



2019년 2월 14일 | Equity Research



# NHN한국사이버결제 (060250)

## 예상대로 양호했던 4분기, 기대되는 19년

### 4Q18 Review: 영업이익 62억으로 컨센 부합

4분기 매출액과 영업이익은 1,175억원(+25% (YoY)), 62억원(+58%), 영업이익률 5.3%(+1.1%p)로 매출액은 하나금융투자 추정치를 소폭 상회했고, 영업이익은 유사했다. PG 매출액이 1,008억원(+29% (YoY))으로 국내 온라인 결제 시장 성장률(27%)을 상회했고, 온라인 VAN 매출액도 47억원(+58%)으로 예상보다 좋았다. 모바일을 중심으로 시장이 성장한 가운데, 18년 8월부터 본격화된 네이버페이 결제 관련 온라인 VAN 서비스 매출액이 전 분기대비로도 증가한 점이 긍정적이었다. 다만, 오프라인 VAN 부문 매출액은 4분기에 6% 감소했다.

### 실적 개선요인 19년에도 지속

모바일 결제 편의성 증진과 사용 연령층 확대를 고려할 때 온라인 결제 시장의 성장은 19년에도 이어질 전망이다. 소매판매 내 온라인 결제 비중이 19년 28%까지만 상승해도 전년 대비 20%의 시장 성장이 예상된다. 18년 말 이미 비중이 26%까지 상승한 만큼 그 이상의 시장 성장도 기대할 수 있다. 특히, NHN한국사이버결제의 온라인 VAN 점유율이 50%라는 점에서 해당 부문의 안정적인 성장이 예상된다. 주요 고객인 네이버페이 결제의 경우 30%의 성장세를 유지 중인 점도 긍정적이다. 물론 경쟁 심화에 따른 점유율 조정이 일부 이루어질 수 있지만, 전방 수요 성장 속도가 이를 상회할 전망이다. PG 매출액 역시 카드수수료 인하의 영향이 있겠지만 시장 및 주요 고객의 성장세를 고려할 때 19년에도 20% 초반의 성장이 예상된다.

### 투자의견 BUY와 목표주가 16,000원 유지

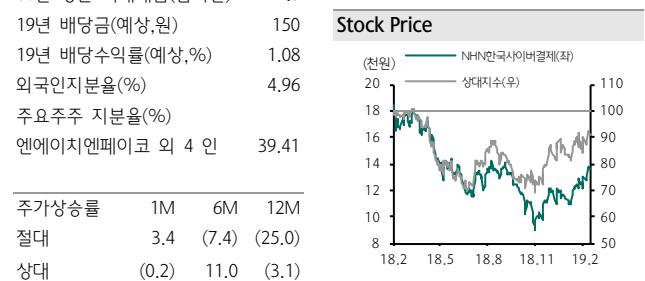
현재 PER 14배 수준이다. 17년 4분기 이후 매 분기 이익 성장이 이어지며 실적 안정성도 높아졌다라는 판단이다. 19년에도 온라인 결제 시장의 성장과 고마진 사업부의 성장에 따른 수익성 개선이 이어진다는 점에서 긍정적인 접근이 유효하다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 16,000원 | CP(2월 13일): 13,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	739.91		
52주 최고/최저(원)	18,440/9,230	519.0	623.4
시가총액(십억원)	304.7	27.6	33.7
시가총액비중(%)	0.12	22.1	27.0
발행주식수(천주)	22,971.4		
60일 평균 거래량(천주)	103.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3		
19년 배당금(예상,원)	150		
19년 배당수익률(예상, %)	1.08		
외국인지분율(%)	4.96		
주요주주 지분율(%)			
엔에이치엔피아코 외 4 인	39.41		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.4 (7.4) (25.0)		
상대	(0.2) 11.0 (3.1)		



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	272.1	352.0	432.6	519.1	622.8
영업이익	십억원	11.5	17.9	21.8	27.5	33.6
세전이익	십억원	13.3	14.6	22.0	28.4	34.3
순이익	십억원	10.2	10.7	17.4	22.5	27.2
EPS	원	458	477	765	1,025	1,239
증감률	%	6.0	4.1	60.4	34.0	20.9
PER	배	24.36	33.63	15.23	13.57	11.22
PBR	배	2.44	3.21	2.11	2.08	1.79
EV/EBITDA	배	5.89	8.32	4.59	4.33	2.80
ROE	%	10.96	10.78	15.62	17.61	18.21
BPS	원	4,575	5,004	5,531	6,677	7,772
DPS	원	0	0	150	150	150



Analyst 신동하  
02-3771-7794  
asdfhjkl@hanafn.com

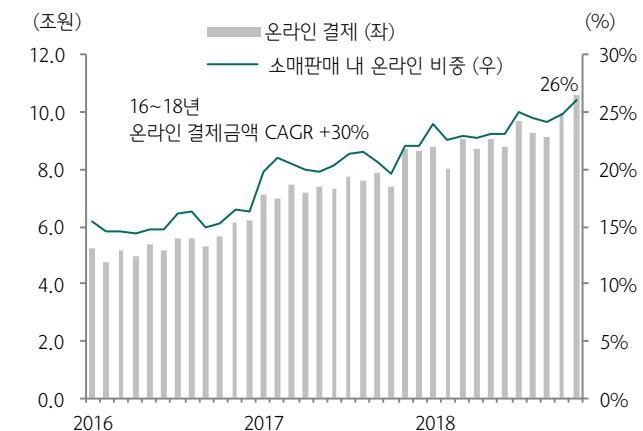
표 1. NHN한국사이버결제 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019F
매출액	84.0	83.6	90.6	93.7	100.7	104.8	109.6	117.5	352.0	432.6	519.1
PG	69.9	68.4	73.5	78.0	84.7	88.8	93.4	100.8	289.8	367.6	452.0
VAN	14.2	15.2	17.1	15.7	16.0	16.0	16.3	16.7	62.2	65.0	67.1
Online VAN	2.9	2.7	3.2	3.0	3.5	3.7	4.2	4.7	11.9	16.0	19.1
Offline VAN	11.2	12.5	13.9	12.7	12.6	12.3	12.1	12.0	50.3	49.0	48.0
YoY, %	41	30	26	24	20	25	21	25	29	23	20
PG	44	29	22	23	21	30	27	29	29	27	23
VAN	25	38	45	23	13	5	(5)	6	33	4	3
Online VAN	53	16	33	25	18	34	29	56	31	34	19
Offline VAN	19	45	48	23	12	(1)	(13)	(6)	33	(3)	(2)
매출원가	73.2	71.3	78.5	82.0	88.7	92.3	96.0	103.0	305.1	380.1	457.6
매출원가율, %	87	85	87	87	88	88	88	88	87	88	88
판관비	7.3	7.1	6.7	7.9	7.7	7.5	7.4	8.2	29.0	30.8	34.0
판관비율, %	9	8	7	8	8	7	7	7	8	7	7
영업이익	3.5	5.2	5.3	3.9	4.4	5.0	6.2	6.2	17.9	21.8	27.5
영업이익률, %	4.1	6.2	5.9	4.2	4.3	4.8	5.6	5.3	5.1	5.0	5.3
순이익	3.3	3.5	4.5	(0.6)	4.3	2.9	5.3	4.4	10.7	17.4	22.5
순이익률, %	3.9	4.2	4.9	(0.6)	4.3	2.8	4.8	3.8	3.1	4.0	4.3

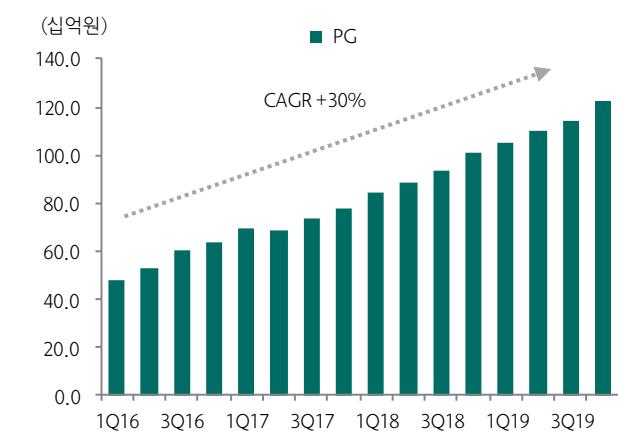
자료: 하나금융투자

그림 1. 소매판매 내 온라인 비중 17년 21% → 18년 26%



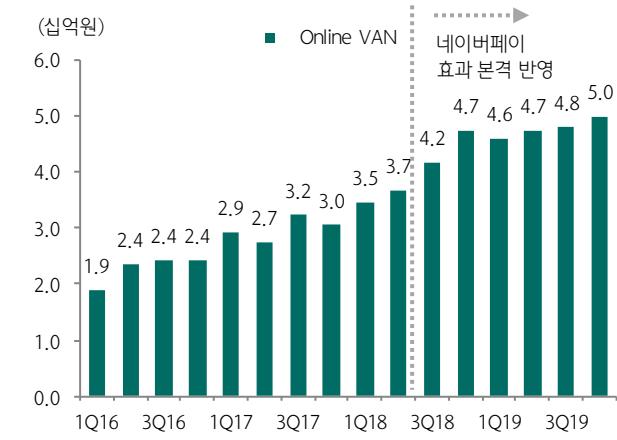
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. NHNKCP PG 매출액 CAGR +30% 증가



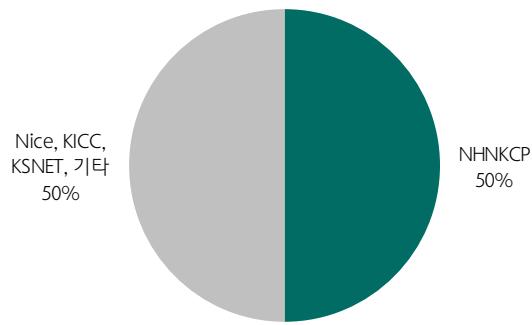
자료: NHN한국사이버결제, 하나금융투자

그림 3. NHNKCP 온라인 VAN 매출액



자료: NHN한국사이버결제, 하나금융투자

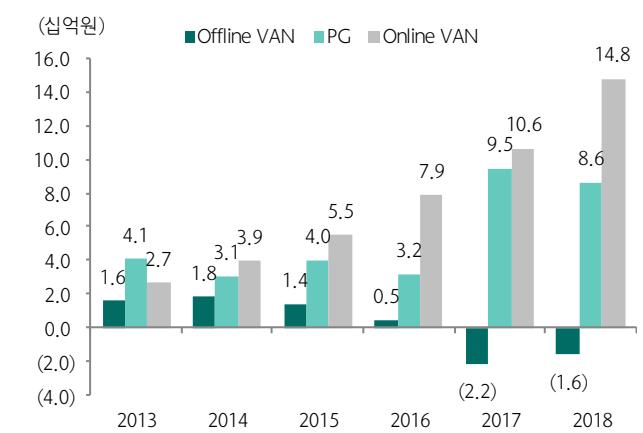
그림 4. NHNKCP 국내 온라인 VAN 시장 점유율 50%



주: Nice, KICC, KSNET, 기타 점유율은 약 5~10%

자료: NHN한국사이버결제, 하나금융투자

그림 5. 주요 사업 부문의 연간 영업이익 추이



주: 영업이익률은 2018 기준 On-Van 92%, Off-Van -3%, PG 2%

자료: NHN한국사이버결제, 하나금융투자

그림 6. NHNKCP PER 랜드 차트



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>272.1</b>	<b>352.0</b>	<b>432.6</b>	<b>519.1</b>	<b>622.8</b>
매출원가	238.9	305.1	380.1	457.6	548.5
매출총이익	33.2	46.9	52.5	61.5	74.3
판관비	21.7	29.0	30.8	34.0	40.7
<b>영업이익</b>	<b>11.5</b>	<b>17.9</b>	<b>21.8</b>	<b>27.5</b>	<b>33.6</b>
금융순익	2.5	1.4	3.5	1.1	0.5
종속/관계기업손익	0.0	(0.8)	(0.5)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(0.7)	(3.9)	(2.9)	(0.0)	0.4
<b>세전이익</b>	<b>13.3</b>	<b>14.6</b>	<b>22.0</b>	<b>28.4</b>	<b>34.3</b>
법인세	3.1	4.3	4.8	6.2	7.4
계속사업이익	10.2	10.2	17.1	22.2	26.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>	<b>17.1</b>	<b>22.2</b>	<b>26.8</b>
비지배주주지분순이익	(0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
<b>지배주주순이익</b>	<b>10.2</b>	<b>10.7</b>	<b>17.4</b>	<b>22.5</b>	<b>27.2</b>
지배주주지분포괄이익	9.8	10.7	17.3	22.5	27.2
NOPAT	8.8	12.6	17.0	21.5	26.3
EBITDA	22.9	29.2	31.6	36.3	40.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	39.2	29.4	22.9	20.0	20.0
NOPAT증가율	10.0	43.2	34.9	26.5	22.3
EBITDA증가율	3.2	27.5	8.2	14.9	12.7
영업이익증가율	5.5	55.7	21.8	26.1	22.2
(지배주주)순익증가율	6.3	4.9	62.6	29.3	20.9
EPS증가율	6.0	4.1	60.4	34.0	20.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	12.2	13.3	12.1	11.8	11.9
EBITDA이익률	8.4	8.3	7.3	7.0	6.6
영업이익률	4.2	5.1	5.0	5.3	5.4
계속사업이익률	3.7	2.9	4.0	4.3	4.3

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	458	477	765	1,025	1,239
BPS	4,575	5,004	5,531	6,677	7,772
CFPS	1,174	1,537	1,586	1,688	1,882
EBITDAPS	1,031	1,295	1,391	1,656	1,866
SPS	12,257	15,637	19,055	23,683	28,417
DPS	0	0	150	150	150
<b>주가지표(배)</b>					
PER	24.4	33.6	15.2	13.6	11.2
PBR	2.4	3.2	2.1	2.1	1.8
PCFR	9.5	10.4	7.3	8.2	7.4
EV/EBITDA	5.9	8.3	4.6	4.3	2.8
PSR	0.9	1.0	0.6	0.6	0.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.0	10.8	15.6	17.6	18.2
ROA	5.9	5.3	7.2	8.0	8.3
ROIC	(86.7)	(5,264.4)	264.7	(205.6)	(87.2)
부채비율	95.2	111.6	118.9	119.4	119.0
순부채비율	(105.5)	(82.8)	(93.7)	(107.5)	(117.9)
이자보상배율(배)	15,224.0	199.3	59.5	75.1	90.3

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

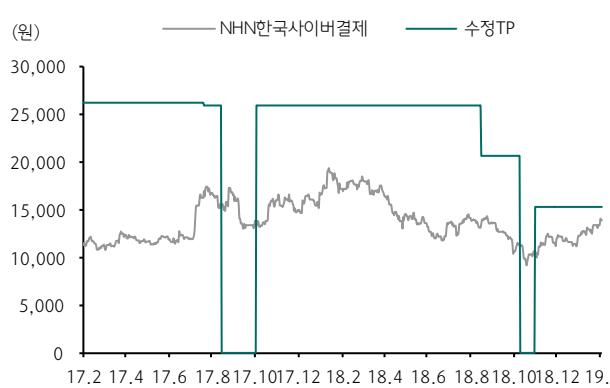
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>131.9</b>	<b>142.5</b>	<b>176.8</b>	<b>223.4</b>	<b>277.2</b>
금융자산	101.8	101.6	125.6	162.6	204.9
현금성자산	65.1	69.0	84.8	114.0	147.2
매출채권 등	19.7	23.7	29.7	35.3	41.9
재고자산	3.1	2.4	3.0	3.6	4.2
기타유동자산	7.3	14.8	18.5	21.9	26.2
<b>비유동자산</b>	<b>53.7</b>	<b>78.9</b>	<b>81.3</b>	<b>76.9</b>	<b>74.5</b>
투자자산	12.0	10.2	12.8	15.2	18.1
금융자산	12.0	9.0	11.3	13.4	16.0
유형자산	27.5	52.7	51.8	46.1	41.6
무형자산	11.8	12.2	11.9	10.8	9.9
기타비유동자산	2.4	3.8	4.8	4.8	4.9
<b>자산총계</b>	<b>185.6</b>	<b>221.3</b>	<b>258.1</b>	<b>300.4</b>	<b>351.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>88.1</b>	<b>97.8</b>	<b>120.2</b>	<b>142.6</b>	<b>169.1</b>
금융부채	1.5	0.0	0.0	0.2	0.4
매입채무 등	84.8	93.3	116.9	139.0	165.2
기타유동부채	1.8	4.5	3.3	3.4	3.5
<b>비유동부채</b>	<b>2.4</b>	<b>18.9</b>	<b>20.0</b>	<b>20.9</b>	<b>22.0</b>
금융부채	0.0	15.0	15.1	15.1	15.1
기타비유동부채	2.4	3.9	4.9	5.8	6.9
<b>부채총계</b>	<b>90.5</b>	<b>116.7</b>	<b>140.2</b>	<b>163.5</b>	<b>191.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>94.9</b>	<b>104.4</b>	<b>117.9</b>	<b>137.1</b>	<b>161.2</b>
자본금	9.2	9.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	44.4	43.4	43.6	43.6	43.6
자본조정	(6.9)	(7.0)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	48.2	58.3	74.6	93.9	117.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.6)</b>
<b>자본총계</b>	<b>95.1</b>	<b>104.6</b>	<b>117.9</b>	<b>136.9</b>	<b>160.6</b>
순금융부채	(100.3)	(86.6)	(110.5)	(147.3)	(189.4)

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.9</b>	<b>18.4</b>	<b>44.8</b>	<b>44.6</b>	<b>50.3</b>
당기순이익	10.2	10.2	17.1	22.2	26.8
조정	12.9	21.5	12.0	9.0	7.6
감가상각비	11.4	11.2	9.8	8.8	7.3
외환거래손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
지분법손익	0.0	0.8	0.5	0.0	0.0
기타	1.5	9.4	1.6	0.1	0.1
영업활동자산부채변동	(0.2)	(13.3)	15.7	13.4	15.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(15.4)</b>	<b>(27.9)</b>	<b>(25.4)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>(14.2)</b>
투자자산감소(증가)	1.3	2.6	(2.6)	(2.4)	(2.9)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(32.4)	(6.5)	(2.0)	(2.0)
기타	(13.7)	1.9	(16.3)	(7.9)	(9.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(6.2)</b>	<b>13.4</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(3.0)</b>
금융부채증가(감소)	1.5	13.5	0.1	0.2	0.2
자본증가(감소)	1.5	(1.0)	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	0.9	(4.0)	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	0.0	0.0	(3.2)	(3.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>1.3</b>	<b>3.9</b>	<b>15.8</b>	<b>29.3</b>	<b>33.1</b>
Unlevered CFO	26.1	34.6	36.0	37.0	41.2
Free Cash Flow	19.9	(14.1)	38.2	42.6	48.3

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### NHN한국사이버결제



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.11.12	BUY	16,000		
18.10.22	Analyst Change			
18.8.28	BUY	21,600	-38.19%	-30.56%
17.10.15	BUY	25,913	-41.03%	-25.52%
17.8.27	BUY	0	-	
17.8.2	BUY	25,913	-37.06%	-33.00%
16.5.16	BUY	26,200	-47.69%	-25.00%

## 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 12일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)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 2019년 2월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 2019년 2월 14일 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.