

2019. 7. 1



## ▲ 스몰캡

Analyst 윤주호

02. 6454-4876

juho.yoon@meritz.co.kr

RA 이창석

02. 6454-4889

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 25,000 원

현재주가 (6.28) 18,850 원

상승여력 32.6%

KOSDAQ 690.53pt

시가총액 4,330억원

발행주식수 2,297만주

유동주식비율 56.50%

외국인비중 10.78%

52주 최고/최저가 18,850원/9,230원

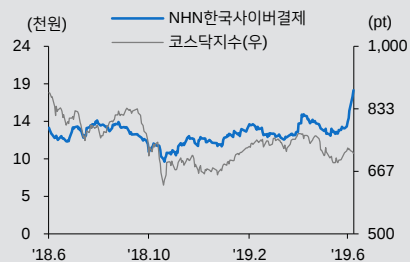
평균거래대금 52.6억원

## 주요주주(%)

엔에이치엔페이코 외 4 인 39.41

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | 44.4 | 61.8 | 54.7 |
| 상대주가     | 47.0 | 58.3 | 81.5 |

## 주가그래프



# NHN한국사이버결제 060250

## 성장의 기다림이 나오는 순간

- ✓ 전자지급결제 대행서비스(PG), 온/오프라인 VAN서비스 사업을 영위
- ✓ PG매출액 증가는 온라인, 모바일 쇼핑 증가에 따른 수혜
- ✓ 페이코를 비롯한 다양한페이(삼성페이, 네이버페이, 배민페이 등)와 연동
- ✓ 설비투자가 필요없는 온라인 VAN 사업부가 실적성장 Key Driver
- ✓ 신규사업(아웃바운드 해외결제, QR을 이용한 O2O플랫폼) 실적 가시화

## 외형성장을 이끄는 PG사업

PG사업부는 '14년 1,174억원을 시작으로 '18년 3,677억원, 연평균성장률(CAGR) +33%를 기록했다. '19년에도 성장을 지속해 매출 4,673억원(+27.1% YoY)이 예상되며 이는 오픈마켓과 소셜커머스 등 온라인 상거래와 해외직구 증가에 기인한다. 매년 외형성장을 해왔음에도 1위 사업자와의 경쟁으로 인해 수익성은 개선되지 못했다. PG사업과 연동된 온라인VAN으로의 집중을 위한 필연적인 선택이다.

## 실적 Key-Driver: 온라인 VAN사업과 수익가시성의 신규사업

온라인 VAN사업부는 설비투자가 필요하지 않아 수익성이 높다. '18년 온라인 VAN사업부 영업이익률은 92.3%, 전사 이익 비중은 68%다. 온라인 상거래가 늘어 날수록, 동사의 VAN을 사용하는 고객사가 늘수록 이익 레버리지는 높아진다. 신규사업으로 해외 쇼핑물 구매 시 국내 카드로 결제 서비스를 준비 중이며 이는 온라인 VAN사업부의 추가 성장 동력으로 작용할 수 있다. 오랜 기간 준비한 QR과 POS를 이용한 테이블오더는 온오프라인 생태계 융합(PG, VAN, POS)이 가능하다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 25,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 적정주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 25,000원은 '19년 예상 매출액인 5,350억원에 '15~'18년 평균 PSR 1.3배를 적용했다. 최근 3년간 준비했던 신규사업이 2H19부터 가시화되며 본격적인 실적 기여가 예상된다. 온오프라인으로 융합된 핀테크 O2O플랫폼의 트래픽이 증가하거나 대형 고객사를 유치하는 경우 Valuation 확장 여력도 존재한다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017  | 352.0 | 17.9 | 10.7          | 477               | -1.1       | 4,641      | 33.6       | 3.5        | 8.3              | 10.8       | 111.6       |
| 2018  | 432.7 | 21.8 | 17.0          | 751               | 63.0       | 5,045      | 15.5       | 2.3        | 5.2              | 15.5       | 141.3       |
| 2019E | 535.0 | 25.6 | 20.0          | 870               | 15.9       | 5,695      | 21.7       | 3.3        | 8.4              | 16.2       | 152.5       |
| 2020E | 632.5 | 30.3 | 23.7          | 802               | -7.9       | 3,894      | 23.5       | 4.8        | 6.9              | 17.0       | 155.5       |
| 2021E | 729.8 | 34.9 | 28.1          | 740               | -7.6       | 3,430      | 25.5       | 5.5        | 5.5              | 17.8       | 154.8       |

# 1. 기업개요

## 온오프라인 결제전문업체

'94년 설립되었으며 '02년 코스닥 상장, '14년 9월 NHN엔터테인먼트가 전자상거래 사업 강화 목적으로 지분 30%를 취득했다. 전자지급결제 대행서비스(PG), 온/오프라인 VAN서비스 사업을 영위하는 온오프라인 결제전문 업체이다. 간편결제를 비롯한 기존 전자결제서비스 사업 외에 신규사업(O2O, 해외결제)을 준비 중이다. 매출비중은 PG사업 85.0%, 오프라인 VAN 11.3%, 온라인 VAN 3.7%다.

## 주요제품군 및 사업분야

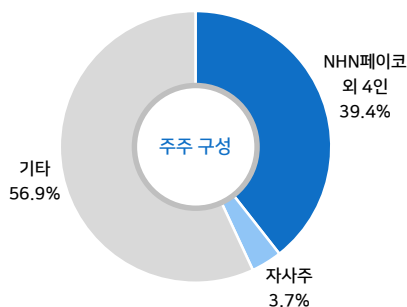
### 전자결제 지급대행(PG)

전자결제 지급대행(PG)  
시장 점유율 2위 업체

신용카드, 계좌이체, 가상계좌, 휴대폰 등 일반 결제 대행 비즈니스를 영위한다. 가맹점 수 15만개 보유했으며, 월간 600개 신규 가맹점 모집, 연간 거래액 1.5조원 수준이다. 시장점유율은 '18년말 기준 22%로 1위 KG이니시스(23%)와 근소한 차이이며 격차를 좁히고 있다. PG사업은 전자금융거래법에 의거 등록제이나 사실상 금융감독원의 허가가 필요한 사업이다. 진입장벽 존재하나 다수의 PG사업자로 인해 PG수수료는 낮아져 있는 시장이다.

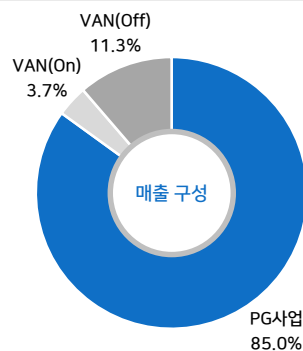
주요 고객사는 대형쇼핑몰(컴퓨터, 자라, 무신사), 포털(네이버), 게임(NHN, 넥슨, 엔씨소프트), 소셜커머스(쿠팡, 위메프, 티몬), O2O(아놀자, 배달의민족, 쏘카, 데일리호텔), 기타(아이파킹, 네스프레소, 티켓링크) 등 다양하다.

그림1 주주구성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 매출구성 (2018)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## VAN사업

신용카드사들을 대신해 결제 승인과 거래내역을 카드사에 전송하는 VAN사업

VAN(Value Added Network)은 신용카드사들을 대신해 결제 승인과 거래내역을 카드사에 전송해 가맹점이 대금을 받을 수 있도록 하는 사업이다. 월 거래량 8,500만건, 가맹점수 32만개 보유하였으며 온/오프라인 VAN사업을 동시에 영위한다. 시장점유율은 오프라인 10~15%, 온라인 50% 추정된다.

### 간편결제사업

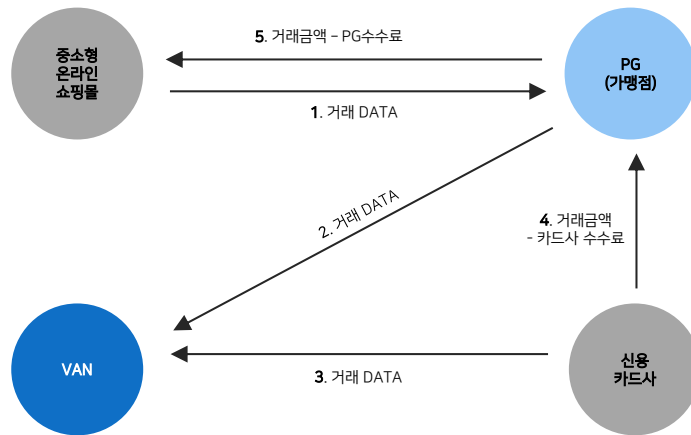
간편결제 브랜드 'PAYCO' 보유.

네이버페이, 삼성페이와도 협업 중

PG사 중 유일하게 자체브랜드 'PAYCO'를 보유했다. '15년부터 시작한 페이코(PAYCO)는 가입자를 '18년 3월 800만명에서 '19년 4월 963만명으로 늘렸다. 네이버페이의 3,000만명, 카카오페이 2,800만명까지는 아니지만 '18년 하반기부터 네이버페이의 온라인VAN, 삼성페이의 PG 등을 통해 주요 간편결제와도 협업이 진행되고 있다. 시장에 이미 안착한 삼성페이, 네이버페이, 카카오페이, 페이코(PAYCO) 등페이 4강 중에 3곳의 성장 수혜가 가능하다.

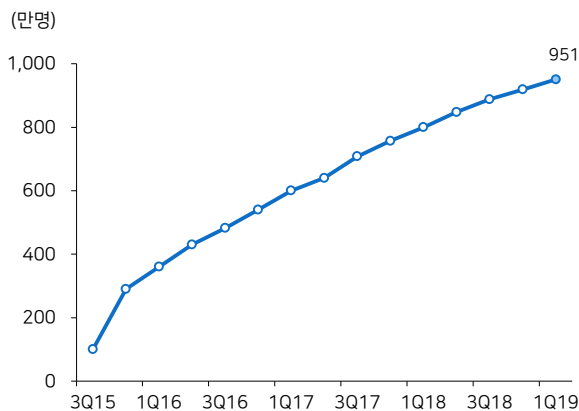
위메프의 원더페이와 배달의민족의 배민페이, 로켓페이, 지니페이, 넥슨페이 등 다양한 간편결제 개발 및 운영도 하고 있다.

그림3 결제 업무흐름도



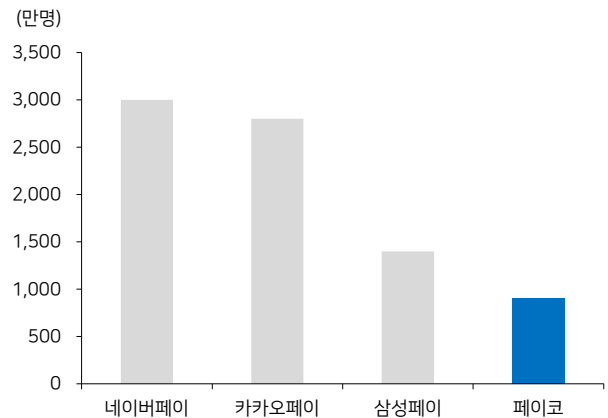
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 페이코 가입자수 추이



자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 다양한 페이와 협업



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2. 투자포인트(Investment Points)

### 꾸준히 증가하는 PG 매출

온라인 상거래 증가로 PG 매출  
지난 5년간 연평균 +33% 성장

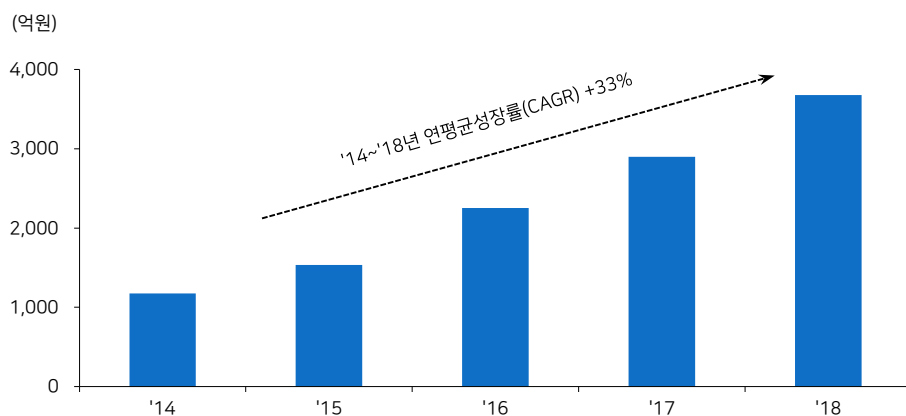
'16년 2,251억원, '17년 2,897억원, '18년 3,676억원으로 PG매출액은 증가했다. 이는 오픈마켓, 소셜커머스 등 온라인 상거래 및 해외직구 증가에 따른 결제액 증가가 동사 PG매출로 연동되기 때문이다.

국내 PG사업은 KG이니시스, NHN한국사이버결제, LG유플러스 등 Big3의 점유율이 70~80%로 추정된다. 무분별한 마케팅과 고객정보 관리를 우려하여 적격요건을 다소 엄격하게 하여 중소 PG사들의 신규 참여는 어렵다.

PG사업의 낮은 마진율은  
경쟁 때문

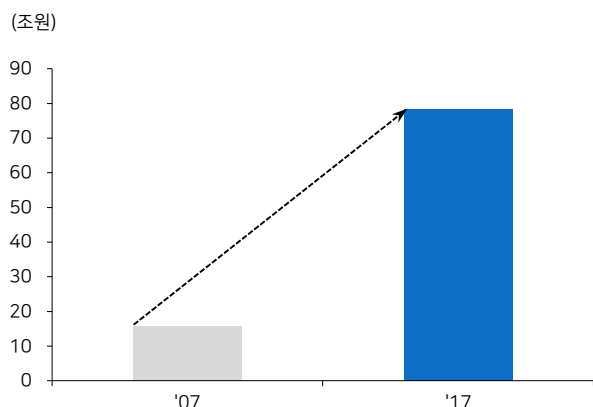
동사의 PG사업부문의 낮은 영업이익율('15~'18년 평균 2.4%)은 아쉬운 부문이나 1위 PG사업자인 KG이니시스와의 경쟁 때문이다.

그림6 연도별 PG부분 매출



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 온라인 상거래 증가 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 PG사 중 유일하게 자체브랜드 'PAYCO' 보유



자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권증권 리서치센터

## 극명한 온라인/오프라인 VAN 사업

### 부진한 오프라인 VAN

'17년 기점으로 역성장. 정부의 수수료 인하 정책으로 이익도 급감

VAN을 제외한 지급결제 모델 등  
장으로 오프라인 VAN 부진 예상

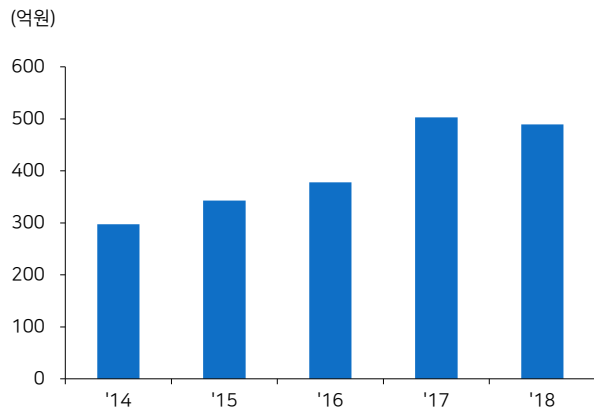
오프라인 VAN 매출은 '16년 378억원, '17년 503억원에서 '18년 489억원으로 성장세가 '17년을 기점으로 꺾였다. 정부의 가맹점 수수료 인하 방침으로 VAN 수수료 하락에 기인하며 사업부 영업이익도 '17년부터 적자로 돌아섰다. 핀테크(FinTech) 기업들의 VAN을 제외한 지급결제 모델(ex. 간편 현금결제) 등이 등장하면서 오프라인 VAN 부진은 지속될 전망이다.

### 오프라인과 전혀 다른 온라인 VAN

오프라인 VAN과 달리 성장 중인  
온라인 VAN

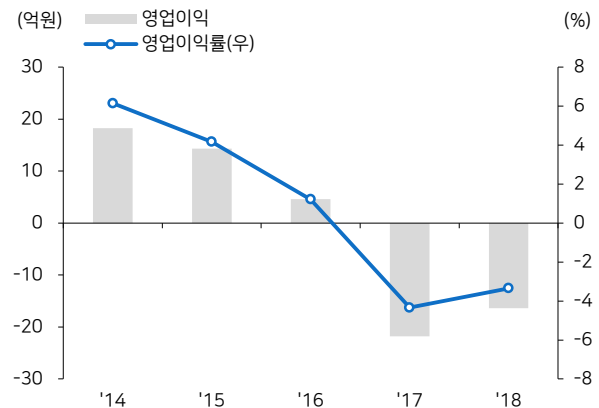
오프라인 VAN에 비해 온라인 VAN은 크게 성장 중이다. 온라인 VAN 매출은 '16년 91억원에서 '18년 160억원으로 연평균성장률(CAGR) +33%로 성장 했다. '14년에서 '18년까지 연평균(CAGR) +23.7%과 비교하면 최근 3년의 성장속도가 빠르다.

그림9 오프라인 VAN 사업부 매출



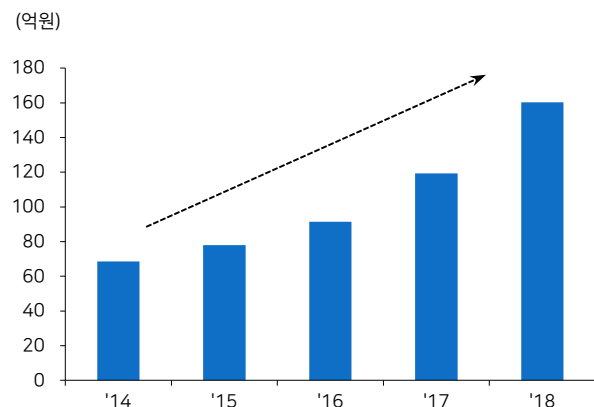
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 오프라인 VAN 영업이익 및 이익률 추이



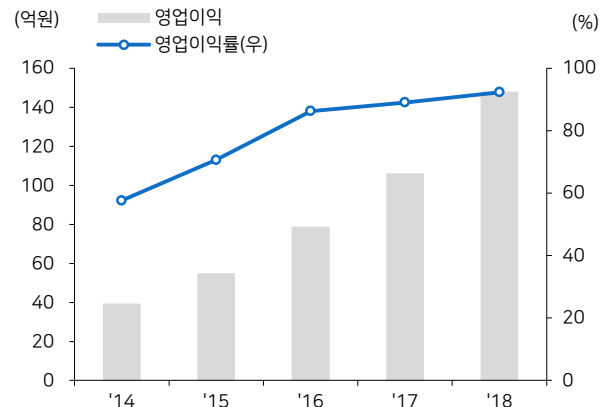
자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 온라인 VAN 사업부 매출



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 온라인 VAN 영업이익 및 이익률 추이



자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권증권 리서치센터

## 해외직구 수혜 가능한 해외결제 서비스 준비 중

해외 직구시 국내결제와 연동되는 서비스 준비 중

국내 소비자가 해외 직구시 국내결제와 연동하는 서비스를 준비 중이다. 서비스가 런칭되면 국내 소비자는 VISA, Master 이외에 다양한 결제 방법으로 해외 직구가 가능하다.

기존 해외 직구하기 위해선 해외 결제카드가 필요

해외 온라인 가맹점(ex. 쇼핑, 콘텐츠, 여행)은 해외 직구 고객의 불만 사항을 접수한 결과 다양한 카드결제 지원이 되지 않는다는 점이 단점으로 손꼽혀 왔다. 이를 해결하기 위하여 한국 IP를 인식하여 한국고객이 해외쇼핑몰에서 직접 구매시 온라인 VAN 및 PG 서비스 제공을 준비하고 있다.

해외 PG매출비중 '19년 3월 3%에서 '19년 말 10%까지 확대

해외 PG매출의 전체 매출액 대비 비중은 '19.5월 3% 수준에서 '19년말 10%로 증가할 전망이다. 2~3년간 준비한 대형 쇼핑몰과의 제휴를 통해 전체 매출에서 차지하는 비중은 늘어나며 2H19를 기점으로 다양한 해외 가맹점 확보를 기대한다.

## 오프라인 QR코드를 이용한 테이블 오더 (O2O)

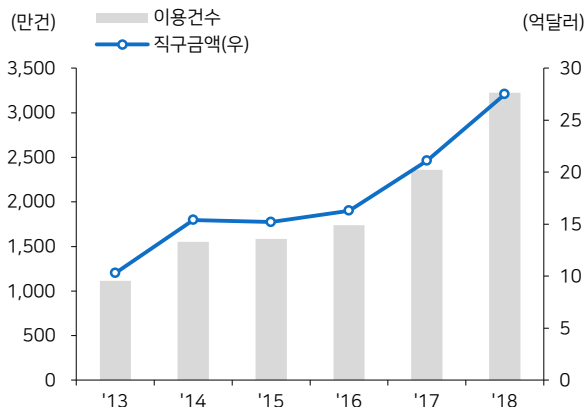
'19년 4월부터 O2O를 활용한 신규 사업모델 확대

프랜차이즈 등 오프라인 가맹점을 대상으로 자회사 솔비 POS를 이용, 오프라인 QR코드를 이용한 오더 시스템 준비 중이다. 매장 내에서 고객은 각자의 테이블에서 QR코드를 이용하여 온라인 결제를 통한 주문이 가능해진다. 고객이 핸드폰으로 작성한 주문내역이 가맹점에 전달하려면 POS시스템을 보유해야만 한다. 온라인 페이지가 가맹점에 주문내역을 보내기 어려워 오프라인 진출하지 못하는 이유가 여기에 있다. 기존의 낮은 오프라인 NFC 디바이스 보급률을 해결한 새로운 핀테크(Fintech) 솔루션이다.

테이블 오더(Table Order, '19년 4월) 이외에 픽업 오더(Pickup Order), 딜리버리 오더(Delivery Order)도 '19년 하반기 런칭 예정이다. 이는 최근 준비한 O2O 플랫폼을 통한 수익을 창출하는 과정으로 판단한다.

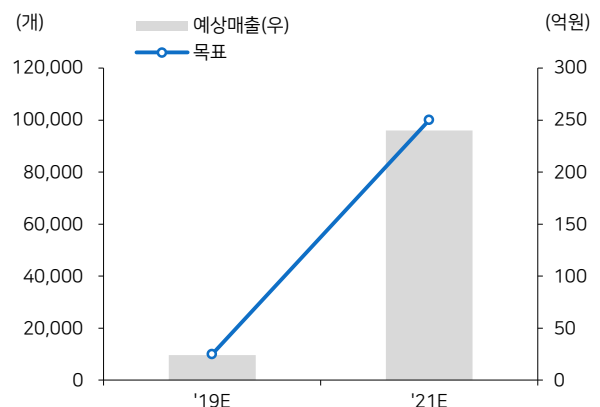
온라인(PG, VAN), 오프라인 (VAN, POS),페이코를 비롯한 각종 간편결제 등으로의 종합적인 핀테크(FinTech), O2O 플랫폼으로 발전했다.

그림13 해외직구 금액



자료: 관세청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 QR코드 (테이블 오더) 시뮬레이션



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 휴대폰 결제 진출로 다양한 고객과의 확장 가능성

### 통신사와 앱스토어 휴대폰결제 진출

'19년 6월부터 아이폰 iOS내 휴대폰 결제 서비스 지원 시작

'19.6월 iOS플랫폼에서도 SK텔레콤, KT 휴대폰 결제 서비스 지원을 시작한다. 아이폰, 아이패드, 맥 등 다양한 디바이스에서 설정 가능하며 해외송인 수수료 및 해외 원화결제 수수료 없이 애플 유료 서비스 사용이 가능하다. 이는 앱스토어 결제 시 신용카드 외에 다른 결제수단이 등록되는 국내 최초의 사례이다.

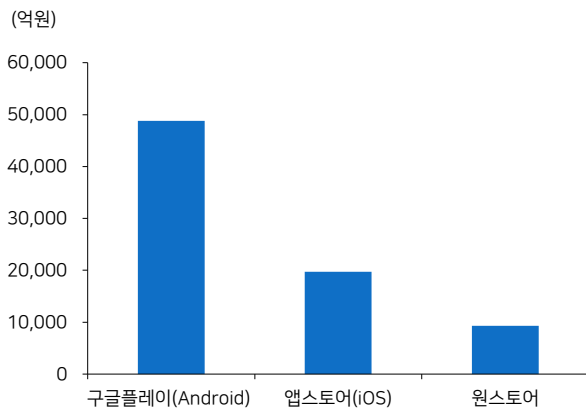
### 기존 앱스토어(iOS)의 카드결제 시장을 잠식 예상

앱스토어(iOS)는 '18.9월부터 달러가 아닌 원화로 가격을 표시하고 결제되도록 방식을 바꿨다. 국제 카드 브랜드 가맹계약을 적용하여 카드 발행국 통화로 결제할 수 있는 자국통화결제(DCC: Dynamic Currency Conversion) 방식을 이용해, 달러가 아닌 원화로 표시되지만 오히려 DCC 추가수수료가 발생해왔다.

iOS 앱스토어에서 원화로 가격을 표시하고 결제되도록 변경. 기존 방식에선 DCC 수수료가 추가로 발생되어 실결제액 차이 발생

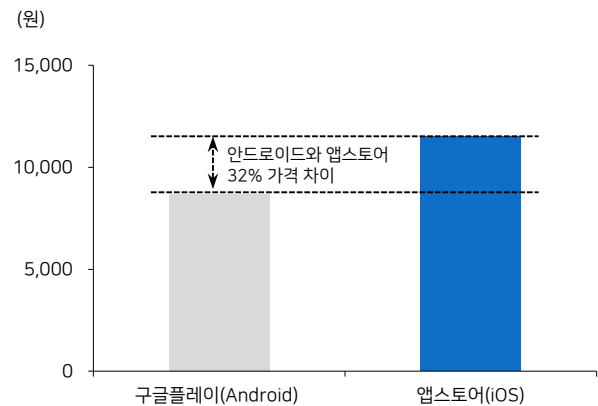
앱스토어는 국내 카드사를 통한 직접 결제 방식을 지원하지 않기 때문이다. 해외 송인 수수료와 원화 결제 수수료가 추가로 발생되어 기존 구글플레이(Android)와 앱스토어의 가격 차이가 존재해 왔다. 향후 앱스토어는 다양한 결제수단을 제공하여 소비자들에게 보다 합리적인 선택권을 부여할 것으로 전망된다. 당사는 휴대폰 결제(PG)를 통해 앱스토어 결제변화(카드→휴대폰)에 따른 성장 모멘텀을 확보한다.

그림15 국내 앱스토어 시장



자료: 모바일산업협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 유튜브 프리미엄 가격 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. 실적 및 Valuation

온라인 VAN매출이 실적의 Key  
'18년 160억원 → '19E 240억원

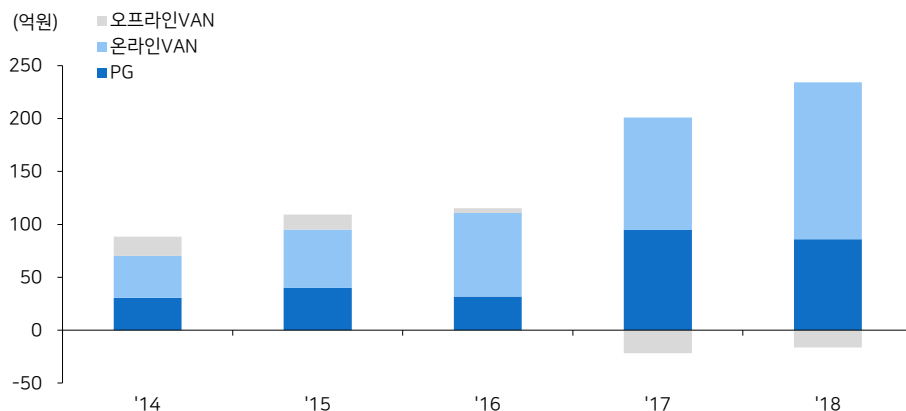
온라인 VAN 영업이익 비중 1Q19  
기준 76.7% 수준. 전사 이익에서  
차지하는 비중 꾸준히 늘어나는  
추세

#### 전사실적의 Key Driver는 온라인 VAN 매출액

온라인 VAN매출은 '14년 69억원, '15년 78억원, '16년 91억원, '17년 119억원, '18년 160억원으로 매년 성장하였으며 '19E 240억원을 예상한다. 온라인 VAN의 경우 오프라인 VAN과 달리 추가적인 설비투자가 필요 없기 때문에 원가율도 상당히 낮다. 원가가 낮은 온라인VAN 부분의 이익률이 '14년 57%에서 '18년 92%까지 상승했다.

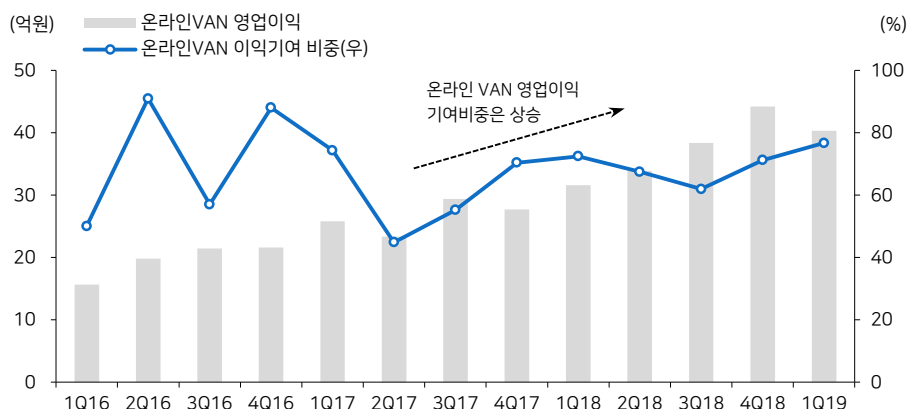
전사 영업이익을 PG, 오프라인VAN, 온라인 VAN 사업부로 나누어 보면 온라인 VAN의 전사이익 기여도는 '14년 44%에서 1Q19기준 76.7%까지 높아졌다. 다양한 폐이와 제휴를 통해 PG의 외형 확대와 온라인VAN에서의 수익성 개선효과로 판단된다. PG 사업부의 낮은 이익률과 오프라인 VAN의 외부환경(ex. 카드사 수수료 인하 등) 영향에도 불구하고 실적 개선은 지속 중이다.

그림17 온라인VAN, 오프라인VAN, PG 사업부 영업이익 (연간)



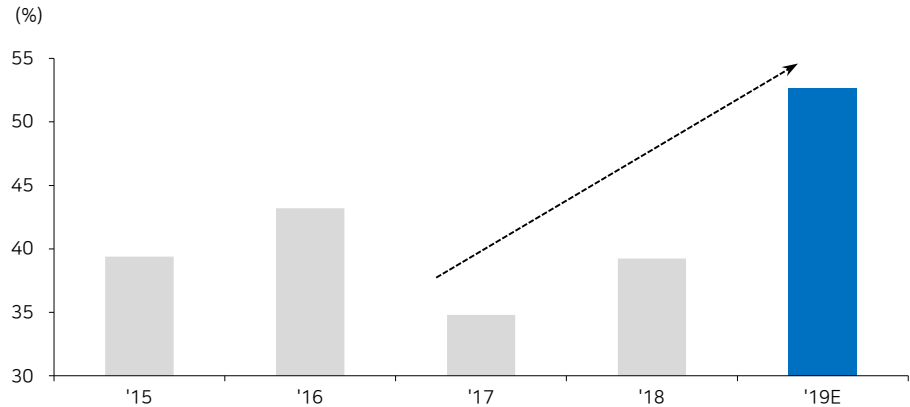
자료: NHN한국사이버결제, 메리트증권증권 리서치센터

그림18 분기별 온라인 VAN 영업이익 기여 비중



자료: NHN한국사이버결제, 메리트증권증권 리서치센터

그림19 온라인 VAN 영업이익 연도별 성장률



자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권 리서치센터

표1 전사 실적 추이

| (억원)      | 1Q18    | 2Q18    | 3Q18    | 4Q18    | 1Q19    | 2Q19E   | 3Q19E   | 4Q19E   | '16     | '17     | '18     | '19E    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 1,007.4 | 1,048.2 | 1,096.2 | 1,174.8 | 1,081.9 | 1,206.5 | 1,479.8 | 1,586.0 | 2,721.3 | 3,519.9 | 4,326.6 | 5,350.2 |
| YoY(%)    | 19.9    | 25.3    | 21.0    | 25.3    | 7.4     | 15.1    | 35.0    | 35.0    | 39.2    | 29.3    | 22.9    | 23.7    |
| PG사업부     | 847.3   | 888.1   | 933.5   | 1,007.5 | 924.8   | 1,065.7 | 1,260.2 | 1,360.2 | 2,252.0 | 2,897.8 | 3,676.5 | 4,669.1 |
| VAN(온라인)  | 34.5    | 36.7    | 41.7    | 47.4    | 44.2    | 51.3    | 66.7    | 80.6    | 91.4    | 119.3   | 160.3   | 240.4   |
| VAN(오프라인) | 125.6   | 123.4   | 121.0   | 119.9   | 112.9   | 111.1   | 114.9   | 113.9   | 378.0   | 502.7   | 489.7   | 440.7   |
| 영업이익      | 43.6    | 50.2    | 61.9    | 62.0    | 52.6    | 58.6    | 71.9    | 73.1    | 115.2   | 179.3   | 217.7   | 256.2   |
| OPM(%)    | 4.3     | 4.8     | 5.6     | 5.3     | 4.9     | 4.9     | 4.9     | 4.6     | 4.2     | 5.1     | 5.0     | 4.8     |
| 당기순이익     | 42.5    | 28.9    | 52.1    | 44.4    | 44.1    | 43.3    | 56.6    | 52.7    | 101.7   | 102.0   | 167.8   | 221.6   |
| NIM(%)    | 4.2     | 2.8     | 4.7     | 3.8     | 4.1     | 3.6     | 3.8     | 3.3     | 3.7     | 2.9     | 3.9     | 4.1     |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 사업부별 실적 추이

| (억원)      | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18  | 1Q19 | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E |
|-----------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PG사업부     |      |      |      |       |      |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액       | 847  | 888  | 934  | 1,008 | 925  | 1,066 | 1,260 | 1,360 | 2,252 | 2,898 | 3,676 | 4,669 |
| 영업이익      | 20   | 23   | 16   | 28    | 16   | 25    | 29    | 27    | 32    | 95    | 86    | 109   |
| VAN(온라인)  |      |      |      |       |      |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액       | 35   | 37   | 42   | 47    | 44   | 51    | 67    | 81    | 91    | 119   | 160   | 240   |
| 영업이익      | 32   | 34   | 38   | 44    | 40   | 47    | 62    | 74    | 79    | 106   | 148   | 226   |
| VAN(오프라인) |      |      |      |       |      |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액       | 126  | 123  | 121  | 120   | 113  | 111   | 115   | 114   | 378   | 503   | 490   | 441   |
| 영업이익      | -7   | -6   | 7    | -10   | -4   | -4    | -4    | -4    | 5     | -22   | -16   | -16   |

자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권 리서치센터

## Valuation

투자의견 Buy, 적정주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 25,000원은 '19E 매출액 5,350억 대비 현 시가총액 4,330억원(PSR 0.8배)에서 평균 PSR 1.3배를 적용하였다. 핀테크(FinTech) 기업의 실적 개선판단에 매출액이 가장 중요하기 때문이다. 현재 대표적인 핀테크 기업들인 웹케시(6배), 더존비즈온(7.7배), NICE평가정보(2.8배)보다 현저히 낮다.

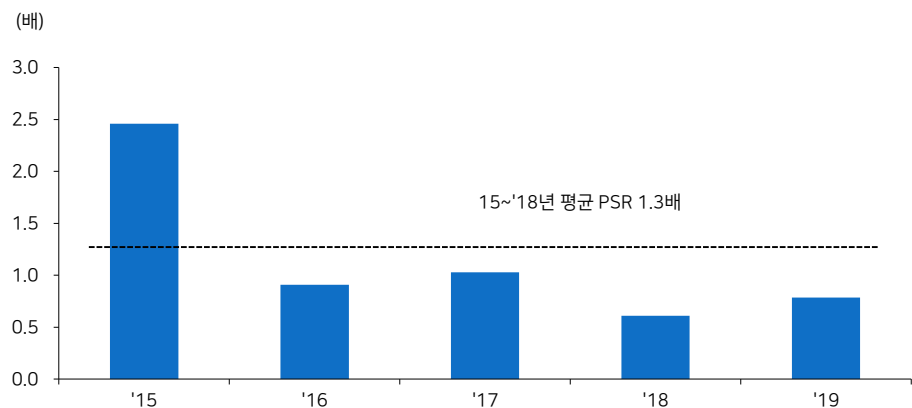
표3 NHN한국사이버결제 Valuation

| 내용                   | 금액            | 비고                        |
|----------------------|---------------|---------------------------|
| 현재 PSR (배)           | 0.8           | 2019E 매출 5,350억원          |
| Target PSR (배)       | 1.3           | 2015~2018년 평균 PSR 1.3배 적용 |
| <b>적정주가 (원)</b>      | <b>25,000</b> |                           |
| 현재주가 (원)             | 18,850        | 2019.6.28 종가 기준           |
| Upside potential (%) | +32.6%        |                           |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

'19년 예상매출액은 전년 대비 +23.7% 증가한 5,350억원으로 전망한다. Valuation은 매출액 성장률이 전년대비 20% 이상이었던 최근 4개년('15~'18년)의 평균 PSR 1.3배가 타당하다. 최근 5개년 중 매출액 성장이 20% 미만이었던 '13년(3.3%, PSR 1.4배)은 제외하였다.

그림20 NHN한국사이버결제 PSR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

최근 3년간 준비했던 신규사업이 '19년 하반기 가시화 되면서 본격적으로 매출액 성장이 일어나는 구간이다. 따라서 매출액 성장을 증명하거나 동사의 핀테크 O2O 플랫폼을 활용하는 고객사가 추가 확보된다면 핀테크(FinTech) Peergroup의 평균 PSR 2배 이상('15~'18년 평균)까지 Valuation 확장 여력이 존재한다.

표4 Peer Group Table

| 종목명<br>(억원) | 매출액    |        |        |        |        | 영업이익  |       |       |       |       | PSR (배) |      |      |      |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|------|------|-------|
|             | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2015    | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E |
| NHN한국사이버결제  | 1,955  | 2,721  | 3,520  | 4,327  | 4,958  | 109   | 115   | 179   | 218   | 264   | 2.5     | 0.9  | 0.9  | 0.6  | 0.8   |
| 웹캐시         | 887    | 918    | 774    | 780    | 735    | 41    | 35    | 38    | 59    | 94    | 0.8     | 0.7  | 0.9  | 2.1  | 5.7   |
| 비즈니스온       | 116    | 117    | 135    | 150    | 193    | 41    | 47    | 57    | 57    | 76    | -       | -    | 5.6  | 9.5  | 9.2   |
| 다우기술        | 10,385 | 11,534 | 13,728 | 23,546 | 23,763 | 2,605 | 2,534 | 3,302 | 3,239 | 3,711 | 0.9     | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.5   |
| 더존비즈온       | 1,577  | 1,768  | 2,044  | 2,269  | 2,606  | 290   | 384   | 505   | 540   | 636   | 3.9     | 3.6  | 4.8  | 6.8  | 7.6   |
| 이크레더블       | 256    | 315    | 341    | 372    | 403    | 94    | 121   | 134   | 153   | 167   | 4.6     | 5.1  | 5.2  | 5.1  | 0.4   |
| KG이니시스      | 6,969  | 4,781  | 7,585  | 9,246  | 10,380 | 200   | 489   | 547   | 604   | 700   | 0.6     | 0.7  | 0.7  | 0.5  | 5.4   |
| 라운시큐어       | 125    | 167    | 212    | 246    | 304    | 8     | 19    | 33    | 40    | 47    | 8.6     | 4.9  | 4.4  | 2.7  | 3.8   |
| NICE평가정보    | 3,381  | 3,455  | 3,604  | 3,838  | 4,127  | 281   | 392   | 426   | 486   | 548   | 1.8     | 1.2  | 1.5  | 1.7  | 2.6   |
| 다우데이타       | 12,868 | 13,784 | 16,543 | 26,699 | -      | 2,744 | 2,642 | 3,536 | 3,616 | -     | 0.4     | 0.3  | 0.2  | 0.1  | -     |
| 민앤지         | 266    | 407    | 805    | 1,073  | 1,285  | 110   | 159   | 214   | 260   | 323   | 6.5     | 4.4  | 4.2  | 2.2  | 2.7   |
| NICE평가정보    | 3,381  | 3,455  | 3,604  | 3,838  | 4,127  | 281   | 392   | 426   | 486   | 548   | 1.8     | 1.2  | 1.5  | 1.7  | 2.6   |
| 코나아이        | 2,167  | 1,179  | 1,021  | 899    | 1,471  | 361   | -58   | -98   | -319  | 110   | 2.5     | 1.6  | 1.9  | 1.8  | 2.5   |
| 평균          |        |        |        |        |        |       |       |       |       |       | 2.7     | 1.9  | 2.5  | 2.7  | 3.4   |

자료: WiseFN, 메리츠증권증권 리서치센터

## NHN 한국사이버결제 (060250)

## Income Statement

| (십억원)      | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 352.0 | 432.7 | 535.0 | 632.5 | 729.8 |
| 매출액증가율 (%) | 29.3  | 22.9  | 23.7  | 18.2  | 15.4  |
| 매출원가       | 305.1 | 380.1 | 462.0 | 546.2 | 630.2 |
| 매출총이익      | 46.9  | 52.6  | 73.0  | 86.3  | 99.6  |
| 판매관리비      | 29.0  | 30.8  | 47.4  | 56.0  | 64.6  |
| 영업이익       | 17.9  | 21.8  | 25.6  | 30.3  | 34.9  |
| 영업이익률      | 5.1   | 5.0   | 4.8   | 4.8   | 4.8   |
| 금융손익       | 1.4   | 5.2   | 0.3   | 0.5   | 0.8   |
| 종속/관계기업손익  | -0.8  | -0.5  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | -4.0  | -5.8  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 세전계속사업이익   | 14.6  | 20.7  | 25.9  | 30.8  | 35.8  |
| 법인세비용      | 4.4   | 4.0   | 6.3   | 7.5   | 8.1   |
| 당기순이익      | 10.2  | 16.8  | 19.7  | 23.3  | 27.7  |
| 지배주주지분 순이익 | 10.7  | 17.0  | 20.0  | 23.7  | 28.1  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2017  | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 18.4  | 28.1 | 42.0  | 43.0  | 45.9  |
| 당기순이익(손실)      | 10.2  | 16.8 | 19.7  | 23.3  | 27.7  |
| 유형자산상각비        | 10.1  | 8.1  | 9.6   | 8.0   | 6.9   |
| 무형자산상각비        | 1.1   | 1.4  | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 운전자본의 증감       | -13.3 | -3.3 | 12.1  | 11.2  | 10.8  |
| 투자활동 현금흐름      | -27.9 | -2.8 | -3.7  | -7.8  | -8.3  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -32.6 | -5.5 | -4.5  | -3.0  | -3.5  |
| 투자자산의감소(증가)    | 1.0   | 1.7  | 5.4   | -0.5  | -0.5  |
| 재무활동 현금흐름      | 13.4  | -5.4 | -4.1  | -8.7  | -11.5 |
| 차입금의 증감        | 13.5  | 0.1  | 0.0   | -3.4  | -4.6  |
| 자본의 증가         | -0.4  | 3.8  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 3.9   | 19.8 | 34.2  | 26.5  | 26.1  |
| 기초현금           | 65.1  | 69.0 | 88.8  | 123.0 | 149.5 |
| 기말현금           | 69.0  | 88.8 | 123.0 | 149.5 | 175.5 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 142.5 | 201.5 | 262.4 | 314.3 | 365.7 |
| 현금및현금성자산  | 69.0  | 88.8  | 123.0 | 149.5 | 175.5 |
| 매출채권      | 7.7   | 11.2  | 13.8  | 16.3  | 18.8  |
| 재고자산      | 2.4   | 5.8   | 7.2   | 8.5   | 9.8   |
| 비유동자산     | 78.9  | 78.2  | 67.1  | 62.1  | 58.8  |
| 유형자산      | 52.7  | 54.0  | 48.9  | 43.9  | 40.5  |
| 무형자산      | 12.2  | 10.7  | 10.2  | 9.7   | 9.2   |
| 투자자산      | 10.2  | 8.1   | 2.7   | 3.2   | 3.7   |
| 자산총계      | 221.4 | 279.7 | 329.5 | 376.4 | 424.5 |
| 유동부채      | 97.8  | 145.9 | 183.8 | 217.9 | 249.3 |
| 매입채무      | 4.2   | 4.1   | 5.0   | 5.9   | 6.8   |
| 단기차입금     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유동성장기부채   | 0.0   | 0.0   | 3.4   | 4.6   | 3.2   |
| 비유동부채     | 18.9  | 17.9  | 15.2  | 11.2  | 8.6   |
| 사채        | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 장기차입금     | 15.0  | 15.0  | 11.6  | 7.0   | 3.8   |
| 부채총계      | 116.7 | 163.8 | 199.0 | 229.1 | 257.9 |
| 자본금       | 9.8   | 11.0  | 14.1  | 18.2  | 23.6  |
| 자본잉여금     | 43.4  | 46.0  | 46.0  | 46.0  | 46.0  |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0   | -0.1  | -0.1  | -0.1  | -0.1  |
| 이익잉여금     | 58.3  | 73.9  | 85.6  | 98.7  | 113.1 |
| 비지배주주지분   | 0.2   | 0.0   | -0.3  | -0.7  | -1.1  |
| 자본총계      | 104.6 | 115.9 | 130.5 | 147.3 | 166.6 |

## Key Financial Data

|                        | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 15,637 | 19,056 | 23,291 | 21,407 | 19,203 |
| EPS(지배주주)              | 477    | 751    | 870    | 802    | 740    |
| CFPS                   | 1,537  | 1,672  | 1,560  | 1,313  | 1,112  |
| EBITDAPS               | 1,295  | 1,374  | 1,560  | 1,313  | 1,112  |
| BPS                    | 4,641  | 5,045  | 5,695  | 3,894  | 3,430  |
| DPS                    | 0      | 143    | 143    | 143    | 143    |
| 배당수익률(%)               | 0.0    | 1.2    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 33.6   | 15.5   | 21.7   | 23.5   | 25.5   |
| PCR                    | 10.4   | 7.0    | 12.1   | 14.4   | 17.0   |
| PSR                    | 1.0    | 0.6    | 0.8    | 0.9    | 1.0    |
| PBR                    | 3.5    | 2.3    | 3.3    | 4.8    | 5.5    |
| EBITDA                 | 29.2   | 31.2   | 35.8   | 38.8   | 42.3   |
| EV/EBITDA              | 8.3    | 5.2    | 8.4    | 6.9    | 5.5    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 10.8   | 15.5   | 16.2   | 17.0   | 17.8   |
| EBITDA 이익률             | 8.3    | 7.2    | 6.7    | 6.1    | 5.8    |
| 부채비율                   | 111.6  | 141.3  | 152.5  | 155.5  | 154.8  |
| 금융비용부담률                | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.0    |
| 이자보상배율(x)              | 199.3  | 59.5   | 69.8   | 93.0   | 153.1  |
| 매출채권회전율(x)             | 46.7   | 46.0   | 42.9   | 42.0   | 41.6   |
| 재고자산회전율(x)             | 127.1  | 105.8  | 82.8   | 81.1   | 80.2   |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 윤주호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |  |
|------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------|--|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 4등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상          |  |
|                              | Trading Buy                                      | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |  |
|                              | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |  |
|                              | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만          |  |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                       |  |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |  |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |  |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |  |

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 97.7% |
| 중립   | 2.3%  |
| 매도   | 0.0%  |

2019년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NHN 한국사이버결제 (060250) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견  | 적정주가<br>(원) | 담당자    | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------|-------------|--------|---------|--------|----------------|
|            |          |       |             |        | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2017.07.17 | 산업분석     | Buy   | 19,500      | 구성진    | -18.5   | 2.1    |                |
| 2017.08.16 | 산업브리프    | Buy   | 19,500      | 구성진    | -9.2    | 13.4   |                |
| 2018.06.15 |          | 1년 경과 |             |        | -25.1   | -4.2   |                |
| 2019.06.15 |          | 1년 경과 |             |        | 9.2     | 10.8   |                |
|            |          |       |             | 담당자 변경 |         | -      |                |
| 2019.07.01 | 기업브리프    | Buy   | 25,000      | 윤주호    | -       | -      |                |