



하나금융그룹

2018년 5월 14일 | Equity Research

NHN엔터테인먼트 (181710)

일보전진

1분기 실적 예상을 상회

NHN엔터가 예상을 상회하는 1분기 실적을 기록했다. 매출은 2,313억원으로 예상수준을 기록했으나 마케팅비용이 크게 감소하며 영업이익은 154억원으로 예상을 상회했다. 견조한 매출의 견인차는 보드게임이었다. 보드게임매출은 규제가 지속되었음에도 불구하고 1분기 PC게임 매출의 70%를 상회하면서 견조한 성장을 지속했으며, 이를 기반으로 PC게임 매출은 전분기대비 7.2% 증가하며 견조한 모습을 기록했다. 반면에 모바일게임은 신규 흥행게임의 부재에 기존 게임들의 매출감소로 전분기대비 2% 감소했다. 기타부문에서는 전반적인 비수기효과로 커머스, 기술, 엔터테인먼트 매출이 감소한 가운데 페이코 거래확대 및 인크로스 연결편입효과가 두드러졌다. 마케팅비용은 전분기 웹툰서비스 '코미코', 신규게임 "컴파스" 마케팅비용 지출이 집중됨에 따라 1분기 상대적으로 지출요인이 적어 전분기대비 27% 감소했다.

보드게임의 분전

지난 2월말 규제일몰 시점에서 시장은 보드게임의 규제완화를 기대했으나 불발되었다. 그럼에도 불구하고 보드게임은 견조한 매출증가를 지속하고 있다. 물론 계절성을 피해가기 어렵다는 점에서 2분기 매출감소는 불가피해 보이나, 높은 마진율을 기반으로 이익개선을 주도하고 있음에 틀림없다. 또 하나 아쉬운 부문은 모바일게임의 부진이다. 2016년 분기평균 690억원을 상회했던 NHN엔터테인먼트의 모바일게임매출은 2017년 680억원 수준으로 내려앉았고, 1분기에는 636억원을 기록했다. 2분기 리듬액션게임, "피시아일랜드2" 및 하반기 "크리티컬옵스" 등의 라인업이 출시될 예정이나 공격적인 성과는 기대하기는 어려워 보인다.

개선되고 있는 '페이코'

간편결제서비스 '페이코'의 상황은 적자를 벗어나지 못하고 있으나 지속적으로 개선되고 있다. 1분기 거래액이 1조를 넘어섰고 기프트샵, 적립서비스, 맞춤형 쿠폰 서비스 등 수익모델을 염두에둔 서비스들이 출시되고 있다. 또한 삼성페이와의 제휴를 통해 오프라인 부문에서의 거래액 증가가 예상된다는 점에서 향후 적자구모는 지속적으로 감소할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 여기에 마케팅효율성이 제고되면서 비용부담이 완화되고 있는 만큼 긍정적인 관점에서 지켜보아야 할 것으로 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 94,000원 | CP(5월 11일): 64,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,477.71		
52주 최고/최저(원)	84,000/59,000	1,019.8	1,118.6
시가총액(십억원)	1,252.2	59.7	76.8
시가총액비중(%)	0.10	56.4	68.6
발행주식수(천주)	19,565.0		
60일 평균 거래량(천주)	101.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	6.9		
18년 배당금(예상, 원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	10.38		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 22 인	47.70		
한국투자신탁운용	6.03		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.5) (6.7) (0.9)		
상대	(4.8) (4.2) (8.2)		

Stock Price	
(천원)	NHN엔터테인먼트(자)
상대지수(우)	

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	856.4	909.1	967.7	1,052.2	1,142.1
영업이익	십억원	26.4	34.7	50.0	58.7	72.2
세전이익	십억원	26.0	54.4	154.1	162.8	176.3
순이익	십억원	12.5	16.6	94.6	96.5	104.5
EPS	원	639	849	4,833	4,931	5,340
증감률	%	(92.8)	32.9	469.3	2.0	8.3
PER	배	78.66	80.61	13.24	12.98	11.99
PBR	배	0.66	0.87	0.77	0.73	0.69
EV/EBITDA	배	9.27	14.66	9.97	8.88	7.27
ROE	%	0.87	1.12	6.09	5.85	5.97
BPS	원	76,086	78,326	83,159	88,090	93,429
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

표 1. NHN엔터테인먼트의 1분기 잠정실적

(단위:백만원)

	1Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	추정치	차이(%)
총매출액	226,683	237,751	232,165	(2.3)	2.4	231,255	0.4
PC게임	55,608	49,272	52,800	7.2	(5.0)	50,257	5.1
모바일게임	70,970	64,892	63,629	(1.9)	(10.3)	65,674	(3.1)
기타	100,105	123,587	115,736	(6.4)	15.6	115,323	0.4
영업비용	217,453	227,683	216,785	(4.8)	(0.3)	219,951	(1.4)
인건비	68,637	70,579	74,778	5.9	8.9	69,146	8.1
지급수수료	97,494	102,846	91,535	(11.0)	(6.1)	98,252	(6.8)
마케팅비	20,437	21,761	15,934	(26.8)	(22.0)	21,454	(25.7)
감가상각비	8,227	8,879	8,389	(5.5)	2.0	8,435	(0.5)
기타	22,658	23,618	26,149	10.7	15.4	22,663	15.4
영업이익	9,230	10,068	15,380	52.8	66.6	11,304	36.1
이익률(%)	4.1	4.2	6.6			4.9	
계속사업이익	20,936	52	77,989	149,878.8	272.5	17,053	357.3
이익률(%)	9.2	0.0	33.6			7.4	
순이익	12,045	(10,431)	63,254	흑자전환	425.1	12,926	389.3
이익률(%)	5.3	N/A	27.2			5.6	

자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

표 2. NHN엔터테인먼트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	909,116	967,687	226,683	224,944	219,738	237,751	232,165	235,220	241,934	258,367
성장률(%)	6.2	6.4	(5.5)	(1.1)	(0.4)	6.3	(4.8)	3.6	2.9	6.1
PC게임	202,401	209,361	55,608	48,996	48,525	49,272	52,800	51,285	51,659	53,617
모바일게임	273,497	275,512	70,970	73,824	63,811	64,892	63,629	66,810	70,151	74,921
기타	433,218	383,493	100,105	102,124	107,402	123,587	115,736	117,125	120,124	129,829
영업비용	874,384	917,704	217,453	215,033	214,215	227,683	216,785	224,647	231,084	245,187
성장률(%)	5.3	5.0	(5.5)	(1.1)	(0.4)	6.3	(4.8)	3.6	2.9	6.1
인건비	277,486	309,053	68,637	69,549	68,721	70,579	74,778	75,526	77,807	80,942
지급수수료	387,012	393,753	97,494	93,764	92,908	102,846	91,535	96,664	99,410	106,143
마케팅비	83,767	77,979	20,437	20,879	20,690	21,761	15,934	19,848	20,409	21,788
감가상각비	33,499	36,315	8,227	8,665	7,728	8,879	8,389	8,791	8,967	10,169
기타	92,620	100,603	22,658	22,176	24,168	23,618	26,149	23,818	24,491	26,145
영업이익	34,732	49,983	9,230	9,911	5,523	10,068	15,380	10,573	10,850	13,180
성장률(%)	31.7	43.9	102.7	7.4	(44.3)	82.3	52.8	(31.3)	2.6	21.5
이익률(%)	3.8	5.2	4.1	4.4	2.5	4.2	6.6	4.5	4.5	5.1
계속사업이익	54,407	154,082	20,936	19,186	14,233	52	77,989	24,403	24,680	27,010
성장률(%)	109.2	183.2	N/A	(8.4)	(25.8)	(99.6)	149,878.8	(68.7)	1.1	9.4
순이익	8,736	120,932	12,045	5,821	1,301	(10,431)	63,254	18,497	18,707	20,474
성장률(%)	22.8	1,284.3	N/A	(51.7)	(77.6)	적자전환	흑자전환	(70.8)	1.1	9.4

주1: 분기별 성장률은 QOQ 성장률을 의미

자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

NHN엔터테인먼트 Conference Call 내용**■ CEO 코멘트**

1분기 웹보드 및 일본게임 호조로 성장세 유지
2분기 중 리듬액션게임 피시아일랜드2 출시 예정
하반기 크리티컬옵스, 일본 모노가타리 IP 기반 게임출시 예정

페이코

마케팅미디어 변모를 위한 노력지속
기프트샵 확대 11번가 티몬 등 40개 이상의 몰과 쇼핑적립서비스 출시, 빅데이터 기반 개인 쿠폰서비스 출시
페이코 오프라인 서비스 w 삼성페이 출시 준비 중
금융서비스도 준비중

CFO

모바일게임 55%, PC게임 45%, 국내 58%, 해외 42%
전분기대비 매출감소 : 커머스

페이코 :

월거래액은 지속적으로 상승 중. 1분기 1조를 넘는 수준
삼성페이 탑재 예정, 연말까지 현재 온라인수준의 거래규모 나올 것으로 기대
전체적으로 5조는 넘을 것으로 기대
기프트샵을 포함한 여러 서비스를 출시했고 출시예정인 상황에서 수익모델을 염두에 두고 출시한 서비스임.
일반적으로 수수료매출이 수익모델, 맞춤쿠폰 같은 경우 유료로 전환되는 가맹점이 증가하고 있는 상황이며
인바운드로 들어오는 상황임

웹보드게임 매출비중 :

PC매출 중 70%를 상회하는 수준 약간 증가, 1분기는 계절적 요인이 큼. 전망치를 얘기하기는 어려움. 4~5월
추이를 보면 계절적 영향으로 하락 중

마케팅비용 :

1분기에는 전년 코미코, “컴파스”에 마케팅비용 집중했던 기저효과가 있었음, 2분기 이후는 신규게임 출시에 따라 증가할 가능성 있음. 페이코는 마케팅비용을 최소화하기 위해, 가맹점 비중을 늘리거나 하는 노력 지속 중. 마케팅비용 증가 제한적일 것

글로벌 모바일게임 매출확대를 위한 신작확대 노력 지속 중. 주요 장르는 캐주얼게임으로 집중하고 있음
“컴파스” 매출 지속적으로 상승 중

거래액 중 송금규모 20% 정도. 삼성페이 MSD 기능 추가 상반기 내 서비스 런칭 계획. 현재 카드사들과 막바지 조율 중

페이코 : 연 영업적자 500억 정도 수준 계획, 1분기 매출은 70억 조금 안 되는 수준. 영업적자 100억원 내외로 보면 될 것

코미코 : 한국, 일본, 태국, 대만 등에서 서비스 중, 미국까지 확장계획, 아직까지는 BEP 수준에 도달하고 있지 못함, 매출은 100억이 좀 안 되는 수준, 영업적자는 애매하긴 한데 50억 내외의 적자 추정

인크로스 : 연결편입 시점이 얼마 안된 상황. 에이스와 인크로스의 협업구조를 만들고 있는 상황

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		856.4	909.1	967.7	1,052.2	1,142.1
매출원가		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익		856.4	909.1	967.7	1,052.2	1,142.1
판관비		830.1	874.4	917.7	993.5	1,070.0
영업이익		26.4	34.7	50.0	58.7	72.2
금융순익		29.3	73.9	112.8	112.8	112.8
종속/관계기업순익		(13.1)	(9.6)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타영업외순익		(16.6)	(44.6)	(7.7)	(7.7)	(7.7)
세전이익		26.0	54.4	154.1	162.8	176.3
법인세		18.9	45.7	33.1	39.4	42.7
계속사업이익		7.1	8.7	120.9	123.4	133.6
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		7.1	8.7	120.9	123.4	133.6
비지배주주지분순이익		(5.4)	(7.9)	26.4	26.9	29.1
지배주주순이익		12.5	16.6	94.6	96.5	104.5
지배주주지분포괄이익		59.0	(7.3)	116.2	118.6	128.4
NOPAT		7.2	5.6	39.2	44.5	54.7
EBITDA		63.3	68.2	80.1	81.8	90.0
성장성(%)						
매출액증가율		32.9	6.2	6.4	8.7	8.5
NOPAT증가율		흑전	(22.2)	600.0	13.5	22.9
EBITDA증가율		흑전	7.7	17.4	2.1	10.0
영업이익증가율		흑전	31.4	44.1	17.4	23.0
(지배주주)순익증가율		(92.4)	32.8	469.9	2.0	8.3
EPS증가율		(92.8)	32.9	469.3	2.0	8.3
수익성(%)						
매출총이익률		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률		7.4	7.5	8.3	7.8	7.9
영업이익률		3.1	3.8	5.2	5.6	6.3
계속사업이익률		0.8	1.0	12.5	11.7	11.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	639	849	4,833	4,931	5,340
BPS	76,086	78,326	83,159	88,090	93,429
CFPS	3,682	3,931	3,649	3,735	4,152
EBITDAPS	3,238	3,487	4,096	4,181	4,599
SPS	43,773	46,466	49,460	53,780	58,376
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	78.7	80.6	13.2	13.0	12.0
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
PCFR	13.7	17.4	17.5	17.1	15.4
EV/EBITDA	9.3	14.7	10.0	8.9	7.3
PSR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	0.9	1.1	6.1	5.8	6.0
ROA	0.7	0.8	4.3	4.2	4.3
ROIC	1.2	0.9	7.6	10.8	13.9
부채비율	21.7	27.7	26.3	26.3	26.2
순부채비율	(29.4)	(29.5)	(35.0)	(37.6)	(39.7)
이자보상배율(배)	13.2	117.6	3.1	3.6	4.4

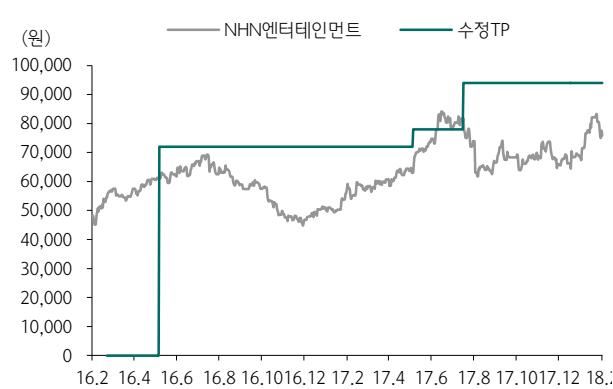
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		749.5	947.7	1,081.9	1,195.3	1,312.3
금융자산		477.6	594.0	723.0	809.8	898.5
현금성자산		301.5	368.1	723.0	809.8	898.5
매출채권 등		206.1	241.5	245.7	267.2	290.0
재고자산		21.9	16.6	16.9	18.4	20.0
기타유동자산		43.9	95.6	96.3	99.9	103.8
비유동자산		1,088.7	1,169.9	1,149.3	1,174.5	1,208.1
투자자산		492.3	543.6	553.2	601.5	652.9
금융자산		305.4	331.5	337.3	366.8	398.1
유형자산		114.3	118.0	96.4	80.3	68.4
무형자산		323.0	351.8	343.3	336.2	330.3
기타비유동자산		159.1	156.5	156.4	156.5	156.5
자산총계		1,838.2	2,117.6	2,231.2	2,369.8	2,520.4
유동부채		267.6	396.4	401.0	424.8	450.1
금융부채		23.1	90.5	90.5	90.5	90.5
매입채무 등		142.8	221.1	225.0	244.7	265.6
기타유동부채		101.7	84.8	85.5	89.6	94.0
비유동부채		60.2	63.3	64.2	68.5	73.1
금융부채		9.9	14.6	14.6	14.6	14.6
기타비유동부채		50.3	48.7	49.6	53.9	58.5
부채총계		327.7	459.7	465.2	493.3	523.2
지배주주지분		1,462.8	1,506.6	1,601.2	1,697.7	1,802.1
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
자본조정		(61.5)	(10.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
기타포괄이익누계액		14.2	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
이익잉여금		262.6	278.4	372.9	469.4	573.9
비지배주주지분		47.6	151.3	164.8	178.8	195.1
자본총계		1,510.4	1,657.9	1,766.0	1,876.5	1,997.2
순금융부채		(444.6)	(488.9)	(617.9)	(704.7)	(793.4)

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		83.4	(43.5)	151.4	148.0	153.0
당기순이익		7.1	8.7	120.9	123.4	133.6
조정		14.6	(2.7)	30.2	23.1	17.8
감가상각비		37.0	33.5	30.1	23.1	17.8
외환거래손익		(1.0)	2.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익		11.2	13.7	0.0	0.0	0.0
기타		(32.6)	(52.7)	0.1	0.0	0.0
영업활동자산부채변동		61.7	(49.5)	0.3	1.5	1.6
투자활동 현금흐름		36.7	(85.7)	203.6	(61.2)	(64.3)
투자자산감소(증가)		115.3	(51.3)	(9.5)	(48.3)	(51.4)
유형자산감소(증가)		(34.4)	(81.5)	0.0	0.0	0.0
기타		(44.2)	47.1	213.1	(12.9)	(12.9)
재무활동 현금흐름		(79.2)	196.2	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)		(29.6)	72.2	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(44.1)	134.7	0.0	0.0	0.0
배당지급		(5.5)	(10.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		41.1	66.6	354.9	86.8	88.7
Unlevered CFO		72.0	76.9	71.4	73.1	81.2
Free Cash Flow		47.8	(127.5)	151.4	148.0	153.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NHN엔터테인먼트



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
17.7.26	BUY	94,000		
17.5.15	BUY	78,000	-1.74%	7.69%
16.5.16	Neutral	72,000	-19.98%	-3.89%
16.3.2	Reduce		-	-
16.1.4	Reduce		-	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.2%	8.1%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 5월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.