

2017. 8. 14



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (8.11) 63,100 원

상승여력 58.5%

KOSPI 2,319.71pt

시가총액 12,346억원

발행주식수 1,957만주

유동주식비율 50.67%

외국인비중 15.21%

52주 최고/최저가 84,000원 / 44,800원

평균거래대금 73.0억원

주요주주(%)

이준호 17.27

제이엘씨(주) 14.05

제이엘씨파트너스(주) 9.99

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -20.13 9.74 -1.56

상대주가 -17.51 -5.70 -2.34

주가그래프



NHN엔터테인먼트 181710

나무보다는 숲

- ✓ 2Q17 실적, 기대치 하회, 실적 하회의 이유는 웹보드게임 매출이 시즈널리티 약화로 감소, 마케팅비는 일본 게임 '컴파스'의 TV광고 집행 등에 기인
- ✓ 그러나 문재인 정부의 게임규제 완화 기조, 페이코의 가파른 성장 등 중장기 성장 기조 변함없다는 점에서 추가 조정은 매수기회로 접근해야
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 10만원 유지. 한게임 1.1조원 + 페이코 4,500억원 + 기타 투자자산 3,195억원의 합산 기업가치 1.9조원으로 산출

2Q17 실적, 기대치 하회

2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,249억원(+6.8% YoY), 99억원(-4.1% YoY)을 기록, 컨센서스(영업이익 129억원)와 당사 추정치(영업이익 176억원)를 모두 하회하였다. 기대치 하회한 이유는 1) 웹보드게임 매출액이 계절성 약화로 감소, 2Q 웹보드 매출액은 11.2% QoQ 감소한 333억원을 기록하였다. 그리고, 2) 2Q 마케팅비는 209억원으로 전분기와 유사하였는데 일본 '컴파스'의 TV광고(50억엔) 집행 때문이었다. 영업이익률은 4.4%로 전분기와 유사하였으며, 당기순이익은 NHN페이코 분할 관련 일시적 법인세 증가로 51.7% QoQ 감소한 58억원을 기록하였다.

나무보다는 숲을 봐야

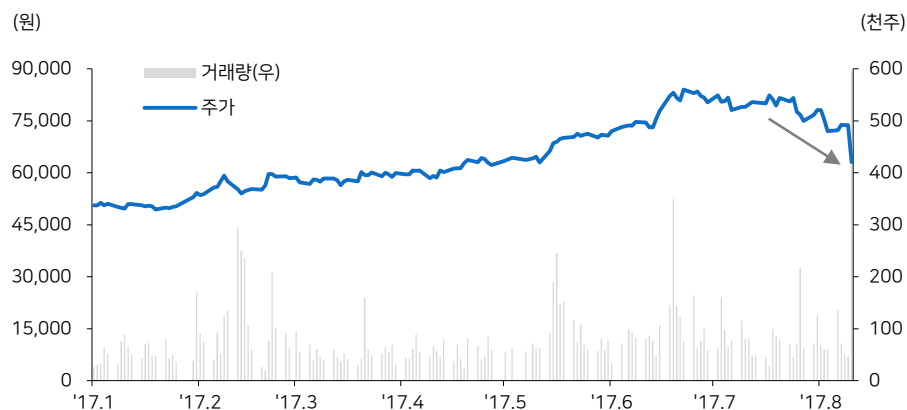
NHN엔터테인먼트의 중장기 성장기조는 변함없다. 규제리스크 축소에 따른 웹보드 게임의 수혜는 유효하다. 지난 7월말 공정위는 올해 개선과제로 '경쟁제한적 규제' 가운데 온라인게임의 월별 결제한도(성인 50만원, 청소년 7만원)를 개선한다고 밝혔다. 웹보드게임 규제 완화방안도 논의의 탄력을 받을 가능성 높아졌다. 또한 페이코의 성장에 주목한다. 2017년 7월 페이코의 월간 결제액은 2,400억원으로 16년 12월 월 1,000억원 대비 140% 성장하였다. 하반기에는 제휴를 결정한 11번가와 현대백화점과의 시너지 본격화되며, 그 밖에 카페, 베이커리, 대형 온라인가맹점 등이 추가되면서 오프라인 간편결제의 우위 선점할 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지, 적정주가 10만원을 유지한다. 7월 이후 주가는 23.4% 조정, 12개월 Forward PER은 18.4배로 낮아져 비중확대의 기회 제공한다. 다만 2017년 이후 이익 추정치는 마케팅비 가정 변경으로 10~20% 하향 조정했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	644.6	-54.3	164.0	8,836	173.0	57,215	6.4	1.0	-47.3	13.4	22.0
2016	856.4	26.4	12.5	639	-92.8	58,258	78.7	0.9	9.3	0.9	21.7
2017E	929.9	57.2	67.2	3,433	436.8	60,356	18.4	1.0	11.3	4.5	23.0
2018E	1,076.0	107.7	115.3	5,895	71.7	65,447	10.7	1.0	6.8	7.3	23.8
2019E	1,187.3	143.5	140.2	7,167	21.6	72,131	8.8	0.9	5.0	8.2	24.3

그림1 NHNE의 주가 및 거래량 - 7월초 이후 23.4% 하락



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 2Q17 Earnings Review – 기대치 하회

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	224.9	210.6	6.8%	226.7	-0.8%	236.6	-4.9%	231.9	-3.0%
PC	49.0	49.6	-1.2%	55.6	-11.9%	58.8	-16.7%	-	-
웹보드	33.3	27.8	20.0%	37.5	-11.2%	41.3	-19.3%	-	-
퍼블리싱	15.7	21.8	-28.1%	18.1	-13.4%	17.6	-10.9%	-	-
모바일	73.8	70.0	5.5%	71.0	4.0%	74.6	-1.0%	-	-
기타	102.1	91.0	12.2%	100.1	2.0%	103.1	-0.9%	-	-
영업이익	9.9	10.3	-4.1%	9.2	7.4%	17.6	-43.7%	12.9	-23.2%
세전이익	19.2	39.9	-52.0%	20.9	-8.4%	29.6	-35.2%	21.5	-
당기순이익	5.8	29.8	-80.5%	12.0	-51.7%	22.5	-74.1%	17.4	-66.6%

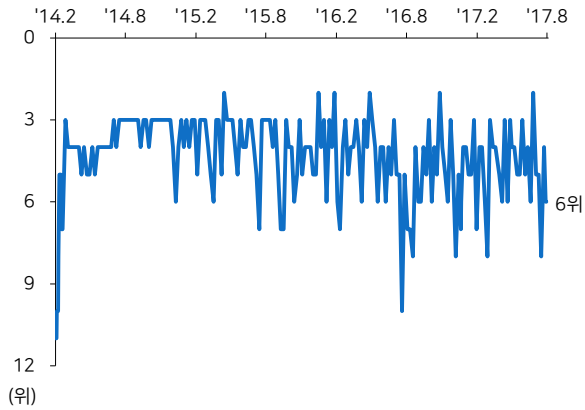
자료: NHN엔터테인먼트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN엔터테인먼트 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	203.6	210.6	207.5	234.7	226.7	224.9	230.5	247.8	856.4	929.9	1,076.0
PC	48.8	49.6	47.2	50.1	55.6	49.0	48.6	50.6	195.6	203.8	235.5
웹보드	23.5	27.8	27.4	31.8	37.5	33.3	33.4	35.7	110.5	139.9	178.5
퍼블리싱	25.3	21.8	19.8	18.8	18.1	15.7	15.2	14.9	85.7	63.8	56.9
모바일	72.7	70.0	66.9	67.7	71.0	73.8	76.8	81.2	277.3	302.8	364.8
기타	82.2	91.0	93.4	116.9	100.1	102.1	105.2	116.0	383.5	423.4	475.7
영업이익	9.2	10.3	2.3	4.5	9.2	9.9	15.0	23.0	26.4	57.2	107.7
세전이익	32.7	39.9	6.8	-53.5	20.9	19.2	24.5	32.7	26.0	97.3	153.7
당기순이익	24.5	29.8	1.5	-48.6	12.0	5.8	16.4	21.9	7.1	56.2	102.9

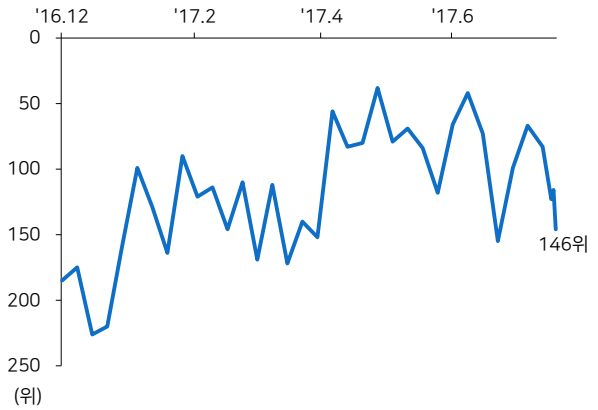
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림2 라인 '디즈니즈무즈무' 매출 순위 (일본)



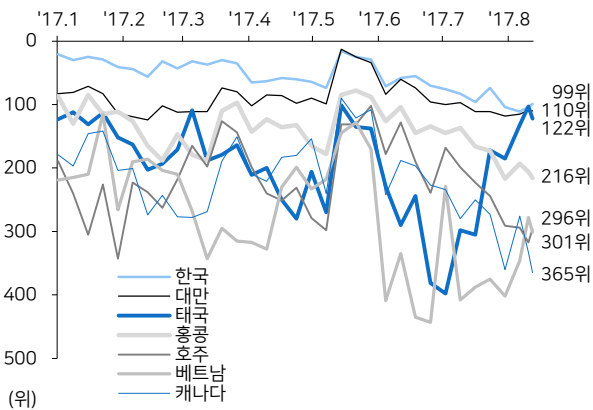
주: 2017.8.12 구글플레이 일본 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '콤파스' 매출 순위 (일본)



주: 2017.8.12 구글플레이 일본 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 '크루세이더 퀘스트' 주요 국가 매출순위



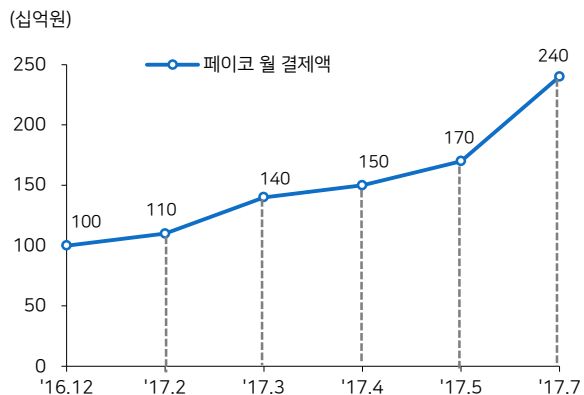
주: 2017.8.12 구글플레이 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 9월 '킹스맨' IP 게임 출시 예정



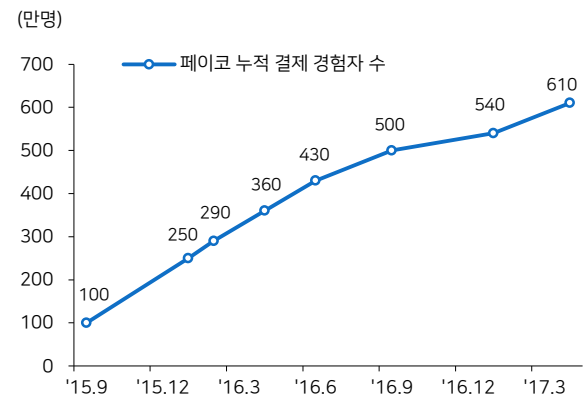
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 페이코 월 결제액 - 7월 2,400억원 기록



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 페이코 누적 결제경험자수 - 610만명으로 증가



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	975.4	1,114.9	929.9	1,076.0	-4.7%	-3.5%
영업이익	66.3	107.4	57.2	107.7	-13.7%	0.3%
당기순이익	76.5	118.6	56.2	102.9	-26.5%	-13.2%

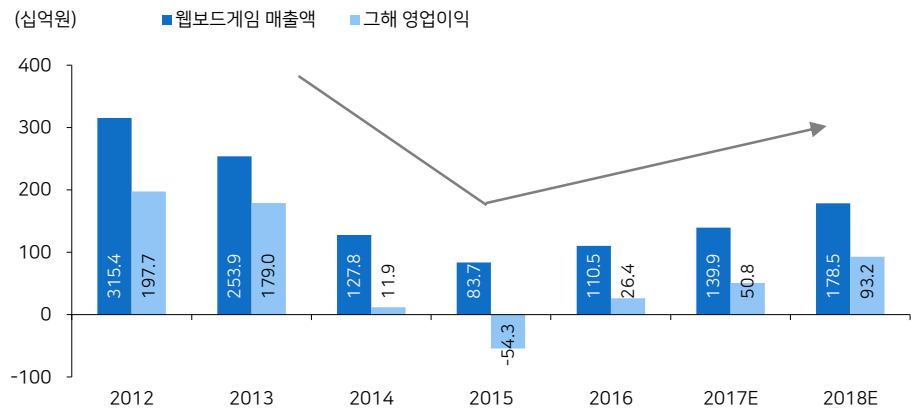
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표4 Valuation – 적정주가 10만원 유지

구분	단위	내용
한계입	(십억원)	1,139.7
2017E 순이익	(십억원)	76.0
Target P/E	(배)	15.0
페이코	(십억원)	450.0
총 가입자수	(만명)	900.0
가입자당 가치	(원)	50,000.0
기타 투자자산	(십억원)	319.5
총 기업가치	(십억원)	1,909.2
적정주가	(원)	100,000
현주가	(원)	63,100
상승여력	(%)	58.5%

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 웹보드게임 회복 기조는 변함없다.



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 게임업계, PC게임 월결제제한도 폐지 및 완화 요구



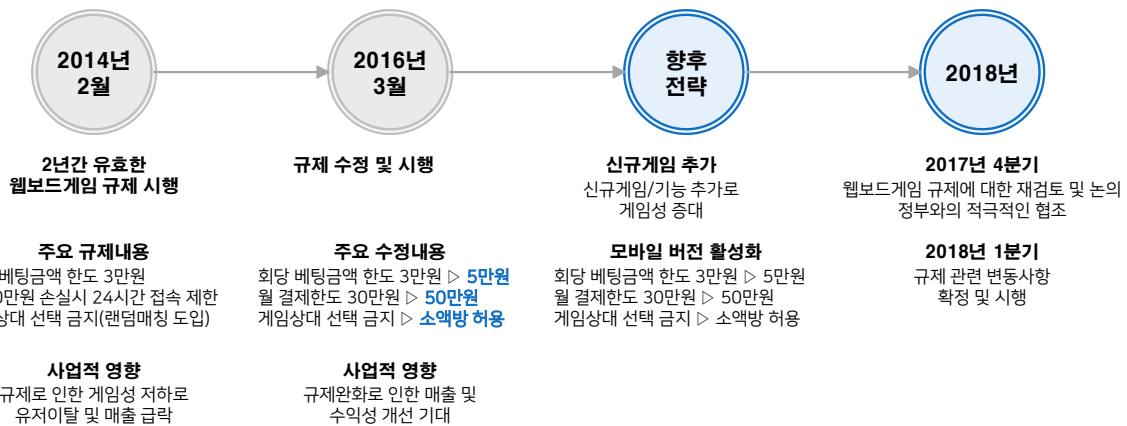
자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 2017년 경쟁제한적 규제 개선과제 발표

- ☐ **[게임]** 게임산업의 발전 및 기술개발을 가로 막고 있는 온라인게임의 월별 결제한도(성인 50만원) 개선을 문화체육관광부와 협의 중에 있으며, 민관 T/F 논의를 거쳐 연내 개선안이 마련될 것으로 본다.
- 규제 개선 시 게임업체가 새로운 게임을 개발할 유인이 커져 게임산업 전체의 경쟁력이 강화될 것으로 기대된다.

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 웹보드 규제 - 2017년말, 웹보드규제안 재검토 → 2018년 3월부터 변경된 규제안 시행



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q 마케팅비용 2 분기에 생각만큼 크게 줄지 않았음. 하반기 페이코 마케팅 비용 및 게임 포함 전체 마케팅 비용 전망은?

- A**
- 2분기 광고비는 TV광고 부재로 감소
 - 3분기는 소폭 증가 예상, 페이코 이용에 대한 로열티 제고 측면에 필요한 광고비 지출 늘어날 것이며 TV광고 등은 계획되어 있지 않음
 - 2분기 일본 '콤파스' TV광고에 5억엔 지출하며 급격하게 증가, 3분기에는 대규모 광고 계획되어 있지 않으며 나머지는 유사할 것

Q 2분기 웹보드 게임 매출 계절성으로 감소, 3분기 웹보드 게임 매출 전망은?

- A**
- 2분기는 웹보드 게임 계절적 비수기. 3분기도 계절적 비수기에 해당하므로 큰 변화가 있을 것 같지는 않음

Q 페이코 최근 현대백화점, 11 번가 등 온오프라인 가맹점 증가. 올해 총 거래액이나 사용자 수, 가맹점 수 등 사업 목표가 있다면? 손익 가이드는?

- A**
- 페이코의 현재 결제 가입자 670만명 넘어서고 있음
 - 2분기 거래 규모 4,900억원 정도, 분기 거래 규모 연내 7천억원 넘기는 것이 수치적인 목표
 - 하반기 대기중인 오프라인 가맹점 3천개 넘어서는 수준, 기타 온라인 대형 가맹점도 계약 맺고 오픈 대기 중
 - 쇼핑, 배달, 기프트샵 등의 부가서비스와 금융상품 등 중개 상품이 하반기에 계속 출시될 예정. 분기 거래규모 7천억 달성 등 양적 성장은 자신 있음
 - 지금까지 결제 기반의 서비스를 선보였다면 하반기에는 마케팅 미디어 플랫폼으로 자리매김하기 위해 노력할 것
 - 아직 구체적으로 손익을 말씀드릴 수 있는 상황은 아님

Q 하반기 게임 라인업은? 킹스맨 IP 게임 및 기타 신작 게임의 구체적인 출시 스케줄은?

- A**
- 킹스맨 IP 게임은 킹스맨2 영화 출시 일정에 맞추어 늦어도 3분기, 9월 이내에 출시하는 것 목표로 일정 조율 중
 - 기타 확보한 IP에 대한 부분도 IP 콘텐츠 출시 일정에 맞추어 최대 효과 노리기 위해 늦어도 4분기 이내에 추가적인 IP 캐주얼게임 출시 일정 계획 중
 - '툰팝', 모노가타리IP 게임도 늦어도 내년 1월, 혹은 내년 1분기 이내 오픈 목표

Q **페이코 법인 투자자 유치가 언제쯤 가시화될 것인지? 진행 상황은?**

A ■ 확정된 상황 없이 계속 협의 진행 중. 계속 강조하고 있는 것은 사업적으로 시너지가 날 수 있는 투자자, 좋은 소식 있도록 노력할 것

Q **연결 영업이익과 별도 영업이익의 차이 약 77억원 존재. 종속법인 중 주요 법인의 손익은?**

A ■ 전반적인 기조는 2분기에 1분기 대비 에이커메이트, 미투 등 커머스 쪽이 계절적 비수기 영향으로 매출 감소. 에이커메이트의 경우 2분기 매출 약 130억원 정도 시현

■ 이익의 경우 에이커메이트, 미투 등 커머스 부문 합쳐서 20억원 정도 적자 기록

■ 일본 테코로스 쪽에서 게임 호스팅 사업을 진행하는데 16억원 정도 적자 기록

NHN 엔터테인먼트(181710)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	644.6	856.4	929.9	1,076.0	1,187.3
매출액증가율 (%)	15.8	32.9	8.6	15.7	10.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	644.6	856.4	929.9	1,076.0	1,187.3
판매비와관리비	698.9	830.1	872.7	968.3	1,043.8
영업이익	-54.3	26.4	57.2	107.7	143.5
영업이익률 (%)	-8.4	3.1	6.1	10.0	12.1
금융수익	299.6	29.3	5.0	5.5	5.7
종속/관계기업관련손익	-0.8	-13.1	-1.0	-0.9	-1.0
기타영업외손익	-15.4	-16.6	-1.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	229.0	26.0	97.3	153.7	190.8
법인세비용	63.9	18.9	41.1	50.7	63.0
당기순이익	165.2	7.1	56.2	102.9	127.8
지배주주지분 순이익	164.0	12.5	67.2	115.3	140.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-107.5	83.4	39.8	90.6	118.7
당기순이익(손실)	165.2	7.1	44.4	62.4	95.1
유형자산감가상각비	22.7	24.4	21.0	23.8	26.1
무형자산상각비	15.5	12.5	14.0	15.8	17.4
운전자본의 증감	-106.3	61.7	-133.8	1.9	2.1
투자활동 현금흐름	-117.5	36.7	56.2	102.9	127.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-69.8	-35.6	-33.8	-32.1	-30.5
투자자산의 감소(증가)	-142.7	115.3	-38.2	-41.1	-44.3
재무활동 현금흐름	277.1	-79.2	21.0	23.8	26.1
차입금증감	6.0	-29.6	-10.8	-6.8	-6.5
자본의증가	271.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	52.2	41.1	-16.9	69.9	77.5
기초현금	208.2	260.4	301.5	284.6	354.5
기말현금	260.4	301.5	284.6	354.5	432.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	682.7	749.5	762.9	816.2	889.9
현금및현금성자산	260.4	301.5	284.6	354.5	432.0
매출채권	100.9	113.2	121.9	131.4	141.6
재고자산	0.0	21.9	23.6	25.4	27.4
비유동자산	1,150.6	1,088.7	1,164.2	1,249.9	1,343.7
유형자산	105.6	114.3	108.6	105.7	102.8
무형자산	307.6	323.0	339.1	356.1	373.9
투자자산	607.6	492.3	535.1	588.7	647.5
자산총계	1,833.3	1,838.2	1,927.1	2,066.1	2,233.6
유동부채	232.9	267.6	294.3	323.8	356.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	33.5	1.6	1.6	1.6	1.6
유동성장기부채	11.6	21.4	17.8	17.8	17.8
비유동부채	97.9	60.2	66.2	72.8	80.1
사채	17.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	330.8	327.7	360.5	396.6	436.2
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	-33.0	14.2	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	250.9	262.6	316.7	392.7	508.5
비지배주주지분	75.5	47.6	46.6	33.0	12.3
자본총계	1,502.5	1,510.4	1,566.6	1,669.6	1,797.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	34,725	43,773	47,530	54,995	60,682
EPS(지배주주)	8,836	639	3,433	5,895	7,167
CFPS	139	3,682	4,771	7,635	9,555
EBITDAPS	-869	3,238	4,712	7,529	9,559
BPS	57,215	58,258	60,356	65,447	72,131
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.4	78.7	18.4	10.7	8.8
PCR	408.5	13.7	13.2	8.3	6.6
PSR	1.6	1.1	1.3	1.1	1.0
PBR	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9
EBITDA	-16.1	63.3	92.2	147.3	187.0
EV/EBITDA	-47.3	9.3	11.3	6.8	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.4	0.9	4.5	7.3	8.2
EBITDA 이익률	-2.5	7.4	9.9	13.7	15.8
부채비율	22.0	21.7	23.0	23.8	24.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-	13.2	176.2	418.1	540.7
매출채권회전율(x)	7.2	8.0	7.9	8.5	8.7
재고자산회전율(x)	-	78.3	40.9	43.9	45.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN 엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.11.13	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.01.15	산업분석	Hold	70,000	김동희	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.04.07	산업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.05.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.06.17	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.07.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.08.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.10.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	
2017.04.14	산업브리프	Buy	71,000	김동희	
2017.05.15	기업브리프	Buy	80,000	김동희	
2017.05.31	산업분석	Buy	80,000	김동희	
2017.07.07	산업브리프	Buy	100,000	김동희	
2017.08.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	