



NHN (181710)

웹보드 반등 모멘텀이 전부는 아니다

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(상향): 100,000원

현재 주가(5/8)	83,000원
상승여력	▲20.5%
시가총액	16,239억원
발행주식수	19,565천주
52 주 최고가 / 최저가	84,400 / 54,900원
90 일 일평균 거래대금	86.64억원
외국인 지분율	9.4%

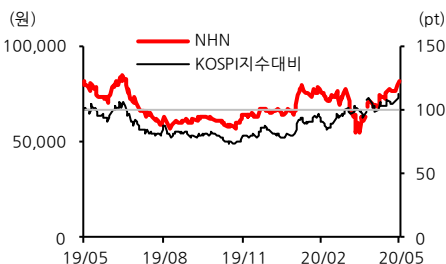
주주 구성	
이준호 (외 20 인)	47.7%
국민연금공단 (외 1 인)	10.8%
한국투자신탁운용 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.3	9.6	29.3	1.8
상대수익률(KOSPI)	11.6	21.7	38.2	12.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,265	1,489	1,682	1,854
영업이익	69	87	141	169
EBITDA	113	157	214	243
지배주주순이익	89	12	109	120
EPS	4,567	631	5,559	6,127
순차입금	-414	-520	-589	-666
PER	12.5	105.9	14.9	13.5
PBR	0.7	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	5.0	4.8	3.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	5.8	0.8	6.7	6.9

주가 추이



동사의 1 분기 실적은 게임 매출 증가와 결제·광고 관련 사업 호조로 인해 컨센서스를 상회했습니다. 2 분기에도 게임 사업 이익 성장이 기대되고, 자회사들의 가치 상승세도 지속될 것으로 전망합니다.

1분기 실적은 시장과 당사 전망치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 3946억 원, 영업이익 283억 원을 기록하며 시장과 당사 기대치를 대폭 상회했다. 게임 매출액은 전분기 대비 4.7% 성장한 1047억 원을 기록했다. PC와 모바일 웹보드 게임 매출이 증가했고, 디즈니 썬즈 등 기존 모바일 게임들의 매출 반등도 나타났다. 결제·광고 매출액은 페이코 거래액과 자회사 PG 매출 증가로 전분기 대비 7.9%나 성장했다. 페이코 쿠폰 서비스는 높은 수준에서 광고주 잔존율이 유지되고 있으며, 광고 부문 매출도 전년 동기 대비 3배 이상 성장했다. 페이코 관련 비용 효율화를 통해 마케팅비는 전분기 대비 21% 감소했으며, 영업이익률은 7.2%로 2015년 이후 가장 높은 수준을 기록했다.

웹보드 반등과 페이코를 포함한 자회사들의 개선이 동시에

웹보드 게임 매출은 일 10만 원 손실한도가 폐지된 규제안 적용으로 2 분기에도 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 4월부터 이용자들의 체류시간이 확대되고 매출 증가가 나타나고 있는 것으로 파악된다. 과거 '16년 일부 규제 완화 시에도 웹보드 매출은 약 30% 늘어났다. 페이코를 포함해 기타 자회사들에 대한 사업 투자기였던 그 때와 지금 동사의 상황은 다르다. 페이코 분기 거래액은 1.7조 원을 기록하며 전년 대비 31% 성장했으며, 경쟁사 대비 플랫폼 지배력이 약하지만 이용자수(MAU)도 410만 명을 넘어섰다. 또한 페이코는 지난해 유일하게 금융 분야에서 마이데이터 시범 사업자로 선정된 만큼 데이터 분석 역량을 입증 받아 하반기 금융위 사업자 라이선스 확보 가능성도 높다.

목표주가 10만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 10만 원으로 상향한다. 게임과 기타 부문 사업 호조세를 반영해 올해 매출액 전망치를 기존 대비 6% 상향했다. 영업 마진이 80% 이상으로 추정되는 웹보드 매출 반등과 페이코 관련 사업의 턴어라운드(BEP 도달)까지 고려하면 올해 영업이익 성장률은 63%가 전망된다. 기업가치 재평가 구간이 지속될 것으로 전망한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	371	366	352	400	395	412	427	448	909	1,265	1,489	1,682
YoY(%)	63.7	14.2	5.0	4.6	6.5	12.4	21.5	12.1	6.2	39.1	17.7	13.0
게임매출	114	105	99	100	105	110	113	116	476	438	418	444
PC	42	37	35	32	36	40	41	42	202	173	145	158
모바일	72	68	64	68	69	70	73	74	273	265	272	286
비게임매출	261	267	260	275	296	302	314	333	433	839	1,063	1,245
결제/광고	122	129	122	140	151	161	167	169	58	392	514	648
컨텐츠	50	49	45	45	39	42	44	46	134	157	188	171
커머스	51	49	52	71	64	56	60	68	155	173	223	248
기술	25	30	32	13	37	38	35	42	87	101	100	152
기타	14	10	9	6	5	5	8	8		15	39	26
영업비용	349	341	330	383	366	378	392	405	874	1,196	1,402	1,541
인건비	93	88	84	90	85	90	88	94	277	333	355	357
지급수수료	203	198	191	236	232	228	248	249	387	670	828	957
마케팅비	12	15	17	19	15	21	17	22	84	48	62	74
영업이익	21.7	25.4	22.0	17.5	28.3	34.1	35.3	43.2	34.7	68.6	86.7	141.0
YoY(%)	41.3	70.8	1.0	5.6	30.2	34.1	60.6	147.0	31.7	97.6	26.3	62.6
영업이익률(%)	5.9	6.9	6.3	4.4	7.2	8.3	8.3	9.6	3.8	5.4	5.8	8.4
당기순이익	11.1	17.3	30.8	-30.7	17.8	23.5	37.2	30.2	9.1	104.7	29.9	108.8
YoY(%)	-82	-33	18	적유	61	36	21	-198	28	1,053	-71	264
순이익률(%)	3.0	4.7	8.7	-7.7	4.5	5.7	8.7	6.7	1.0	8.3	2.0	6.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표1] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

게임 사업 가치	1,123.7	
12개월 선행 매출액	455.0	
12개월 선행 순이익	102.4	OPM 30%, 법인세율 25% 적용
Target PER	11.0	
페이코 사업 가치	499.8	
투자 유치	735.0	외부 투자 유치 금액 7350억 원
지분율	68%	
투자자산 가치	290.8	
NHN KCP	352.3	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	35.7	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
파이오링크	27.4	현 시가총액에 지분율 29% 적용
순현금	40	
적정 기업가치	1,957	
발행주식수(천주)	19,565	
적정주가(원)	100,011	
목표주가(원)	100,000	
현재주가(원)	83,000	
상승여력	20%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	909	1,265	1,489	1,682	1,854
매출총이익	909	1,265	1,489	1,682	1,854
영업이익	35	69	87	141	169
EBITDA	68	113	157	214	243
순이자손익	10	12	4	-13	-13
외화관련손익	-4	4	6	0	0
지분법손익	-14	38	1	17	17
세전계속사업손익	54	154	66	181	190
당기순이익	9	105	23	109	120
지배주주순이익	17	89	12	109	120
증가율(%)					
매출액	6.2	39.1	17.7	13.0	10.2
영업이익	31.7	97.6	26.3	62.6	19.7
EBITDA	7.7	65.6	38.7	36.2	13.8
순이익	22.8	1,099.1	-77.9	369.4	10.2
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	3.8	5.4	5.8	8.4	9.1
EBITDA 이익률	7.5	8.9	10.5	12.7	13.1
세전이익률	6.0	12.2	4.4	10.8	10.3
순이익률	1.0	8.3	1.6	6.5	6.5

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-43	38	108	165	181
당기순이익	9	105	23	109	120
자산상각비	34	44	70	73	74
운전자본증감	-50	3	3	3	0
매출채권 감소(증가)	-8	19	9	-2	-26
재고자산 감소(증가)	5	-7	3	-6	-4
매입채무 증가(감소)	24	51	-15	8	28
투자현금흐름	-86	23	-19	-105	-113
유형자산처분(취득)	-82	-70	-45	-65	-71
무형자산 감소(증가)	-8	2	-6	-23	-23
투자자산 감소(증가)	25	34	-38	-9	-9
재무현금흐름	196	-44	-17	0	0
차입금의 증가(감소)	75	5	-57	0	0
자본의 증가(감소)	-11	0	-4	0	0
배당금의 지급	11	0	4	0	0
총현금흐름	77	129	180	162	180
(-)운전자본증가(감소)	20	-66	-32	3	0
(-)설비투자	84	74	57	65	71
(+)자산매각	-5	6	6	-23	-23
Free Cash Flow	-33	127	161	71	86
(-)기타투자	51	5	-41	3	9
잉여현금	-83	122	202	69	77
NOPLAT	6	47	31	84	106
(+) Dep	34	44	70	73	74
(-)운전자본투자	20	-66	-32	3	0
(-)Capex	84	74	57	65	71
OpFCF	-65	83	76	90	110

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	948	1,006	1,059	1,138	1,249
현금성자산	594	562	681	750	828
매출채권	229	291	268	270	296
재고자산	17	38	38	44	49
비유동자산	1,170	1,488	1,442	1,482	1,527
투자자산	700	564	609	633	659
유형자산	118	371	365	370	380
무형자산	352	554	469	479	488
자산총계	2,118	2,495	2,500	2,620	2,777
유동부채	396	562	533	541	575
매입채무	173	306	281	289	317
유동성이자부채	91	100	105	105	105
비유동부채	63	112	139	142	145
비유동이자부채	15	47	56	56	56
부채총계	460	675	672	682	719
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	278	386	400	509	629
자본조정	-19	-51	-69	-69	-69
자기주식	-26	-46	-56	-56	-56
자본총계	1,658	1,820	1,829	1,937	2,057

주요지표 (단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	849	4,567	631	5,559	6,127
BPS	77,006	80,873	80,696	86,255	92,382
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,931	6,603	9,177	8,276	9,220
ROA(%)	0.8	3.9	0.5	4.2	4.4
ROE(%)	1.1	5.8	0.8	6.7	6.9
ROIC(%)	0.9	5.3	2.8	7.8	9.5
Multiples(x, %)					
PER	80.6	12.5	105.9	14.9	13.5
PBR	0.9	0.7	0.8	1.0	0.9
PSR	1.5	0.9	0.9	1.0	0.9
PCR	17.4	8.7	7.3	10.0	9.0
EV/EBITDA	12.4	6.3	5.0	4.8	3.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
안정성(%)					
부채비율	27.7	37.1	36.7	35.2	35.0
Net debt/Equity	-29.5	-22.8	-28.4	-30.4	-32.4
Net debt/EBITDA	-716.5	-366.8	-331.7	-275.8	-274.1
유동비율	239.1	178.9	198.7	210.5	217.4
이자보상배율(배)	117.6	53.4	16.5	6.0	7.2
자산구조(%)					
투하자본	33.0	50.0	45.3	44.3	43.2
현금+투자자산	67.0	50.0	54.7	55.7	56.8
자본구조(%)					
차입금	6.0	7.5	8.1	7.7	7.3
자기자본	94.0	92.5	91.9	92.3	92.7

[Compliance Notice]

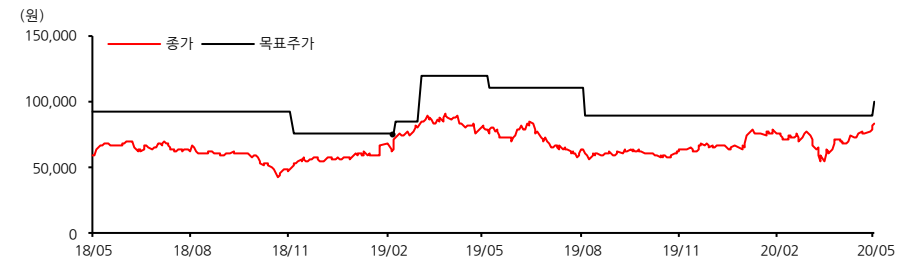
(공표일: 2020년 05월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.05.11	2018.11.12	2018.11.27	2019.01.24	2019.02.15
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		92,000	76,000	76,000	76,000	85,000
일 시	2019.03.11	2019.04.03	2019.05.14	2019.05.17	2019.08.12	2019.09.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	120,000	120,000	110,000	110,000	90,000	90,000
일 시	2019.11.11	2019.11.25	2019.12.04	2020.01.13	2020.02.11	2020.03.10
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2020.03.30	2020.05.11				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	90,000	100,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.12	Buy	76,000	-23.17	-5.13
2019.02.15	Buy	85,000	-9.89	-3.29
2019.03.11	Buy	120,000	-29.63	-24.17
2019.05.14	Buy	110,000	-34.73	-23.27
2019.08.12	Buy	90,000	-25.77	-9.44
2020.05.11	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%