

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

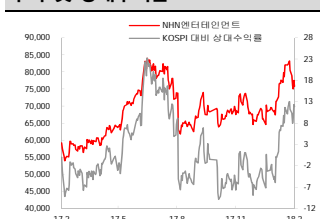
자본금	98 억원
발행주식수	1,957 만주
자사주	36 만주
액면가	500 원
시가총액	14,830 억원
주요주주	
이준호(외32)	47.73%

외국인지분율	12.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/02/09)	75,800 원
KOSPI	2363.77 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	84,000 원
52주 최저가	54,000 원
60일 평균 거래대금	92 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.3%	17.2%
6개월	2.7%	2.9%
12개월	28.0%	11.9%

## NHN 엔터테인먼트 (181710/KS | 중립(유지) | T.P 77,000 원(상향))

### 18 년 실적 개선 가능성 높지만 밸류에이션은 부담

NHN 엔터테인먼트 4Q17 실적은 웹보드 게임의 견조한 매출과 커머스 매출 증가로 전기 대비 매출 및 영업이익이 개선되었으나 영업권 손상차손과 게임 투자손실 인식으로 당기 순이익은 적자를 기록. 18 년 실적 개선 가능성도 높는데, 웹보드 게임 규제 완화, 신규 모바일게임 14 종 출시, 페이코 마케팅 비용 감소가 예상되기 때문. 실적 상향 조정으로 목표주가 77,000 원으로 상향. 다만 경쟁사 대비 높은 밸류에이션은 부담 요인

### 4Q17: 정상화된 영업이익

NHN 엔터테인먼트 4Q17 실적은 매출액 2,378 억원(8.2% qoq), 영업이익 101 억원(82.3% qoq, OPM: 4.2%)이다. 웹보드 게임의 매출이 견조하게 유지되는 가운데, 평균 절 효과로 커머스 매출이 증가하면서 전기 대비 매출 및 영업이익이 증가하였다. 다만 투자법인 영업권 손상차손과 게임관련 투자손실 인식으로 -101 억원의 당기순손실을 기록하며 적자 전환하였다.

### 올해 실적 개선 가능성 높음

2018년에는 NHN 엔터테인먼트의 실적 개선이 예상된다. 규제개혁위원회의 심의를 거쳐 웹보드 게임에 대한 규제완화 가능성이 높다. 웹보드게임의 이익률이 높기 때문에 규제 완화를 통해 매출이 증가할 경우 전사 영업이익률 개선 효과가 기대된다. 게임부문은 기존 게임의 지역 다변화와 함께 상반기 4 종, 하반기 10 종의 모바일게임 출시가 예정되어 있다. 페이코는 지속적인 지표 개선과 함께 올해 마케팅 비용이 축소될 전망이다.

### 투자의견 중립, 목표주가 77,000 원(상향)

NHN 엔터테인먼트에 대한 투자의견 중립을 유지한다. 2018 년 실적 개선이 예상되고, 웹보드 게임 규제 완화가 주가 상승 모멘텀이 될 수 있지만, 경쟁사 대비 여전히 높은 밸류에이션이 부담이다. 웹보드 게임 규제 완화 이후 실적 개선세가 확인된다면 밸류에이션 부담을 완화시켜 줄 것이다. 목표주가는 주요 게임업체 2018 년 평균 PER 17.7 배에 실적개선을 반영하여 10% 할증한 19.5 배를 적용하여 산정하였다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,569	6,446	8,564	9,091	9,974	10,512
yoy	%	109.9	15.8	32.9	6.2	9.7	5.4
영업이익	억원	119	-543	264	347	498	619
yoy	%	-77.2	적전	흑전	31.7	43.3	24.5
EBITDA	억원	401	-161	633	695	820	890
세전이익	억원	726	2,290	260	551	910	1,049
순이익(지배주주)	억원	508	1,640	125	164	773	880
영업이익률%	%	2.1	-8.4	3.1	3.8	5.0	5.9
EBITDA%	%	7.2	-2.5	7.4	7.6	8.2	8.5
순이익률	%	9.0	25.6	0.8	1.0	7.0	7.7
EPS	원	3,273	8,813	639	838	3,949	4,496
PER	배	25.9	6.5	78.7	81.6	19.2	16.9
PBR	배	1.3	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	27.1	-49.5	9.8	15.4	14.2	12.3
ROE	%	5.0	13.4	0.9	1.1	5.1	5.5
순차입금	억원	-2,880	-4,262	-4,446	-3,593	-4,120	-4,809
부채비율	%	22.1	22.0	21.7	21.3	22.7	23.6

## NHN 엔터테인먼트 분기별 실적 전망

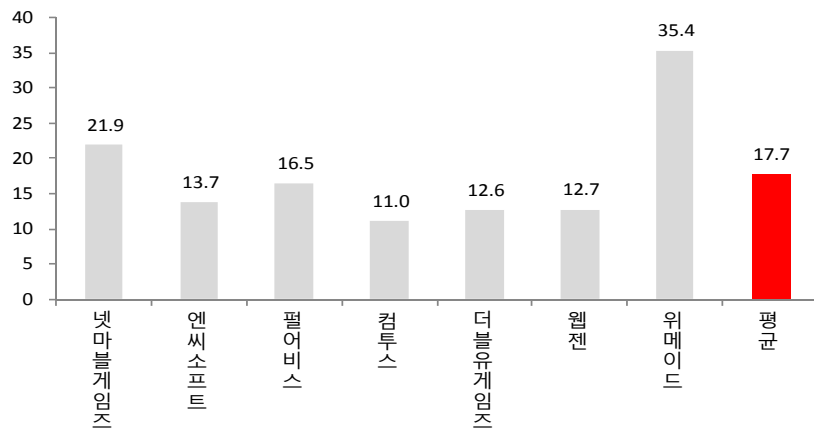
(단위: 백만원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017F	2018F
매출	226,683	224,944	219,738	237,751	242,593	244,143	247,039	263,608	856,421	909,116	997,382
게임매출	126,577	122,821	112,337	114,164	120,500	122,260	122,581	125,287	472,929	475,899	490,629
PC	55,608	48,996	48,525	49,272	52,299	51,399	50,373	50,841	195,629	202,401	204,912
모바일	70,970	73,824	63,811	64,892	68,201	70,861	72,208	74,446	277,299	273,497	285,717
기타매출	100,105	102,124	107,401	123,587	122,092	121,883	124,458	138,321	383,492	433,217	506,754
기술	22,098	20,430	20,437	23,889	23,048	21,308	21,316	24,916	93,360	86,854	90,589
커머스	38,270	35,601	34,863	45,913	45,886	44,110	46,472	55,004	164,112	154,647	191,472
엔터테인먼트	29,767	34,073	35,042	35,129	36,018	37,787	38,126	38,607	91,144	134,011	150,537
기타	9,971	12,019	17,060	18,656	17,140	18,678	18,544	19,794	34,878	57,706	74,156
영업비용	217,453	215,033	214,215	227,683	229,600	232,932	234,734	250,338	830,052	874,384	947,605
영업이익	9,230	9,911	5,523	10,068	12,992	11,210	12,305	13,270	26,369	34,732	49,778
영업이익률	4.1%	4.4%	2.5%	4.2%	5.4%	4.6%	5.0%	5.0%	3.1%	3.8%	5.0%

자료: NHN 엔터테인먼트, SK 증권

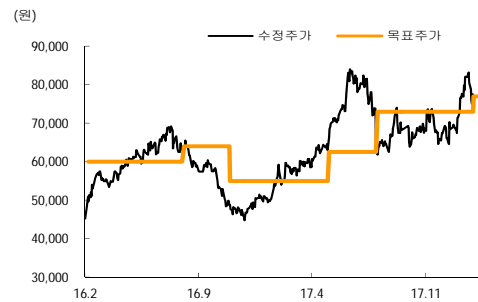
## 주요 게임업체 2018 년 PER

(단위: 배)



자료: Quantwise

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.12	중립	77,000원	6개월		
2017.08.14	중립	73,000원	6개월	-4.50%	13.97%
2017.05.15	중립	62,500원	6개월	22.01%	34.40%
2016.11.10	중립	55,000원	6개월	-1.04%	17.45%
2016.08.16	중립	64,000원	6개월	-10.77%	2.34%
2016.05.16	중립	60,000원	6개월	0.88%	15.33%
2016.02.18	중립	60,000원	6개월	-5.96%	2.17%



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 (2018 년 2 월 12 일 기준)

매수	89.8%	중립	10.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	6,827	7,495	6,635	7,462	8,334
현금및현금성자산	2,604	3,015	2,257	2,784	3,473
매출채권및기타채권	1,273	1,807	1,830	2,029	2,151
재고자산	0	219	222	246	260
<b>비유동자산</b>	11,506	10,887	12,004	12,250	12,500
장기금융자산	4,486	3,054	3,375	3,375	3,375
유형자산	1,056	1,143	1,610	1,416	1,276
무형자산	3,076	3,230	3,383	3,395	3,405
<b>자산총계</b>	18,333	18,382	18,639	19,712	20,834
<b>유동부채</b>	2,329	2,676	2,596	2,868	3,035
단기금융부채	451	231	113	113	113
매입채무 및 기타채무	782	922	934	1,036	1,098
단기충당부채	29	5	12	15	17
<b>비유동부채</b>	979	602	672	782	940
장기금융부채	174	99	174	174	174
장기매입채무 및 기타채무	167	125	61	116	172
장기충당부채	76	91	92	102	109
<b>부채총계</b>	3,308	3,277	3,268	3,650	3,974
<b>지배주주지분</b>	14,270	14,628	14,812	15,572	16,439
자본금	98	98	98	98	98
자본잉여금	12,376	12,376	12,376	12,376	12,376
기타자본구성요소	-383	-615	-582	-582	-582
자기주식	-258	-258	-258	-258	-258
이익잉여금	2,509	2,626	2,790	3,563	4,443
비지배주주지분	755	477	559	490	420
<b>자본총계</b>	15,025	15,105	15,371	16,062	16,859
<b>부채외자본총계</b>	18,333	18,382	18,639	19,712	20,834

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	-447	16	-280	508	652
당기순이익(손실)	1,652	71	91	700	807
비현금성항목등	-1,626	649	690	121	83
유형자산감가상각비	227	244	230	194	139
무형자산감가상각비	155	125	117	129	131
기타	92	183	-122	-322	-322
운전자본감소(증가)	-359	-89	-154	-99	-42
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-277	-54	-592	-199	-42
재고자산감소(증가)	0	-217	-3	-24	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	157	69	-94	102	62
기타	-239	114	535	23	32
법인세납부	-113	-616	-907	-214	-196
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,795	1,203	-592	-27	-9
금융자산감소(증가)	-377	2,382	281	0	0
유형자산감소(증가)	-691	-344	-658	0	0
무형자산감소(증가)	-81	-211	-141	-141	-141
기타	-646	-624	-74	115	132
<b>재무활동현금흐름</b>	2,762	-809	118	46	46
단기금융부채증가(감소)	70	-405	-184	0	0
장기금융부채증가(감소)	-28	0	122	0	0
자본의증가(감소)	2,713	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	-55	0	0	0
기타	12	-350	179	46	46
<b>현금의 증가(감소)</b>	522	411	-758	527	689
기초현금	2,082	2,604	3,015	2,257	2,784
기말현금	2,604	3,015	2,257	2,784	3,473
FCF	-955	-341	-1,786	419	517

자료 : NHN엔터테인먼트, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	6,446	8,564	9,091	9,974	10,512
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,446	8,564	9,091	9,974	10,512
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	6,989	8,301	8,744	9,476	9,893
영업이익	-543	264	347	498	619
영업이익률 (%)	-8.4	3.1	3.8	5.0	5.9
비영업손익	2,834	-4	203	412	430
<b>순금융비용</b>	-129	-190	-106	-106	-123
외환관련손익	2	-6	-16	-16	-16
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	2,608	-112	-110	0	0
세전계속사업이익	2,290	260	551	910	1,049
세전계속사업이익률 (%)	35.5	3.0	6.1	9.1	10.0
계속사업법인세	639	189	460	210	242
<b>계속사업이익</b>	1,652	71	91	700	807
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,652	71	91	700	807
<b>순이익률 (%)</b>	25.6	0.8	1.0	7.0	7.7
지배주주	1,640	125	164	773	880
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	25.45	1.46	1.8	7.75	8.37
<b>비지배주주</b>	11	-54	-73	-73	-73
<b>총포괄이익</b>	1,430	527	82	690	797
<b>지배주주</b>	1,410	590	151	760	867
<b>비지배주주</b>	20	-63	-70	-70	-70
EBITDA	-161	633	695	820	890

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.8	32.9	6.2	9.7	5.4
영업이익	적전	흑전	31.7	43.3	24.5
세전계속사업이익	215.6	-88.7	111.8	65.2	15.3
EBITDA	적전	흑전	9.7	18.1	8.5
EPS(계속사업)	169.3	-92.7	31.1	371.0	13.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.4	0.9	1.1	5.1	5.5
ROA	10.6	0.4	0.5	3.7	4.0
EBITDA마진	-2.5	7.4	7.6	8.2	8.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	293.1	280.1	255.6	260.2	274.6
부채비율	22.0	21.7	21.3	22.7	23.6
순차입금/자기자본	-28.4	-29.4	-23.4	-25.7	-28.5
EBITDA/이자비용(배)	-13.4	31.7	75.9	90.6	98.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,813	639	838	3,949	4,496
BPS	72,935	74,766	75,708	79,592	84,024
CFPS	10,866	2,529	2,615	5,598	5,879
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.4	108.2	100.2	21.1	18.5
PER(최저)	5.7	70.1	59.0	17.1	15.0
PBR(최고)	1.3	0.9	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8
PCR	5.2	19.9	26.2	13.5	12.9
EV/EBITDA(최고)	-72.7	15.7	19.8	16.0	14.0
EV/EBITDA(최저)	-41.1	8.1	10.0	12.2	10.5