

NHN엔터테인먼트(181710)

규제 완화는 없었다

웹보드 결제 한도 상향은 없었다

우리 예상과는 달리 문화체육관광부(문체부)는 지난 14일 기존 웹보드 게임 규제 인 월 결제한도 50만원, 일 손실한도 10만원, 1회 베팅 한도 5만원의 현행을 유지하기로 결정했다. 웹보드 게임 규제가 2년마다 재평가를 받는 일몰제로 운영되고 있기 때문에 2020년까지는 추가적인 규제 완화가 없을 전망이다. 규제 완화 효과로 국내 웹보드 게임 매출액은 지난 2년에 걸쳐 반등했다. 추가적인 이용자 유입이 제한적인 가운데 규제 완화로 인해 인당 결제액이 지속 상승했기 때문이다. 따라서, 문체부가 이번에 현행을 유지하기로 결정함에 따라 인당 결제액의 상승이 제한적일 전망이다. 이는 웹보드 시장 성장 둔화로 이어질 것이다.

웹보드 사업부문 성장 제한적

웹보드 규제 현행 유지에 따른 성장 둔화를 감안해 NHN엔터테인먼트의 2018년 웹보드 게임 매출액 추정치를 1,400억원(+1.1% YoY)으로 기존 대비 16.4% 하향한다. 게임성 개선과 마케팅 강화 등을 통해 성장세를 유지할 수 있을 전망이지만 성장폭은 제한적일 전망이다. 문체부가 현행을 유지함에 따라 전년 대비 인당 결제액 증가를 기대하기는 어려우며 경쟁사가 이미 입지를 강화한 모바일 플랫폼 진출도 어려울 것으로 예상되기 때문이다. 웹보드 게임 라인업 확대 및 다양한 이벤트를 통한 이용자 저변 확대가 필요한 시점이다.

매수의견 유지, 목표주가 84,000원으로 하향

NHN엔터테인먼트에 대한 매수의견을 유지하지만 목표주가를 84,000원(SOTP)으로 기존 대비 10.7% 하향한다. 웹보드 규제 현행 유지에 따른 성장 둔화를 감안해 관련 매출액 추정치와 웹보드 사업 부문 가치를 하향했다. 하지만 '크리티컬업스' 및 일본에 특화된 기대작 등 다수의 모바일 신작 출시를 앞두고 있어 모바일 게임 부문의 회복에 따른 상승 여력이 존재한다. 쇼핑 등 생활 콘텐츠로의 페이지의 사업영역 확장 및 거래액 증가에 따른 페이지 가치 상승 가능성 또한 향후 기업 가치 확대를 견인할 수 있는 요인이라고 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	645	(54)	164	8,836	163.9	(16)	6.1	NM	0.8	13.4	-
2016A	856	26	13	639	(92.8)	63	78.7	8.9	0.7	0.9	-
2017F	909	35	9	479	(26.6)	71	142.8	12.4	0.9	0.6	-
2018F	966	37	39	2,056	329.3	72	33.9	12.2	0.9	2.6	-
2019F	1,081	55	51	2,670	29.9	89	26.1	9.6	0.9	3.3	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 84,000원(하향)

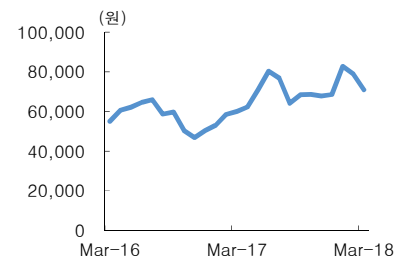
Stock Data

KOSPI(3/15)	2,492
주가(3/15)	70,900
시가총액(십억원)	1,387
발행주식수(백만)	20
52주 최고/최저(원)	84,000/56,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,461
유동주식비율/외국인지분율(%)	50.4/12.2
주요주주(%)	이준호 외 25 인 47.7
	한국투자신탁운용 5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.5)	(1.3)	25.7
KOSPI 대비(%p)	(8.4)	(5.7)	8.9

주가추이



자료: WISEFn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 NHN엔터테인먼트 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	226.7	224.9	219.7	237.8	227.6	236.0	238.6	263.3	856.4	909.1	965.5
PC 게임	55.6	49.0	48.5	49.3	49.7	49.7	48.7	49.5	195.6	202.4	197.6
웹보드게임	37.1	33.4	33.7	34.1	34.8	35.2	34.5	35.5	108.2	138.4	140.0
PC 온라인게임	18.5	15.6	14.8	15.2	14.9	14.6	14.3	14.0	87.5	64.0	57.7
모바일게임	71.0	73.8	63.8	64.9	65.8	73.8	77.5	79.2	277.3	273.5	296.3
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	112.1	112.5	112.4	134.6	383.5	433.2	471.6
영업비용	217.5	215.0	214.2	227.7	221.5	228.4	229.8	248.5	830.0	874.3	928.3
지급수수료	97.5	93.8	92.9	102.8	98.5	102.1	103.2	113.9	366.2	387.0	417.6
인건비	68.6	69.5	68.7	70.6	73.5	74.5	73.7	75.8	263.3	277.5	297.5
광고선전비	20.4	20.9	20.7	21.8	19.6	21.2	22.4	24.7	69.2	83.7	88.0
통신비	5.7	5.9	5.8	5.7	5.7	5.8	5.9	5.9	24.3	23.1	23.3
기타	25.2	24.9	26.1	26.8	24.2	24.8	24.7	28.2	106.9	102.9	101.9
영업이익	9.3	9.9	5.5	10.1	6.1	7.6	8.8	14.7	26.4	34.8	37.2
영업이익률	4.1%	4.4%	2.5%	4.3%	2.7%	3.2%	3.7%	5.6%	3.1%	3.8%	3.9%
세전이익	21.0	19.1	14.2	0.7	11.5	12.1	13.7	19.1	26.0	55.1	56.4
순이익	12.1	5.8	1.3	(10.0)	8.1	8.5	9.6	13.3	7.2	9.2	39.5
순이익률	5.3%	2.6%	0.6%	(4.2)%	3.5%	3.6%	4.0%	5.1%	0.8%	1.0%	4.1%

자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

〈표 2〉 NHN엔터테인먼트 SOTP valuation

(십억원, 1,000주, 원)

항목	값	내용
웹보드 가치	682.3	
2018F 웹보드 매출액	140.0	
순이익	68.2	
Target Multiple	10x	
모바일게임 가치	533.4	
2018F 모바일 게임 매출액	296.3	
순이익	44.4	
Target Multiple	12x	
페이코 가치	401.3	
투자 유치 금액 기준 가치	526.3	GS 홈쇼핑 500 억원, 이준호 의장 500 억원, 한화인베스트먼트
지분율	76%	250 억원 투자
목표 시가총액	1,617.0	
자사주를 제외한 주식수	19,209	
목표주가	84,000	

자료: 한국투자증권

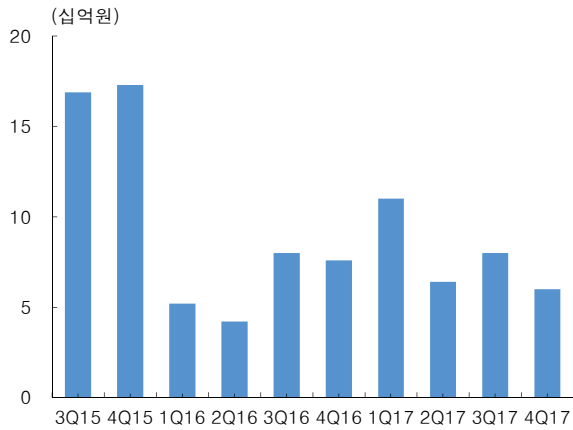
〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2017	909.1	909.1	0.0
	2018F	965.5	1,001.3	(3.6)
	2019F	1,081.4	1,121.5	(3.6)
영업이익	2017	34.8	34.8	0.0
	2018F	37.2	54.1	(31.2)
	2019F	54.9	91.5	(40.0)
지배주주순이익	2017	9.2	9.2	0.0
	2018F	39.5	51.3	(23.0)
	2019F	51.3	77.2	(33.5)
EPS	2017	479	479	0.0
	2018F	2,056	2,671	(23.0)
	2019F	2,670	4,017	(33.5)

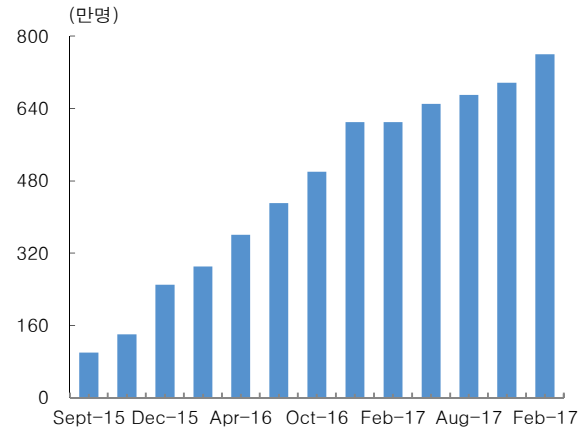
자료: 한국투자증권

[그림 1] 페이코 마케팅 비용 추이 및 전망



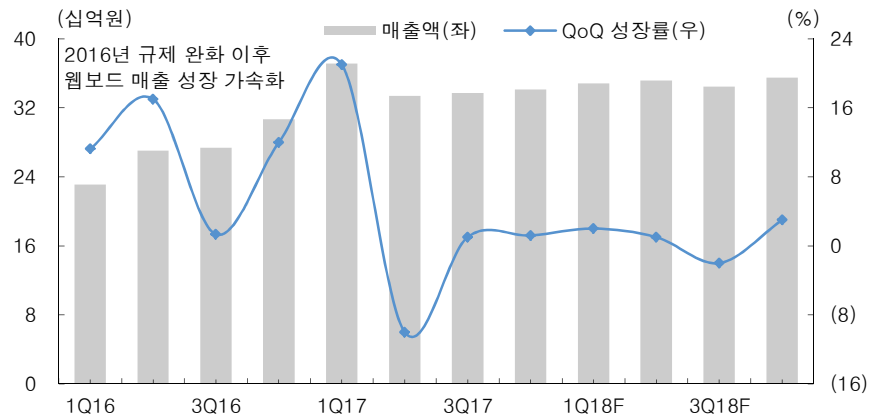
자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

[그림 2] 페이코 유저수 증가 추이



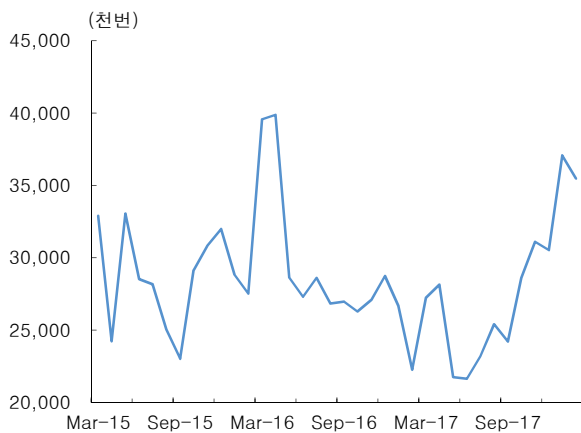
자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

[그림 3] NHN엔터테인먼트 웹보드 매출액 추이 및 전망



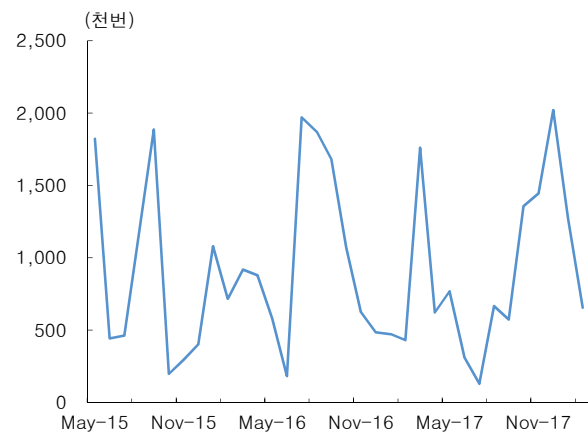
자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

[그림 4] 한게임 고스톱 페이지뷰 추이



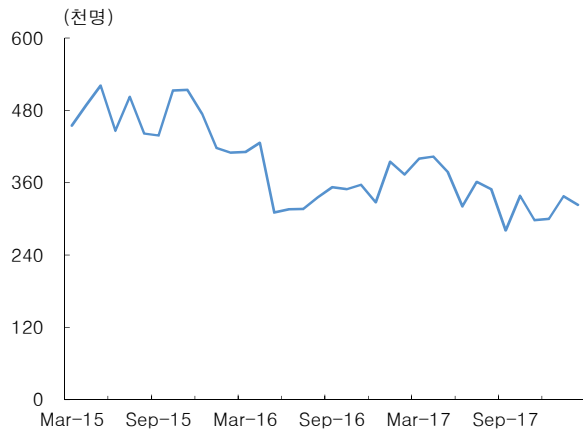
자료: Koreanclick, 한국투자증권

[그림 5] 한게임 포커 페이지뷰 추이



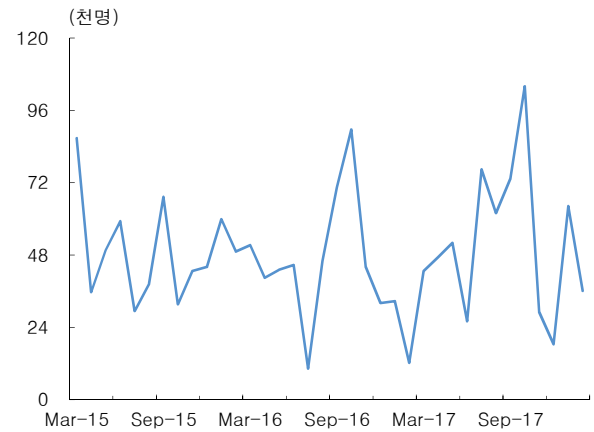
자료: Koreanclick, 한국투자증권

[그림 6] 한게임 고스톱 순방문자 추이



자료: Koreanclick, 한국투자증권

[그림 7] 한게임 포커 순방문자 추이



자료: Koreanclick, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

NHN엔터테인먼트는 게임 서비스 업체로 2013년 8월 1일 NHN(현 네이버)의 게임 사업부문이 분할되어 설립되었다. 기존에는 웹보드 게임 매출 비중이 컸으나 웹보드 규제 이후 다양한 모바일 게임을 개발 및 퍼블리싱하고 있다. 2015년 8월 1일부터는 전자결제 서비스인페이코를 출시하며 간편결제 서비스 시장에 진출했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	683	750	780	807	840
현금성자산	260	301	327	348	346
매출채권및기타채권	136	206	211	222	227
재고자산	0	22	23	25	27
비유동자산	1,151	1,089	1,109	1,147	1,203
투자자산	608	492	488	494	519
유형자산	106	114	133	152	170
무형자산	308	323	336	338	346
자산총계	1,833	1,838	1,889	1,953	2,043
유동부채	233	268	298	310	339
매입채무및기타채무	128	143	143	151	167
단기차입금및단기사채	33	2	2	2	2
유동성장기부채	12	21	16	11	5
비유동부채	98	60	71	75	82
사채	17	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	10	12	12	12
부채총계	331	328	369	394	432
지배주주지분	1,427	1,463	1,472	1,511	1,563
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238
기타자본	(38)	(61)	(61)	(61)	(61)
이익잉여금	251	263	272	311	363
비지배주주지분	76	48	48	48	48
자본총계	1,503	1,510	1,520	1,559	1,610

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(107)	83	98	86	119
당기순이익	165	7	9	39	51
유형자산감가상각비	23	24	23	21	20
무형자산상각비	16	13	13	13	14
자산부채변동	(106)	62	49	2	23
기타	(205)	(23)	4	11	11
투자활동현금흐름	(118)	37	(69)	(60)	(114)
유형자산투자	(70)	(36)	(42)	(40)	(38)
유형자산매각	1	1	0	0	0
투자자산순증	(30)	99	(4)	(14)	(32)
무형자산순증	(8)	(21)	(27)	(15)	(22)
기타	(11)	(6)	4	9	(22)
재무활동현금흐름	277	(79)	(3)	(5)	(6)
자본의증가	273	3	0	0	0
차입금의순증	4	(40)	(3)	(5)	(6)
배당금지급	(0)	(5)	0	0	0
기타	0	(37)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	52	41	26	20	(2)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

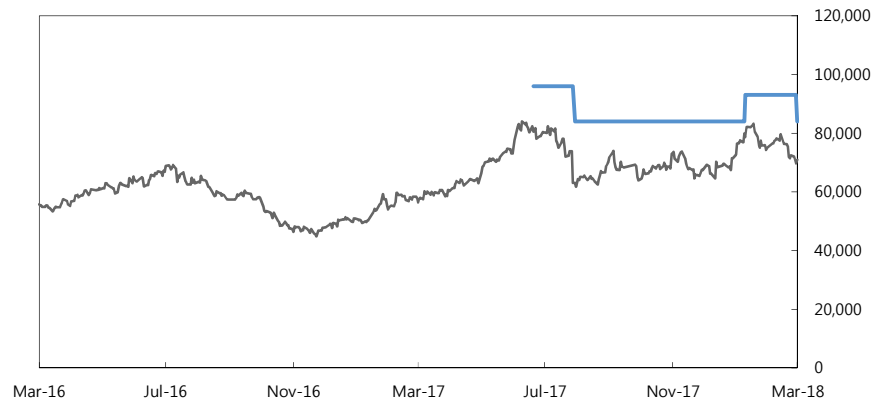
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	645	856	909	966	1,081
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	645	856	909	966	1,081
판매관리비	699	830	874	928	1,027
영업이익	(54)	26	35	37	55
금융수익	316	92	97	84	85
이자수익	14	21	10	18	19
금융비용	16	63	24	43	42
이자비용	1	2	1	1	1
기타영업외손익	(15)	(17)	(45)	(15)	(17)
관계기업관련손익	(1)	(13)	(8)	(7)	(7)
세전계속사업이익	229	26	55	56	73
법인세비용	64	19	46	17	22
연결당기순이익	165	7	9	39	51
지배주주지분순이익	164	13	9	39	51
기타포괄이익	(22)	46	0	0	0
총포괄이익	143	53	9	39	51
지배주주지분포괄이익	141	59	9	39	51
EBITDA	(16)	63	71	72	89

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,836	639	479	2,056	2,670
BPS	72,935	74,766	76,556	78,575	81,196
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	15.8	32.9	6.2	6.2	12.0
영업이익증가율	적전	흑전	32.0	6.9	47.5
순이익증가율	223.0	(92.4)	(26.5)	329.3	29.9
EPS증가율	163.9	(92.8)	NM	329.3	29.9
EBITDA증가율	(2.5)	7.4	12.2	1.3	22.9
수익성(%)					
영업이익률	(8.4)	3.1	3.8	3.9	5.1
순이익률	25.4	1.5	1.0	4.1	4.7
EBITDA Margin	(2.5)	7.4	7.8	7.5	8.2
ROA	10.6	0.4	0.5	2.1	2.6
ROE	13.4	0.9	0.6	2.6	3.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(426)	(445)	(480)	(507)	(534)
차입금/자본총계비율(%)	4.2	2.2	1.3	0.9	0.5
Valuation(X)					
PER	6.1	78.7	142.8	33.9	26.1
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	NM	8.9	12.4	12.2	9.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NHN엔터테인먼트(181710)	2016.06.03	중립	—	—	—
	2017.06.03	1년경과	—	—	—
	2017.07.04	매수	96,000원	-19.2	-14.2
	2017.08.13	매수	84,000원	-18.5	-5.0
	2018.01.24	매수	93,000원	-17.3	-10.5
	2018.03.15	매수	84,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 15일 현재 NHN엔터테인먼트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.