

# NHN한국사이버결제 (060250)

스몰캡



안주원

02 3770 5587

joowon.ahn@yuantakorea.com

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 투자 의견       | <b>BUY (I)</b>     |
| 목표주가        | <b>72,000원 (I)</b> |
| 현재주가 (9/24) | <b>51,800원</b>     |
| 상승여력        | <b>39%</b>         |

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 시가총액        | 12,692억원             |
| 총발행주식수      | 24,502,769주          |
| 60일 평균 거래대금 | 57억원                 |
| 60일 평균 거래량  | 106,985주             |
| 52주 고       | 70,000원              |
| 52주 저       | 43,950원              |
| 외인지분율       | 33.07%               |
| 주요주주        | 엔에이치엔페이코 외 3인 41.59% |

|          |     |        |        |
|----------|-----|--------|--------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월    | 12개월   |
| 절대       | 4.6 | (11.8) | (12.3) |
| 상대       | 2.2 | (13.8) | (31.8) |
| 절대(달러환산) | 3.7 | (14.9) | (12.6) |

## 해외 가맹점과 O2O = 22년 매출 성장률 31%

### 투자 의견 'BUY', 목표주가 7.2만원 제시

NHN한국사이버결제에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 72,000원을 제시한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS에 Target PER 35배를 적용했다. 동사는 1) 국내 온라인 쇼핑 시장 확대에 따른 수혜를 지속 받고 있으며 2) 수익성이 높은 해외 거래처향 매출액 확대 및 신규 고객 증가가 이어지고 있고 3) 2022년 오프라인 매장 기반의 O2O 부문과 여행사 익스피디아 그룹향 매출 본격 발생 등 다양한 모멘텀을 확보하고 있다. 이처럼 포스트코로나에도 적합하고 독점적 지위를 가지며 오래 거래할 수 있는 해외 고객사들도 계속 유입되고 있는 만큼 고 밸류에이션 부여가 합당하다.

### 국내의 우호적인 영업환경과 양질의 해외 거래처 증가

국내 온라인 쇼핑 시장은 코로나 장기화로 비대면 소비가 늘어나면서 2021년에는 전년대비 19% 성장한 190조원 규모를 형성할 것으로 전망되고 있다. 특히 빠른 배송 시스템과 함께 품목들도 확대되고 있는 등 향후 온라인 쇼핑 시장은 지속 성장할 것으로 예상된다. 우호적인 국내 영업환경 조성과 함께 동사는 해외 거래처도 늘어나고 있다. 해외 고객사는 맞춤형 결제 시스템을 제공해야 하는 만큼 개발 기간만 1년 이상 걸리고 한번 마스터 PG 지위를 획득하게 되면 장기간 거래가 가능하다. 2021년 2분기에는 해외 고객사 거래대금이 처음으로 1조원을 상회했으며 향후 비중 확대가 예상되는 등 긍정적이다.

### 2022년 실적이 기대되는 이유

2022년은 실적은 매출액 9,857억원(+31.0%, YoY)과 영업이익 621억원(+37.3%, YoY)으로 더욱 좋을 전망이다. 그 이유는 1) 현재 코로나19 영향으로 비중이 낮은 여행사 익스피디아 그룹향 매출액이 백신 접종 확대 등 해외 여행이 많이 늘어나면서 좋아질 것으로 예상되고 2) 신규 고객사로 유입될 글로벌 OTT업체향 매출 발생 3) 오프라인 매장을 기반으로 하고 있는 O2O 사업 부문의 성과도 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 이처럼 외형 성장과 함께 수익성도 좋아질 것으로 보이는 만큼 투자 매력 높다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2018A | 2019A | 2020A | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 4,327 | 4,699 | 6,248 | 7,523 |
| 영업이익      | 218   | 321   | 398   | 452   |
| 지배순이익     | 170   | 245   | 300   | 344   |
| PER       | 18.8  | 16.0  | 38.6  | 36.9  |
| PBR       | 2.7   | 2.9   | 7.2   | 6.4   |
| EV/EBITDA | 6.8   | 5.8   | 21.0  | 20.3  |
| ROE       | 15.5  | 20.2  | 21.3  | 20.1  |

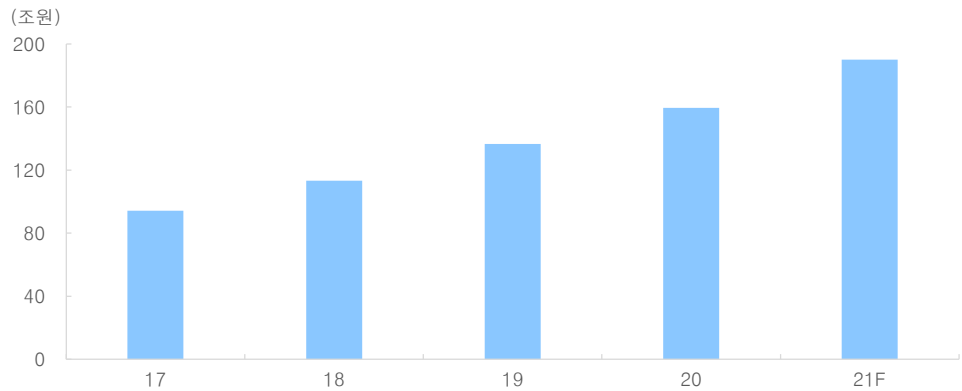
자료: 유안타증권

## 국내외 거래처 늘어나며 거래대금 꾸준히 증가

2021년 상반기 기준 NHN한국사이버결제 거래대금은 약 15조원이며 이 중 해외 고객사 거래대금은 2분기 처음으로 1조원을 넘어섰다. 1) 코로나19 이후 국내 온라인 쇼핑 시장 급성장으로 이커머스 등 기존 거래처 매출 증가, 2) 수익성 높은 양질의 해외 거래처 신규 발굴 등에 기인한 외형성장이 이어지고 있다.

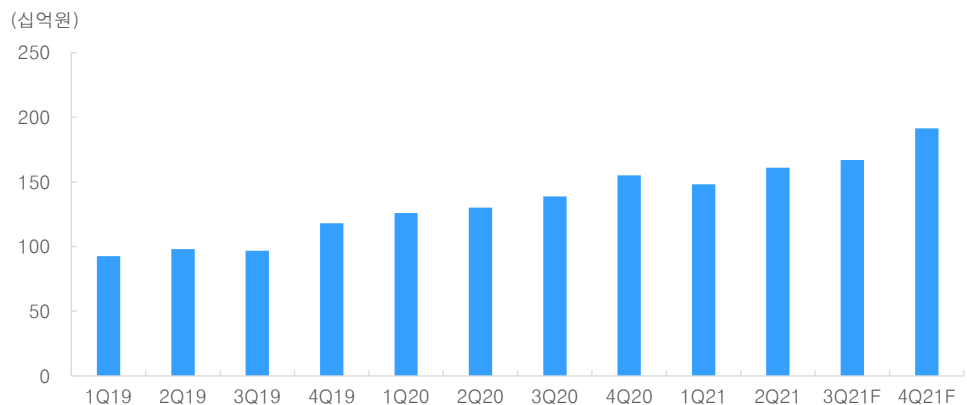
국내 온라인 쇼핑 시장은 코로나 장기화로 비대면 소비가 늘어나면서 2021년에는 전년대비 19% 성장한 190조원 규모를 형성할 것으로 전망되고 있다. 특히 로켓배송, 당일배송, 새벽배송 등 빠른 배송 시스템과 함께 품목들도 확대되고 있는 등 향후 온라인 쇼핑 시장은 지속 성장할 것으로 예상된다. 우호적인 국내 영업환경 조성과 함께 동사는 해외 거래처도 늘려나가고 있다. 해외 고객사는 맞춤형 결제 시스템을 제공해야 하는 만큼 개발 기간만 1년 이상 걸리고 한번 마스터 PG 지위를 획득하게 되면 장기간 거래가 가능하다. 따라서 독점적인 지위가 유지될 수 있어 수익성이 좋을 수 밖에 없다. 2021년 2분기 기준 동사의 해외 고객사 거래대금이 처음으로 1조원을 상회했으며 매출 비중도 올라가고 있는 등 해외 거래처 증가는 NHN한국사이버결제의 높은 밸류에이션을 뒷받침해주는 요인이다.

국내 온라인 쇼핑 시장 추이 및 전망



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

NHN 한국사이버결제 PG 부문 매출액 추이 및 전망



자료: NHN 한국사이버결제, 유안타증권 리서치센터

## 2022년 실적 매출액 9,857억원과 영업이익 621억원 전망

2021년 NHN한국사이버결제 실적은 매출액 7,523억원(+20.4%, YoY)과 영업이익 452억원(+13.7%, YoY)으로 전망한다. PG 매출액은 전년대비 19% 성장한 6,673억원으로 예상하며 VAN 부문은 전년대비 29% 성장한 700억원, O2O는 150억원 매출액을 올릴 것으로 예상된다. PG는 국내외 거래처 거래대금 증가에 따라 매출 확대가 이뤄질 것으로 보이며 VAN은 하반기 재난지원금 효과에 따른 오프라인 부문이 실적 개선을 주도할 것으로 판단한다.

2022년은 실적은 매출액 9,857억원(+31.0%, YoY)과 영업이익 621억원(+37.3%, YoY)으로 더욱 좋을 전망이다. 그 이유는 1) 현재 코로나19 영향으로 비중이 낮은 여행사 익스피디아그룹향 매출액이 백신 접종 확대, 워드코로나 등 해외 여행이 많이 늘어나면서 좋아질 것으로 예상되고 2) 신규 고객사로 유입될 글로벌 OTT업체향 매출 발생, 3) 오프라인 매장을 기반으로 하고 있는 O2O 사업 부문의 성과도 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 특히 O2O는 현재 페이코 오더를 주력으로 사업을 확장하고 있으며 1분기말 기준 가맹점은 7만개를 넘어서고 있다. 이처럼 기 확보되어 있는 오프라인 가맹점들을 통해 향후 거리두기 완화 시 수혜를 많이 볼 것으로 예상된다. 현재 주가는 2022년 예상 실적 기준으로 25배이며 내년에는 리오프닝 관련주로 주목받을 수 있을 것으로 전망되는 만큼 투자 적기라고 판단한다.

NHN 한국사이버결제 분기별 실적 추이 및 전망

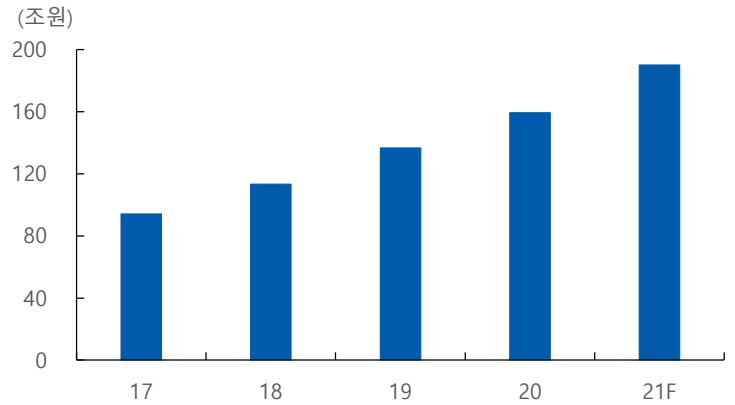
(단위: 십억원)

|                 | 20.1Q        | 20.2Q        | 20.3Q        | 20.4Q        | 21.1Q        | 21.2Q        | 21.3QE       | 21.4QE       | 2019         | 2020         | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>142.0</b> | <b>148.7</b> | <b>159.2</b> | <b>174.9</b> | <b>167.3</b> | <b>182.5</b> | <b>189.3</b> | <b>213.3</b> | <b>469.9</b> | <b>624.8</b> | <b>752.3</b> |
| 증가율             | 31.2%        | 30.4%        | 41.5%        | 29.4%        | 17.8%        | 22.7%        | 18.9%        | 21.9%        | 8.6%         | 33.0%        | 20.4%        |
| PG              | 125.9        | 130.0        | 138.9        | 155.1        | 148.1        | 161.0        | 166.9        | 191.3        | 405.3        | 549.9        | 667.3        |
| VAN             | 15.3         | 16.9         | 17.2         | 16.7         | 16.0         | 17.8         | 18.2         | 17.9         | 63.4         | 66.2         | 70.0         |
| O2O             | 0.8          | 1.8          | 3.2          | 3.0          | 3.2          | 3.7          | 4.2          | 4.0          | 1.2          | 8.8          | 15.0         |
| <b>영업이익</b>     | <b>8.0</b>   | <b>9.8</b>   | <b>11.2</b>  | <b>10.8</b>  | <b>9.1</b>   | <b>11.2</b>  | <b>11.8</b>  | <b>13.1</b>  | <b>32.1</b>  | <b>39.8</b>  | <b>45.2</b>  |
| 영업이익률           | 5.6%         | 6.6%         | 7.1%         | 6.2%         | 5.5%         | 6.2%         | 6.2%         | 6.2%         | 6.8%         | 6.4%         | 6.0%         |
| <b>지배주주 순이익</b> | <b>7.2</b>   | <b>6.7</b>   | <b>8.3</b>   | <b>7.8</b>   | <b>7.7</b>   | <b>8.8</b>   | <b>7.9</b>   | <b>10.1</b>  | <b>24.6</b>  | <b>30.0</b>  | <b>34.4</b>  |
| 순이익률            | 5.1%         | 4.5%         | 5.2%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.8%         | 4.2%         | 4.7%         | 5.2%         | 4.8%         | 4.6%         |

자료: NHN 한국사이버결제, 유안타증권 리서치센터

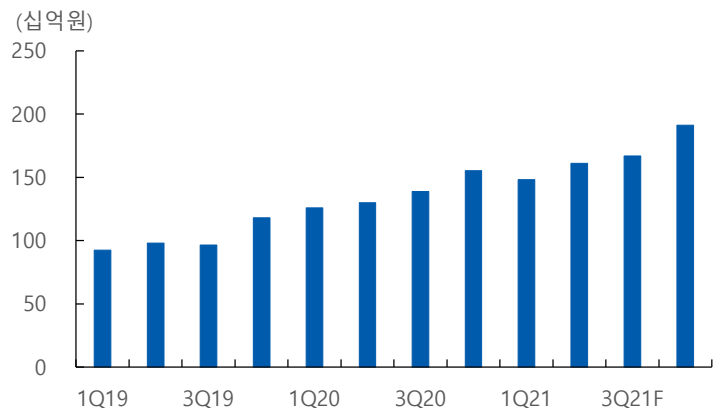
## Key Chart

### 국내 온라인 쇼핑 시장 추이



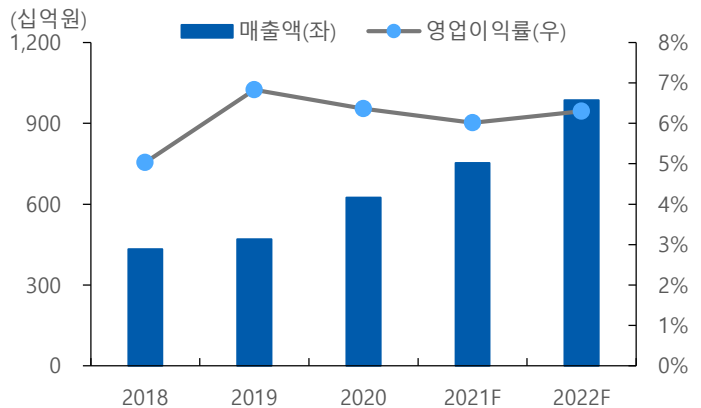
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

### NHN한국사이버결제 분기별 PG매출액 추이



자료: NHN 한국사이버결제, 유안타증권 리서치센터

### NHN한국사이버결제 매출액과 영업이익률



자료: NHN 한국사이버결제, 유안타증권 리서치센터

NHN 한국사이버결제 (060250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)       | 2018A | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| 매출액            | 4,327 | 4,699 | 6,248 | 7,523 | 9,857 |
| 매출원가           | 3,801 | 4,022 | 5,465 | 6,635 | 8,704 |
| 매출충이익          | 526   | 677   | 783   | 888   | 1,153 |
| 판매비            | 308   | 357   | 385   | 436   | 532   |
| 영업이익           | 218   | 321   | 398   | 452   | 621   |
| EBITDA         | 312   | 403   | 460   | 515   | 687   |
| 영업외손익          | -10   | 54    | -36   | 11    | 13    |
| 외환관련손익         | 37    | 33    | 13    | 30    | 30    |
| 이자손익           | 2     | 8     | 7     | 9     | 11    |
| 관계기업관련손익       | -5    | -4    | -3    | -3    | -3    |
| 기타             | -45   | 18    | -53   | -25   | -25   |
| 법인세비용차감전순이익    | 207   | 375   | 362   | 463   | 634   |
| 법인세비용          | 39    | 130   | 63    | 119   | 130   |
| 계속사업순이익        | 168   | 245   | 299   | 344   | 504   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | 168   | 245   | 299   | 344   | 504   |
| 지배지분순이익        | 170   | 245   | 300   | 344   | 504   |
| 포괄순이익          | 162   | 245   | 295   | 340   | 500   |
| 지배지분포괄이익       | 165   | 245   | 297   | 342   | 502   |

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

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2018A | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| 영업활동 현금흐름       | 280   | 732   | 593   | 636   | 789   |
| 당기순이익           | 168   | 245   | 299   | 344   | 504   |
| 감가상각비           | 81    | 69    | 52    | 53    | 55    |
| 외환손익            | 0     | -1    | 11    | -30   | -30   |
| 중속, 관계기업관련손익    | 5     | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 자산부채의 증감        | -33   | 296   | 198   | 179   | 168   |
| 기타현금흐름          | 60    | 118   | 30    | 88    | 88    |
| 투자활동 현금흐름       | -28   | -216  | -98   | -40   | -45   |
| 투자자산            | 17    | -160  | 21    | -29   | -29   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -55   | -78   | -31   | 0     | 0     |
| 유형자산 감소         | 2     | 68    | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 9     | -46   | -89   | -11   | -16   |
| 재무활동 현금흐름       | -54   | -135  | -32   | 7     | 0     |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채 및 장기차입금      | 1     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 8     | 0     |
| 현금배당            | 0     | -32   | -50   | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -55   | -102  | 18    | 0     | 0     |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 1     | -14   | -310  | -309  |
| 현금의 증감          | 198   | 382   | 448   | 294   | 434   |
| 기초 현금           | 690   | 888   | 1,269 | 1,718 | 2,012 |
| 기말 현금           | 888   | 1,269 | 1,718 | 2,012 | 2,446 |
| NOPLAT          | 218   | 321   | 398   | 452   | 621   |
| FCF             | 225   | 654   | 562   | 636   | 789   |

자료: 유안타증권

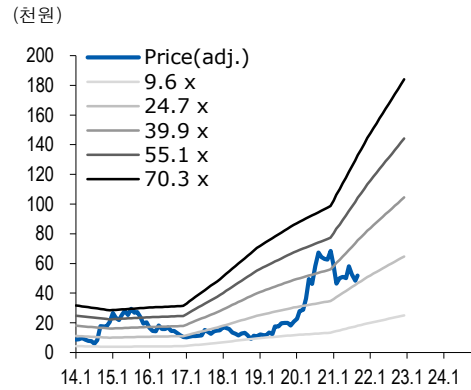
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 억원) |       |        |        |        |        |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)       | 2018A | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
| 유동자산           | 2,015 | 2,434  | 2,974  | 3,283  | 3,749  |
| 현금및현금성자산       | 888   | 1,269  | 1,718  | 2,012  | 2,446  |
| 매출채권 및 기타채권    | 250   | 237    | 308    | 317    | 343    |
| 재고자산           | 58    | 34     | 21     | 25     | 33     |
| 비유동자산          | 782   | 686    | 773    | 814    | 857    |
| 유형자산           | 540   | 293    | 276    | 288    | 298    |
| 관계기업 등 지분관련자산  | 7     | 17     | 43     | 72     | 101    |
| 기타투자자산         | 74    | 31     | 107    | 107    | 107    |
| 자산총계           | 2,797 | 3,119  | 3,747  | 4,097  | 4,607  |
| 유동부채           | 1,459 | 1,799  | 2,158  | 2,168  | 2,185  |
| 매입채무 및 기타채무    | 1,431 | 1,492  | 1,947  | 1,956  | 1,974  |
| 단기차입금          | 0     | 150    | 150    | 150    | 150    |
| 유동성장기부채        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동부채          | 179   | 47     | 47     | 47     | 47     |
| 장기차입금          | 150   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 사채             | 1     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 부채총계           | 1,638 | 1,846  | 2,206  | 2,215  | 2,232  |
| 지배지분           | 1,159 | 1,272  | 1,540  | 1,881  | 2,373  |
| 자본금            | 110   | 115    | 115    | 123    | 123    |
| 자본잉여금          | 460   | 458    | 458    | 458    | 458    |
| 이익잉여금          | 739   | 946    | 1,192  | 1,528  | 2,025  |
| 비지배지분          | 0     | 2      | 1      | 1      | 1      |
| 자본총계           | 1,159 | 1,274  | 1,541  | 1,881  | 2,374  |
| 순차입금           | -960  | -1,562 | -1,939 | -2,233 | -2,667 |
| 총차입금           | 151   | 150    | 150    | 150    | 150    |

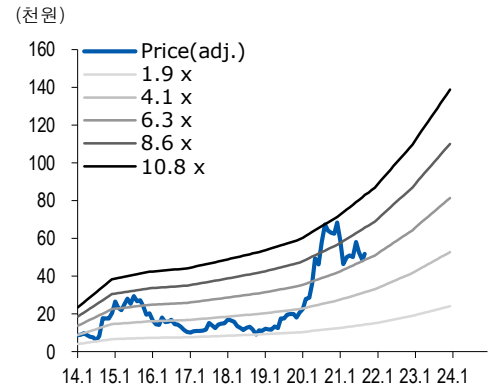
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)                   | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
| EPS                        | 704    | 1,002  | 1,225  | 1,403  | 2,056  |
| BPS                        | 4,918  | 5,498  | 6,600  | 8,034  | 10,138 |
| EBITDAPS                   | 1,440  | 1,754  | 2,002  | 2,101  | 2,803  |
| SPS                        | 17,865 | 19,177 | 25,501 | 30,703 | 40,228 |
| DPS                        | 134    | 216    | 0      | 0      | 0      |
| PER                        | 18.8   | 16.0   | 38.6   | 36.9   | 25.2   |
| PBR                        | 2.7    | 2.9    | 7.2    | 6.4    | 5.1    |
| EV/EBITDA                  | 6.8    | 5.8    | 21.0   | 20.3   | 14.6   |
| PSR                        | 0.7    | 0.8    | 1.9    | 1.7    | 1.3    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |        |        |        |        |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2018A | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
| 매출액 증가율 (%)     | 22.9  | 8.6    | 33.0   | 20.4   | 31.0   |
| 영업이익 증가율 (%)    | 21.4  | 47.4   | 23.9   | 13.7   | 37.3   |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 58.6  | 44.0   | 22.3   | 14.5   | 46.5   |
| 매출총이익률 (%)      | 12.1  | 14.4   | 12.5   | 11.8   | 11.7   |
| 영업이익률 (%)       | 5.0   | 6.8    | 6.4    | 6.0    | 6.3    |
| 지배순이익률 (%)      | 3.9   | 5.2    | 4.8    | 4.6    | 5.1    |
| EBITDA 마진 (%)   | 7.2   | 8.6    | 7.4    | 6.8    | 7.0    |
| ROIC            | 204.2 | -89.0  | -49.4  | -44.2  | -67.1  |
| ROA             | 6.8   | 8.3    | 8.7    | 8.8    | 11.6   |
| ROE             | 15.5  | 20.2   | 21.3   | 20.1   | 23.7   |
| 부채비율 (%)        | 141.3 | 144.9  | 143.1  | 117.7  | 94.0   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -82.9 | -122.9 | -125.9 | -118.7 | -112.4 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 59.5  | 87.1   | 139.2  | 158.3  | 217.4  |

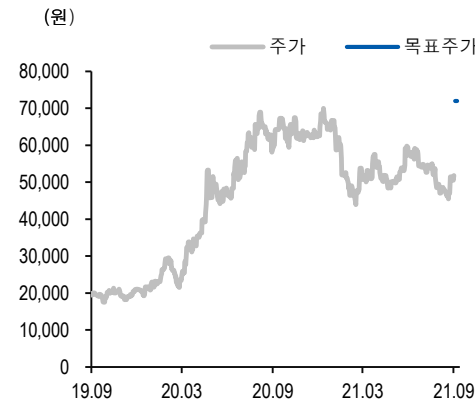
P/E band chart



P/B band chart



NHN 한국사이버결제 (060250) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견             | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------------------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |                   |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2021-09-27 | BUY               | 72,000  | 1년        |         |              |
| 2020-04-04 | 담당자변경<br>1년 경과 이후 |         | 1년        |         | -            |
| 2019-04-04 | Not Rated         | -       | 1년        |         | -            |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0.0        |
| Buy(매수)        | 91.3       |
| Hold(중립)       | 8.7        |
| Sell(비중 축소)    | 0.0        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2021-09-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 안주원)
- 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 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.