

Company Update

2019. 12. 12

NHN (181710)

게임이 이끄는 실적 개선



오동완
Analyst
dh1.oh@samsung.com
02 2020 7808

- 웹보드게임 성수기 효과와 기존 모바일게임의 콜라보 프로모션 효과로 4분기 매출액과 영업이익은 Q-Q 각각 7.9%, 12.0% 성장이 예상됨
- 기존 모바일게임 매출이 장기화되는 가운데 웹보드게임 규제 완화로 내년 영업이익 35% 성장 예상. 게임 부분 이익 성장과 자산 가치를 감안하면 추가 상승 여력 높음

WHAT'S THE STORY

게임 매출 호조로 4분기 실적 개선: 4분기 매출액은 3,794억원으로 q-q 7.9% 성장이 예상됨. 이는 웹보드게임과 모바일게임이 증가한 가운데, 커머스 및 테크 자회사의 성수기 효과가 나타났기 때문. PC게임 매출은 해외 자회사 철수로 온라인게임 매출 감소세가 지속됨에도 불구하고, 성수기를 맞은 웹보드게임 매출 증가로 q-q 유사한 345억원이 예상됨. 모바일게임은 콤파스, 크루세이더퀘스트 등 기존 게임들의 콜라보 및 업데이트 효과와 콤파스의 중국 출시로 q-q 4.1% 증가 전망. 매출 증가로 영업이익 역시 q-q 12.0% 증가한 247억원이 예상됨.

콜라보로 보여준 기존 게임들의 저력: NHN의 주요 모바일 게임들은 일본 등 글로벌 시장에서 타 브랜드와의 정기적인 콜라보레이션 등 프로모션으로 매출이 장기화되고 있음. 4분기 출시된 애프터라이프나 중국 콤파스의 성과가 부진하고, 내년 신작 라인업들도 아직 구체적으로 공개되지 않아 신작 성과를 크게 기대하기는 어려우나, 기존 게임의 라이프사이클 장기화로 모바일 게임 매출은 향후에도 현재 수준 유지가 가능할 전망.

웹보드 규제 완화 효과 연중 지속 전망: 이번에 입법 예고된 웹보드게임 규제 완화안은 규제개혁위원회에서 최종 심의를 거쳐 큰 문제없이 통과될 전망. 완화된 규제는 3월 중으로 적용되어 내년 1분기부터 웹보드게임 매출 성장을 견인할 전망. 규제 완화로 올해 1,100억원 수준인 PC 웹보드게임 매출은 20년 1,500억원으로, 21년 1,700억원으로 증가가 예상되며, 올해 iOS까지 확대된 모바일 웹보드게임 매출도 상승시킬 전망.

게임 회복으로 밸류에이션 매력 부각: NHN은 고마진 웹보드게임 매출 회복과 기존 모바일게임 수명 장기화로 내년 이익 개선이 연중 나타날 전망. 게임 부분의 호조를 반영하여 내년 추정 EPS를 12.1% 상향하며, 이를 반영하여 목표 주가를 기존 95,000원에서 100,000원(SOTP 방식 적용)으로 5.3% 상향함. 게임 부분의 안정적인 수익성과 페이코 등 주요 자회사의 지분 가치, 현금 등 자산 가치를 감안하면 추가 상승 여력은 매우 높다고 판단됨.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가 **100,000원** (52.9%)

현재주가	65,400원	
시가총액	1.3조원	
Shares (float)	19,565,025주 (47.9%)	
52 주 최저/최고	55,600원/91,000원	
60 일-평균거래대금	35.1억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
NHN (%)	2.0	-17.2	17.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.2	-18.3	14.6

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	95,000	5.3%
2019E EPS	1,539	1,502	2.5%
2020E EPS	3,181	2,839	12.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	89,467
Recommendation	4.0

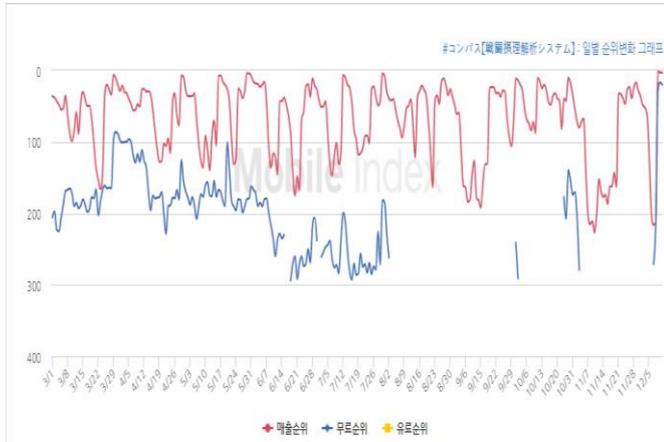
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	1,265	1,468	1,631	1,876
영업이익 (십억원)	69	94	127	167
순이익 (십억원)	105	78	112	143
EPS (adj) (원)	1,364	1,539	3,181	4,519
EPS (adj) growth (%)	흑전	12.8	106.7	42.1
EBITDA margin (%)	8.9	11.4	12.7	13.8
ROE (%)	5.8	3.5	5.3	6.5
P/E (adj) (배)	47.9	42.5	20.6	14.5
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	10.7	5.0	4.2	3.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

컴파스 일본 앱스토어 매출 순위



자료: 모바일인덱스

컴파스 중국 앱스토어 매출 순위



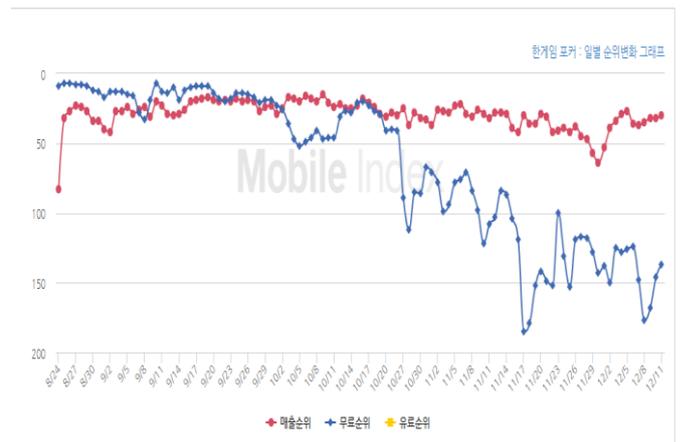
자료: 모바일인덱스

크루세이더퀘스트 국내 구글플레이 매출 순위



자료: 모바일인덱스

한게임 포커 국내 앱스토어 매출 순위



자료: 모바일인덱스

컴파스 12월 8일부터 일본에서 FATE와 콜라보 진행



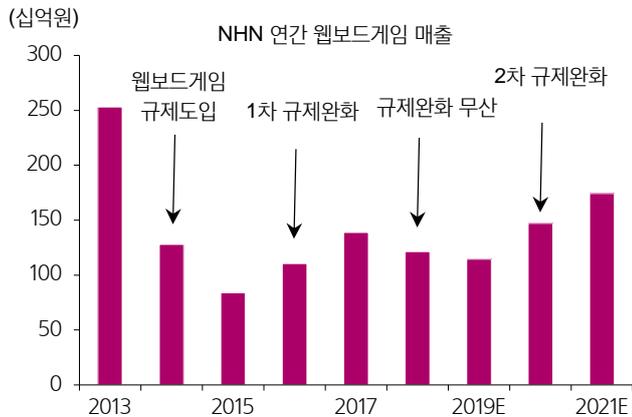
자료: NHN

크루세이더퀘스트 12월 '방패 용사 성공담'과 콜라보 진행



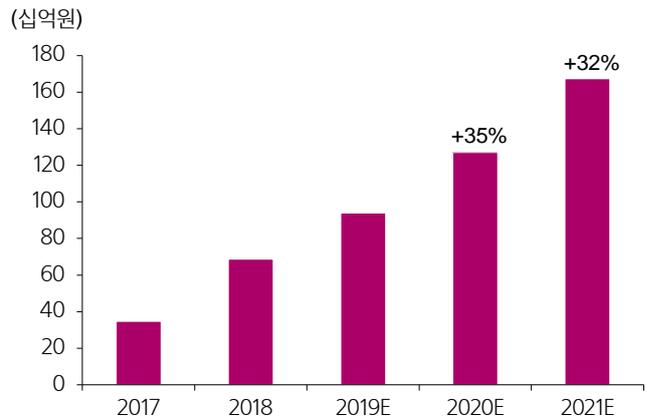
자료: NHN

규제 완화로 웹보드게임 매출 반등 전망



자료: NHN, 삼성증권 추정

고마진 웹보드게임 매출 증가가 영업이익의 성장 견인



자료: NHN, 삼성증권 추정

주요 신규 모바일게임 라인업

출시 시기	게임명	장르	비고
4Q19	애프터라이프	미소녀 시뮬레이션	일본 등 해외 진출 계획
1Q20	크리티컬옵스 리로디드	FPS	8월 CBT 진행
2Q20	용비불패M	횡스크롤 액션 RPG	용비불패 IP 사용
	미정	퍼즐	글로벌 유명 IP 사용
3Q20	미정	FPS	신규 프로젝트
4Q20	은행강도	FPS	플레이아트 제작, 배틀로얄 방식의 게임

자료: NHN, 삼성증권

SOTP 밸류에이션

	(십억원)
기업가치 (A=B+C)	1,951
자산가치 (B=a+b+c)	1,000
순현금 (a)	364
투자자산 적정 가치 (b)	252
투자자산	360
할인율 (%)	30
페이코 지분 가치 (c=d*g*(1-h/100))	384
페이코 기업 가치 (d=e*f)	720
2019년 월간이용자(MAU, 백만 명) (e)	4.0
MAU당 가치* (천 원) (f)	180
지분율 (%), g)	76.2
할인율 (%), h)	30.0
영업가치 (C)	951
12개월 forward EBITDA	191
목표 EV/EBITDA (배)**	5.0
보통주 유통주식수 (천 주)	19,565
적정 주가 (원)	99,697
목표 주가 (원)	100,000

참고: 2019년 12월 12일 종가 기준

* 엔트파이낸셜의 MAU당 기업 가치 150달러(환율 1,200원 기준) 적용

** 국내의 주요 게임 회사 2019년, 2020년 EV/EBITDA 평균에 8% 할인율 적용

자료: 삼성증권 추정

국내외 주요 게임 회사 EV/EBITDA

(배)	2019E	2020E	평균
Neowiz	4.3	2.7	3.5
Com2us	4.9	3.7	4.3
Webzen	4.8	3.4	4.1
SundayToz	9.9	3.5	6.7
Gungho	4.5	5.6	5.1
Gree	5.7	5.6	5.6
DeNA	7.0	10.1	8.6
평균	5.9	4.9	5.4
할인률 (%)	8.0	8.0	8.0
목표 EV/EBITDA			5.0

참고: 2019년 12월 12일 종가 기준

자료: 블룸버그, 삼성증권

분기별 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
총 매출	226.4	320.6	335.0	382.5	370.6	366.2	351.7	379.4	379.6	401.8	404.1	445.9
PC게임	52.8	41.2	40.1	38.5	41.5	37.9	34.5	34.5	34.8	38.7	40.6	44.3
모바일게임	63.6	57.3	67.6	76.7	72.0	66.6	64.3	67.0	67.8	69.7	71.2	72.3
기타	110.0	222.2	227.4	267.3	257.1	261.7	252.9	277.9	277.1	293.4	292.3	329.3
영업비용	211.0	305.8	313.2	365.9	348.9	340.8	329.7	354.7	355.7	369.0	372.8	407.1
인건비 및 복리후생비	74.8	81.1	80.3	96.3	92.7	87.8	83.9	86.3	85.6	86.5	87.5	89.8
지급수수료	91.5	180.2	184.6	213.7	202.8	198.3	190.7	211.3	212.2	222.9	223.9	254.1
광고선전비	10.2	9.7	14.1	13.9	12.1	14.7	16.7	17.5	17.2	17.6	18.1	18.7
기타	34.5	34.7	34.2	42.0	41.3	39.9	38.4	39.6	40.7	41.9	43.2	44.5
영업이익	15.4	14.9	21.8	16.6	21.7	25.4	22.0	24.7	24.0	32.8	31.3	38.9
세전계속사업이익	78.0	43.0	35.7	(2.9)	28.6	27.6	43.2	29.3	32.5	41.7	41.3	47.1
순이익	63.3	25.6	26.1	(10.2)	11.1	17.3	30.8	19.1	21.2	29.2	28.9	33.0
지배주주순이익	55.0	23.4	22.6	(11.6)	7.3	9.8	26.0	14.1	16.1	24.0	23.5	27.4
수정 EPS (원)*	126	48	688	690	142	439	412	546	489	851	789	1,053
이익률 (%)												
영업이익	6.8	4.6	6.5	4.3	5.9	6.9	6.3	6.5	6.3	8.2	7.8	8.7
세전계속사업이익	34.4	13.4	10.7	(0.7)	7.7	7.5	12.3	7.7	8.6	10.4	10.2	10.6
순이익	27.9	8.0	7.8	(2.7)	3.0	4.7	8.7	5.0	5.6	7.3	7.2	7.4
지배주주순이익률	24.3	7.3	6.7	(3.0)	2.0	2.7	7.4	3.7	4.2	6.0	5.8	6.2

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; K:IFRS 연결 기준

자료: NHN, 삼성증권 추정

수익추정 변경

(십억원)	2019E			2020E			2021E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
총 매출	1,465.7	1,467.9	0.1	1,620.5	1,631.5	0.7	1,860.9	1,876.1	0.8
PC게임	146.8	148.4	1.1	150.3	158.3	5.3	173.2	182.7	5.5
모바일게임	269.4	269.9	0.2	278.1	281.0	1.1	302.2	308.0	1.9
기타	1,049.6	1,049.6	0.0	1,192.2	1,192.2	0.0	1,385.5	1,385.5	0.0
영업비용	1,373.1	1,374.0	0.1	1,503.8	1,504.5	0.0	1,708.1	1,708.8	0.0
인건비 및 복리후생비	350.8	350.8	0.0	349.4	349.4	0.0	363.4	363.4	0.0
지급수수료	802.2	803.1	0.1	908.9	913.2	0.5	1,069.1	1,073.8	0.4
광고선전비	61.0	61.0	0.0	75.1	71.6	(4.7)	84.1	80.1	(4.7)
기타	159.1	159.1	0.0	170.4	170.4	0.0	191.5	191.5	0.0
영업이익	92.6	93.8	1.3	116.7	126.9	8.8	152.7	167.3	9.5
세전계속사업이익	127.6	128.8	0.9	152.3	162.6	6.8	189.5	204.0	7.7
순이익	77.4	78.2	1.0	105.1	112.2	6.8	132.6	142.8	7.7
지배주주순이익	56.5	57.3	1.4	83.9	91.0	8.5	108.8	119.0	9.4
수정 EPS (원)*	1,502	1,539	2.5	2,839	3,181	12.1	4,023	4,519	12.3
이익률 (%)									
영업이익	6.1	6.4		7.0	7.8		7.8	8.9	
세전계속사업이익	7.9	8.8		8.1	10.0		8.8	10.9	
순이익	4.9	5.3		5.9	6.9		6.4	7.6	
지배주주순이익률	3.5	3.9		4.5	5.6		4.9	6.3	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회석화됨; K:IFRS 연결 기준

자료: NHN, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	909	1,265	1,468	1,631	1,876
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	909	1,265	1,468	1,631	1,876
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	874	1,196	1,374	1,505	1,709
영업이익	35	69	94	127	167
(영업이익률, %)	3.8	5.4	6.4	7.8	8.9
영업외손익	20	85	35	36	37
금융수익	97	116	45	47	47
금융비용	23	39	13	10	11
지분법손익	(10)	8	(4)	(5)	(6)
기타	(45)	0	7	4	6
세전이익	54	154	129	163	204
법인세	46	49	51	50	61
(법인세율, %)	83.9	31.9	39.3	31.0	30.0
계속사업이익	9	105	78	112	143
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	9	105	78	112	143
(순이익률, %)	1.0	8.3	5.3	6.9	7.6
지배주주순이익	17	89	57	91	119
비지배주주순이익	(8)	15	21	21	24
EBITDA	68	113	167	208	258
(EBITDA 이익률, %)	7.5	8.9	11.4	12.7	13.8
EPS (지배주주)	849	4,567	2,927	4,653	6,082
EPS (연결기준)	446	5,354	3,998	5,734	7,299
수정 EPS (원)*	(85)	1,364	1,539	3,181	4,519

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(43)	38	41	102	158
당기순이익	9	105	78	112	143
현금유출입이없는 비용 및 수익	68	24	111	133	154
유형자산 감가상각비	23	31	60	67	76
무형자산 상각비	11	13	13	14	15
기타	35	(20)	38	53	64
영업활동 자산부채 변동	(50)	3	(72)	(93)	(78)
투자활동에서의 현금흐름	(86)	23	36	(89)	(90)
유형자산 증감	(82)	(70)	(43)	(32)	(32)
장단기금융자산의 증감	363	42	27	5	5
기타	(367)	51	51	(63)	(63)
재무활동에서의 현금흐름	196	(44)	(14)	3	2
차입금의 증가(감소)	72	43	(18)	3	2
자본금의 증가(감소)	0	0	(0)	0	0
배당금	(11)	0	(3)	0	0
기타	135	(87)	7	0	0
현금증감	67	17	394	(5)	46
기초현금	301	368	385	780	775
기말현금	368	385	780	775	821
Gross cash flow	77	129	190	246	297
Free cash flow	(128)	(36)	(12)	70	126

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: NHN, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	948	1,006	1,346	1,427	1,542
현금 및 현금등가물	368	385	780	775	821
매출채권	197	194	134	157	176
재고자산	17	38	44	52	58
기타	366	389	389	443	487
비유동자산	1,170	1,488	1,129	1,163	1,189
투자자산	544	460	115	134	157
유형자산	118	371	360	325	281
무형자산	352	554	507	553	598
기타	157	103	147	150	153
자산총계	2,118	2,495	2,475	2,589	2,731
유동부채	396	562	398	387	377
매입채무	173	306	0	0	0
단기차입금	82	89	23	23	23
기타 유동부채	141	167	375	364	354
비유동부채	63	112	150	162	172
사채 및 장기차입금	7	40	44	44	44
기타 비유동부채	56	72	106	118	128
부채총계	460	675	548	550	549
지배주주지분	1,507	1,582	1,680	1,771	1,890
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	278	386	451	542	661
기타	(19)	(51)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	151	238	247	268	292
자본총계	1,658	1,820	1,927	2,039	2,182
순부채	(371)	(308)	(693)	(679)	(717)

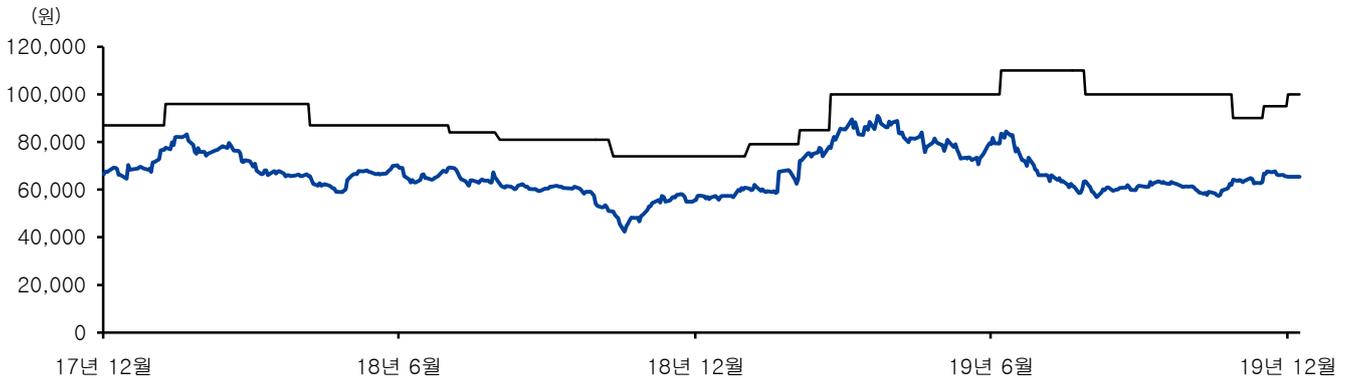
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	6.2	39.1	16.1	11.1	15.0
영업이익	31.7	97.6	36.7	35.3	31.8
순이익	22.8	1,099.1	(25.3)	43.4	27.3
수정 EPS**	적전	흑전	12.8	106.7	42.1
주당지표					
EPS (지배주주)	849	4,567	2,927	4,653	6,082
EPS (연결기준)	446	5,354	3,998	5,734	7,299
수정 EPS**	(85)	1,364	1,539	3,181	4,519
BPS	78,434	83,901	89,884	94,755	101,121
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	47.9	42.5	20.6	14.5
P/B***	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	15.5	10.7	5.0	4.2	3.3
비율					
ROE (%)	1.1	5.8	3.5	5.3	6.5
ROA (%)	0.4	4.5	3.1	4.4	5.4
ROIC (%)	0.8	5.2	4.7	7.8	9.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(22.4)	(16.9)	(36.0)	(33.3)	(32.9)
이자보상배율 (배)	117.6	53.4	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/14	2018/1/19	4/18	7/13	8/13	10/22	2019/1/13	2/14	3/5	6/18	8/9	11/8
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	87,000	96,000	87,000	84,000	81,000	74,000	79,000	85,000	100,000	110,000	100,000	90,000
과리율 (평균)	(21.51)	(24.08)	(25.18)	(23.20)	(26.79)	(26.72)	(22.09)	(11.41)	(18.43)	(37.51)	(39.41)	(29.30)
과리율 (최대or최소)	(11.84)	(13.33)	(19.31)	(17.86)	(23.09)	(17.84)	(13.67)	(8.24)	(9.00)	(23.27)	(36.50)	(27.89)
일 자	11/27	12/12										
투자이견	BUY	BUY										
TP (원)	95,000	100,000										
과리율 (평균)	(29.84)											
과리율 (최대or최소)	(22.18)											

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)