

SK COMPANY Analysis



Analyst
이진만

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

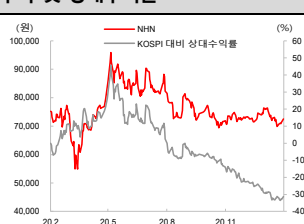
Company Data

자본금	98 억원
발행주식수	1,957 만주
자사주	102 만주
액면가	500 원
시가총액	14,185 억원
주요주주	
이준호(외17)	47.65%
국민연금공단	8.04%
외국인지분률	11.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/02/08)	72,500 원
KOSPI	3091.24 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	95,900 원
52주 최저가	54,900 원
60일 평균 거래대금	78 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.1%	-3.2%
6개월	-11.9%	-33.0%
12개월	-4.2%	-31.5%

NHN (181710/KS | 매수(유지) | T.P 93,000 원(하향))

약화된 이익 체력 회복 필요

- 4Q20 매출액 4,623 억원, 영업이익 203 억원 기록. 이익 컨센서스 크게 하회
- 신작 모바일게임 흥행 부재 지속과 비용 증가가 원인. 영업외에서도 대규모 손실 발생
- 한사결, 커머스, 기술 부문은 매출 성장 지속 중이나 PAYCO는 아직 코로나19 영향권
- 올해 5종의 모바일게임 신작 출시 예정. 이익 기여도 높은 게임 부문 경쟁력 회복 관건
- 단기간에 약화된 게임 부문 경쟁력 회복 쉽지 않다 판단. 목표주가 93,000 원으로 하향

4Q20 영업이익 203 억원 기록하며 컨센서스 크게 하회

4Q20 매출액 4,623 억원(+13.5% YoY, +9.3% QoQ), 영업이익 203 억원(+13.9% YoY, -35.0% QoQ) 기록하며 영업이익 컨센서스 하회. 4분기 4종의 신작 출시에도 불구하고 흥행작 부재하며 모바일게임 매출이 전 분기 대비 감소했으며 인건비와 광고 선전비는 각각 인센티브, 신작 및 웹툰 마케팅 영향으로 증가. 지배주주순이익은 부진한 자회사들로부터 628 억원 규모의 영업권 손상차손 발생하며 적자 전환

▲ 결제/광고, 커머스, 기술 / - PAYCO, 콘텐츠 / ▼ 게임

- **게임**: 매출 QoQ 2% 감소. PC 방 영업 제한으로 인한 PC 웹보드 매출 영향과 일반 시장 주력 모바일 타이틀의 매출 감소, 4분기 출시 신작 4종의 미미한 성과가 원인
- **결제/광고**: NHN 한사결 전자상거래 산업의 높은 성장성 유지되며 국내 주요가맹점 거래대금 증가 / PAYCO 결제액 1.8 조원(연간 7 조원), 오프라인 결제 비중 14%, MAU 400 만명. 높은 여행, 공연 업종 의존도로 경쟁 서비스 대비 낮은 성장세 지속
- **커머스**: Accommate, NHN 글로벌, NHN 고도 모두 높은 성장세 유지. NHN 고도+Accommate 합산 연간 거래액 3조원 이상 기록
- **기술**: NHN 클라우드 클라우드 시장 성장 지속되며 신규 수주 지속 확대되며 연 매출 YoY 76% 증가했으며 협업플랫폼 두레이 또한 경쟁력 확보 중

약화된 게임 부문 경쟁력 반영해 목표주가 93,000 원으로 하향

동사는 결제/광고, 커머스, 기술 부문을 성장 동력으로 앞세워 종합 IT 기업으로의 변화를 시도 중이나 높은 이익 기여도로 동사의 영업이익 상당 부분을 책임지고 있는 게임 부문의 경쟁력 약화는 아쉬움. 올해 비게임 매출 증가 예상되나 게임 사업 매출 추정치 하향으로 인해 올해 영업이익 추정치 11.8% 하향 조정. 목표주가 93,000 원으로 하향

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	9,091	12,646	14,886	16,814	19,342	21,756
yoy	%	6.2	39.1	17.7	13.0	15.0	12.5
영업이익	억원	347	686	867	1,025	1,364	1,682
yoy	%	31.7	97.6	26.3	18.2	33.1	23.3
EBITDA	억원	682	1,130	1,567	1,687	2,043	2,420
세전이익	억원	544	1,538	655	719	1,240	1,527
순이익(지배주주)	억원	166	894	123	232	782	941
영업이익률%	%	3.8	5.4	5.8	6.1	7.1	7.7
EBITDA%	%	7.5	8.9	10.5	10.0	10.6	11.1
순이익률	%	1.0	8.3	1.6	2.1	4.7	5.1
EPS(계속사업)	원	849	4,567	631	1,186	3,998	4,809
PER	배	80.6	12.6	105.9	62.9	18.1	15.1
PBR	배	0.9	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	15.2	8.7	7.0	7.3	5.4	3.9
ROE	%	1.1	5.8	0.8	1.5	4.8	5.4
순차입금	억원	-4,889	-4,144	-5,199	-5,815	-7,132	-8,859
부채비율	%	27.7	37.1	36.7	43.9	46.7	47.7

NHN 4Q20 실적 리뷰

(억원, %, %p)	4Q20P	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	4Q20E	vs. 추정치	4Q20C	vs. 컨센
매출액	4,623	4,001	13.5	4,194	9.3	4,600	0.5	4,559	1.4
영업이익	203	175	13.9	274	-35.0	341	-68.1	299	-32.0
OPM	4.4	4.4	0.0	6.5	-2.1	7.4	-3.0	6.6	-2.2
세전이익	-279	-339	적축	351	적전	244	적전	188	적전
Margin	-6.0	-8.5	2.4	8.4	-14.4	5.3	-11.3	4.1	-10.2
지배주주순이익	-370	-308	적확	297	적전	150	적전	102	적전
Margin	-8.0	-7.7	-0.3	7.1	-15.1	3.3	-11.2	2.2	-10.2

자료: NHN, Quantwise, SK증권

NHN 실적 추정치 변경

(억원, %, %p)	2021E				
	기존	변경 후	차이	컨센서스	차이
매출액	18,994.2	19,341.6	1.8	19,047.4	1.5
게임 부문	4,454.6	4,066.1	-8.7		
PC	1,462.1	1,489.5	1.9		
모바일	2,992.5	2,576.6	-13.9		
비게임 부문	14,886.0	15,619.0	4.9		
결제&광고	7,995.4	8,596.0	7.5		
컨텐츠	1,763.1	1,857.6	5.4		
커머스	3,184.5	3,167.7	-0.5		
기술	1,870.9	1,937.2	3.5		
기타	72.2	60.6	-16.1		
내부거래	-346.5	-343.5	-0.9		
영업비용	17,448.2	17,977.8	3.0	17,613.4	2.1
지급수수료	11,409.7	11,934.2	4.6		
인건비	3,799.9	3,726.5	-1.9		
광고선전비	869.2	863.9	-0.6		
감가상각비	679.7	679.2	-0.1		
통신비	262.3	259.9	-0.9		
기타영업비용	427.5	513.9	20.2		
영업이익	1,545.9	1,363.8	-11.8	1,433.9	-4.9
영업이익률	8.1%	7.1%	-1.1%	7.5%	-0.5%
지배주주순이익	1,026.6	782.2	-23.8	949.4	-17.6
지배주주순이익률	5.4%	4.0%	-1.4%	5.0%	-0.9%

자료: NHN, Quantwise, SK 증권

NHN 실적 추정

(억원 %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	3,706	3,662	3,518	4,001	3,946	4,051	4,194	4,623	4,520	4,744	4,828	5,249	14,886	16,815	19,342
게임 부문	1,140	1,050	988	999	1,047	1,055	1,004	985	964	1,034	996	1,071	4,177	4,091	4,066
PC	409	372	345	320	357	379	353	390	360	380	355	394	1,446	1,479	1,490
모바일	731	678	643	680	690	676	652	595	604	655	641	677	2,732	2,613	2,577
비게임 부문	2,635	2,693	2,597	3,052	2,960	3,050	3,264	3,700	3,636	3,794	3,918	4,271	10,976	12,974	15,619
결제&광고	1,240	1,315	1,225	1,403	1,513	1,569	1,689	1,910	2,024	2,116	2,179	2,277	5,182	6,681	8,596
컨텐츠	496	489	445	448	394	396	425	446	454	460	467	477	1,878	1,661	1,858
커머스	508	491	522	708	637	668	739	808	733	748	798	889	2,228	2,852	3,168
기술	253	300	319	430	366	396	392	520	410	456	458	614	1,302	1,674	1,937
기타	138	99	86	64	49	21	20	16	16	15	15	14	386	106	61
내부거래	-	-	-67	-50	-61	-54	-74	-61	-80	-84	-86	-93	-267	-250	-344
영업비용	3,489	3,408	3,297	3,826	3,663	3,787	3,920	4,420	4,211	4,426	4,455	4,886	14,019	15,790	17,978
지급수수료	2,028	1,983	1,907	2,358	2,315	2,415	2,523	2,830	2,779	2,926	2,982	3,247	8,276	10,084	11,934
인건비	927	878	839	901	852	865	858	920	871	914	918	1,024	3,546	3,494	3,727
광고선전비	121	147	167	189	150	182	207	297	208	229	194	233	624	836	864
감가상각비	180	183	182	155	165	165	164	168	169	169	168	173	701	663	679
통신비	67	69	68	63	65	64	61	62	63	64	66	67	268	251	260
기타영업비용	165	147	134	159	116	96	107	143	122	124	127	142	605	462	514
영업이익	217	255	221	174	283	264	274	203	309	319	373	363	867	1,025	1,364
<i>영업이익률</i>	<i>5.9%</i>	<i>7.0%</i>	<i>6.3%</i>	<i>4.4%</i>	<i>7.2%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.5%</i>	<i>4.4%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.7%</i>	<i>7.7%</i>	<i>6.9%</i>	<i>5.8%</i>	<i>6.1%</i>	<i>7.1%</i>
EBITDA	397	438	402	330	448	429	438	371	478	488	541	535	1,568	1,687	2,043
<i>EBITDA 마진</i>	<i>10.7%</i>	<i>12.0%</i>	<i>11.4%</i>	<i>8.2%</i>	<i>11.4%</i>	<i>10.6%</i>	<i>10.4%</i>	<i>8.0%</i>	<i>10.6%</i>	<i>10.3%</i>	<i>11.2%</i>	<i>10.2%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.0%</i>	<i>10.6%</i>
지배주주순이익	73	99	260	-308	141	164	297	-370	242	248	283	9	124	232	782
<i>지배주주순이익률</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.7%</i>	<i>7.4%</i>	<i>-7.7%</i>	<i>3.6%</i>	<i>4.0%</i>	<i>7.1%</i>	<i>-8.0%</i>	<i>5.4%</i>	<i>5.2%</i>	<i>5.9%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.4%</i>	<i>4.0%</i>

자료: NHN, SK 증권

NHN 주요 신작 예상 출시 일정

게임명	지역(장르)	비고	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21~
디즈니 썬즈 Stadium	일본, 글로벌 (캐주얼)	썬즈썬즈와 경쟁 방식을 달리해 차별화한 후 속작 플레이아트, 국내사 공동 개발			9/6 일본 등 6 개국 출시					
크리틱얼 옵스 Reloaded	아시아 (FPS)	핀란드 Critical Force 사가 개발해 서구서 인기 큰 FPS 게임 아시아 15~17 개국 퍼블리싱				10/12 아시아 출시				
용비불패 M	한국 (횡스크롤 RPG)	국내 무협 만화 기반 액션 RPG 게임 퍼블리싱				10/20 국내 출시				
한게임 스포츠베팅 게임	국내 (스포츠베팅)	모바일, PC, 웹용 스포츠 승부예측 게임				11/10 국내 출시				
A.I.M.\$	일본 (배틀로얄 FPS)	컴파스, 썬즈썬즈, 뿌니뿌니 등 개발한 NHN Playart 가 제작 중인 캐주얼 배틀로얄 게임				11/17 일본 출시				
기타 모바일 신작 라인업	캐주얼 미드코어	2021 년 신작 5 개 출시 예정. 아이돌마스터 팜링크스, 글로벌 게임/애니 IP 신작 2 종 포 함					아이돌마스터 팜링크스 출시 예정			

자료: NHN, SK 증권

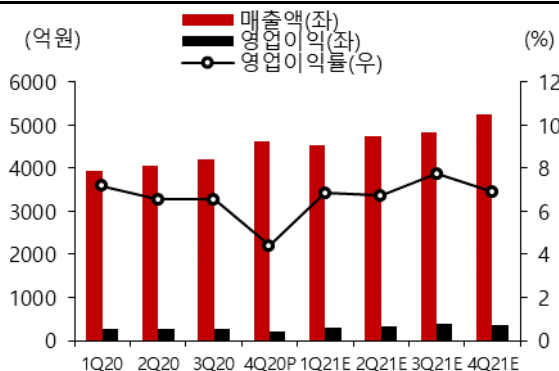
NHN 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
a) 게임 사업 영업가치	7,151	억원	(1) x (2)
2021년 예상 매출액	4,066	억원	
2021년 예상 NOPAT (1)	1,014	억원	OPM: PC웹보드 60%, PC 30%, 모바일 20% / 법인세율: 25% 적용
Target PER (2)	7.0	배	Peer 게임사 2개* 2021년 PER 평균 대비 15% 할인
b) PAYCO 가치	5,031	억원	(1) x (2)
(1) 적정 가치	7,353	억원	최근 투자 유치 시 (2019.07.05) 산정 가치 적용. NHN한사결 포함
(2) 지분율	68.4	%	
c) 투자자산	2,264	억원	(1)+(2)에 30% 할인을 적용
(1) 상장사	1,326	억원	① ~ ④
① NHN벅스	396	억원	2021.02.08 시총 기준(지분율 45.3%)
② 파이오링크	262	억원	2021.02.08 시총 기준(지분율 28.97%)
③ 데브시스템즈	604	억원	2021.02.08 시총 기준(지분율 15.92%)
④ 유비벨록스	64	억원	2021.02.08 시총 기준(지분율 8.8%)
(2) 기타 투자자산	1,909	억원	3Q20 장부가 적용
d) 순현금	3,753	억원	2020.3Q 기준
적정 시가총액	18,199	억원	a) + b) + c) + d)
주식 수	1,957	만주	
적정 주가	93,019	원	
목표 주가	93,000	원	
현재 주가(2021.02.08)	72,500	원	
상승 여력	28.3	%	

자료: Quantwise, SK 증권

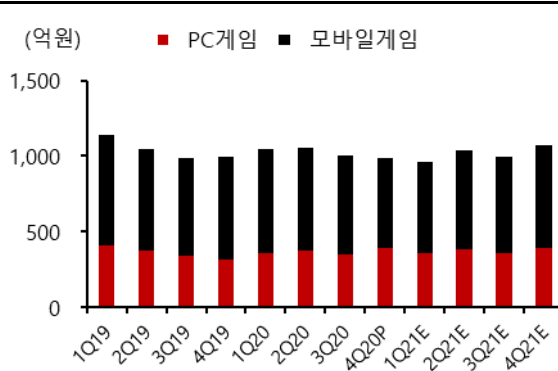
*주: 더블유게임즈(8.3 배), 네오위즈(8.3 배) - 모바일 웹보드, 소셜카지노 게임 주력인 국내 게임사

NHN 분기별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



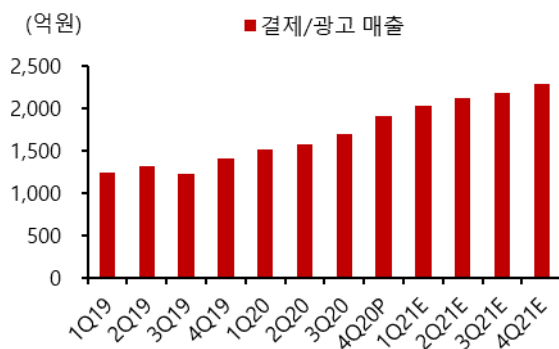
자료: NHN, SK 증권

NHN 게임 부문 매출 추이 및 전망



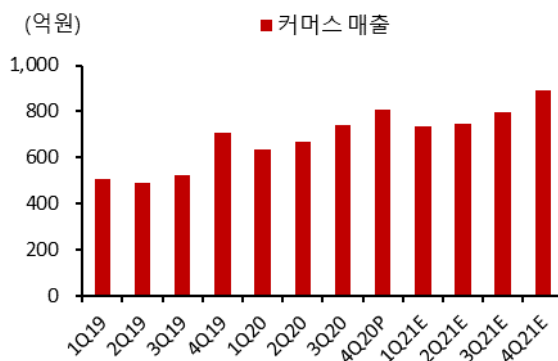
자료: NHN, SK 증권

NHN 결제/광고 부문 매출 추이 및 전망



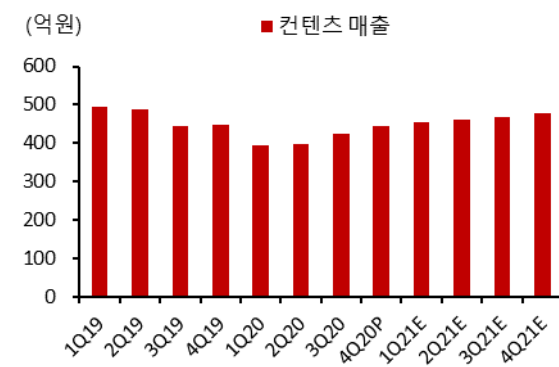
자료: NHN, SK 증권

NHN 커머스 부문 매출 추이 및 전망



자료: NHN, SK 증권

NHN 콘텐츠 부문 매출 추이 및 전망



자료: NHN, SK 증권

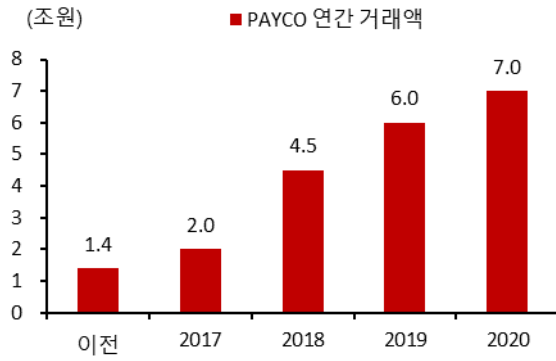
PAYCO 분기별 거래액 추이



자료: NHN, SK 증권

주: 결제 비중 80~85%, 송금 비중 15~20% 추정

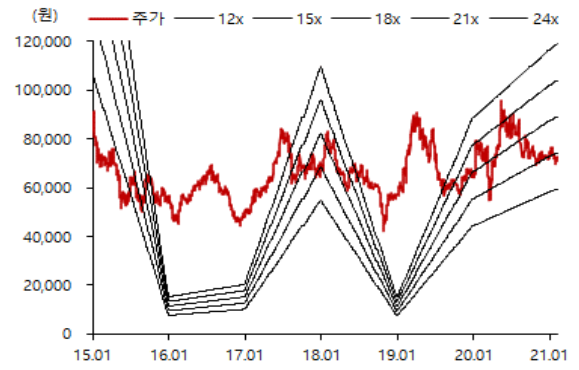
PAYCO 연간 거래액 추이



자료: NHN, SK 증권

주: 결제 비중 80~85%, 송금 비중 15~20% 추정

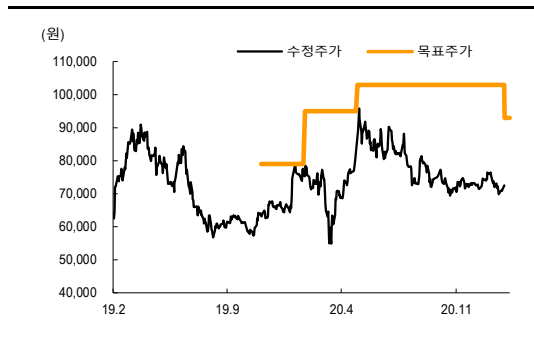
NHN PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

주: 컨센서스 기준

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.09	매수	93,000원	6개월		
2020.11.14	매수	103,000원	6개월	-24.19%	-6.89%
2020.08.10	매수	103,000원	6개월	-22.00%	-6.89%
2020.07.23	매수	103,000원	6개월	-16.65%	-6.89%
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%



Compliance Notice

- 작성자(이)진만는 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 2 월 9 일 기준)

매수	89.34%	중립	10.66%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	10,063	10,587	11,621	13,528	15,874
현금및현금성자산	3,855	4,574	5,423	6,739	8,466
매출채권및기타채권	2,907	2,684	3,101	3,521	3,960
재고자산	376	382	441	501	563
비유동자산	14,883	14,416	15,027	15,156	14,837
장기금융자산	3,490	3,151	3,415	3,415	3,415
유형자산	3,707	3,645	3,758	3,653	3,067
무형자산	5,540	4,686	4,818	4,820	4,821
자산총계	24,947	25,003	26,649	28,684	30,711
유동부채	5,625	5,328	5,891	6,561	7,262
단기금융부채	1,004	1,048	946	946	946
매입채무 및 기타채무	3,060	2,808	3,244	3,683	4,143
단기충당부채	20	32	37	42	47
비유동부채	1,121	1,388	2,235	2,569	2,654
장기금융부채	473	565	498	498	498
장기매입채무 및 기타채무	5	131	326	521	521
장기충당부채	44	58	67	76	93
부채총계	6,746	6,716	8,126	9,129	9,915
지배주주지분	15,823	15,788	15,999	16,924	18,008
자본금	98	98	98	98	98
자본잉여금	12,376	12,376	12,376	12,376	12,376
기타자본구성요소	-269	-511	-674	-674	-674
자기주식	-459	-563	-563	-563	-563
이익잉여금	3,862	4,002	4,386	5,168	6,109
비지배주주지분	2,378	2,499	2,523	2,631	2,788
자본총계	18,200	18,287	18,522	19,555	20,795
부채외자본총계	24,947	25,003	26,649	28,684	30,711

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	282	1,050	1,086	1,658	1,840
당기순이익(손실)	1,047	232	358	899	1,107
비현금성항목등	244	1,564	1,478	1,144	1,313
유형자산감가상각비	310	572	514	528	586
무형자산감가상각비	134	129	148	152	152
기타	-184	507	586	197	242
운전자본감소(증가)	29	32	-125	87	-160
매출채권및기타채권의 감소(증가)	188	88	-629	-420	-440
재고자산감소(증가)	-67	31	-60	-60	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	513	-147	56	439	460
기타	-606	60	508	127	-118
법인세납부	-1,039	-777	-624	-471	-420
투자활동현금흐름	343	-99	258	-484	-60
금융자산감소(증가)	348	-397	474	0	0
유형자산감소(증가)	-701	-448	-423	-423	0
무형자산감소(증가)	20	-64	-153	-153	-153
기타	676	810	361	92	93
재무활동현금흐름	-453	-231	-495	143	-52
단기금융부채증가(감소)	-71	-650	-127	0	0
장기금융부채증가(감소)	116	76	-121	0	0
자본의증가(감소)	-176	-104	0	0	0
배당금의 지급	0	-39	-33	0	0
기타	-322	486	-214	143	-52
현금의 증가(감소)	174	719	849	1,317	1,727
기초현금	3,681	3,855	4,574	5,423	6,739
기말현금	3,855	4,574	5,423	6,739	8,466
FCF	1,112	224	829	1,040	1,644

자료 : NHN, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	12,646	14,886	16,814	19,342	21,756
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	12,646	14,886	16,814	19,342	21,756
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	11,959	14,019	15,790	17,978	20,074
영업이익	686	867	1,025	1,364	1,682
영업이익률 (%)	5.4	5.8	6.1	7.1	7.7
비영업손익	852	-211	-306	-124	-155
순금융비용	-93	-13	-15	-26	-40
외환관련손익	41	56	47	47	47
관계기업투자등 관련손익	379	15	43	0	0
세전계속사업이익	1,538	655	719	1,240	1,527
세전계속사업이익률 (%)	12.2	4.4	4.3	6.4	7.0
계속사업법인세	491	424	361	341	420
계속사업이익	1,047	232	358	899	1,107
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,047	232	358	899	1,107
순이익률 (%)	8.3	1.6	2.1	4.7	5.1
지배주주	894	123	232	782	941
지배주주귀속 순이익률(%)	7.07	0.83	1.38	4.04	4.32
비지배주주	154	108	126	117	166
총포괄이익	985	313	492	1,033	1,241
지배주주	854	207	375	925	1,083
비지배주주	131	106	117	108	157
EBITDA	1,130	1,567	1,687	2,043	2,420

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	39.1	17.7	13.0	15.0	12.5
영업이익	97.6	26.3	18.2	33.1	23.3
세전계속사업이익	182.7	-57.4	9.7	72.5	23.1
EBITDA	65.6	38.7	7.6	21.1	18.4
EPS(계속사업)	438.2	-86.2	88.0	237.2	20.3
수익성 (%)					
ROE	5.8	0.8	1.5	4.8	5.4
ROA	4.5	0.9	1.4	3.3	3.7
EBITDA마진	8.9	10.5	10.0	10.6	11.1
안정성 (%)					
유동비율	178.9	198.7	197.3	206.2	218.6
부채비율	37.1	36.7	43.9	46.7	47.7
순차입금/자기자본	-22.8	-28.4	-31.4	-36.5	-42.6
EBITDA/이자비용(배)	87.9	29.8	32.2	39.0	46.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,567	631	1,186	3,998	4,809
BPS	80,873	80,696	81,775	86,502	92,039
CFPS	6,834	4,212	4,573	7,469	8,580
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	18.2	144.3	80.9	19.1	15.9
PER(최저)	9.3	90.1	46.3	17.5	14.5
PBR(최고)	1.0	1.1	1.2	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
PCR	8.4	15.9	16.3	9.7	8.5
EV/EBITDA(최고)	13.2	10.0	9.7	5.7	4.2
EV/EBITDA(최저)	6.1	5.8	5.0	5.1	3.7