

SK COMPANY Analysis



Analyst
이진만

kid_a@sksec.co.kr
02-3773-9957

Company Data

자본금	98 억원
발행주식수	1,957 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	16,024 억원
주요주주	
이준호(외20)	47.67%
국민연금공단	6.15%
외국인지분률	11.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/07/22)	81,900 원
KOSPI	2228.66 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	95,900 원
52주 최저가	54,900 원
60일 평균 거래대금	152 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-8.1%
6개월	7.9%	9.8%
12개월	27.0%	19.3%

NHN (181710/KS | 매수(유지) | T.P 103,000 원(유지))

2분기 연중 실적 저점. 하반기 갈수록 개선

- 2Q20 매출액 3,942 억원, 영업이익 269 억원 기록하며 컨센서스 하회 전망
- 결제/광고: NHN 한사결 매출 호조. PAYCO 2분기 거래액 성장 제한적. 광고는 부진
- 게임: 주력 모바일게임 3종 일본에서 부진. 웹보드 매출 QoQ 성장하나 비수기 영향으로 1분기 대비 YoY 증가폭은 낮을 전망
- 콘텐츠(티켓링크, NHN 벅스), 커머스(NHN 글로벌) 부문은 코로나19 영향 일부 지속
- 신작, 마이데이터 등 하반기에 모멘텀 풍부. 투자 의견 매수, 목표주가 103,000 원 유지

2Q20 매출액, 영업이익 전망치 하회 전망

NHN의 2Q20 실적은 매출액 3,942 억원(+7.6% YoY, -0.1% QoQ), 영업이익 269 억원(+5.7% YoY, -4.9% QoQ)을 기록하며 컨센서스 하회가 예상된다.

▲ NHN 한국사이버결제 / — PAYCO, 게임 / ▼ 콘텐츠, 커머스

- NHN 한국사이버결제: 코로나19 영향으로 전자상거래 이용이 급증한 1분기보다는 매출이 소폭 감소하나 여전히 전년 대비 크게 증가한 매출 수준 유지 전망
- 게임: 웹보드 매출 규제 완화 효과로 1분기 대비 증가. 2분기 비수기 효과 있어 하반기 매출 성장 폭이 더 클 것으로 전망. 주력 모바일게임 3종은 콜라보 감소로 일본에서 부진
- PAYCO: 온라인 결제 비중 크며 주요 고객군 중 인터넷면세점, 영화관 등 현재 업황 좋지 않은 업종 비중 높아 2분기 온라인 결제액 전 분기와 유사한 수준 전망. 거래액의 11% 차지하는 오프라인 결제는 1분기 코로나 영향으로 역성장했으나 2분기 재난지원금 지급 등에 힘입어 성장세 회복. 거래액 중 송금 비중은 15% 이하이며 MAU는 410만명 수준 유지. PAYCO 오더, 마이데이터 등 신규 서비스 통해 이용자 기반 확대 도모
- 콘텐츠: 티켓링크 야구 무관중 경기로 부진. NHN 벅스 산하 아티스트 중국 활동 부재로 음원 매출 감소
- 커머스: NHN 글로벌(미국 패션 이커머스 사업) 미국 코로나19 영향 지속으로 부진

신작, 마이데이터 모멘텀 있는 하반기가 더 좋을 것. 투자 의견, 목표주가 유지

이렇다 할 신작 게임 출시가 없었던 상반기와 다르게 하반기에는 크리티컬 오피스, 은행강도(가칭), 쓰무쓰무2 등 상당수의 신작 출시가 예정돼 있으며 8월에는 개정된 신용정보법 시행과 함께 금융 분야 마이데이터 사업 허가 신청이 시작돼 현재 시범사업자인 PAYCO 관련 기대감이 증가할 것으로 전망한다. 투자 의견 매수, 목표주가 103,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	9,091	12,646	14,886	16,314	18,207	20,179
yoy	%	6.2	39.1	17.7	9.6	11.6	10.8
영업이익	억원	347	686	867	1,210	1,509	1,746
yoy	%	31.7	97.6	26.3	39.6	24.7	15.7
EBITDA	억원	682	1,130	1,567	1,884	2,200	2,280
세전이익	억원	544	1,538	655	1,343	1,642	1,838
순이익(지배주주)	억원	166	894	123	770	992	1,105
영업이익률%	%	3.8	5.4	5.8	7.4	8.3	8.7
EBITDA%	%	7.5	8.9	10.5	11.6	12.1	11.3
순이익률	%	1.0	8.3	1.6	5.7	6.5	6.6
EPS(계속사업)	원	849	4,567	631	3,938	5,072	5,647
PER	배	80.6	12.6	105.9	20.8	16.2	14.5
PBR	배	0.9	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	15.2	8.7	7.0	7.3	5.8	5.0
ROE	%	1.1	5.8	0.8	4.8	5.8	6.1
순차입금	억원	-4,889	-4,144	-5,199	-5,738	-7,047	-8,673
부채비율	%	27.7	37.1	36.7	39.4	40.3	40.2

NHN 2Q20 실적 전망

(억원, %, %p)	2Q20E	2Q19	YoY	1Q20	QoQ	2Q20C	vs. 컨센서스
매출액	3,942	3,662	7.6	3,946	-0.1	4,032	-2.2
영업이익	269	254	5.7	283	-4.9	297	-9.4
OPM	6.8	6.9	-0.1	7.2	-0.3	7.4	-0.5
세전이익	291	276	5.3	311	-6.3	332	-12.3
Margin	7.4	7.5	-0.2	7.9	-0.5	8.2	-0.8
지배주주순이익	182	99	84.7	141	29.4	199	-8.4
Margin	4.6	2.7	1.9	3.6	1.1	4.9	-0.3

자료: NHN, Quantwise, SK증권

NHN 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2Q20E					2020E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	3,899.8	3,941.8	1.1	4,031.6	-2.2	16,004.7	16,314.0	1.9	16,734.9	-2.5
게임 부문	1,149.3	1,054.8	-8.2			4,549.6	4,374.0	-3.9		
PC	373.1	382.1	2.4			1,460.3	1,510.6	3.4		
모바일	776.3	672.8	-13.3			3,089.3	2,863.4	-7.3		
비게임 부문	2,824.5	2,961.7	4.9			11,744.4	12,235.2	4.2		
결재&광고	1,446.3	1,577.8	9.1			5,814.4	6,276.8	8.0		
콘텐츠	440.1	427.9	-2.8			1,745.6	1,711.1	-2.0		
커머스	564.9	564.9	0.0			2,479.0	2,479.0	0.0		
기술	326.5	344.5	5.5			1,508.5	1,571.5	4.2		
기타	46.7	46.7	0.0			196.9	196.9	0.0		
내부거래	-74.0	-74.8	1.1			-289.3	-295.2	2.0		
영업비용	3,649.4	3,672.8	0.6	3,734.9	-1.7	14,846.4	15,103.6	1.7	15,460.9	-2.3
지급수수료	2,195.0	2,234.4	1.8			9,102.5	9,339.3	2.6		
인건비	913.7	895.9	-1.9			3,676.9	3,662.7	-0.4		
광고선전비	169.0	169.0	0.0			657.2	680.6	3.6		
감가상각비	189.0	189.0	0.0			674.1	674.1	0.0		
통신비	65.2	65.8	1.0			262.1	266.0	1.5		
기타영업비용	117.5	118.7	1.0			473.7	480.8	1.5		
영업이익	250.4	268.9	7.4	296.7	-9.4	1,158.2	1,210.4	4.5	1,273.9	-5.0
영업이익률	6.4%	6.8%	0.4%	7.4%	-0.5%	7.2%	7.4%	0.2%	7.6%	-0.2%
지배주주순이익	181.7	181.9	0.1	198.6	-8.4	815.8	770.5	-5.6	799.4	-3.6
지배주주순이익률	4.7%	4.6%	0.0%	4.9%	-0.3%	5.1%	4.7%	-0.4%	4.8%	-0.1%

자료: NHN, Quantwise, SK증권

NHN 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	3,706	3,662	3,518	4,001	3,946	3,942	4,021	4,405	4,350	4,476	4,503	4,878	14,886	16,314	18,207
게임 부문	1,140	1,050	988	999	1,047	1,055	1,115	1,157	1,182	1,186	1,208	1,207	4,177	4,374	4,784
PC	409	372	345	320	357	382	392	379	393	385	395	382	1,446	1,511	1,555
모바일	731	678	643	680	690	673	723	777	789	801	813	825	2,732	2,863	3,228
비게임 부문	2,635	2,693	2,597	3,052	2,960	2,962	2,982	3,332	3,250	3,375	3,381	3,763	10,976	12,235	13,769
결재&광고	1,240	1,315	1,225	1,403	1,513	1,578	1,531	1,655	1,680	1,846	1,806	1,903	5,182	6,277	7,235
콘텐츠	496	489	445	448	394	428	432	457	414	449	454	479	1,878	1,711	1,797
커머스	508	491	522	708	637	565	601	676	685	636	646	760	2,228	2,479	2,727
기술	253	300	319	430	366	344	367	495	421	396	422	569	1,302	1,571	1,807
기타	138	99	86	64	49	47	51	50	51	48	53	51	386	197	203
내부거래	-	-	-67	-50	-61	-75	-76	-84	-83	-85	-85	-93	-267	-295	-345
영업비용	3,489	3,408	3,297	3,826	3,663	3,673	3,716	4,052	3,999	4,131	4,131	4,436	14,019	15,104	16,698
지급수수료	2,028	1,983	1,907	2,358	2,315	2,234	2,279	2,510	2,487	2,559	2,575	2,790	8,276	9,339	10,412
인건비	927	878	839	901	852	896	914	1,001	954	981	988	1,070	3,546	3,663	3,993
광고선전비	121	147	167	189	150	169	174	187	192	197	202	207	624	681	797
감가상각비	180	183	182	155	165	189	160	160	169	194	164	164	701	674	691
통신비	67	69	68	63	65	66	67	68	70	71	73	74	268	266	288
기타영업비용	165	147	134	159	116	119	122	125	127	128	130	132	605	481	518
영업이익	217	255	221	174	283	269	305	353	351	345	372	442	867	1,210	1,509
영업이익률	5.9%	7.0%	6.3%	4.4%	7.2%	6.8%	7.6%	8.0%	8.1%	7.7%	8.3%	9.1%	5.8%	7.4%	8.3%
EBITDA	397	438	402	330	448	458	465	513	520	538	536	606	1,568	1,884	2,200
EBITDA 마진	10.7%	12.0%	11.4%	8.2%	11.4%	11.6%	11.6%	11.7%	12.0%	12.0%	11.9%	12.4%	10.5%	11.6%	12.1%
지배주주순이익	73	99	260	-308	141	182	293	155	229	222	334	208	124	770	992
지배주주순이익률	2.0%	2.7%	7.4%	-7.7%	3.6%	4.6%	7.3%	3.5%	5.3%	5.0%	7.4%	4.3%	0.8%	4.7%	5.5%

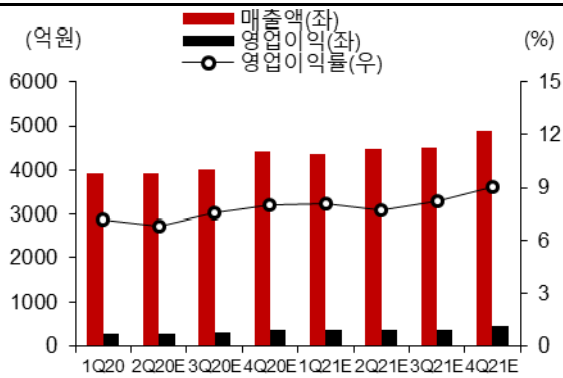
자료: NHN, SK 증권

NHN 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역(장르)	비고	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
미이라사육법	글로벌 (캐주얼)	동명 Comico 웹툰 기반 게임	3/21 출시							
LINE 디즈니 토이 컴퍼니	동남아 (캐주얼)	디즈니 IP 활용한 캐주얼 퍼즐 게임		4/17 출시						
닥터 마리오 월드	글로벌 (액션&퍼즐)	Nintendo 닥터 마리오 IP 활용한 퍼즐 게임 9월 업데이트 통해 수익성 개선에 집중			7/10 출시					
콤포스	중국 (실시간 전략)	일본 자회사 NHN Playart 가 개발한 실시간 대전 모바일게임				11/20 중국 출시				
애프터라이프	한국, 일본 (육성 시뮬레이션)	여성향 미소녀 캐릭터 시뮬레이션 게임. 국내 출시 후 일본 등으로 확장 계획				11/19 한국 출시				
크리티컬 업스 Reloaded	아시아 (슈팅)	핀란드 Critical Force 사가 개발해 서구서 인기 끈 FPS 게임 아시아 15~17개국 퍼블리싱			8월말 CBT				7월 아시아 출시	
용비불패 M	한국 (횡스크롤 RPG)	국내 무협 만화 기반 액션 RPG 게임 퍼블리싱							국내 출시	
은행강도(가칭)	미정 (배틀로얄 FPS)	NHN Playart 가 제작 중인 배틀로얄 방식 일인칭 슈팅 게임								출시 예상
글로벌 게임 애니메이션 IP 신작 (2개)	글로벌 (캐주얼)	인기 일본 게임 및 애니메이션 IP 기반 타이틀								출시 예상
쯔무쯔무2	글로벌 (캐주얼)	기존 일본 히트작 쯔무쯔무 후속작						CBT 진행		출시 예상
스포츠 베팅 게임	국내 (스포츠베팅)	PC용 스포츠 베팅 게임								출시 예상

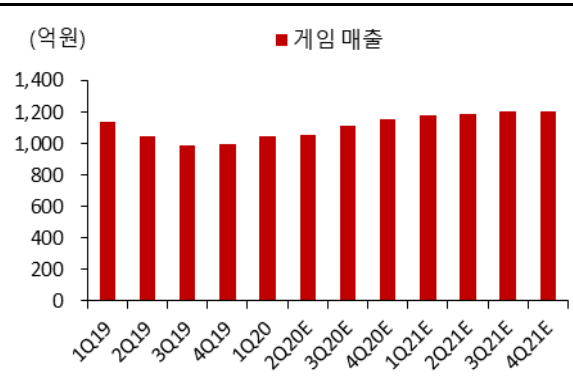
자료: NHN, SK 증권

NHN 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



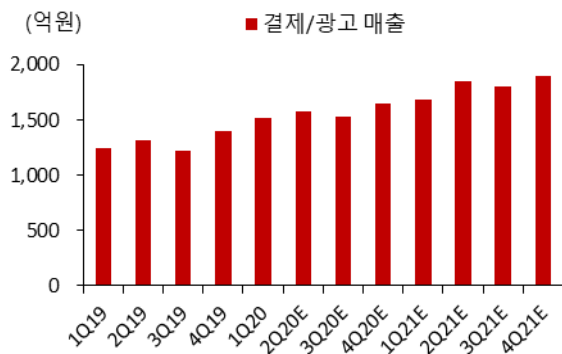
자료: NHN, SK 증권

NHN 게임 부문 매출 추이 및 전망



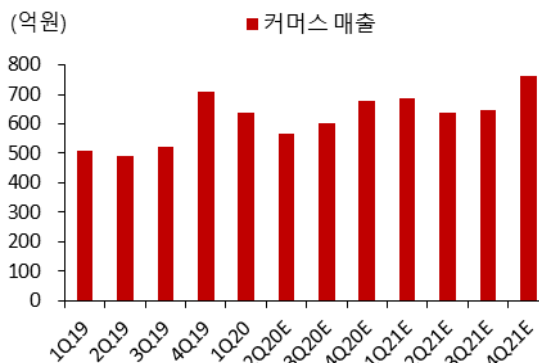
자료: NHN, SK 증권

NHN 결제/광고 부문 매출 추이 및 전망



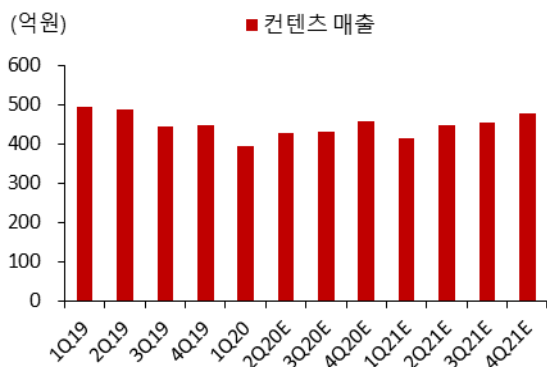
자료: NHN, SK 증권

NHN 커머스 부문 매출 추이 및 전망



자료: NHN, SK 증권

NHN 콘텐츠 부문 매출 추이 및 전망



자료: NHN, SK 증권

주: 결제 비중 80~85%, 송금 비중 15~20% 추정

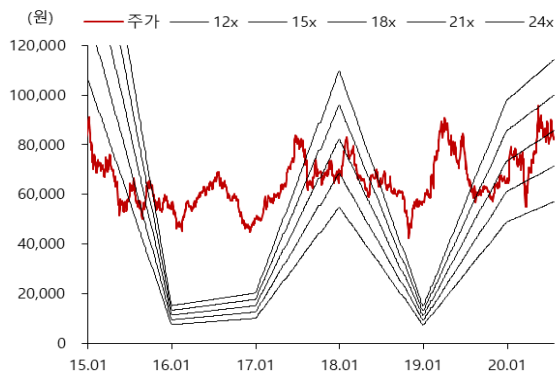
PAYCO 2019 년 분기 거래액 증가 추이



자료: NHN, SK 증권

주: 결제 비중 80~85%, 송금 비중 15~20% 추정

NHN 12MF PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

주: 컨센서스 기준

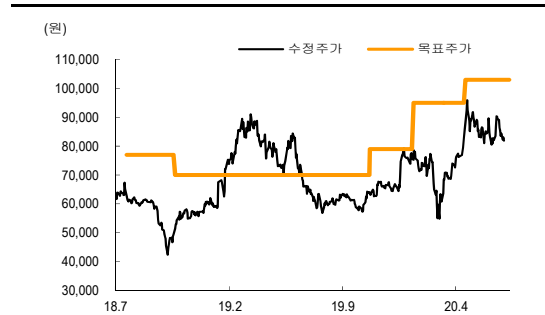
NHN 12MF PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

주: 컨센서스 기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.07.23	매수	103,000원	6개월		
2020.05.20	매수	103,000원	6개월	-16.13%	-6.89%
2020.05.11	매수	103,000원	6개월	-12.18%	-6.89%
2020.04.29	매수	95,000원	6개월	-24.84%	-12.63%
2020.02.11	매수	95,000원	6개월	-25.53%	-17.37%
2020.02.03	매수	95,000원	6개월	-19.21%	-17.37%
2019.11.13	매수	79,000원	6개월	-13.31%	0.25%
2018.11.12	매수	70,000원	6개월	-2.65%	30.00%
2018.08.13	매수	77,000원	6개월	-26.82%	-18.83%



Compliance Notice

- 작성자(이진만)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 7월 23일 기준)

매수	85%	중립	15%	매도	0%
----	-----	----	-----	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	10,063	10,587	11,662	13,418	15,542
현금및현금성자산	3,855	4,574	5,654	6,963	8,589
매출채권및기타채권	2,907	2,684	2,955	3,272	3,626
재고자산	376	382	420	465	516
비유동자산	14,883	14,416	14,903	15,187	15,119
장기금융자산	3,490	3,151	3,341	3,341	3,341
유형자산	3,707	3,645	3,583	3,422	2,993
무형자산	5,540	4,686	4,619	4,557	4,505
자산총계	24,947	25,003	26,565	28,605	30,660
유동부채	5,625	5,328	5,956	6,462	7,027
단기금융부채	1,004	1,048	1,244	1,244	1,244
매입채무 및 기타채무	3,060	2,808	3,091	3,423	3,794
단기충당부채	20	32	35	39	43
비유동부채	1,121	1,388	1,549	1,752	1,771
장기금융부채	473	565	523	523	523
장기매입채무 및 기타채무	5	131	249	368	368
장기충당부채	44	58	64	71	84
부채총계	6,746	6,716	7,505	8,215	8,798
지배주주지분	15,823	15,788	16,486	17,613	18,852
자본금	98	98	98	98	98
자본잉여금	12,376	12,376	12,376	12,376	12,376
기타자본구성요소	-269	-511	-719	-719	-719
자기주식	-459	-563	-563	-563	-563
이익잉여금	3,862	4,002	4,771	5,763	6,868
비지배주주지분	2,378	2,499	2,575	2,778	3,010
자본총계	18,200	18,287	19,060	20,390	21,862
부채외자본총계	24,947	25,003	26,565	28,605	30,660

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	282	1,050	1,431	1,626	1,650
당기순이익(손실)	1,047	232	932	1,190	1,332
비현금성항목등	244	1,564	988	1,010	948
유형자산감가상각비	310	572	550	576	429
무형자산감가상각비	134	129	124	115	105
기타	-184	507	-18	-71	-17
운전자본감소(증가)	29	32	98	81	-125
매출채권및기타채권의 감소(증가)	188	88	-245	-317	-354
재고자산감소(증가)	-67	31	-39	-45	-50
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	513	-147	-74	332	371
기타	-606	60	455	112	-91
법인세납부	-1,039	-777	-587	-656	-505
투자활동현금흐름	343	-99	-183	-371	40
금융자산감소(증가)	348	-397	195	0	0
유형자산감소(증가)	-701	-448	-415	-415	0
무형자산감소(증가)	20	-64	-53	-53	-53
기타	676	810	90	97	93
재무활동현금흐름	-453	-231	-176	54	-64
단기금융부채증가(감소)	-71	-650	109	0	0
장기금융부채증가(감소)	116	76	-13	0	0
자본의증가(감소)	-176	-104	0	0	0
배당금의 지급	0	-39	-30	0	0
기타	-322	486	-244	54	-64
현금의 증가(감소)	174	719	1,080	1,309	1,625
기초현금	3,681	3,855	4,574	5,654	6,963
기말현금	3,855	4,574	5,654	6,963	8,589
FCF	1,112	224	1,013	1,279	1,622

자료 : NHN, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	12,646	14,886	16,314	18,207	20,179
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	12,646	14,886	16,314	18,207	20,179
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	11,959	14,019	15,104	16,698	18,433
영업이익	686	867	1,210	1,509	1,746
영업이익률 (%)	5.4	5.8	7.4	8.3	8.7
비영업손익	852	-211	133	133	92
순금융비용	-93	-13	-3	-15	-29
외환관련손익	41	56	47	47	47
관계기업투자등 관련손익	379	15	2	0	0
세전계속사업이익	1,538	655	1,343	1,642	1,838
세전계속사업이익률 (%)	12.2	4.4	8.2	9.0	9.1
계속사업법인세	491	424	411	452	505
계속사업이익	1,047	232	932	1,190	1,332
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,047	232	932	1,190	1,332
순이익률 (%)	8.3	1.6	5.7	6.5	6.6
지배주주	894	123	770	992	1,105
지배주주귀속 순이익률(%)	7.07	0.83	4.72	5.45	5.48
비지배주주	154	108	161	198	227
총포괄이익	985	313	1,071	1,330	1,472
지배주주	854	207	905	1,127	1,240
비지배주주	131	106	166	203	232
EBITDA	1,130	1,567	1,884	2,200	2,280

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	39.1	17.7	9.6	11.6	10.8
영업이익	97.6	26.3	39.6	24.7	15.7
세전계속사업이익	182.7	-57.4	104.9	22.3	11.9
EBITDA	65.6	38.7	20.2	16.8	3.6
EPS(계속사업)	438.2	-86.2	524.4	28.8	11.3
수익성 (%)					
ROE	5.8	0.8	4.8	5.8	6.1
ROA	4.5	0.9	3.6	4.3	4.5
EBITDA마진	8.9	10.5	11.6	12.1	11.3
안정성 (%)					
유동비율	178.9	198.7	195.8	207.6	221.2
부채비율	37.1	36.7	39.4	40.3	40.2
순차입금/자기자본	-22.8	-28.4	-30.1	-34.6	-39.7
EBITDA/이자비용(배)	87.9	29.8	29.4	34.3	35.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,567	631	3,938	5,072	5,647
BPS	80,873	80,696	84,261	90,022	96,357
CFPS	6,834	4,212	7,384	8,604	8,377
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.2	144.3	24.4	18.9	17.0
PER(최저)	9.3	90.1	13.9	10.8	9.7
PBR(최고)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	8.4	15.9	11.1	9.5	9.8
EV/EBITDA(최고)	13.2	10.0	8.7	7.1	6.2
EV/EBITDA(최저)	6.1	5.8	4.5	3.4	2.7