

2020. 8. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **강다예**
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (8.7) 82,300 원

상승여력 33.7%

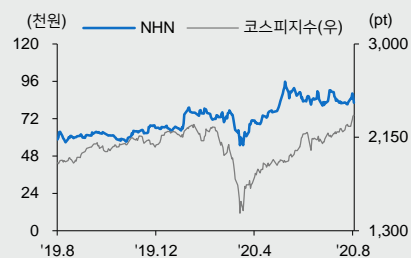
KOSPI	2,351.67pt
시가총액	16,102억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.86%
외국인비중	11.39%
52주 최고/최저가	95,900원/54,900원
평균거래대금	136.7억원

주요주주(%)

이준호 외 18 인	47.66
국민연금공단	10.27
한국투자신탁운용	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	8.7	36.7
상대주가	-12.8	2.3	11.0

주가그래프



NHN 181710

결국 핵심 밸류는 '페이코'

- ✓ 2Q20 실적, 웹보드의 선전에도 다른 사업부의 코로나 부진으로 예상치 하회
- ✓ 웹보드 매출액은 40% YoY 성장하며 4월 규제완화에 따른 객단가 상승
- ✓ 페이코 거래액은 1.7조원으로 전분기와 유사, 페이코 오더 결제는 2.5배 QoQ 증가
- ✓ 중국과 미국의 커머스 사업은 회복세, 티켓링크/여행박사는 코로나19로 부진
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 11만원 유지, 게임사업부 1.5조원과 페이코 0.5조원의 가치 합산으로 산출, 웹보드 주도의 게임사업 회복과 페이코의 마이데이터 비즈니스 기대

2Q20 실적, 예상치 하회

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,051억원(+10.6% YoY), 264억원(+4.0% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 4,031억원, 영업이익 294억원) 대비 소폭 하회하였다. 웹보드 게임 매출액은 4월 규제완화 효과로 40% YoY 증가하였으나 다른 사업부는 코로나로 부진하였다. 웹보드는 모바일 경쟁력 강화를 위한 콘텐츠 업데이트 및 프로모션 진행된다. '디즈니 쓰무쓰무' 등의 일본 캐주얼 게임은 COVID19로 외부 IP와의 콜라보레이션이 취소되며 부진했다. 2Q 페이코 거래액은 1.7조원(+26% YoY)으로 오프라인 거래액이 전년동기대비 3배 증가하며 전체 결제액 대비 12% 비중으로 확대되었다. 커머스의 경우 NHN글로벌은 미국 락다운 해제 후 회복세, Accommate는 618절 효과로 양호했다. 기술 매출액은 제품고도화, 클라우드 사업, 계절적 성수기 효과 있었다. 영업이익률은 6.5%로 0.6%p QoQ 소폭 하락하였는데 광고선전비가 21% QoQ 증가한데 기인하며 모바일 웹보드 등 게임 및 커머스 관련 마케팅이 증가했다.

NHN의 핵심 밸류는 '페이코'

페이코 경쟁력은 꾸준히 강화되고 있다. 2분기 페이코 결제액은 전분기와 유사한 1.7조원 수준이었으나 오프라인 비중은 증가했고 페이코 영업손익은 5억원으로 흑자 전환에 성공하였다. 페이코의 쿠폰 비즈니스 활성화와 페이코 오더의 성장 등에 기인한다. 페이코 오더는 가맹점 2.7만개를 확보하며 주문액은 150% QoQ 증가, 최근 경기도 공공배달 사업의 결제사업자로 선정되며 외부 서비스로의 확장 지속된다. 연내 금융위원회의 마이데이터 사업자 선정될 경우 경쟁사 대비 기업가치 재평가 폭은 가장 클 수 있다고 판단된다.

투자의견 Buy, 적정주가 11만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,264.6	68.6	89.4	4,567	1,099.1	80,873	12.5	0.7	8.4	5.8	37.1
2019	1,488.6	86.7	12.3	631	-77.9	80,696	105.9	0.8	6.6	0.8	36.7
2020E	1,667.1	114.1	67.0	3,423	233.8	84,230	24.0	1.0	8.0	4.2	38.8
2021E	1,856.5	138.9	107.9	5,517	52.6	89,166	14.9	0.9	7.3	6.4	40.2
2022E	2,045.2	174.2	131.8	6,735	20.2	95,132	12.2	0.9	6.1	7.3	41.3

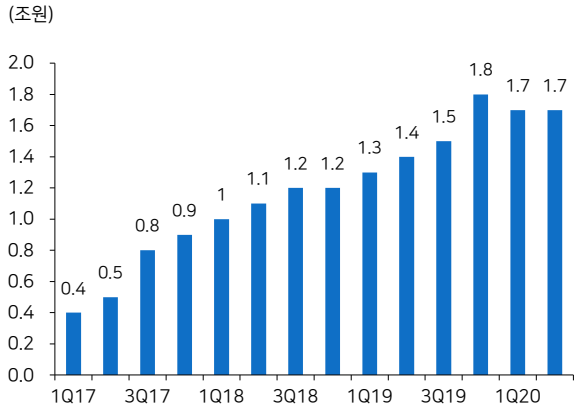
(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	405.1	366.2	10.6%	394.6	2.7%	403.1	0.5%	398.1	1.8%
게임	105.5	105.0	0.5%	104.7	0.7%	-	-	104.3	1.1%
결제&광고	156.9	131.5	19.3%	151.3	3.7%	-	-	160.4	-2.2%
콘텐츠	39.6	48.9	-18.9%	39.4	0.5%	-	-	37.5	5.7%
커머스	66.8	49.1	36.1%	63.7	4.8%	-	-	60.5	10.4%
기술	39.6	30.0	32.3%	36.6	8.4%	-	-	34.2	15.9%
기타	2.1	9.9	-79.1%	4.9	-58.1%	-	-	6.2	-66.8%
영업이익	26.4	25.4	4.0%	28.3	-6.5%	29.4	-10.0%	29.5	-10.3%
세전이익	33.6	27.6	21.7%	31.1	8.4%	-	-	32.3	4.2%
지배순이익	16.4	9.8	66.5%	14.1	16.3%	19.5	-15.9%	16.3	0.6%
영업이익률(%)	6.5%	6.9%	-0.4%p	7.2%	-0.6%p	7.3%	-0.8%p	7.4%	-0.9%p
순이익률(%)	4.0%	2.7%	1.4%p	3.6%	0.5%p	4.8%	-0.8%p	4.1%	0.0%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	370.6	366.2	351.7	400.1	394.6	405.1	417.3	450.1	1,488.6	1,667.1	1,856.5
게임	114.0	105.0	98.8	99.9	104.7	105.5	111.6	120.5	417.7	442.2	509.0
결제&광고	124.0	131.5	122.5	140.5	151.3	156.9	169.5	180.2	518.4	657.9	796.5
콘텐츠	49.6	48.9	44.5	44.8	39.4	39.6	40.8	41.2	187.8	161.1	173.2
커머스	50.8	49.1	52.2	70.8	63.7	66.8	63.2	71.2	222.8	264.9	229.9
기술	25.3	30.0	31.9	43.0	36.6	39.6	35.5	40.2	130.2	151.8	160.0
기타	13.8	9.9	8.6	6.4	4.9	2.1	2.1	2.2	38.6	11.3	9.4
영업비용	348.9	340.8	329.7	382.6	366.3	378.7	389.4	418.7	1,401.9	1,553.0	1,717.6
인건비	92.7	87.8	83.9	90.1	85.2	86.5	87.2	93.5	354.6	352.3	370.8
지급수수료	202.8	198.3	190.7	235.8	231.5	241.5	250.4	267.8	827.6	991.2	1,104.4
광고선전비	12.1	14.7	16.7	18.9	15.0	18.2	18.5	20.2	62.4	71.9	87.5
감가상각비	18.0	18.3	18.2	15.5	16.5	16.5	17.0	17.5	70.1	67.5	74.1
통신비	6.7	6.9	6.8	6.3	6.5	6.4	6.5	7.2	26.8	26.6	27.9
기타	16.5	14.7	13.4	15.9	11.6	9.6	9.9	12.5	60.5	43.5	53.1
영업이익	21.7	25.4	22.0	17.5	28.3	26.4	27.9	31.5	86.7	114.1	138.9
세전이익	28.6	27.6	43.2	-33.9	31.1	33.6	35.2	38.9	65.5	138.8	181.5
지배순이익	7.3	9.8	26.0	-30.8	14.1	16.4	17.2	19.2	12.3	67.0	107.9

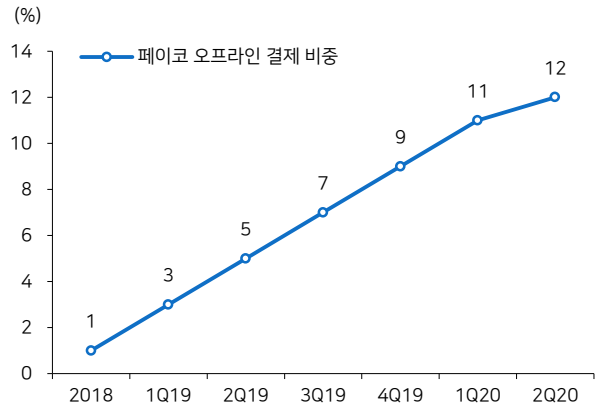
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q20 페이코 거래액 1.7조원



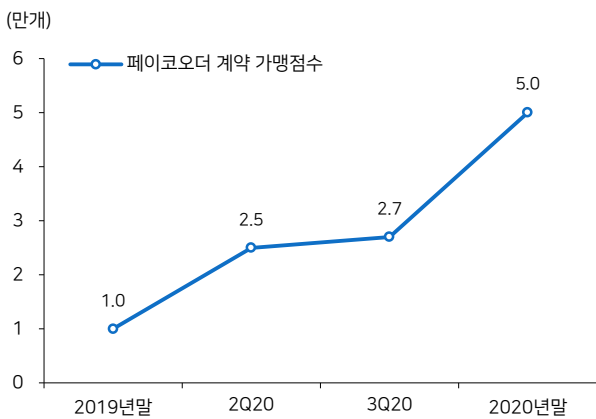
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림2 페이코 오프라인 비중 12%



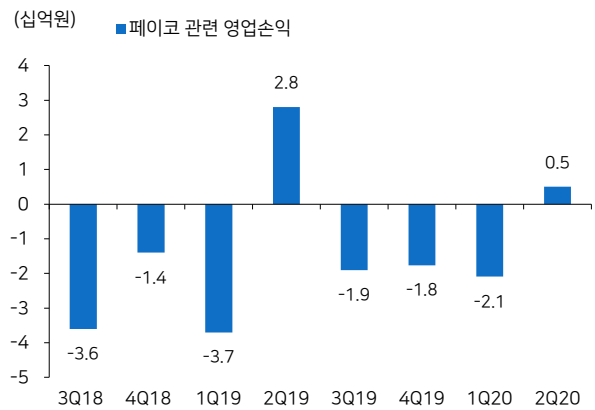
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림3 페이코오더 계약 가맹점수 - 연내 5만개 목표



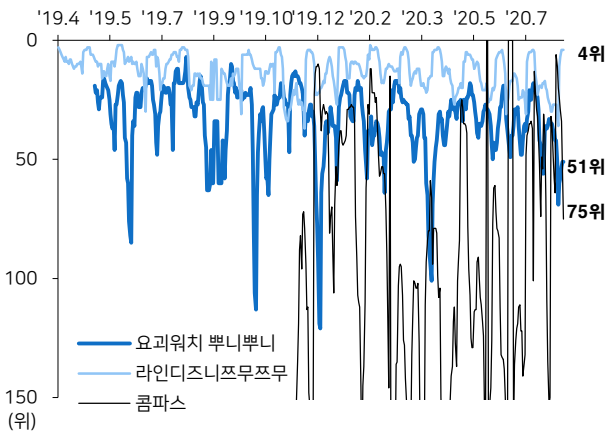
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림4 페이코 관련 영업손익 - 흑자전환



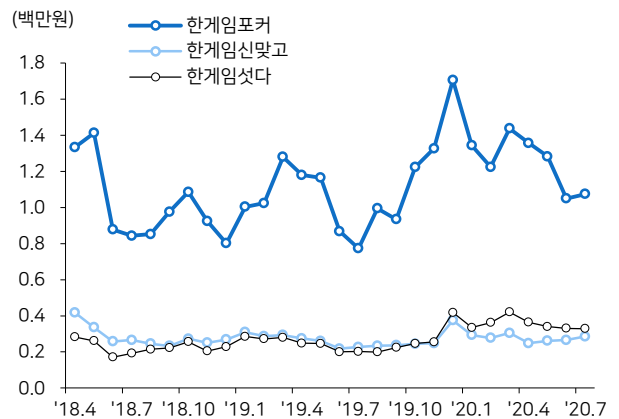
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 주요 게임 매출 순위



주: 2020.8.6 구글플레이 기준
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한게임 포커, 셋다, 신맞고(모바일, 구글) 매출 추이



주: 2020.7월 구글플레이 기준
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN 컨퍼런스콜 Q&A

Q 웹보드 매출의 전년대비 성장 추이 좋는데 하반기 매출 트렌드 예상, 향후 전략?

A ■ 비수기임에도 2분기 실적 좋았던 이유는 로열티 유저들의 집중적인 플레이. 그룹에도 PC보다 모바일 신규 유저 확보 위한 마케팅 강화. 하반기에는 신규 모바일 빌드 준비하고 있음. 다양한 웹보드 게임 환경 조성하기 위한 전략 구축 중

Q 3분기 일본 모바일게임의 매출 트렌드 예상?

A ■ 일본 모바일게임들은 라이프 사이클 오래된 게임임. 기존 유저들에게 새로운 재미 주기 위해선 외부 IP와의 콜라보레이션이 중요한 이벤트, 상반기에는 코로나로 인해서 이벤트 취소될 수 밖에 없는 상황. 재택근무하는 일본 오피스 상황에도 불구하고 4/4분기 신규 기대작 출시를 준비하고 있으며 충분한 성과 나올 것

Q 배달 시장 성장성 부각되며 신규사업자 중심으로 낮은 수수료율 기반한 침투 전략, 페이코의 배달과 수수료 관련 정책?

A ■ 페이코 오더 픽업 서비스에 중점적으로 가맹점 확대하는 전략. 이후 자연스럽게 배달까지 포함하는 서비스되려는 전략. 배달 시장은 합리적인 구조로 진입할 것으로 기대. 서울시/경기도에 공공배달앱 사업에도 참여해서 합리적인 구조와 수수료로 시장에 간접 진입한다는 전략

■ KCP가 1st 솔루션과 벤 솔루션 다 보유하고 있어서 배달시장의 핵심인 백엔드 시스템을 충분히 갖추고 있어서 가맹점 확보하고 서비스 시행하는데 선순환 연결고리 가지고 있음

Q 코로나19 이후 게임시장의 성장성 부각, 게임사업 운영 전략 변화?

A ■ 코로나로 인해서 액션이나 MMO 시장은 큰 확장 있었으나 캐주얼 시장은 상대적으로 큰 확장 보여주지 못했음. 따라서 승부 예측과 같은 스포츠게임에 대한 티켓 판매 등이 페이코에 영향 주었듯이 보다 캐주얼하게 게임 즐길 수 있는 스포츠 승부 예측이나 '크리티컬 오프스', 배틀로얄 등의 신작 출시 관련된 코어 게임 포트폴리오 구축하려고 하고 있음

Q 웹보드게임 매출의 PC와 모바일 성장률 breakdown?

A ■ PC와 모바일의 성장률의 차이 크지 않음. 다만 절대 규모가 PC가 커서 증가량이 모바일보다 큼. 다만 PC 플랫폼의 성장 가능성 대비 모바일 우위 강화하기 위해서 하반기에는 모바일 성장에 큰 노력 기울일 예정

Q '용비불패M'에 대한 기대치, 디즈니즈무즈무 스타디움 준비 현황과 전망?

A ■ '용비불패M'은 무협기반의 유명 IP고 현재 클로즈베타 테스트를 통해서 좋은 수치 확보하였음. 다만 타겟 유저층이 레트로 감성의 고연령층이라서 대중적인 확

보보다는 특정 IP 추억 갖고 있는 로열티 있는 이용자들에게 어필 목표. 삼국지와 무협지 장르에서 No.1 목표로 준비하고 있음

- '디즈니 썬즈 스튜디오'는 기존 '썬즈'와 플레이 룰은 똑같으나 룰에 기반한 결과 경쟁방식은 다른 형태로 변형해서 국내 스튜디오와 플레이아트가 협력해서 개발 중. 다만 기존 '썬즈' 매출이 워낙 크다 보니 전작과 카니발리 제이션 피하면서 흥행 되도록 준비하고 있음

Q 사업부 다각화로 인해서 지배구조 변화에 대한 고민?

- A** ▪ 사업구조가 복잡하고 많은 회사들 존재. 자회사 중에서 이익 구조 괜찮은 PNP는 언제든 가능하다는 생각. 다만 단순히 주가를 올린다기 보다는 회사의 성장다면 실시

Q 페이코 투자유치 진행 상황은

- A** ▪ 페이코 외부투자는 계속 논의하고 있음. SI와 FI 등의 모든 가능성 있으나 시기와 밸류에 대한 고민. 또한 좀더 시너지 낼 수 있는 SI와의 협업 필요하다고 생각. 자금적으로는 내년 상반기까지 충분히 유지 가능한 상황이라서 코로나로 인해서 밸류 등과 관련하여 논의 좀더 필요한 상황

Q 페이코 2분기 거래액과 MAU는?

- A** ▪ 2분기 거래액은 1.7조원으로 26% YoY 증가. MAU는 약 400만명, 전분기대비 큰 성장은 없었음. 상대적으로 코로나 영향이 긍정보다는 부정적 효과 있었음. 규모가 컸던 대한항공, 면세점, 영화관 등의 거래가 줄었음

NHN(181710)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,264.6	1,488.6	1,667.1	1,856.5	2,045.2
매출액증가율 (%)	39.1	17.7	12.0	11.4	10.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,264.6	1,488.6	1,667.1	1,856.5	2,045.2
판매관리비	1,195.9	1,401.9	1,553.0	1,717.6	1,871.0
영업이익	68.6	86.7	114.1	138.9	174.2
영업이익률	5.4	5.8	6.8	7.5	8.5
금융손익	76.9	10.1	17.7	33.2	34.2
종속/관계기업손익	8.1	-0.1	0.8	0.6	0.6
기타영업외손익	0.2	-31.2	7.9	10.1	10.4
세전계속사업이익	153.8	65.5	138.8	181.5	218.2
법인세비용	49.1	42.4	61.4	63.5	76.4
당기순이익	104.8	23.2	77.3	118.0	141.8
지배주주지분 손이익	89.4	12.3	67.0	107.9	131.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,006.3	1,058.7	1,122.5	1,227.1	1,355.5
현금및현금성자산	385.5	457.4	479.1	538.2	617.3
매출채권	194.2	139.0	151.1	164.1	178.3
재고자산	37.6	38.2	41.5	45.0	48.9
비유동자산	1,488.3	1,441.6	1,500.8	1,532.2	1,565.4
유형자산	370.8	364.5	370.3	376.2	382.3
무형자산	554.0	468.6	482.6	497.1	512.0
투자자산	460.2	429.4	459.5	470.6	482.7
자산총계	2,494.7	2,500.3	2,644.8	2,836.7	3,059.8
유동부채	562.5	532.8	586.1	644.7	709.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	89.0	44.8	46.9	46.9	46.9
유동성장기부채	11.4	24.1	29.9	29.9	29.9
비유동부채	112.1	138.8	152.7	168.0	184.8
사채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	40.4	21.0	15.5	15.5	15.5
부채총계	674.6	671.6	738.8	812.7	893.9
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-24.4	-17.7	-6.1	-6.1	-6.1
이익잉여금	386.2	400.2	477.5	595.5	737.3
비지배주주지분	237.8	249.9	258.1	279.5	304.6
자본총계	1,820.0	1,828.7	1,906.0	2,024.0	2,165.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.1	107.7	151.5	200.1	229.1
당기순이익(손실)	104.8	23.2	77.3	118.0	141.8
유형자산상각비	31.0	57.2	49.4	40.3	32.2
무형자산상각비	13.4	12.9	6.1	2.9	2.8
운전자본의 증감	2.9	3.2	6.1	12.5	13.5
투자활동 현금흐름	23.4	-18.7	-3.7	-4.0	-4.4
유형자산의증가(CAPEX)	-74.0	-57.2	-58.4	-59.5	-60.7
투자자산의감소(증가)	83.5	30.8	-12.9	-13.3	-13.7
재무활동 현금흐름	-44.3	-17.0	40.5	44.5	46.7
차입금의 증감	42.7	13.5	6.7	3.4	3.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.4	71.9	21.7	59.1	79.2
기초현금	368.1	385.5	457.4	479.1	538.2
기말현금	385.5	457.4	479.1	538.2	617.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	64,634	76,085	85,210	94,888	104,533
EPS(지배주주)	4,567	631	3,423	5,517	6,735
CFPS	6,603	9,177	8,587	10,100	11,160
EBITDAPS	5,775	8,012	8,670	9,304	10,694
BPS	80,873	80,696	84,230	89,166	95,132
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	105.9	24.0	14.9	12.2
PCR	8.7	7.3	9.6	8.1	7.4
PSR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDA	113.0	156.8	169.6	182.0	209.2
EV/EBITDA	8.4	6.6	8.0	7.3	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	0.8	4.2	6.4	7.3
EBITDA 이익률	8.9	10.5	10.2	9.8	10.2
부채비율	37.1	36.7	38.8	40.2	41.3
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	53.4	16.5	20.7	24.0	28.6
매출채권회전율(x)	6.5	8.9	11.5	11.8	11.9
재고자산회전율(x)	46.6	39.3	41.9	42.9	43.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.13	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-43.7	-37.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-27.0	-9.9	
2019.02.15	기업브리프	Buy	87,000	김동희	-5.4	4.6	
2019.04.08	산업분석	Buy	110,000	김동희	-35.7	-19.3	
2019.10.08	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-27.5	-4.1	
2020.07.08	산업브리프	Buy	110,000	김동희	-	-	