

NHN엔터테인먼트(181710)

중심이 흔들렸다

신작 부재와 웹보드 사업 부진으로 게임 매출액 985억원(-20% YoY)으로 감소
페이코 거래액은 마케팅 감소에도 전분기 대비 1,000억원 증가한 1.1조원 기록
목표주가 하향하나 페이코 거래액 증가 및 가치 상승 감안해 매수의견 유지

Facts : NHN한국사이버결제 연결 편입효과로 매출 큰 폭 증가

2분기 실적은 매출액 3,252억원(+44.6% YoY, +40.1% QoQ), 영업이익 149억원(+50.3% YoY, -3.2% QoQ)을 기록했다. PC와 모바일 게임 매출액은 각각 412억원(-15.9% YoY, -22.0% QoQ)과 573억원(-22.4% YoY, -10.0% QoQ)으로 부진했다. 기타 매출액은 NHN한국사이버결제 연결 편입 효과 989억원 반영 및 연결 기업 성수기 진입으로 2,267억원(+122.0% YoY, +95.9% QoQ)으로 증가했다. 영업비용은 3,103억원(+44.3% YoY, +43.1% QoQ)으로 늘었다. 게임 마케팅 감소와 페이코 마케팅 효율화로 마케팅 비용이 전분기 대비 10.7% 감소했으나 NHN한사결 연결 편입으로 인건비와 지급수수료가 전분기 대비 각각 7.2%, 98.0% 증가했다.

Pros & cons : 게임 부문의 반등은 어려울 전망

PC와 모바일 게임 부문의 부진이 계속되고 있다. 특히 핵심 수익 사업인 웹보드 부문의 현황이 우리 기대치를 큰 폭으로 하회했다. 2분기 웹보드 매출액은 비수기 진입과 게임 환경 정화 작업 효과로 288억원(-13.7% YoY, -22.0% QoQ)에 그친 것으로 추정되며 하반기에도 유의미한 반등을 기대하기는 힘들 전망이다. 모바일 게임 부문 또한 신작 부재와 기존 게임 매출 감소가 계속되고 있어 하반기 출시 예정인 '모노가타리'와 '크리티컬 오프스' 등 신작들의 흥행이 필수적이다. 한편 2분기 페이코 거래액은 제한적인 마케팅에도 불구하고 1.1조원으로 전분기 대비 1,000억원 증가했으며 7월까지의 누적 거래액은 2.5조원 수준이다. 8월에는 삼성페이와의 제휴가 본격화되어 거래액 증가가 가속화될 전망이다.

Action : 목표주가 하향하나 페이코 가치 확대에 대한 기대감 유효

웹보드 부문의 부진을 감안해 NHN엔터테인먼트의 목표주가를 75,000원(SOTP)으로 기존 대비 10.7% 하향한다. 웹보드 장르 이용자 수의 전반적인 증가를 기대하기 어려우며 추가적인 규제 완화 가능성도 낮은 편으로 향후 성장이 제한적일 전망이다. 글로벌 게임 시장 경쟁 심화로 하반기 신작 흥행에 대한 기대감도 높지 않다. 다만 간편결제 시장 확대에 의한 페이코 거래액의 증가 및 수익화 기간 단축 등 페이코 가치 확대에 대한 기대감이 유효하다고 판단해 매수의견을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 75,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/10)	2,283
주가(8/10)	65,200
시가총액(십억원)	1,276
발행주식수(백만)	20
52주 최고/최저(원)	83,200/59,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,458
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.4/10.5
주요주주(%)	이준호 외 23 인 47.7
	한국투자신탁운용 7.3

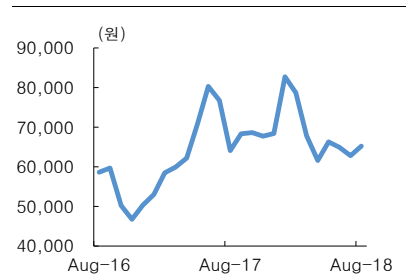
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	79.2	8.9	10.8
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	1.1	8.9	6.9
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	14.3	8.3	6.4
EPS(원)	864	7,296	6,024
BPS(원)	78,326	84,312	89,025

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.7)	(14.0)	(11.7)
KOSPI 대비(%p)	(3.2)	(10.6)	(8.4)

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	224.9	219.7	237.8	232.1	325.2	40.1	44.6	291.4
영업이익	9.9	5.5	10.1	15.4	14.9	(3.2)	50.3	16.8
영업이익률(%)	4.4	2.5	4.3	6.6	4.6			5.8
세전이익	19.1	14.2	0.1	78.0	42.9	(44.9)	123.9	25.5
순이익	5.8	1.3	(10.4)	63.2	25.6	(59.5)	340.1	16.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	226.7	224.9	219.7	237.8	232.1	325.2	326.4	363.4	909.1	1,247.1	1,495.7
PC 게임	55.6	49.0	48.5	49.3	52.8	41.2	42.0	43.3	202.4	179.3	176.1
웹보드게임	37.1	33.4	33.7	34.1	37.0	28.8	29.4	30.3	138.4	125.5	124.2
PC 온라인게임	18.5	15.6	14.8	15.2	15.8	12.4	12.6	13.0	64.0	53.8	51.9
모바일게임	71.0	73.8	63.8	64.9	63.6	57.3	60.9	65.2	273.5	247.1	274.6
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	115.7	226.7	223.5	254.9	433.2	820.8	1,045.0
영업비용	217.5	215.0	214.2	227.7	216.8	310.3	315.7	342.7	874.3	1,185.5	1,418.3
지급수수료	97.5	93.8	92.9	102.8	91.5	181.2	181.9	202.5	387.0	657.1	833.4
인건비	68.6	69.5	68.7	70.6	74.8	80.2	82.7	84.9	277.5	322.6	365.9
광고선전비	20.4	20.9	20.7	21.8	15.9	14.2	16.3	17.4	83.7	63.9	61.3
통신비	5.7	5.9	5.8	5.7	5.9	6.2	6.3	6.5	23.1	24.8	27.1
기타	25.2	24.9	26.1	26.8	28.7	28.5	28.5	31.4	102.9	117.1	130.6
영업이익	9.3	9.9	5.5	10.1	15.4	14.9	10.7	20.7	34.8	61.6	77.4
영업이익률	4.1%	4.4%	2.5%	4.3%	6.6%	4.6%	3.3%	5.7%	3.8%	4.9%	5.2%
세전이익	21.0	19.1	14.2	0.1	78.0	42.9	30.0	42.3	54.5	193.1	163.6
순이익	12.1	5.8	1.3	(10.4)	63.2	25.6	21.0	29.6	8.8	139.4	114.5
순이익률	5.3%	2.6%	0.6%	(4.4%)	27.2%	7.9%	6.4%	8.1%	1.0%	11.2%	7.7%

자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 1,000주, 원)

항목	값	내용
웹보드 가치	593.9	
12MF 웹보드 매출액	121.8	
순이익	59.4	
Target Multiple	10x	
기타 투자자산 가치	439.7	
2019F 투자자산 가치	628.2	
할인율	30%	
페이코 가치	401.3	
전체 페이코 가치	520.0	NHN 엔터(76.2%), 이준호 회장(9.5%), GS 홀쇼핑(9.5%), 한화인베스트먼트(4.8%) 보유
지분율	76%	
목표 시가총액	1,435.2	
자사주를 제외한 주식수	19,209	
목표주가	75,000	상승여력 15.0%

자료: 한국투자증권

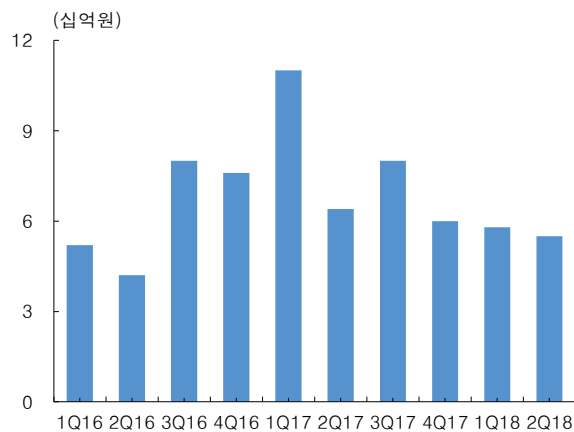
〈표 4〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	1,247.1	972.6	28.2
	2019F	1,495.7	1,089.4	37.3
	2020F	1,683.0	1,220.1	37.9
영업이익	2018F	61.6	58.4	5.6
	2019F	77.4	69.0	12.2
	2020F	92.3	56.5	63.4
지배주주순이익	2018F	139.4	149.2	(6.5)
	2019F	114.5	155.4	(26.3)
	2020F	126.4	146.1	(13.4)
EPS	2018F	7,296	7,769	(6.5)
	2019F	6,024	8,097	(26.3)
	2020F	6,652	7,611	(13.4)

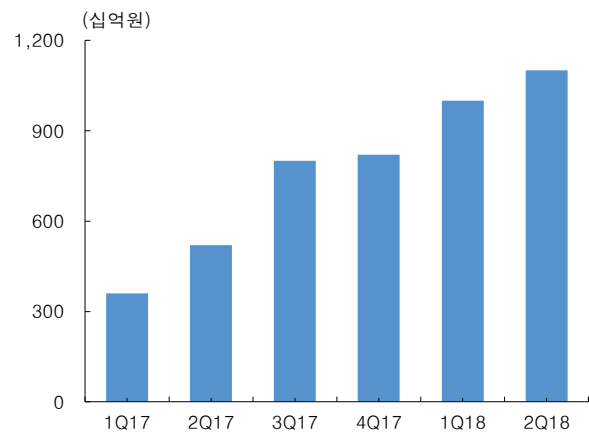
자료: 한국투자증권

[그림 1] 페이코 마케팅 비용 추이



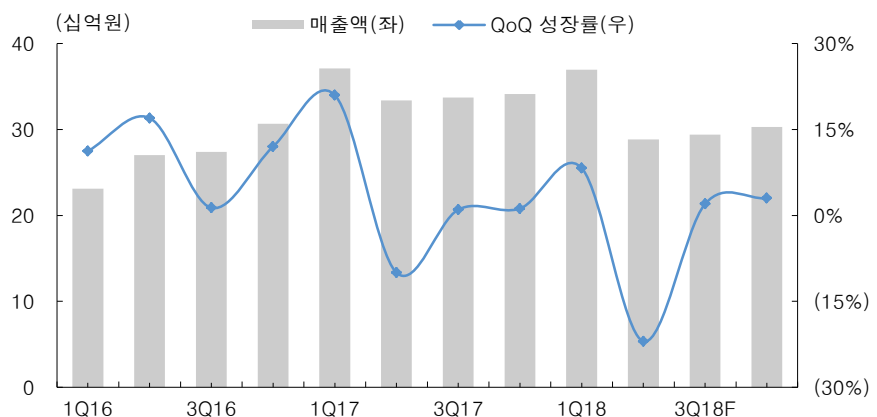
자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

[그림 2] 페이코 거래액 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

[그림 3] 웹보드 매출액 추이 및 전망



자료: NHN엔터테인먼트, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	750	948	921	1,054	1,153
현금성자산	301	368	374	419	454
매출채권및기타채권	206	241	262	284	303
재고자산	22	17	23	37	42
비유동자산	1,089	1,170	1,380	1,433	1,525
투자자산	492	544	599	628	673
유형자산	114	118	118	117	117
무형자산	323	352	499	509	539
자산총계	1,838	2,118	2,300	2,488	2,678
유동부채	268	396	454	538	615
매입채무및기타채무	143	221	249	254	269
단기차입금및단기사채	2	82	22	17	12
유동성장기부채	21	9	9	9	9
비유동부채	60	63	71	83	91
사채	0	6	6	6	6
장기차입금및금융부채	10	9	9	9	9
부채총계	328	460	525	620	707
지배주주지분	1,463	1,507	1,624	1,716	1,820
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238
기타자본	(61)	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	263	278	418	532	659
비지배주주지분	48	151	151	151	151
자본총계	1,510	1,658	1,775	1,867	1,971

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	83	(43)	330	206	224
당기순이익	7	9	139	115	126
유형자산감가상각비	24	23	25	25	25
무형자산상각비	13	11	16	16	17
자산부채변동	62	(50)	137	31	38
기타	(23)	(36)	13	19	18
투자활동현금흐름	37	(86)	(264)	(157)	(183)
유형자산투자	(36)	(84)	(27)	(27)	(27)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	99	(1)	(90)	(64)	(79)
무형자산순증	(21)	(8)	(163)	(26)	(47)
기타	(6)	5	14	(42)	(32)
재무활동현금흐름	(79)	196	(60)	(5)	(5)
자본의증가	3	144	0	0	0
차입금의순증	(40)	75	(60)	(5)	(5)
배당금지급	(5)	(11)	0	0	0
기타	(37)	(12)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	41	67	6	45	36

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

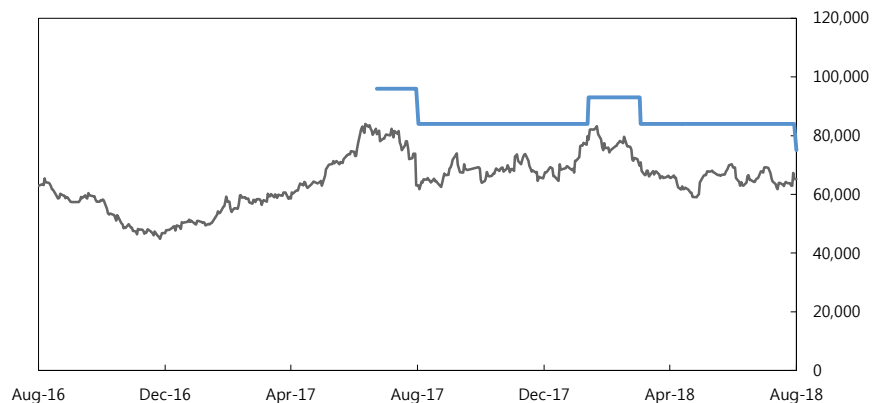
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	856	909	1,247	1,496	1,683
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	856	909	1,247	1,496	1,683
판매관리비	830	874	1,186	1,418	1,591
영업이익	26	35	62	77	92
금융수익	92	97	125	82	84
이자수익	16	9	21	22	25
금융비용	63	23	14	15	15
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(17)	(45)	33	31	30
관계기업관련손익	(13)	(10)	(12)	(12)	(12)
세전계속사업이익	26	54	193	164	181
법인세비용	19	46	54	49	54
연결당기순이익	7	9	139	115	126
지배주주지분순이익	13	17	139	115	126
기타포괄이익	46	(22)	(22)	(22)	(22)
총포괄이익	53	(14)	117	92	104
지배주주지분포괄이익	59	(7)	117	92	104
EBITDA	63	68	103	119	135

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	651	864	7,296	6,024	6,652
BPS	76,086	78,326	84,312	89,025	94,348
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	32.9	6.2	37.2	19.9	12.5
영업이익증가율	NM	31.7	77.4	25.7	19.2
순이익증가율	(92.4)	32.7	739.8	(17.9)	10.4
EPS증가율	(92.7)	32.7	744.4	(17.4)	10.4
EBITDA증가율	NM	7.7	50.7	15.7	13.3
수익성(%)					
영업이익률	3.1	3.8	4.9	5.2	5.5
순이익률	1.5	1.8	11.2	7.7	7.5
EBITDA Margin	7.4	7.5	8.2	7.9	8.0
ROA	0.4	0.4	6.3	4.8	4.9
ROE	0.9	1.1	8.9	6.9	7.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(445)	(489)	(548)	(640)	(713)
차입금/자본총계비율(%)	2.2	6.3	2.1	1.8	1.4
Valuation(X)					
PER	77.3	79.2	8.9	10.8	9.8
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.9	14.3	8.3	6.4	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NHN엔터테인먼트(181710)	2016.07.13	중립	-	-	-
	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	-22.2	-16.4
	2018.08.12	매수	75,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 12일 현재 NHN엔터테인먼트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.