나스미디어 (089600)

연말을 기대해보자

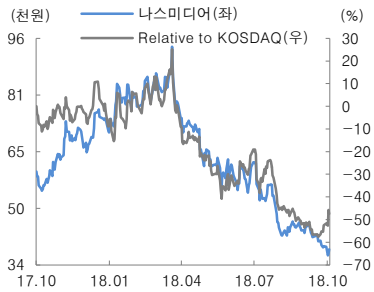
김수민 soomin.kim@daishin.com
김회재 hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	60,000 하향
현재주가 (18.10.12)	38,250 미디어업종

4차 산업혁명/안전등급	Sky Blue

KOSDAQ	731.5
시가총액	335십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	93,700원 / 36,600원
120일 평균거래대금	20억원
외국인지분율	15.40%
주요주주	케이티 외 4 인 59.87% 국민연금 12.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	-38.2	-45.5	-34.2
상대수익률	-2.2	-30.8	-34.3	-40.0



투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 60,000원으로 -16% 하향

- 목표주가 60천원은 12M Forward EPS 2,814원에 Target PER 21배 적용
- 목표주가 하향은, 1) 하반기 실적 추정 변경으로 EPS -15% 조정했고, 2) 실적 부진이 길어지며 연간 역성장(18E OP -16%) 전망되는 상황에서 과거와 동일한 밸류에이션 적용은 부담인 것이 사실. 과거 5개년 평균 PER 대비 15% 할인된 Target PER 21배 적용
- 투자의견 매수(Buy) 유지. 4Q18E 성수기 진입 과정에서, 주요 게임사 신작 출시에 따른 모바일플랫폼(Nswitch, CPI) 취급고 성장 재개와 국내 광고주의 중국향 마케팅 물량 신규 반영 등에 따른 온라인광고(비중 68%) 매출 턴어라운드(+11% yoy)에 대한 기대감 여전히 유효한 상황에서, 현 주가(19E PER 13배)는 낮아진 눈높이 충분히 반영했다고 판단

3Q18E Preview: 연결 매출 254억원(-14% yoy), OP 62억원(-19% yoy)

- 3Q18E 본사 매출 170억원(-18% yoy), 영업이익 42억원(-24% yoy) 전망
- 온라인광고 매출 122억원(-16% yoy) 전망. 추석 시점의 차이에 따른 역기저 높은 상황에서(3Q17 145억원(+44% yoy) > 4Q17 136억원(+7% yoy)), 동영상 포함 디스플레이광고(DA) 양호한 취급고 성장(+8% yoy)에도 불구, 모바일플랫폼(Nswitch, CPI) 역성장에 따른 매출전환률 하락(-3%p) 영향. 플랫폼 취급고 5% 미만이나, 매출 비중 25% 이상 추정. 특히 주요 광고주 게임사 신작 출시 지연으로 부진 지속. 다만 성수기(4Q) 진입과 함께 게임 마케팅 재개 및 중국향 물량(텐센트 등) 신규 반영 등 감안시 성장 재개(+11% yoy) 전망
- 디지털옥외 매출 42억원(-8% yoy) 전망. 해당 사업부 매출 약 80% 차지하는 지하철 주요 광고 종료 영향이나, 성수기 회복 조심스럽게 기대. 디지털방송(IPTV) 부진은 우려 사항. 매출 6억원(-60% yoy) 전망. 지난 4Q17 지상파 파업에 기인한 역대 최대 실적(34억원, +172% yoy) 이후 높아진 눈높이가 부담. 특히 렙사가 영업 변동성을 부담하는 고정비 성격의 계약 구조로 취급고의 증가가 매출로 연결되지 못하는 상황. 4Q18E 이후 구조적 변화 기대
- 플레이디 매출 20억원(-8% yoy) 전망. 디스플레이광고(DA) 두 자릿수 성장 지속하나, 검색광고(SA) 경쟁 심화에 따른 수수료율 하락(-1%p), 인력 확대에 따른 비용 증대 영향
- 최근 주요 종합광고대행사의 애드테크 시스템 일부 내재화 추진 과정에서 렙사의 성장성에 대한 우려 제기될 수 있으나, 국내 폐쇄적 미디어 환경(NAVER vs. Google), 프로그래매틱바잉 규모(5% 미만), 동사의 상위 대행사들 비중(약 25%) 등 감안시 영향은 제한적. 업계 1위 사업자로써(M/S 22%) 시장 성장(+10% yoy)의 구조적 수혜 향유할 것이라는 방향성 또한 여전히 명확함. 4Q18 온라인부문 취급고 성장 재개라는 기존 전망 유지

(단위: 십억원, %)

구분	3Q17	2Q18	3Q18(F)					4Q18		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	30	27	34	25	-14.2	-4.7	31	30	-2.6	18.7
영업이익	8	6	10	6	-19.5	-1.3	8	9	-8.1	47.6
순이익	5	5	7	4	-18.8	-8.1	6	7	-5.0	51.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	70	120	109	127	140
영업이익	15	34	29	35	40
세전순이익	16	35	30	36	41
지배지분순이익	12	25	21	26	29
EPS	1,413	2,805	2,442	2,932	3,351
PER	28.0	26.6	15.7	13.0	11.4
BPS	11,207	13,659	15,411	17,694	20,345
PBR	3.5	5.5	2.5	2.2	1.9
ROE	14.1	22.6	16.8	17.7	17.6

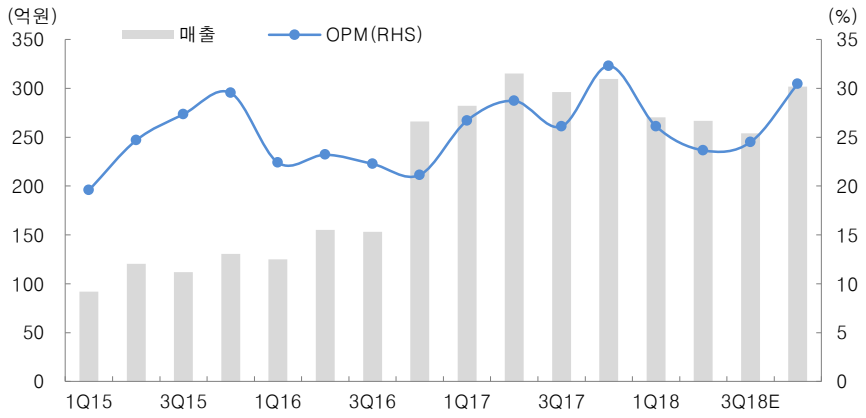
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	126	140	109	127	-13.0	-9.5
판매비와 관리비	91	100	80	92	-11.6	-8.5
영업이익	34	40	29	35	-16.5	-12.0
영업이익률	27.5	28.5	26.3	27.7	-1.1	-0.8
영업외손익	1	1	1	1	0.0	0.0
세전순이익	35	41	30	36	-16.1	-11.8
지배지분순이익	25	28	21	26	-14.5	-9.9
순이익률	19.9	20.3	19.6	20.3	-0.3	-0.1
EPS(지배지분순이익)	2,856	3,255	2,442	2,932	-14.5	-9.9

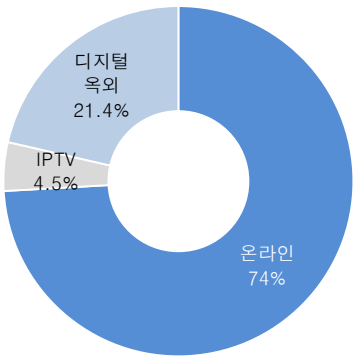
자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 나스미디어 분기별 매출 및 영업이익 추이



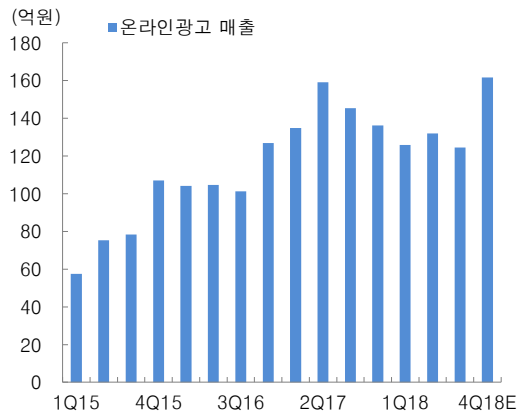
주: 연결 기준(나스미디어+PLAYD)
자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 나스미디어: 부문별 매출 현황(2Q18)



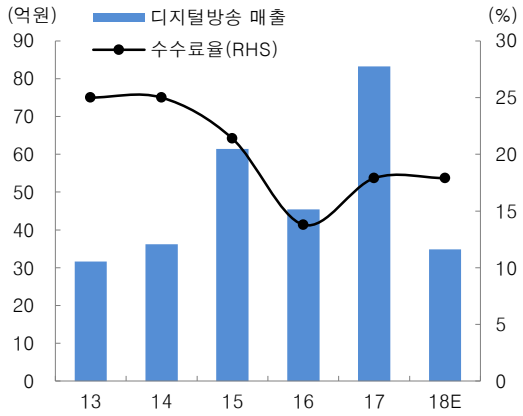
주: 나스미디어 별도 기준
자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 나스미디어: 온라인광고 매출 추이(Q)



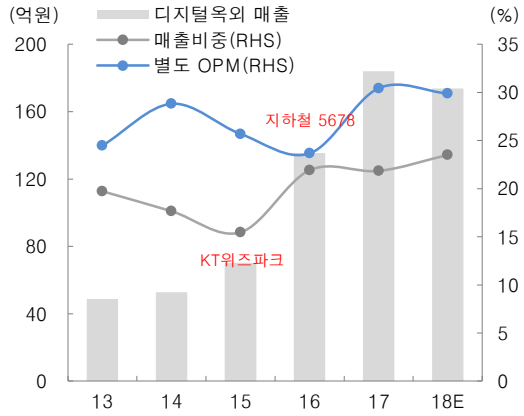
주: 나스미디어 별도 기준
자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 나스미디어: 디지털방송(IPTV) 매출 추이



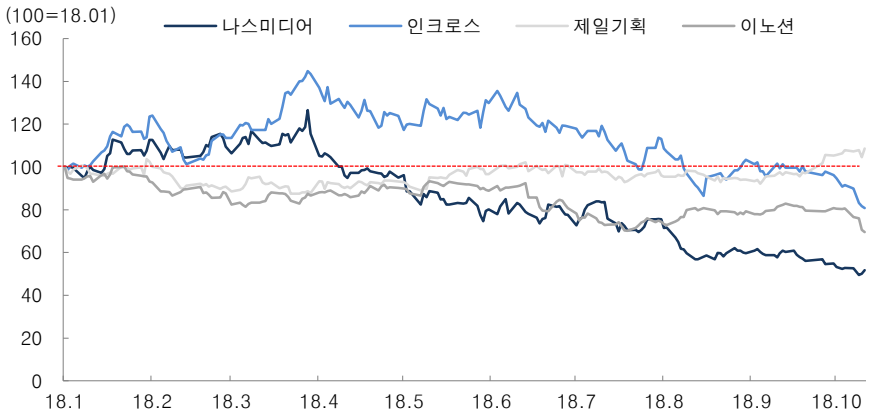
자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 나스미디어: 디지털사이니지 매출 추이



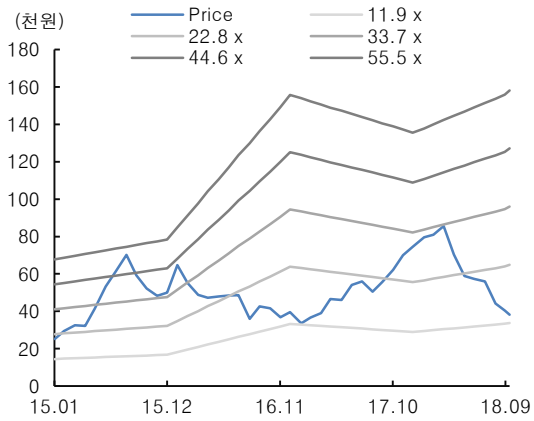
자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 주요 광고회사 주가 추이(100=18.01)



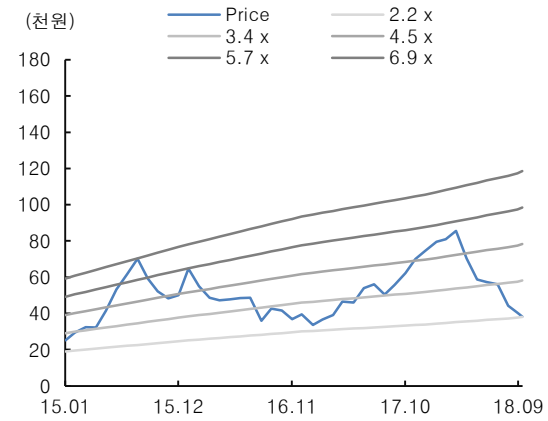
자료: Dataguide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 나스미디어 12M Forward PER Band



자료: Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 나스미디어 12M Forward PBR Band



자료: Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

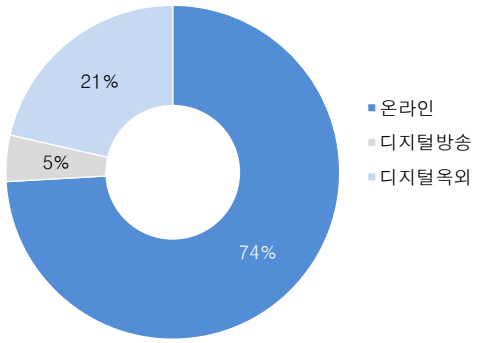
– 17A 연결 매출 1,203억원, 영업이익 343억원, 당기순이익 267억원
– 17A 별도 매출 843억원, 영업이익 257억원, 당기순이익 202억원
– 사업부문별 매출 비중(17A)
: 온라인 68%, 디지털방송(IPTV) 10%, 디지털옥외 22%
– 주요 주주 현황(2Q18)
: KT 42.75%, 정기호 17.12%, 기타 39.79%

주가 변동요인 및 코멘트

– 최근 주가는 부진한 실적 반영되며 연초 대비 –47% 하락
– 산업의 방향성은 여전히 명확. 4Q18E 이후 주요 사업부 성장 재개 확인되는 시점, 현 주가(19E PER 13배)에서 점진적 접근

자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy본부

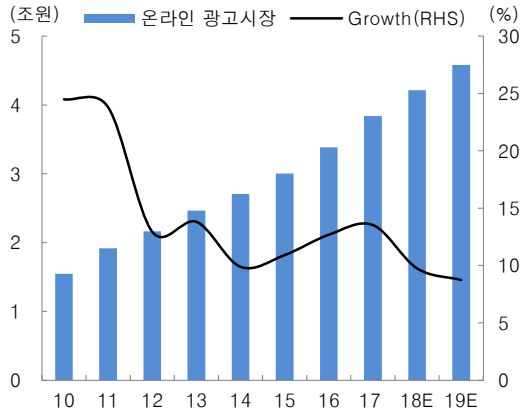
나스미디어 부문별 매출(2Q18)



자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy본부

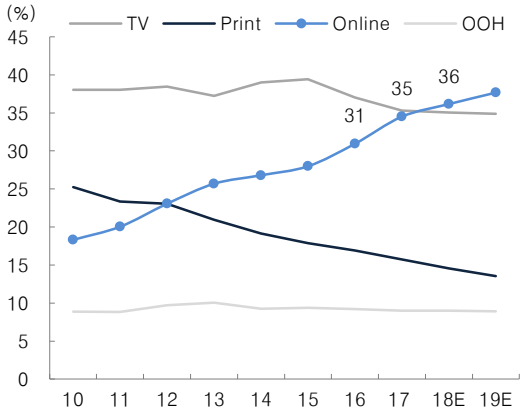
2. Earnings Driver

그림 1. 국내 온라인 광고시장 규모



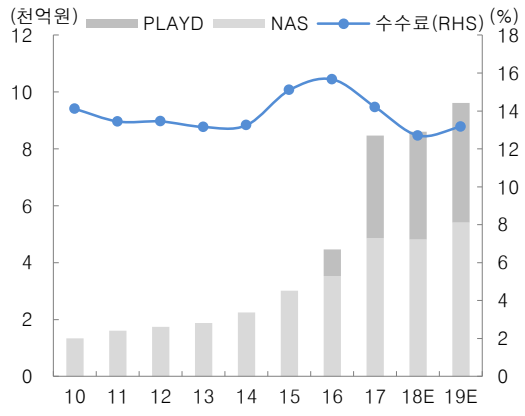
자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 국내 광고시장 부문별 비중 추이



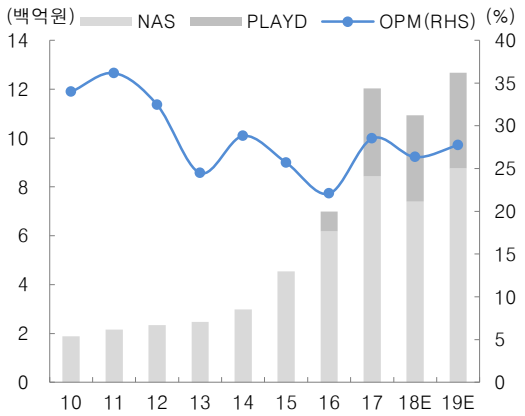
자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 나스미디어: 취급고 및 수수료율 추이



자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 나스미디어: 연간 매출 및 영업이익률 추이



자료: 나스미디어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델) (단위: 십억원 ,원, %)

		2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I	순이익(지배지분)(주2)	21	26	29	33	37	41	47	52	58	64
II	자기자본(지배지분)(주2)	135	155	178	178	204	233	265	302	343	387
	추정ROE	16.8	17.7	17.6	18.4	18.1	17.7	17.6	17.3	16.9	16.5
III	필요수익률(주3)	5.6									
	무위험이자율(주4)	2.1									
	시장위험프리미엄(주5)	5.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	11.2	12.1	12.0	12.8	12.5	12.1	12.0	11.7	11.3	10.9
V	필요수익	7	8	9	10	10	11	13	15	17	19
VI	잔여이익(I - V)	15	18	21	23	27	30	34	37	41	45
	현가계수	0.92	0.87	0.82	0.78	0.74	0.70	0.66	0.63	0.59	0.56
	잔여이익의 현가	13	16	17	18	20	21	22	23	24	25
VII	잔여이익의 합계	199									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	290									
	영구성장률(g)(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	120									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	609									
	총주식수(천주)	8,755									
XI	**적정주당가치(원)**	**69,526**									
	현재가치(원)	38,250									
	Potential (%)	81.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가
주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영
주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄
주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영
주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영
주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	70	120	109	127	140
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	70	120	109	127	140
판매비와관리비	55	86	80	92	100
영업이익	15	34	29	35	40
영업이익률	22.1	28.5	26.3	27.7	28.9
EBITDA	17	37	31	38	43
영업외손익	0	1	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	16	35	30	36	41
법인세비용	-4	-8	-7	-8	-9
계속사업순손익	12	27	23	28	32
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	27	23	28	32
당기순이익률	17.1	22.2	21.3	21.9	22.8
비지배지분순이익	0	2	2	2	3
지배지분순이익	12	25	21	26	29
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	10	27	23	28	32
비지배지분포괄이익	0	2	2	2	3
지배지분포괄이익	10	25	21	26	29

재무상태표 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	188	241	250	286	319
현금및현금성자산	28	17	30	59	88
매출채권 및 기타채권	156	199	195	201	205
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	25	25	25	25
비유동자산	76	75	72	70	69
유형자산	12	12	12	11	11
관계기업투자금	0	0	0	1	1
기타비유동자산	64	63	60	58	57
자산총계	264	316	322	356	387
유동부채	141	172	162	174	180
매입채무 및 기타채무	136	162	149	161	168
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	3	3	3
기타유동부채	5	10	10	10	10
비유동부채	19	17	17	17	17
차입금	6	3	3	3	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	14	14	14	14
부채총계	160	188	178	190	197
지배지분	98	120	135	155	178
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	43	43	43	43	43
이익잉여금	50	72	87	107	130
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	6	8	9	11	12
자본총계	104	128	144	166	190
순차입금	-25	-36	-47	-75	-104

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,413	2,805	2,442	2,932	3,351
PER	28.0	26.6	15.7	13.0	11.4
BPS	11,207	13,659	15,411	17,694	20,345
PBR	3.5	5.5	2.5	2.2	1.9
EBITDAPS	2,014	4,264	3,590	4,295	4,877
EV/EBITDA	19.4	16.7	9.5	7.2	5.7
SPS	8,365	13,738	12,480	14,475	16,002
PSR	4.7	5.4	3.1	2.6	2.4
CFPS	2,327	4,668	4,036	4,716	5,298
DPS	390	690	650	700	800

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	17	15	16	36	36
당기순이익	12	27	23	28	32
비현금항목의 가감	7	14	12	13	14
감가상각비	1	3	3	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	11	10	11	12
자산부채의 증감	1	-22	-13	3	-1
기타현금흐름	-3	-5	-6	-8	-9
투자활동 현금흐름	3	-19	0	0	0
투자자산	-10	0	0	0	0
유형자산	0	-1	-1	-1	-1
기타	13	-18	0	0	0
재무활동 현금흐름	-6	-6	-3	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-3	-3	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-6	-6	-6
기타	0	0	3	0	0
현금의 증감	14	-10	12	30	29
기초 현금	13	28	17	30	59
기말 현금	28	17	30	59	88
NOPLAT	12	26	22	27	31
FCF	12	28	24	29	33

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	53.8	72.0	-9.2	16.0	10.5
영업이익 증가율	32.0	122.2	-16.1	22.2	15.0
순이익 증가율	20.7	122.8	-13.0	19.8	14.7
수익성					
ROIC	-34.0	-62.5	-50.0	-60.1	-61.1
ROA	7.6	11.8	9.0	10.4	10.9
ROE	14.1	22.6	16.8	17.7	17.6
안정성					
부채비율	152.7	147.3	123.5	115.0	103.5
순차입금비율	-24.4	-28.0	-31.2	-45.2	-54.5
이자보상배율	171.6	147.4	61.8	75.5	86.9

자료: 나스미디어, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

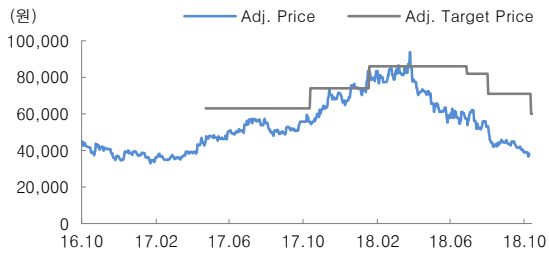
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김수민)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

나스미디어(089600) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	18.10.15	18.08.05	18.07.01	18.01.21	17.10.16	17.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	71,000	82,000	86,000	74,000	63,000
괴리율(평균,%)		(39.33)	(31.92)	(15.62)	(8.51)	(18.25)
괴리율(최대/최소,%)		(30.21)	(24.27)	8.95	12.84	(5.56)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181012)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.2%	15.2%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상