

# NHN (181710)



## 추풍은 그래도 분다

### 전방위적인 환경개선

가시화된 웹보드게임 규제완화, 페이코 관련 핀테크비즈니스의 턴어라운드, 신규게임 출시 및 기존 게임의 성과 개선을 바탕으로 NHN의 펀더멘털개선에 대한 기대치가 커지고 있다. 실적부문에서도 비수기인 1분기부터 전분기 일회성비용제거에 따른 이익개선이 시작되어 2분기 게임부문의 실적개선으로 이어지며 개선되는 모습이 연말까지 지속될 전망이다. 게임, 페이코, 그 외 커머스 등의 자회사 펀더멘털개선은 투자심리개선을 견인할 전망이며 주가흐름 역시 이를 기반으로 양호한 모습을 기록할 것으로 판단된다. 비중확대의 시점이다.

### 보드게임 규제완화에 모바일게임 성장에 대한 기대까지

웹보드게임 규제완화가 가시화되며 NHN이 최대의 수혜를 입을 것으로 예상되는 상황에서 기존게임 및 신규게임에 대한 기대까지 더해지며 게임부문의 실적개선이 시장의 예상을 상회할 것으로 판단된다. 2월 말 규제개혁위원회의 일손실 10만원 한도, 접속규제 완화를 내용으로 하는 규제 완화안을 의결했고, 법제처와 국무회의 의결을 남겨놓고 있다. 총선전 무조건적인 마무리를 가정하면 이르면 3월 늦어도 4월에는 실제 게임에 반영될 예정이다. 게임의 완성도(게임성)에 가장 큰 영향을 미치는 부분이 해금되었다는 점에서 기존 온라인/모바일 웹보드게임 매출에서 규제완화로 인한 상승폭은 20% 이상이 될 것으로 추정하고 있으며, 매출 증가분의 대부분(결제수수료 제외)이 영업이익 증가로 이어질 것으로 기대하고 있다. 또한, 금번 시행령 개정안에 스포츠베팅 부문에 대한 내용이 제도권 안으로 편입되면서 이부분에서도 일부 기회가 있을 가능성도 있어 보인다. 기존 게임부문도 힘을 내고 있다. 최근 디즈니 픽사 아이템을 추가한 “쯔무쯔무”의 일본 매출 순위가 상승하고 있고, 배틀형식의 “쯔무쯔무2”도 베타서비스 사전예약(3만명)을 시작했다. 2분기 중 “크리티컬옵스”(아시아), “용비불패M”(한국) 등의 출시도 예상되는 만큼 전체 게임부문의 재성장이 기대되고 있다.

### 핀테크 비즈니스 턴어라운드, 투자심리 개선으로 이어질 것

페이코와 자회사 등을 포함한 NHN의 핀테크 비즈니스의 2019년 하반기 손실은 약 38억원 수준이며 2020년 연간으로 흑자전환되며 투자심리 개선에 기여할 전망이다. 우선 매출증가율이 2019년에도 약 38% 수준에 달했던 만큼 추세적으로 2020년 매출증가도 두드러질 전망이며, 자회사의 이익개선에 대한 컨센서스도 공격적인 만큼 흑자전환에 대한 가시성은 매우 높다고 볼 수 있다. 여기에 마에이데이터 사업의 연내 사업자 선정 및 2021년 서비스 실시는 중장기적인 불확실성 제거라는 측면에서 주가에 긍정적인 기여를 할 전망이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 110,000원 | CP(3월 3일): 72,300원

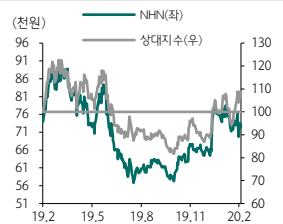
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,014.15
52주 최고/최저(원)	91,000/56,800
시가총액(십억원)	1,414.6
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	19,565.0
60일 평균 거래량(천주)	90.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.49
주요주주 지분율(%)	
이준호 외 19 인	47.66
국민연금공단	7.20
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.0) 18.7 (2.3)
상대	1.0 15.9 6.5

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,474.6	1,646.5
영업이익(십억원)	94.5	121.9
순이익(십억원)	83.5	100.7
EPS(원)	3,500	4,397
BPS(원)	88,973	91,550

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	909.1	1,264.6	1,489.1	1,719.0	2,019.2
영업이익	십억원	34.7	68.6	86.9	129.9	150.9
세전이익	십억원	54.4	153.8	70.3	157.9	178.9
순이익	십억원	16.6	89.4	17.1	101.2	114.6
EPS	원	849	4,567	876	5,170	5,856
증감률	%	32.9	437.9	(80.8)	490.2	13.3
PER	배	80.61	12.55	76.25	13.98	12.35
PBR	배	0.87	0.69	0.77	0.79	0.74
EV/EBITDA	배	16.40	9.30	5.11	4.20	3.26
ROE	%	1.12	5.79	1.06	5.98	6.37
BPS	원	78,326	83,221	86,596	91,766	97,622
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 황승택  
02-3771-7519  
sthwang@hanafn.com

RA 정우상  
02-3771-8547  
ws.jung@hanafn.com

표 1. 보드게임 규제 변천사

항목	2014년	2016년	2020년
월 구매한도 제한	1인당 30만원	1인당 50만원	유지
1회 베틱한도 제한	3만원	5만원	유지
1일 손실한도 및 이용제한	1일 10만원 초과 손실한 경우 24시간 이용제한	유지	<b>삭제</b>
상대방 선택 금지	게임 상대방 임의로 선택할 수 없음	1명이 1회 게임 시 사용할 수 있는 게임머니가 2500원을 초과하지 않는 경우엔 가능	유지
자동베틱 금지	게임진행 시 베틱을 자동으로 진행하지 못하도록 제한	게임진행 시 베틱을 자동으로 진행하지 못하도록 제한	유지
본인확인기간	분기	연간	유지

자료: 문화체육관광부, 하나금융투자

표 2. NHN의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2019P	2020F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
<b>총매출액</b>	<b>1,489,133</b>	<b>1,719,037</b>	<b>370,591</b>	<b>366,191</b>	<b>351,715</b>	<b>400,636</b>	<b>389,799</b>	<b>417,842</b>	<b>433,233</b>	<b>478,162</b>
성장률(%)	17.8	15.4	(3.1)	(1.2)	(4.0)	13.9	(2.7)	7.2	3.7	10.4
PC게임	146,385	155,790	42,000	37,900	34,500	31,985	33,265	38,638	40,251	43,636
모바일게임	270,678	309,021	71,557	66,587	64,251	68,283	71,697	75,281	79,046	82,998
기타	1,072,070	1,254,226	257,034	261,704	252,964	300,368	284,838	303,922	313,937	351,529
<b>영업비용</b>	<b>1,402,204</b>	<b>1,589,119</b>	<b>348,862</b>	<b>340,750</b>	<b>329,701</b>	<b>382,891</b>	<b>365,255</b>	<b>384,919</b>	<b>397,481</b>	<b>441,464</b>
성장률(%)	17.2	13.3	(4.7)	(2.3)	(3.2)	16.1	(4.6)	5.4	3.3	11.1
인건비	353,841	368,906	92,711	87,832	83,906	89,392	88,727	89,614	92,321	98,244
지급수수료	828,128	971,453	202,790	198,337	190,654	236,347	219,549	233,602	241,541	276,762
마케팅비	62,408	75,423	12,101	14,676	16,720	18,911	16,332	19,280	19,969	19,842
감가상각비	72,190	74,176	18,019	18,347	18,180	17,644	17,997	18,357	18,724	19,098
기타	85,637	99,161	23,241	21,558	20,241	20,597	22,651	24,066	24,926	27,518
<b>영업이익</b>	<b>86,929</b>	<b>129,918</b>	<b>21,729</b>	<b>25,441</b>	<b>22,014</b>	<b>17,745</b>	<b>24,544</b>	<b>32,924</b>	<b>35,753</b>	<b>36,698</b>
성장률(%)	26.6	49.5	31.2	17.1	(13.5)	(19.4)	38.3	34.1	8.6	2.6
이익률(%)	5.8	7.6	5.9	6.9	6.3	4.4	6.3	7.9	8.3	7.7
<b>계속사업이익</b>	<b>70,323</b>	<b>157,918</b>	<b>28,589</b>	<b>27,644</b>	<b>43,250</b>	<b>(29,160)</b>	<b>31,544</b>	<b>39,924</b>	<b>42,753</b>	<b>43,698</b>
성장률(%)	(54.3)	124.6	흑자전환	(3.3)	56.5	적자전환	흑자전환	26.6	7.1	2.2
<b>순이익</b>	<b>28,420</b>	<b>119,702</b>	<b>11,092</b>	<b>17,303</b>	<b>30,763</b>	<b>(30,738)</b>	<b>23,910</b>	<b>30,262</b>	<b>32,407</b>	<b>33,123</b>
성장률(%)	(72.9)	321.2	흑자전환	56.0	77.8	적자전환	흑자전환	26.6	7.1	2.2

주1: 분기별 성장률은 QOQ 성장률을 의미

자료: NHN, 하나금융투자

추정 재무제표

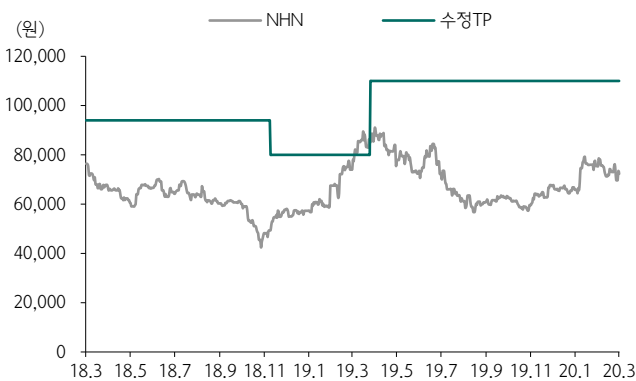
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>909.1</b>	<b>1,264.6</b>	<b>1,489.1</b>	<b>1,719.0</b>	<b>2,019.2</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	909.1	1,264.6	1,489.1	1,719.0	2,019.2
판매비	874.4	1,195.9	1,402.2	1,589.1	1,868.3
<b>영업이익</b>	<b>34.7</b>	<b>68.6</b>	<b>86.9</b>	<b>129.9</b>	<b>150.9</b>
금융손익	73.9	76.9	11.3	12.0	12.0
중속/관계기업손익	(9.6)	8.1	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(44.6)	0.2	(27.8)	16.0	16.0
<b>세전이익</b>	<b>54.4</b>	<b>153.8</b>	<b>70.3</b>	<b>157.9</b>	<b>178.9</b>
법인세	45.7	49.1	41.9	38.2	43.3
계속사업이익	8.7	104.7	28.4	119.7	135.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>8.7</b>	<b>104.7</b>	<b>28.4</b>	<b>119.7</b>	<b>135.6</b>
비지배주주지분 손익	(7.9)	15.4	11.3	18.5	21.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>16.6</b>	<b>89.4</b>	<b>17.1</b>	<b>101.2</b>	<b>114.6</b>
지배주주지분포괄이익	(7.3)	85.4	34.0	104.4	118.2
NOPAT	5.6	46.7	35.1	98.5	114.4
EBITDA	68.2	113.0	158.6	189.5	198.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.2	39.1	17.8	15.4	17.5
NOPAT증가율	(22.2)	733.9	(24.8)	180.6	16.1
EBITDA증가율	7.7	65.7	40.4	19.5	4.7
영업이익증가율	31.4	97.7	26.7	49.5	16.2
(지배주주)순이익증가율	32.8	438.6	(80.9)	491.8	13.2
EPS증가율	32.9	437.9	(80.8)	490.2	13.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	7.5	8.9	10.7	11.0	9.8
영업이익률	3.8	5.4	5.8	7.6	7.5
계속사업이익률	1.0	8.3	1.9	7.0	6.7
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	849	4,567	876	5,170	5,856
BPS	78,326	83,221	86,596	91,766	97,622
CFPS	3,931	6,603	7,321	10,506	10,956
EBITDAPS	3,487	5,775	8,108	9,688	10,139
SPS	46,466	64,634	76,112	87,863	103,204
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	80.6	12.5	76.3	14.0	12.3
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
PCFR	17.4	8.7	9.1	6.9	6.6
EV/EBITDA	16.4	9.3	5.1	4.2	3.3
PSR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	1.1	5.8	1.1	6.0	6.4
ROA	0.8	3.9	0.7	3.8	4.0
ROIC	0.8	5.1	3.3	9.5	11.5
부채비율	27.7	37.1	36.7	39.9	39.1
순부채비율	(22.4)	(16.9)	(39.0)	(43.6)	(48.6)
이자보상배율(배)	117.6	53.4	3.2	6.5	7.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>947.7</b>	<b>1,006.3</b>	<b>1,444.4</b>	<b>1,694.0</b>	<b>1,896.0</b>
금융자산	475.7	455.6	845.3	979.0	1,141.2
현금성자산	368.1	385.5	845.3	979.0	1,141.2
매출채권 등	241.5	299.8	326.1	389.2	410.9
재고자산	16.6	37.6	40.9	48.9	51.6
기타유동자산	213.9	213.3	232.1	276.9	292.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,169.9</b>	<b>1,488.3</b>	<b>1,120.1</b>	<b>1,085.3</b>	<b>1,046.3</b>
투자자산	543.6	460.2	128.1	152.9	161.4
금융자산	11.3	6.6	7.2	8.6	9.0
유형자산	118.0	370.7	353.2	304.5	266.5
무형자산	<b>351.8</b>	<b>554.0</b>	<b>492.0</b>	<b>481.1</b>	<b>471.5</b>
기타비유동자산	<b>156.5</b>	<b>103.4</b>	<b>146.8</b>	<b>146.8</b>	<b>146.9</b>
<b>자산총계</b>	<b>2,117.6</b>	<b>2,494.7</b>	<b>2,564.5</b>	<b>2,779.2</b>	<b>2,942.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>396.4</b>	<b>562.5</b>	<b>537.8</b>	<b>627.0</b>	<b>657.7</b>
금융부채	90.5	100.4	32.3	32.3	32.3
매입채무 등	221.1	392.4	426.8	509.4	537.8
기타유동부채	84.8	69.7	78.7	85.3	87.6
<b>비유동부채</b>	<b>63.3</b>	<b>112.1</b>	<b>151.4</b>	<b>165.0</b>	<b>169.7</b>
금융부채	<b>14.6</b>	<b>47.3</b>	<b>80.9</b>	<b>80.9</b>	<b>80.9</b>
기타비유동부채	48.7	64.8	70.5	84.1	88.8
<b>부채총계</b>	<b>459.7</b>	<b>674.6</b>	<b>689.1</b>	<b>792.0</b>	<b>827.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,506.6</b>	<b>1,582.2</b>	<b>1,639.7</b>	<b>1,740.9</b>	<b>1,855.4</b>
자본금	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
자본조정	(10.4)	(26.9)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
기타포괄이익누계액	(8.8)	(24.4)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
이익잉여금	278.4	386.2	411.3	512.5	627.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>151.3</b>	<b>237.8</b>	<b>235.7</b>	<b>246.3</b>	<b>259.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,657.9</b>	<b>1,820.0</b>	<b>1,875.4</b>	<b>1,987.2</b>	<b>2,114.9</b>
순금융부채	(370.6)	(307.8)	(732.1)	(865.7)	(1,028.0)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(43.5)</b>	<b>38.1</b>	<b>69.4</b>	<b>166.3</b>	<b>178.6</b>
당기순이익	8.7	104.7	28.4	119.7	135.6
조정	(2.7)	(69.5)	32.7	59.6	47.5
감가상각비	33.5	44.3	71.7	59.6	47.5
외환거래손익	2.8	(0.9)	(2.3)	0.0	0.0
지분법손익	13.7	(37.9)	(7.7)	0.0	0.0
기타	(52.7)	(75.0)	(29.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(49.5)	2.9	8.3	(13.0)	(4.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(85.7)</b>	<b>23.4</b>	<b>420.5</b>	<b>(32.7)</b>	<b>(16.4)</b>
투자자산감소(증가)	(51.3)	83.5	332.0	(24.8)	(8.5)
유형자산감소(증가)	(81.5)	(70.1)	(34.6)	0.0	0.0
기타	47.1	10.0	123.1	(7.9)	(7.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>196.2</b>	<b>(44.3)</b>	<b>(30.6)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	72.2	42.6	(34.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	134.7	(86.9)	6.9	0.0	0.0
배당지급	(10.7)	0.0	(3.0)	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>66.6</b>	<b>17.4</b>	<b>459.8</b>	<b>133.6</b>	<b>162.2</b>
Unlevered CFO	76.9	129.2	143.2	205.5	214.4
Free Cash Flow	(127.5)	(35.9)	24.0	166.3	178.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NHN



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.3.29	BUY	110,000		
18.11.12	BUY	80,000	-18.36%	11.88%
18.3.4	BUY	94,000	-33.41%	-18.94%
17.6.9	BUY	78,000	-7.12%	7.69%

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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 3월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 03월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.