



2018년 4월 9일 | Equity Research

NHN벅스 (104200)

올해는 실적 잠재력을 확인하는 시기

한한령 해소 시 이익 잠재력을 더 확대될 듯

1년 이상 지속된 니나노 프로모션을 통해 유료가입자를 90만명까지 확보했고, 2018년부터는 니나노 및 SKT와의 익스트리밍 프로모션을 연이어 중단하면서 올해는 추가적인 성장보다 이익 잠재력을 확인하는 구간으로 판단한다. 프로모션 중단 후 4,700원대의 ARPU는 4Q17 5,400원대까지 상승했고, 올해 약 6,000원까지 상승할 수 있을 것으로 기대한다. 또한, 황치열은 4월 및 하반기 1번씩 컴백할 계획이며, 한한령 해소 시 높은 성장 잠재력을 확인할 수 있을 것이다. 2월 유리상자와 앤씨아(NC.A, 더 유닛 여자 최종 3위)의 소속사 제이플래닛(지분율 70%)도 인수하면서 매니지먼트 부문으로 매출 다변화를 진행하고 있다.

1Q Preview: OPM 3.0%(+7.9%p YoY)

1분기 예상 영업수익/영업이익은 각각 235억원(+2% YoY)/7억원(흑전)으로 2개 분기 연속 흑자 전환할 것이다. 가입자는 4Q17과 비슷한 90만명 수준이다.

2018년에는 가파른 이익 성장이 기대된다. 1) 전년 발생한 광고선전비(TV 등 30억원 내외)는 올해 없고, 2) 3월 아이리버로 재매각된 그루버스의 '17년 매출액/순이익은 3억원/-17억원이며, 3) 한한령 해소 시 황치열 소속사 하우엔터의 성장이 기대된다. 2018년 영업수익/영업이익은 1,061억원(+15% YoY) /84억원(흑자전환, OPM 7.9%)을 예상한다.

연내 SKT로 피인수 가능성은 낮음

SKT로 피인수에 대한 기대감이 계속 발생하는 이유는 1) 로엔 매각 후 SKT의 자체적인 음원 플랫폼이 부재하며, 2) 엠넷 인수에 대한 검토(언론에 따르면)를 2번 이상 했으나 무산된 경험이 있으며, 3) 2017년 벅스와 익스트리밍 요금제 출시 및 그루버스 매각 등과 관련한 이슈가 엇여 있기 때문이다. 다만, 3월 그루버스가 재차 아이리버로 매각되었고, 벅스 인수 시 로엔의 매각 실패를 인정해야 하기에 연내 SKT로부터의 피인수 가능성은 제한적이며, 오히려 아이리버를 통한 자체적인 음원 플랫폼 출시가 하반기 내 가시화된 것으로 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 12,000원 | CP(4월 6일): 9,090원

Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	867.96		
52주 최고/최저(원)	13,000/7,700	N/A	N/A
시가총액(십억원)	134.8	N/A	N/A
시가총액비중(%)	0.05	N/A	N/A
발행주식수(천주)	14,827.6		
60일 평균 거래량(천주)	127.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	1.39		
주요주주 지분율(%)			
엔에이치엔엔터테인먼트	41.37		
외 5 인			
네오워즈홀딩스 외 5 인	14.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	2.6 (6.5) (8.2)		
상대	1.6 (29.7) (33.3)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	71.4	88.7	106.1	108.2	114.6
영업이익	십억원	(3.5)	(5.1)	8.4	9.8	10.6
세전이익	십억원	(3.0)	(4.9)	9.2	10.6	11.7
순이익	십억원	(3.5)	(4.9)	7.1	8.1	9.0
EPS	원	(239)	(330)	482	544	604
증감률	%	적전	적지	흑전	12.9	11.0
PER	배	N/A	N/A	18.86	16.72	15.04
PBR	배	2.20	1.57	1.67	1.52	1.38
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	11.88	9.49	8.03
ROE	%	(4.93)	(7.53)	10.77	10.90	10.87
BPS	원	5,272	4,955	5,437	5,981	6,585
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

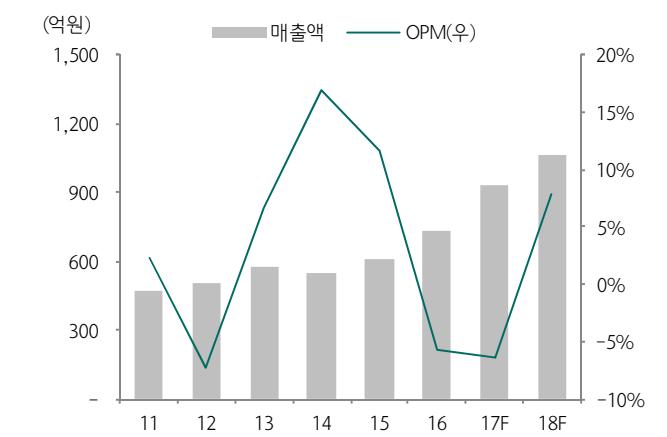
표 1. 벅스의 분기별 실적 추정

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	15	16	17	18F
매출액	232	219	232	244	235	262	274	291	609	730	928	1,061
B2C	158	157	165	174	178	186	191	194	462	541	655	749
B2B	66	46	50	47	49	56	58	69	146	190	209	232
ARPU	4,714	4,693	5,003	5,423	5,529	5,772	5,893	5,954	4,327	3,964	4,958	5,695
유료 가입자	90	90	90	90	90	91	92	93	55	85	90	93
영업이익	(11)	(29)	(29)	9	7	21	24	33	71	(42)	(60)	84
OPM	-5%	-13%	-12%	4%	3%	8%	9%	11%	12%	-6%	-6%	7%

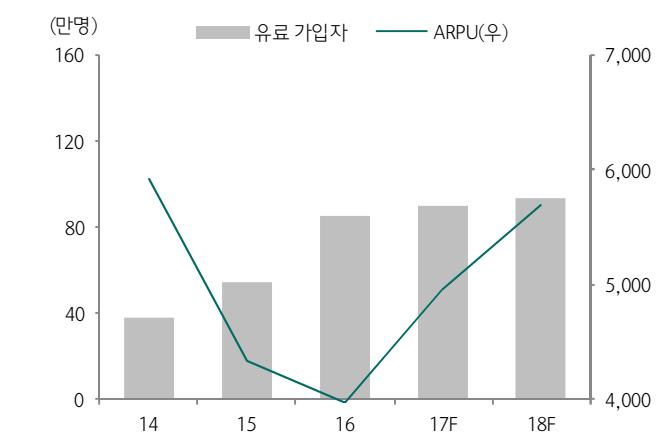
자료: 벅스, 하나금융투자

그림 1. 벅스의 실적 추이 – 2018년 흐자전환



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 2. 벅스의 유료가입자 및 ARPU 추이 – 5,000원대로 회복



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 3. 주요 프로모션 – 현대카드 M포인트와 제휴



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 4. SKT와의 프로모션 종료 – ARPU 정상화를 위한 노력



자료: 벅스, 하나금융투자

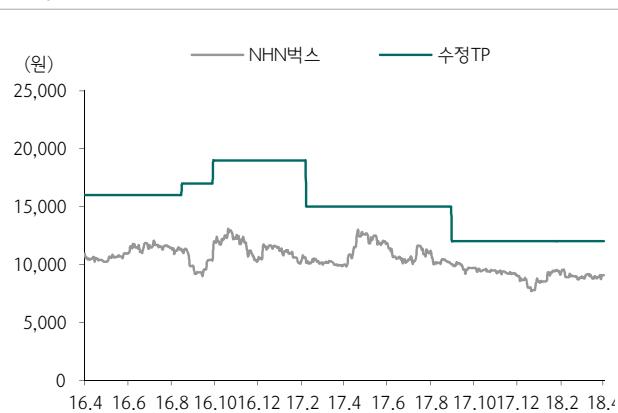
추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		71.4	88.7	106.1	108.2	114.6
매출원가		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익		71.4	88.7	106.1	108.2	114.6
판관비		74.9	93.8	97.8	98.4	104.0
영업이익		(3.5)	(5.1)	8.4	9.8	10.6
금융순익		0.9	0.0	0.9	0.9	0.9
종속/관계기업순이익		(0.4)	(1.8)	0.0	(0.1)	0.2
기타영업외순익		(0.0)	2.0	(0.1)	0.0	0.0
세전이익		(3.0)	(4.9)	9.2	10.6	11.7
법인세		0.5	(0.0)	2.0	2.5	2.8
계속사업이익		(3.5)	(4.9)	7.1	8.1	9.0
종단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(3.5)	(4.9)	7.1	8.1	9.0
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		(3.5)	(4.9)	7.1	8.1	9.0
지배주주지분포괄이익		(4.1)	(5.0)	7.1	8.1	9.0
NOPAT		(4.1)	(5.1)	6.5	7.4	8.1
EBITDA		(3.2)	(4.6)	8.8	10.1	10.9
성장률(%)						
매출액증가율		17.2	24.2	19.6	2.0	5.9
NOPAT증가율		적전	적지	흑전	13.8	9.5
EBITDA증가율		적전	적지	흑전	14.8	7.9
영업이익증가율		적전	적지	흑전	16.7	8.2
(지배주주)순익증가율		적전	적지	흑전	14.1	11.1
EPS증가율		적전	적지	흑전	12.9	11.0
수익성(%)						
매출총이익률		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률		(4.5)	(5.2)	8.3	9.3	9.5
영업이익률		(4.9)	(5.7)	7.9	9.1	9.2
계속사업이익률		(4.9)	(5.5)	6.7	7.5	7.9
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		(239)	(330)	482	544	604
BPS		5,272	4,955	5,437	5,981	6,585
CFPS		(136)	(238)	616	706	775
EBITDAPS		(218)	(312)	593	684	736
SPS		4,815	5,979	7,159	7,296	7,730
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	N/A	18.9	16.7	15.0
PBR		2.2	1.6	1.7	1.5	1.4
PCFR		N/A	N/A	14.8	12.9	11.7
EV/EBITDA		N/A	N/A	11.9	9.5	8.0
PSR		2.4	1.3	1.3	1.2	1.2
재무비율(%)						
ROE		(4.9)	(7.5)	10.8	10.9	10.9
ROA		(3.8)	(5.5)	7.7	7.8	7.9
ROIC		(98.5)	(48.0)	44.0	48.6	55.7
부채비율		35.1	38.7	41.6	38.0	36.1
순부채비율		(54.6)	(45.3)	(43.5)	(49.5)	(54.3)
이자보상배율(배)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
대차대조표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		57.6	55.0	63.3	71.8	81.4
금융자산		36.9	28.4	30.4	38.6	47.2
현금성자산		3.8	5.3	7.1	11.8	15.0
매출채권 등		11.3	13.3	17.0	17.0	17.0
재고자산		0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타유동자산		9.4	13.2	15.8	16.1	17.1
비유동자산		33.6	32.0	35.7	35.8	37.0
투자자산		23.2	20.6	24.7	25.2	26.7
금융자산		2.7	5.3	6.3	6.4	6.8
유형자산		0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산		8.4	9.2	8.9	8.6	8.3
기타비유동자산		1.7	2.1	2.1	2.0	2.0
자산총계		91.1	87.0	99.0	107.6	118.3
유동부채		22.6	22.6	27.1	27.6	29.2
금융부채		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등		17.7	18.3	21.9	22.3	23.6
기타유동부채		4.9	4.3	5.2	5.3	5.6
비유동부채		1.0	1.7	2.0	2.0	2.2
금융부채		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채		1.0	1.7	2.0	2.0	2.2
부채총계		23.7	24.3	29.1	29.6	31.4
지배주주지분		67.5	62.8	69.9	78.0	86.9
자본금		7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금		33.5	33.5	33.5	33.5	33.5
자본조정		(10.4)	(10.1)	(10.1)	(10.1)	(10.1)
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금		36.9	31.9	39.0	47.1	56.0
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		67.5	62.8	69.9	78.0	86.9
순금융부채		(36.8)	(28.4)	(30.4)	(38.6)	(47.2)
현금흐름표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		(4.6)	(9.8)	6.0	8.7	10.1
당기순이익		(3.5)	(4.9)	7.1	8.1	9.0
조정		3.0	1.7	0.4	0.3	0.3
감가상각비		0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
외환거래손익		(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.4	1.8	0.0	0.0	0.0
기타		2.4	(0.9)	0.0	0.0	0.0
영업활동 변동		(4.1)	(6.6)	(1.5)	0.3	0.8
투자활동 현금흐름		8.9	11.5	(4.3)	(4.0)	(6.9)
투자자산감소(증가)		(10.3)	4.4	(4.1)	(0.5)	(1.5)
유형자산감소(증가)		(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타		19.2	7.0	(0.2)	(3.5)	(5.4)
재무활동 현금흐름		(5.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)		(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(5.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		(0.6)	1.6	1.7	4.7	3.2
Unlevered CFO		(2.0)	(3.5)	9.1	10.5	11.5
Free Cash Flow		(4.6)	(9.8)	6.0	8.7	10.1

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NHN벅스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.9.7	BUY	12,000		
17.2.14	BUY	15,000	-27.84%	-13.33%
16.10.6	BUY	19,000	-39.73%	-31.05%
16.8.23	BUY	17,000	-40.26%	-33.24%
16.5.17	BUY	16,000	-29.17%	-24.69%
15.12.23	BUY	19,000	-43.74%	-32.63%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 04월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.