

NHN벅스 (104200)

지니뮤직 대비 높은 이익에도 시가총액은 50% 할인 중

예상보다 가파른 ARPU 상승에 진입한 투자 회수기

니나노 프로모션 중단으로 유료가입자는 80만명으로 하향 안정화되고 있지만, 프로모션 가입자들의 정상 가격 결제 구간에 진입하면서 ARPU는 과거 4,500원 대비 2분기 6,000원까지 상승하는 높은 mix 개선이 나타났다. 적자 자회사 그루버스는 매각되었고, 사드 규제 완화 시 하우스엔터(황치열 소속사)의 가파른 실적 성장도 기대할 수 있다. 1분기를 저점으로 ARPU 상승과 매니지먼트 매출 가세에 따른 QoQ 증익이 예상되며, 특별한 비용이 없다면 최소 80억원 이상 영업이익이 가능하다. 2위 지니뮤직의 올해 예상 영업이익은 60억원 내외로 벅스보다 낮음에도 시가총액이 약 2,700억원인데, CJ 디지털뮤직(넷비) 인수 관련 이슈를 감안하더라도 벅스가 과도하게 약 50%의 할인은 받고 있다.

1Q Review: OPM 5.4%(+10.3%p YoY)

1분기 영업수익/영업이익은 각각 217억원(-6% YoY)/12억원(흑전)으로 예상치(7억원) 상회 및 2개 분기 연속 흑자 전환에 성공했다. 예상 유료 가입자는 80만명으로 니나노 프로모션 중단으로 4Q17(기존 추정치 90만명에서 85만명으로 하향 조정) 대비 5만명 감소했지만, 1) 가격 인상 및 2) 프로모션 중단에 따른 믹스 개선으로 ARPU가 약 6,000원(+28% YoY)까지 상승한 영향이다. 영업외적으로는 자회사 그루버스 재매각 관련 이익이 반영되었다.

2Q Preview: OPM 9.2%(+22.2%p YoY)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 각각 248억원(+13% YoY)/23억원(흑전)으로 3개 분기 연속 QoQ 증익이 예상된다. 1) 1분기 니나노 프로모션 및 익스테리어링 요금제 중단으로 가입자는 정체 혹은 소폭 역성장하고 있으나 그 이상의 ARPU 상승으로 상쇄하고 있으며 2) '17년 약 -17억원의 적자를 기록한 그루버스로 매각되었고, 3) 황치열 컴백도 반영된다. 2018년 예상 영업수익/영업이익은 각각 1,003억원(+8% YoY)/94억원(흑전)이다.

Update

BUY

| TP(12M): 12,000원 | CP(5월 11일): 9,000원

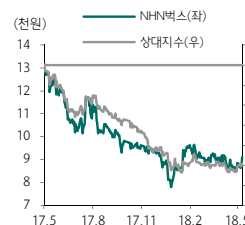
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	865.93
52주 최고/최저(원)	12,500/7,700
시가총액(십억원)	133.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	14,827.6
60일 평균 거래량(천주)	127.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.90
주요주주 지분율(%)	
엔에이치엔엔터테인먼트	41.22
외 4인	
네오위즈홀딩스 외 5인	14.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.2 (4.2) (27.4)
상대	5.5 (20.2) (45.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	71.4	88.7	100.3	102.2	110.6
영업이익	십억원	(3.5)	(5.1)	9.4	11.2	12.8
세전이익	십억원	(3.0)	(4.9)	11.0	12.0	13.9
순이익	십억원	(3.5)	(4.9)	8.7	9.1	10.7
EPS	원	(239)	(330)	588	614	719
증감률	%	적전	적지	흑전	4.4	17.1
PER	배	N/A	N/A	15.30	14.66	12.52
PBR	배	2.20	1.57	1.62	1.46	1.31
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	10.24	7.96	6.21
ROE	%	(4.93)	(7.53)	12.99	11.97	12.40
BPS	원	5,272	4,955	5,543	6,157	6,876
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

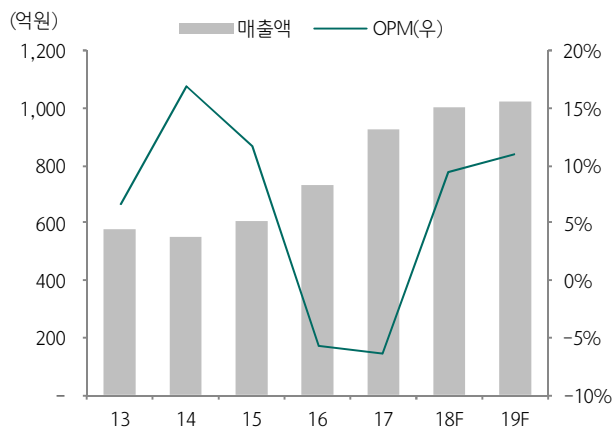
표 1. 벅스의 분기별 실적 추정

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	15	16	17	18F
매출액	232	219	232	244	217	248	259	278	609	730	928	1,003
B2C	158	157	165	174	172	175	176	179	462	541	655	702
B2B	66	46	50	47	40	53	58	68	146	190	209	220
ARPU	4,714	4,693	5,003	5,742	6,042	6,160	6,222	6,222	4,327	3,964	5,250	6,162
유료 가입자	90	90	90	85	80	80	80	80	55	85	85	80
영업이익	(11)	(29)	(29)	9	12	23	26	35	71	(42)	(60)	94
OPM	-5%	-13%	-12%	4%	5%	9%	10%	13%	12%	-6%	-6%	9%

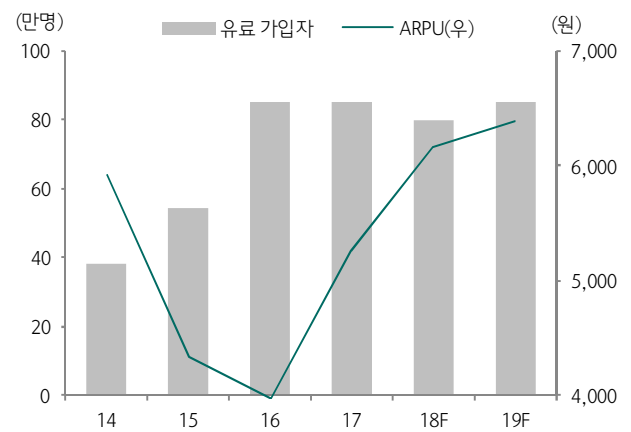
자료: 벅스, 하나금융투자

그림 1. 벅스의 실적 추이 - 2018년 흑자전환



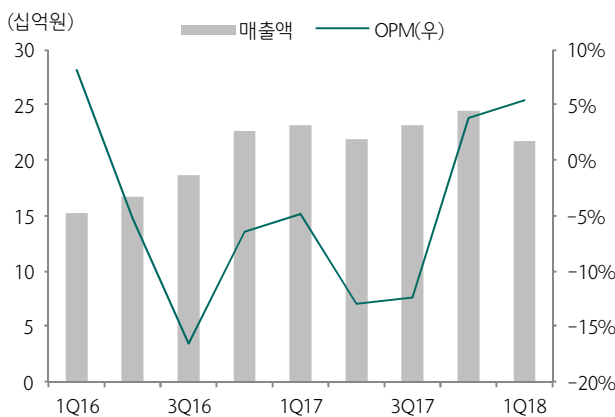
자료: 벅스, 하나금융투자

그림 2. 벅스의 유료가입자 및 ARPU 추이 - 6,000원대로 회복



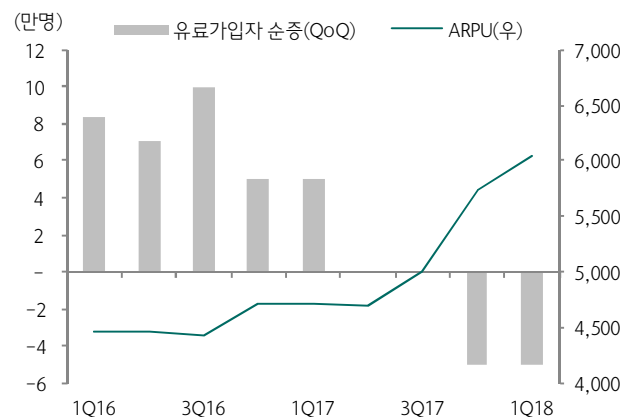
자료: 벅스, 하나금융투자

그림 3. 분기별 실적 추이 - 3Q17 저점 이후 QoQ 증익



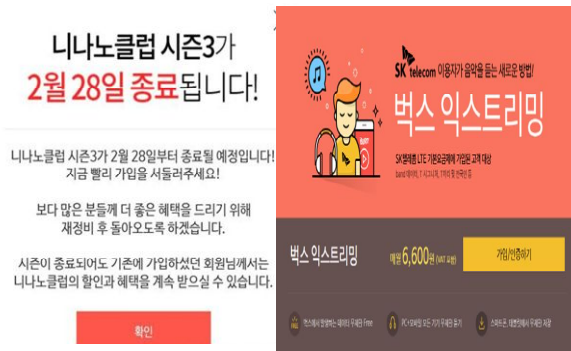
자료: 벅스, 하나금융투자

그림 4. 분기별 유료가입자 및 ARPU 추이



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 5. 1Q에 니나노 클럽 및 익스트리밍 종료 - ARPU 상승 시작



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 6. 지니뮤직과의 시총 할인율 추이 - 50% 할인은 과도한 듯



자료: 벅스, 하나금융투자

추정 재무제표

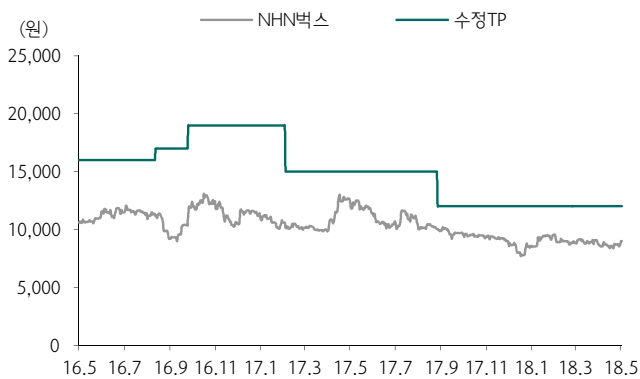
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	71.4	88.7	100.3	102.2	110.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	71.4	88.7	100.3	102.2	110.6
판매비	74.9	93.8	90.8	91.0	97.8
영업이익	(3.5)	(5.1)	9.4	11.2	12.8
금융손익	0.9	0.0	0.9	0.9	0.9
중속/관계기업손익	(0.4)	(1.8)	0.0	(0.1)	0.2
기타영업외손익	(0.0)	2.0	0.7	0.0	0.0
세전이익	(3.0)	(4.9)	11.0	12.0	13.9
법인세	0.5	(0.0)	2.3	2.9	3.3
계속사업이익	(3.5)	(4.9)	8.7	9.1	10.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(3.5)	(4.9)	8.7	9.1	10.7
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(3.5)	(4.9)	8.7	9.1	10.7
지배주주지분포괄이익	(4.1)	(5.0)	8.7	9.1	10.7
NOPAT	(4.1)	(5.1)	7.5	8.5	9.8
EBITDA	(3.2)	(4.6)	9.8	11.5	13.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.2	24.2	13.1	1.9	8.2
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	13.3	15.3
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	17.3	13.9
영업이익증가율	적전	적지	흑전	19.1	14.3
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	4.6	17.6
EPS증가율	적전	적지	흑전	4.4	17.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	(4.5)	(5.2)	9.8	11.3	11.8
영업이익률	(4.9)	(5.7)	9.4	11.0	11.6
계속사업이익률	(4.9)	(5.5)	8.7	8.9	9.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(239)	(330)	588	614	719
BPS	5,272	4,955	5,543	6,157	6,876
CFPS	(136)	(238)	742	798	925
EBITDAPS	(218)	(312)	664	776	886
SPS	4,815	5,979	6,762	6,889	7,460
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	15.3	14.7	12.5
PBR	2.2	1.6	1.6	1.5	1.3
PCFR	N/A	N/A	12.1	11.3	9.7
EV/EBITDA	N/A	N/A	10.2	8.0	6.2
PSR	2.4	1.3	1.3	1.3	1.2
재무비율(%)					
ROE	(4.9)	(7.5)	13.0	12.0	12.4
ROA	(3.8)	(5.5)	9.4	8.8	9.3
ROIC	(98.5)	(48.0)	49.3	53.2	65.0
부채비율	35.1	38.7	38.4	34.7	33.2
순부채비율	(54.6)	(45.3)	(45.6)	(51.9)	(56.8)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	57.6	55.0	64.6	74.1	85.4
금융자산	36.9	28.4	32.6	41.8	51.8
현금성자산	3.8	5.3	9.3	15.0	19.6
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	14.9	15.2	16.5
비유동자산	33.6	32.0	34.3	34.4	36.1
투자자산	23.2	20.6	23.3	23.8	25.7
금융자산	2.7	5.3	6.0	6.1	6.6
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	2.1
자산총계	91.1	87.0	98.9	108.5	121.5
유동부채	22.6	22.6	25.6	26.0	28.2
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	17.7	18.3	20.7	21.0	22.8
기타유동부채	4.9	4.3	4.9	5.0	5.4
비유동부채	1.0	1.7	1.9	1.9	2.1
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.0	1.7	1.9	1.9	2.1
부채총계	23.7	24.3	27.4	28.0	30.3
지배주주지분	67.5	62.8	71.5	80.6	91.2
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	40.6	49.7	60.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	67.5	62.8	71.5	80.6	91.2
순금융부채	(36.8)	(28.4)	(32.6)	(41.8)	(51.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(4.6)	(9.8)	6.9	9.7	12.0
당기순이익	(3.5)	(4.9)	8.7	9.1	10.7
조정	3.0	1.7	0.4	0.4	0.2
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	0.1	(0.1)
영업활동 현금흐름	(4.1)	(6.6)	(2.2)	0.2	1.1
투자활동 현금흐름	8.9	11.5	(2.9)	(3.9)	(7.3)
투자자산감소(증가)	(10.3)	4.4	(2.7)	(0.4)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	19.2	7.0	(0.2)	(3.5)	(5.3)
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	3.9	5.7	4.7
Unlevered CFO	(2.0)	(3.5)	11.0	11.8	13.7
Free Cash Flow	(4.6)	(9.8)	6.9	9.7	12.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NHN벅스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.