

2020. 5. 11



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (5.8) 83,000 원

상승여력 20.5%

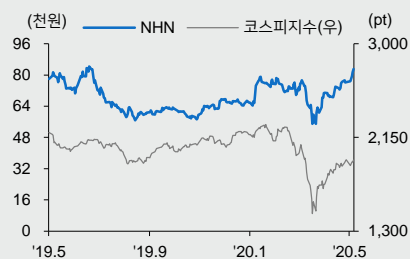
KOSPI	1,945.82pt
시가총액	16,239억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.86%
외국인비중	9.51%
52주 최고/최저가	84,400원/54,900원
평균거래대금	85.0억원

## 주요주주(%)

이준호 외 19 인	47.66
국민연금공단	10.80
한국투자신탁운용	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.3	29.3	1.8
상대주가	10.8	42.0	13.5

## 주가그래프



## NHN 181710

## 한 수 위 플레이

- ✓ 1Q20, 기대치 상회하는 양호한 실적 달성. 웹보드 매출이 계절적 성수기 효과로 QoQ 증가. 커머스의 NHN고도 역시 온라인쇼핑 거래 증가로 매출 성장.페이코와 NHN한국사이버결제의 거래 규모 및 결제 매출 상승
- ✓ 4월 7일 웹보드 규제완화로 PU(페이징 유저)와 ARPU(객단가)의 상승 진행 중
- ✓ 2Q와 3Q 영업이익은 각각 336억원(+18.7% QoQ), 386억원(+14.9% QoQ)으로 계단식 레벨업 기대. 투자의견 Buy 및 적정주가 10만원 유지

## 1Q20 실적, 기대치 상회

1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,946억원(+6.5% YoY), 283억원(+30.2% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 3,811억원, 영업이익 233억원)를 상회하는 양호한 실적을 기록하였다. 웹보드 게임 매출액은 계절적 성수기 효과(설연휴, 방학, COVID-19)로 QoQ 증가하였고 '라인 디즈니 프루프' 역시 연초 이벤트 효과로 견조했다. 1Q 페이코 거래액은 1.7조원(+30.8% YoY)으로 COVID-19로 오프라인 결제수요는 부진했으나, 온라인 쇼핑 호조에 따른 수혜 있었다. 커머스의 경우 Accommate의 연말 성수기 효과는 제거되었으나, NHN고도의 매출액은 온라인 쇼핑 증가로 양호했다. 티켓링크와 여행박사 매출액은 COVID-19로 부정적 영향을 받았으나 최근 콘서트를 비롯한 공연/행사 점진적 재개 이루어지고 있으며, 여행박사의 해외향 매출 부진은 지속된다. 영업이익률은 7.2%로 1.3%p YoY 상승하였는데 전분기 연말 상여 제거로 인해 인건비 5.5% QoQ 감소, 광고선전비 등의 비용 효율화에 근거한다.

## 한 수 위 플레이

4월 7일 웹보드 규제완화로 PU(페이징 유저)와 ARPU(객단가)의 구조적 상승이 진행 중이다. 1일 손실한도 폐지로 이용자의 플레이 시간이 증가하며 구매 이용자와 구매 단가가 동시에 성장하고 있어 긍정적이다. 2020년 동사의 웹보드 게임 매출액은 2,270억원(PC 1,683억원, 모바일 587억원)으로 35.4% YoY 증가할 것으로 기대된다.

## 페이코, 언택트 결제 수혜

COVID-19로 인해 오프라인 언택트 결제 문화가 확산되며 소비 회복을 위해 재난지원금과 지역화폐 등을 통한 지원 정책이 펼쳐지고 있다. 페이코는 현재 지역화폐 사용자 검색 서비스 제공하며 향후 지역화폐와의 서비스 연결, 마이데이터 사업자 선정, 쿠폰광고 등의 비결제 매출 비중 확대시 기업가치 레벨업이 기대된다.

(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	1,690.2	143.7	79.3	4,055	307.0	84,591	20.5	1.0	6.6	4.9	38.4
2021E	1,887.1	185.6	120.3	6,150	45.5	90,263	13.5	0.9	5.4	7.0	39.4
2022E	2,071.1	219.3	142.7	7,296	16.3	96,531	11.4	0.9	4.6	7.8	40.3

표1 1Q20 실적 Review - 기대치 상회

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	394.6	370.6	6.5%	400.1	-1.4%	381.1	3.5%	384.4	2.7%
게임	104.7	114.0	-8.2%	99.9	4.7%	-	-	102.1	2.5%
결제&광고	151.3	124.0	22.0%	140.5	7.7%	-	-	151.7	-0.3%
콘텐츠	39.4	49.6	-20.5%	44.8	-11.9%	-	-	42.5	-7.3%
커머스	63.7	50.8	25.5%	70.8	-10.0%	-	-	54.5	16.9%
기술	36.6	25.3	44.3%	43.0	-15.0%	-	-	32	14.4%
기타	4.9	13.8	-64.4%	6.4	-23.0%	-	-	6.6	-25.8%
영업이익	28.3	21.7	30.2%	17.5	61.7%	23.3	21.4%	24.2	16.9%
세전이익	31.1	28.6	8.6%	-33.9	흑전	-	-	30.1	3.3%
지배순이익	14.1	7.3	94.0%	-30.8	흑전	18.8	-25.0%	25.5	-44.7%
영업이익률(%)	7.2%	5.9%	1.3%p	4.4%	2.8%p	6.1%	1.1%p	6.3%	0.9%p
순이익률(%)	3.6%	2.0%	1.6%p	-7.7%	11.3%p	4.9%	-1.4%p	6.6%	-3.0%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 분기별 실적 - 4월 웹보드 규제완화로 실적 레벨업 기대

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	370.6	366.2	351.7	400.1	394.6	405.4	430.8	459.4	1,488.6	1,690.2	1,887.1
게임	114.0	105.0	98.8	99.9	104.7	107.0	115.7	125.1	417.7	452.4	532.6
결제&광고	124.0	131.5	122.5	140.5	151.3	160.4	173.3	180.2	518.4	665.3	776.5
콘텐츠	49.6	48.9	44.5	44.8	39.4	40.6	41.8	41.2	187.8	163.1	177.5
커머스	50.8	49.1	52.2	70.8	63.7	62.0	63.2	71.2	222.8	260.1	231.4
기술	25.3	30.0	31.9	43.0	36.6	34.2	35.5	40.2	130.2	146.4	160.9
기타	13.8	9.9	8.6	6.4	4.9	6.2	6.4	6.6	38.6	24.1	28.3
영업비용	348.9	340.8	329.7	382.6	366.3	371.8	392.1	416.2	1,401.9	1,546.5	1,701.5
인건비	92.7	87.8	83.9	90.1	85.2	86.9	88.6	93.5	354.6	354.2	370.8
지급수수료	202.8	198.3	190.7	235.8	231.5	233.9	248.5	265.0	827.6	978.9	1,088.6
광고선전비	12.1	14.7	16.7	18.9	15.0	15.5	18.3	20.2	62.4	69.0	85.8
감가상각비	18.0	18.3	18.2	15.5	16.5	16.8	17.3	17.8	70.1	68.5	74.2
통신비	6.7	6.9	6.8	6.3	6.5	6.9	7.2	7.2	26.8	27.7	29.1
기타	16.5	14.7	13.4	15.9	11.6	11.9	12.3	12.5	60.5	48.3	53.1
영업이익	21.7	25.4	22.0	17.5	28.3	33.6	38.6	43.2	86.7	143.7	185.6
세전이익	28.6	27.6	43.2	-33.9	31.1	36.4	41.4	45.9	65.5	154.8	211.2
지배순이익	7.3	9.8	26.0	-30.8	14.1	18.8	21.9	24.6	12.3	79.3	120.3

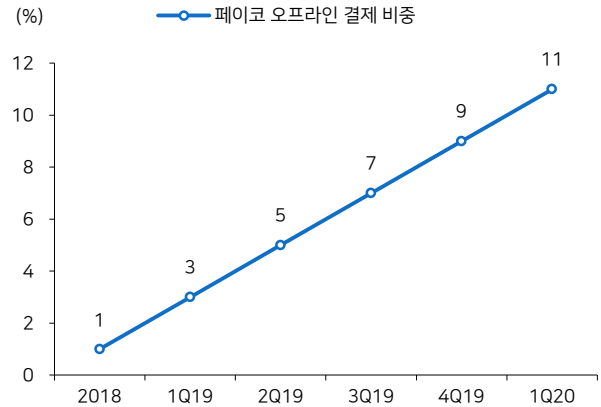
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q20 페이코 거래액 1.7조원 기록



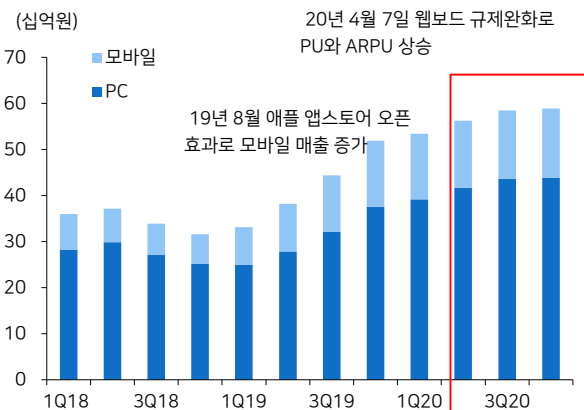
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림2 페이코 오프라인 비중 11%



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림3 웹보드 분기 매출 - 2Q20 규제완화 효과에 주목



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림4 웹보드 프로모션 진행 중



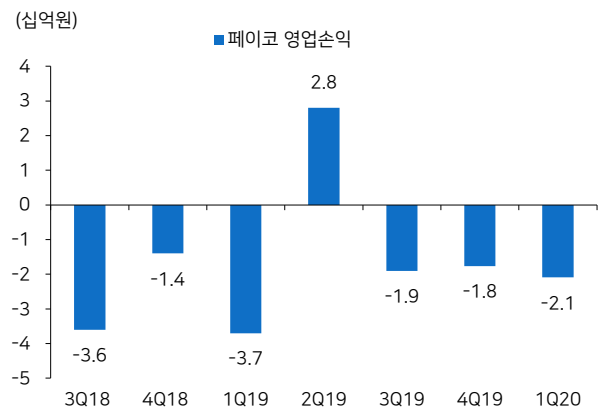
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림5 페이코 - 지역페이/재난지원금 등 언택트 결제 수혜



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림6 페이코 관련 영업손익



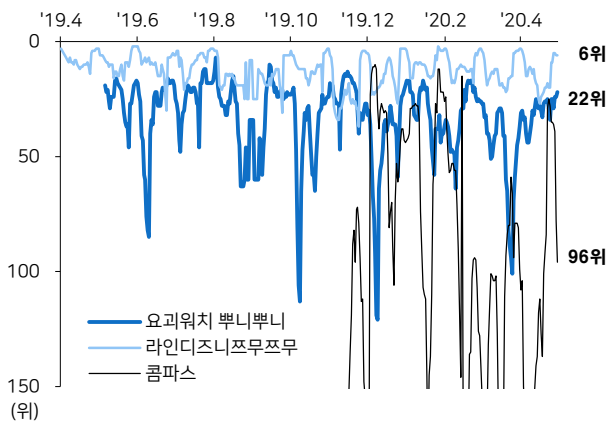
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림7 페이코의 성장 타임라인



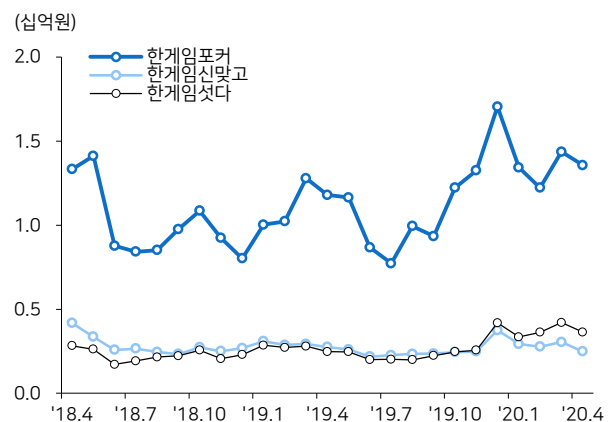
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일본 주요 게임 매출 순위



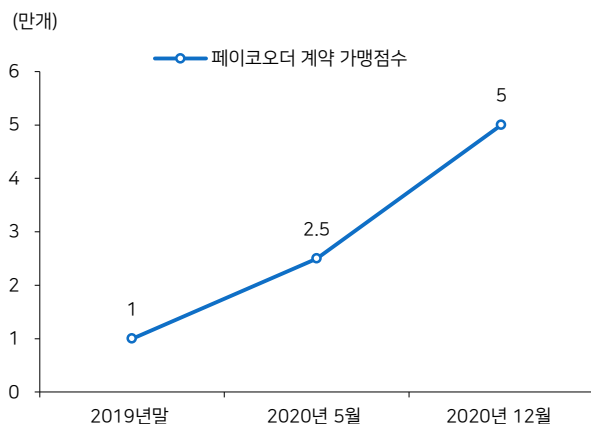
주: 2020.5.7 GooglePlay 게임 매출 순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한게임 포커, 섯다, 신맞고(모바일, 구글) 매출 추이



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림10 페이코오더 계약 가맹점수 - 연내 5만개 목표



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림11 페이코오더 - 카페베네, 설빙 등으로 가맹점 확대



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

## NHN 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 웹보드 규제완화 이후 매출 추이, 이용자 혹은 ARPU 상승인가?

- A**
- 1분기 매출 호조는 계절적 효과. 이용시간 증가로 인해서 PU(구매 유저)의 증가 있었음. 시행령 이후 서비스도 실질적인 이용 시간 증가하며 PU 증가 감지
  - 중장기 효과로 이어질 수 있도록 서비스 운영에 주력하고 있음

**Q** 1분기 페이코 거래액 1.7조원 중에서 결제/송금/금융사업 breakdown?

- A**
- 코로나 영향으로 온라인 결제는 늘어났으나 여행/항공/스포츠 거래액은 감소. 코로나19 영향 아니었다면 더 큰 증가 있었을 것
  - 전체 거래액에서 송금 비중은 10% 초반. 금융은 아직 한자릿수 정도임. 오프라인은 지속적으로 늘고 있으며 4월 기준 전체 거래액에서 11% 수준. 코로나 영향으로 다소 주춤했으며, 4월말~5월초부터 오프라인 거래가 다시 증가

**Q** 금융위 주관 마이데이터 사업자 선정 현황, 페이코의 기업가치?

- A**
- 8월에 신용정보법 시행될 예정. 금융위 사업자 선정 계획이 아직까지 미확정이나, 상반기 중에 사업자 선정 가이드라인 공개될 것으로 예상. 그 전까지 데이터 분석 역량 끌어올리는 쪽으로 연구활동 지속하고 있음
  - 페이코 기업가치는 7,350억원 post-value 인정 받았으며 다음 라운드에 대해서 아직 구체화된 것은 없고 SI 등과 지속적인 사업협의 하면서 펀딩 논의. 기업가치는 19년 대비로는 많이 성장했을 것으로 생각하고 있음
  - 핵심 비즈니스 모델은 맞춤형 쿠폰 광고 사업. 데이터 분석 역량을 최대한 투입해서 맞춤형으로 제공하는 것이 사업시너지이며 타사대비 경쟁우위라고 생각. 이 매출이 점진적 우상향 하고 있음. 쿠폰광고를 검색기술 역량을 투입해서 검색 영역까지 매출을 끌어올리는 쪽으로 방향. 온/오프라인의 다양한 포트폴리오 가진 가맹점을 다수 확보하고 있어서 이 데이터 기반으로 소비자들에게 보다 맞춤형의 양질의 쿠폰 제공

**Q** 2분기 이후 게임 라인업?

- A**
- 6월 '크리스탈옵스 리로리드' 론칭. 그 외 3분기 '용비불패M'(국내 IP RPG) 출시 예상. 코로나19로 일본 제작 스케줄 지연. 일본 출시 일정의 변동

**Q** 일본 코로나 심화되고 있어 게임사업을 비롯한 비즈니스 영향?

- A**
- 한국시장과는 조금 다르게 일본 이용자의 사용시간은 소폭 감소. 실내 체류시간이 늘어나서 게임 이용시간도 늘어날 것으로 생각했는데 실체는 다소 다름. NHN의 캐주얼게임의 이용자 구성이 다소 고연령이어서 이용시간이 소폭 줄어들음

- 코미코(웹툰)과 테코러스(기술)의 경우 코미코는 코로나 영향 크지 않고 다만 경쟁 심화되서 변수 있음. 테코러스는 1분기 실적을 보면 나쁘지 않은데 대면 영업이 안되어서 부정적 영향이 일부 있을 수 있음

**Q NHN페이코 사업의 올해 BEP 달성 계획에 변함없나?**

- A** ▪ 1분기 페이코 영업손실 20억원 정도. 당초 예상과 비슷한 흐름. 연간 BEP 달성 위한 노력하고 있는데 경쟁사업자들의 마케팅 상황이 변수임

**Q 1분기 마케팅비 감소, 향후 마케팅비 가이드نس?**

- A** ▪ 1분기 마케팅비 감소는 전분기 마케팅이 다소 많았던 기저영향. 연간 광고비 많이 집행되진 않으나 게임출시나 모바일 웹보드 강화 등에 필요하다면 일부 마케팅이 증가할 수 있음

**Q NHN ACE의 경우 구글 크롬 3<sup>rd</sup> party 쿠키 지원 중단시 영향?**

- A** ▪ ACE의 경우 3<sup>rd</sup> Party 포함해서 많은 고민하고 있으며 아직 최종 결정 안됨
- ACE가 우리 매출에서 차지하는 비중 크진 않지만 최대한 지켜내도록 할 것

**Q 페이코의 오프라인 거래 비중이 경쟁사 대비 경쟁력인데, 올해 들어 오프라인 비중 정체인데 시장점유율 감소인지 그 이유는?**

- A** ▪ 현장결제만 오프라인으로 분류. 올해 2~3월이 코로나19로 영향으로 감소. 4월 말 기점으로 다시 증가. 5월초부터 두 자릿수 성장 나오고 있음. 오프라인이 캠퍼스존과 식권 서비스 등에서 많이 결제나 오는데 캠퍼스존의 경우 코로나19로 대면 소비가 없음. 오프라인은 코로나 안정화로 지속적 성장이 예상됨
- 이미 5월초에 페이코에 각 지자체 재난 지원금이 등록되어서 쓰이고 있는데 얼마나 흡수할 수 있을지 예측하기는 어려움. 중장기적으로 재난지원금이나 지역화폐 결제 증가가 일시적 현상이 아니라고 생각하고, 페이코 서비스에 담으려고 전략적 추진 중

**Q 페이코 호조에 비해 티켓링크/여행감사 등의 감소, 향후 전략?**

- A** ▪ 상황 변화되고 있어 주시. 티켓링크는 조금씩 오픈되며 공연 재개 움직임
- 여행박사는 해외여행의 부정적 영향 장기화 가능성 있어 보수적 접근
  - 게임은 긍정과 올림픽 취소 등의 부정적 영향 혼재. 전략방향 수시로 점검

## NHN (181710)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,264.6	1,488.6	1,690.2	1,887.1	2,071.1
매출액증가율 (%)	39.1	17.7	13.5	11.7	9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,264.6	1,488.6	1,690.2	1,887.1	2,071.1
판매관리비	1,195.9	1,401.9	1,546.5	1,701.5	1,851.8
영업이익	68.6	86.7	143.7	185.6	219.3
영업이익률	5.4	5.8	8.5	9.8	10.6
금융손익	76.9	10.1	10.2	24.7	25.4
중속/관계기업손익	8.1	-0.1	1.3	1.4	1.4
기타영업외손익	0.2	-31.2	1.9	1.6	1.6
세전계속사업이익	153.8	65.5	154.8	211.2	247.7
법인세비용	49.1	42.4	60.4	73.9	86.0
당기순이익	104.8	23.2	94.3	137.3	159.7
지배주주지분 순이익	89.4	12.3	79.3	120.3	142.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.1	107.7	169.4	219.5	247.1
당기순이익(손실)	104.8	23.2	94.3	137.3	159.7
유형자산상각비	31.0	57.2	46.3	37.1	29.7
무형자산상각비	13.4	12.9	13.3	13.7	14.1
운전자본의 증감	2.9	3.2	11.5	12.5	13.5
투자활동 현금흐름	23.4	-18.7	-3.7	-4.0	-4.4
유형자산의증가(CAPEX)	-74.0	-57.2	-58.9	-60.7	-62.5
투자자산의감소(증가)	83.5	30.8	-10.3	-11.1	-12.1
재무활동 현금흐름	-44.3	-17.0	41.1	44.5	46.7
차입금의 증감	42.7	13.5	6.3	5.9	5.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.4	71.9	38.7	-56.4	-180.2
기초현금	368.1	385.5	457.4	630.8	851.7
기말현금	385.5	457.4	496.0	574.4	671.5

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,006.3	1,058.7	1,139.5	1,263.4	1,409.6
현금및현금성자산	385.5	457.4	496.0	574.4	671.5
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	1,471.7	1,503.2	1,536.4
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	439.6	450.8	462.9
자산총계	2,494.7	2,500.3	2,661.8	2,873.0	3,113.9
유동부채	562.5	532.8	586.1	644.7	709.1
매입채무	0.0	0.0	89.3	98.2	108.0
단기차입금	89.0	44.8	44.8	44.8	44.8
유동성장기부채	11.4	24.1	24.1	24.1	24.1
비유동부채	112.1	138.8	1,527.2	1,679.9	1,847.9
사채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	40.4	21.0	21.0	21.0	21.0
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	-17.7	-17.7	-17.7
이익잉여금	386.2	400.2	494.5	631.8	791.5
비지배주주지분	237.8	249.9	268.0	294.3	331.4
자본총계	1,820.0	1,828.7	1,923.0	2,060.3	2,220.0

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	64,634	76,085	86,387	96,454	105,859
EPS(지배주주)	4,567	631	4,055	6,150	7,296
CFPS	6,603	9,177	8,155	9,940	11,002
EBITDAPS	5,775	8,012	10,388	12,082	13,450
BPS	80,873	80,696	84,591	90,263	96,531
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	105.9	20.5	13.5	11.4
PCR	8.7	7.3	10.2	8.4	7.5
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	203.2	236.4	263.1
EV/EBITDA	8.4	6.6	6.6	5.4	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	0.8	4.9	7.0	7.8
EBITDA 이익률	8.9	10.5	12.0	12.5	12.7
부채비율	37.1	36.7	38.4	39.4	40.3
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	53.4	16.5	26.0	32.0	36.0
매출채권회전율(x)	6.5	8.9	11.7	12.0	12.1
재고자산회전율(x)	46.6	39.3	42.4	43.6	44.1

## 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -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	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 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)	
2018.11.12	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	-	-	