산상각비	18	20	22	23
기타	-74	-21	-21	-21
영업활동으로인한자산및부채의변동	-77	19	15	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-58	-37	-43
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	33	21	25
법인세납부	-172	-220	-266	-304
투자활동으로 인한 현금흐름	-669	-184	32	52
유형자산처분(취득)	-277	0	0	0
무형자산감소(증가)	-29	-29	-29	-29
장단기금융자산의 감소(증가)	-387	-200	0	0
기타투자활동	23	45	60	81
재무활동으로 인한 현금흐름	15	-258	-240	-307
장단기금융부채의 증가(감소)	151	0	0	0
자본의 증가(감소)	-112	-150	-150	-200
배당금의 지급	-24	-62	-78	-96
기타재무활동	-1	-11	-11	-11
현금의증가	-71	293	632	670
기초현금	466	395	688	1,320
기말현금	395	688	1,320	1,990

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	20.0	23.9	19.8	17.3
P/CF (x)	16.7	21.0	17.9	16.0
P/B (x)	4.1	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA (x)	12.4	14.9	12.2	10.4
EPS (원)	11,346	13,292	16,092	18,368
CFPS (원)	13,571	15,120	17,735	19,855
BPS (원)	56,110	65,301	77,705	92,054
DPS (원)	616	800	1,000	1,200
배당성향 (%)	4.9	5.4	5.6	5.9
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.4
매출액증가율 (%)	12.6	21.8	11.5	12.1
EBITDA증가율 (%)	8.1	15.5	16.8	11.0
영업이익증가율 (%)	6.3	20.5	19.5	12.6
EPS증가율 (%)	21.4	17.2	21.1	14.1
매출채권 회전율 (회)	10.3	10.8	10.4	10.4
재고자산 회전율 (회)				
매입채무 회전율 (회)				
ROA (%)	20.5	20.0	20.5	19.9
ROE (%)	31.4	31.3	31.9	30.5
ROIC (%)	102.4	117.8	162.8	212.3
부채비율 (%)	53.8	56.9	54.3	52.1
유동비율 (%)	269.4	305.0	361.1	407.6
순차입금/자기자본 (%)				
영업이익/금융비용 (x)				

NHN

인적 분할에 대처하는 우리의 자세는 '매수'

Compliance Notice

- NHN: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. NHN: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

