



영혼을 담은 종목추천, 인터넷 애널리스트 이창영입니다.

(02)3770-3537

changyoung.lee@tongyang.co.kr

동양증권

NHN (035420)

규제 이슈, 이제는 지겹다 ππ

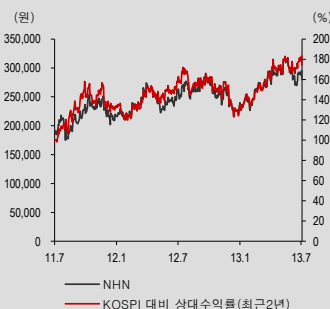
투자의견: BUY (M)
목표주가: 380,000원 (M)

인터넷

주가	280,000원
자본금	241억원
시가총액	134,758억원
주당순자산	70,844원
부채비율	44.69%
총발행주식수	48,127,704주
60일 평균 거래대금	643억원
60일 평균 거래량	218,480주
52주 고	319,000원
52주 저	216,500원
외인지분율	50.83%
주요주주	이해진 외 6인 9.25%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(5.1)	2.9	10.2
상대	0.6	9.2	10.6
절대(달러환산)	(5.8)	2.9	11.0



자료: Datastream



Why This Report

자본주의 경제에서의 '규제'란 불공정한 경쟁을 해치거나 국민의 공공의 이익을 해치는 산업에 대하여, 자유경쟁을 유지하기 위한 최소한의 룰(Rule)을 유지하기 위해 국가가 민간경제를 대상으로 하는 강제행위입니다. 하지만, 소비자의 자유로운 선택으로 인해 높은 시장점유율을 형성하는 것은 자유시장경제의 자연스러운 현상이라는 생각입니다. 국민가수 싸이가 빌보드 차트 1위를 오랫동안 기록하여, 무명 가수가 히트할 기회를 놓치고 있다면, 강제로 싸이 노래를 금지시키는 것이 국민 행복에, 국가경제발전에 도움이 되는 일일까요?

Investment Point

과거 사례 : 판단이 번복되기는 어렵다

- ▶ 동사는 2008년 공정위로부터 시장지배적 사업자 지정과 과징금 약 2억원을 부과받은 바 있으나, 그 이후 고등법원에서 시장지배적 사업자 지정은 부인되었으며, 현재 대법원에서 재판 진행중에 있음
- ▶ 당시 부과받은 2억원의 과징금의 경우에도, 공정위가 지정한 시장지배적 사업자, 거래상지위남용이 아닌, 계열사 부당지원 (낮은 임대료 책정)으로 부과된 것임

甲의 횡포, 공공성(언론) 문제

- ▶ 최근 문제가 되고 있는 네이버 부동산 서비스의 경우, 부동산중개업체들간의 on-off 영업방식 상의 경쟁 문제이지, 동사의 직접적인 개입 가능성은 적어보임. 인터넷 쇼핑 처럼 더많은 트래픽을 이용하여 판매하려 하는, 인터넷 산업의 자연스러운 속성에 불과하다는 판단임
- ▶ 동사는 이미 모든 뉴스컨텐츠를 CAST방식으로 변경, 해당 언론사 홈페이지로 직접 연결시켜줌으로서, 언론으로서의 공공성 훼손 가능성을 자율적으로 해소하고 있는 상황임

해외 사례

- ▶ 올해 초 미국공정위(FTC)는 Google이 검색시장 지배력을 이용하여 경쟁을 저해했다는 부분에 대하여 '무혐의' 결정한 바 있음

투자의견 BUY, 목표주가 380,000원 유지

- 웹보드 게임 규제를 제외한 나머지 규제 이슈는, 동사 기업가치에 영향을 줄 가능성은 적음
- 2분기 라인 매출 고성장(QoQ 36%), 연말 라인 가입자 3억명에 주목. 매수기회로 활용 권고

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,213	23,893	29,900	34,550	39,982
매출액증가율	18.8	12.6	25.1	15.5	15.7
영업이익	6,604	7,022	8,404	11,583	13,833
영업이익률	31.1	29.4	28.1	33.5	34.6
지배주주귀속 순이익	4,500	5,461	6,506	9,187	11,339
지배주주 귀속 EPS	9,350	11,346	13,518	19,088	23,561
증가율	-4.9	21.3	19.1	41.2	23.4
PER	22.2	21.9	20.7	14.7	11.9
PBR	4.2	4.2	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	12.2	13.5	12.4	8.7	6.7
ROA	20.7	20.6	19.9	22.8	22.7
ROE	31.0	31.4	29.7	31.6	29.3

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

1. 과거 공정위 조사 및 결과

2008년 NHN 이 공정거래위원회(이하 공정위)로부터 시장지배적 사업자 지정과 과징금 약 2억원을 부과 받음. 이중 과징금은 공정위가 지적한 시장지배적 사업자, 거래상지위남용, 부당지원 등 세 혐의 중 부당지원(계열사 임대료의 낮은 책정에 따른 지원의혹)에 관한 혐의로 부과된 것이어서 현재 이슈가 되고 있는 시장의 우월적 지위를 남용한 불공정거래에 대한 혐의는 과거에도 없었음.

(같은 혐의로 동종포탈인 SK 컴즈는 과태료 약 1억원을 부과받음. 공정위가 지적한 지위남용과 조사 방해 두 혐의 중 현장 조사 과정에서 회사 측이 이메일 등 관련 자료를 삭제해 조사를 방해한 혐의에 따라 부과됨)

그이후 고등법원에서 원심판결(시장지배적 사업자 지정)이 부인되어 현재 대법원에서 재판 진행중에 있음

2. 현재 논의 중인 규제 내용

— 갑을(甲乙) 관계의 대표적 희생자는 소프트웨어 업계라며 NHN에서 중소기업의 콘텐츠를 불공정한 가격 및 조건으로 구매하고 있다는 혐의

— 포털의 공공성 확보 및 경쟁 생태계 조성을 위한 법안이 하반기 중 발의될 계획이며 이를위한 공청회, 정책간담회 등이 열릴 예정임. 이 경우 시장지배사업자에 대해 정부가 이용 약관, 서비스 개편 등에 대해 인가권을 가지게 됨. 즉, 네이버가 증권, 부동산, 도서, 영화 등으로 신규 서비스를 확대하는 것에 제동을 걸 수 있는 것임. 이와 함께 포털의 공공성 강화를 위해 검색 로그나 카테고리 일정 수준 공개토록 하는 내용도 포함됨. 9월 정기국회에서 포털 규제 문제를 본격 논의한다는 계획임

3. 규제 현실화 시 NHN 에 미치게될 영향

(1) 시장지배적 사업자 지정시 : 신규 서비스 확대에 정부 허가를 받게되어 서비스 출시 일정에 차질을 받을 수 있음. 그러나, 현재 이통사가 받고 있는 가격규제와 관련해서는, 현재 검색광고 가격 결정 방식이 광고주들간 입찰에 따라 단가가 결정되는 구조이기때문에 규제가가능성은 없을것으로 판단됨. 디스플레이 광고의 경우 KOBACO 산하에서 광고단가 규제 가능성이 있지만 현재 디스플레이 이 광고단가가 TV 등 타 매체 대비 낮은 수준이어서 실질적 영향은 낮아보임

(2) 공공성(언론) 규제: 현재 NHN 은 모든 뉴스컨텐츠를 cast 방식으로 변경, 해당 언론사 홈페이지로 직접연결해줌으로서 공정성 훼손 가능성을 이미 자율적으로 해소하고 있는 상황임. 실시간 검색어 순위 조작 등의 혐의가 발견될시 이로인한 과태료 부과 가능성은 있어보이나 이문제도 자율적으로 이미 해결한 바 있음

(3) 시장지위(甲) 남용 : 게임, 만화, 영화, 음악 등 콘텐츠 sourcing 과정상에서 공급자에게 부당히 낮은가격을 통해 콘텐츠를 구매한 혐의가 제기 되고 있으나, 인터넷 콘텐츠의 속성상 공정가격을 책정하기 어려워 실질적 규제 가능성은 낮아보임.

최근 문제가되고 있는 부동산 서비스의 경우에도 부동산 중개업체들간의 on-off 영업방식상의 경쟁문제이지, NHN의 직접적인 공정거래 훼손문제는 아니라는 판단임. 부동산중개업체들이 매출확대를 위해 매물정보를 소비자가 가장 많이 신뢰있게 이용하는 네이버를 통해 등록하는 행위는 산업 전체가 인터넷/모바일 비즈니스 화 되어가고 있는 산업추세에 일부분일 뿐이라는 판단임. 인터넷 포털 속성상 참여업체들간의 자율경쟁을 통해 포털내에서 독과점이 형성되는 것이지 NHN이 이를 직접 조장한다고 볼수는 없음

4. 해외 사례

올해 초 미국공정위(FTC)는 Google이 검색시장에서의 지배력을 이용해 검색 결과를 자사에 유리하게 조작하고 경쟁을 저해했다는 부분에 대하여 '무혐의' 결정한 바 있음.

유럽에서는 마이크로소프트, 오라클 등이 모여 결성한 단체인 '페어서치(FairSearch.org)'가 유럽연합(EU)의 반독점 규제 당국에 구글을 제소, Google의 반독점법 위반 소지가 있다며 경쟁업체들의 의견을 수렴(시장평가)중에 있음

5. 결론

NHN의 시장지위 남용과 관련하여 언론, 국회, 공정위 등에서 다양하게 제기되는 내용에 비해, 실제 내용은 충분한 근거 및 혐의를 찾기 어려운 상황임. 또한, 과거 법원 판결 사례 및 유사한 해외 사례의 경우에도 무혐의 된 것으로 판단컨데, 현기업가치에 큰 영향이 없는 포털 관련 법안 입법 및 미미한 과태료(몇억원 수준) 부과에 그칠 것으로 판단됨

NHN (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	21,213	23,893	29,900	34,550	39,982
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	21,213	23,893	29,900	34,550	39,982
판매비	14,610	16,871	21,496	22,967	26,150
영업이익	6,604	7,022	8,404	11,583	13,833
EBITDA	7,486	8,093	9,528	12,481	14,556
영업외손익	-282	295	102	499	1,090
외환관련손익	-116	334	160	58	58
이자손익	216	307	482	756	1,142
관계기업관련손익	6	133	131	120	140
기타	-388	-479	-671	-435	-250
법인세비용차감전순이익	6,321	7,317	8,506	12,082	14,922
법인세비용	1,800	1,873	2,017	2,921	3,615
계속사업순이익	4,521	5,444	6,489	9,161	11,307
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,521	5,444	6,489	9,161	11,307
지배지분순이익	4,500	5,461	6,506	9,187	11,339
포괄순이익	4,379	4,523	6,105	8,777	10,924
지배지분포괄이익	4,358	4,540	6,129	8,815	10,971

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	14,312	17,389	24,699	34,155	45,597
현금및현금성자산	4,663	3,954	11,319	20,625	31,527
매출채권 및 기타채권	2,431	2,743	3,516	3,666	4,207
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,415	11,884	11,371	10,523	9,850
유형자산	3,839	5,656	5,265	4,496	3,876
관계기업등 지분관련자산	987	1,233	1,202	1,252	1,301
기타투자자산	2,016	2,527	2,591	2,591	2,591
자산총계	23,727	29,273	36,070	44,678	55,447
유동부채	5,328	6,454	7,346	7,416	7,487
매입채무 및 기타채무	2,771	3,198	3,487	3,487	3,487
단기차입금	252	27	97	168	238
유동성장기부채	483	1,327	1,310	1,310	1,310
비유동부채	2,620	3,784	3,796	3,773	3,750
장기차입금	474	1,945	1,825	1,802	1,779
사채	1,000	0	0	0	0
부채총계	7,948	10,237	11,142	11,189	11,237
지배지분	15,775	18,964	24,845	33,380	44,068
자본금	241	241	241	241	241
자본잉여금	1,952	1,958	1,959	1,959	1,959
이익잉여금	21,710	26,678	32,915	41,834	52,905
비지배지분	3	72	83	108	142
자본총계	15,779	19,036	24,928	33,489	44,210
순차입금	-8,870	-10,601	-17,126	-26,385	-37,239
총차입금	2,209	3,300	3,231	3,279	3,327

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	4,185	5,955	10,655	13,079	14,594
당기순이익	4,521	5,444	6,489	9,161	11,307
감가상각비	700	888	963	769	619
외환손익	37	-348	-146	-58	-58
총속, 관계기업관련손익	-6	-133	-11	0	0
자산부채의 증감	-1,687	-954	1,773	2,124	1,671
기타현금흐름	620	1,058	1,587	1,083	1,053
투자활동 현금흐름	-3,179	-6,900	-1,407	-279	-285
투자자산	-739	-281	-13	-50	-50
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,224	-2,804	-622	0	0
유형자산 감소	13	33	19	0	0
기타현금흐름	-1,229	-3,848	-790	-229	-236
재무활동 현금흐름	-1,891	239	-268	-262	-257
단기차입금	21	-190	71	71	71
사채 및 장기차입금	-96	1,697	-23	-23	-23
자본	0	0	6	0	0
현금배당	0	-236	-268	-268	-268
기타현금흐름	-1,816	-1,033	-53	-42	-36
연결범위변동 등 기타	-2	-3	-1,615	-3,232	-3,150
현금의 증감	-887	-708	7,365	9,306	10,901
기초 현금	5,549	4,663	3,954	11,319	20,625
기말 현금	4,663	3,954	11,319	20,625	31,527
NOPLAT	6,604	7,022	8,404	11,583	13,833
FCF	2,695	2,538	8,686	11,804	12,876

자료: 동양증권

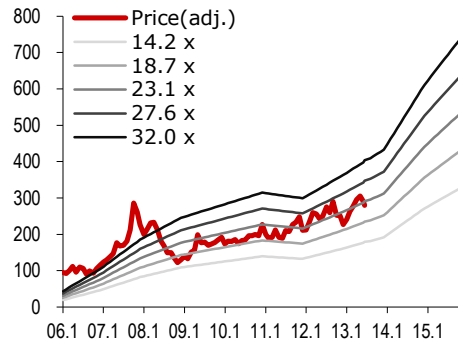
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	9,350	11,346	13,518	19,088	23,561
BPS	49,703	58,637	70,844	88,578	110,784
EBITDAPS	15,555	16,815	19,798	25,933	30,244
SPS	44,077	49,646	62,127	71,788	83,075
DPS	536	616	616	616	616
PER	22.2	21.9	20.7	14.7	11.9
PBR	4.2	4.2	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	12.2	13.5	12.4	8.7	6.7
PSR	4.7	5.0	4.5	3.9	3.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	18.8	12.6	25.1	15.5	15.7
영업이익 증가율 (%)	7.1	6.3	19.7	37.8	19.4
지배순이익 증가율 (%)	-4.9	21.4	19.1	41.2	23.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	31.1	29.4	28.1	33.5	34.6
지배순이익률 (%)	21.2	22.9	21.8	26.6	28.4
EBITDA 마진 (%)	35.3	33.9	31.9	36.1	36.4
ROIC	124.5	114.3	128.6	202.7	271.0
ROA	20.7	20.6	19.9	22.8	22.7
ROE	31.0	31.4	29.7	31.6	29.3
부채비율 (%)	50.4	53.8	44.7	33.4	25.4
순차입금/자기자본 (%)	-56.2	-55.9	-68.9	-79.0	-84.5
영업이익/금융비용 (배)	56.3	75.2	91.4	125.2	147.3

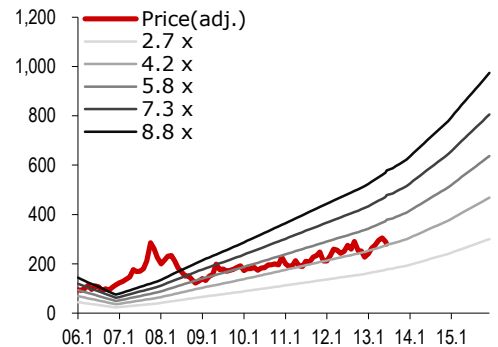
PER Band chart

(천 원)

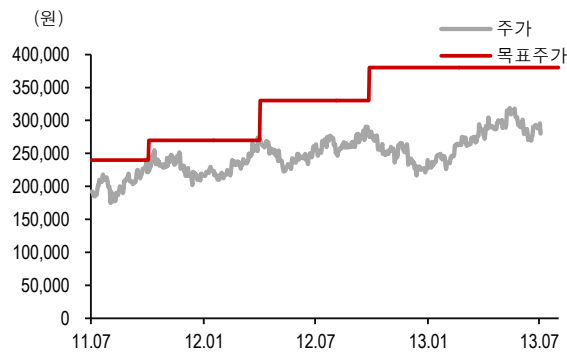


PBR Band chart

(천 원)



NHN (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-07-11	BUY	380,000
2013-05-29	BUY	380,000
2013-05-10	BUY	380,000
2013-04-12	BUY	380,000
2013-03-19	BUY	380,000
2013-03-11	BUY	380,000
2013-03-04	BUY	380,000
2013-02-25	BUY	380,000
2013-02-08	BUY	380,000
2013-01-30	BUY	380,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 압중 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.