



## △ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr  
RA 윤을정  
02. 6098-6673  
euljeong.yun@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>100,000 원</b>
<b>현재주가 (8.9)</b>	<b>65,200 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>53.4%</b>
KOSPI	2,282.79pt
시가총액	12,756억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	49.44%
외국인비중	10.54%
52주 최고/최저가	83,200원/59,000원
평균거래대금	39.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
이준호 외 23 인	47.72
한국투자신탁운용	7.30
국민연금	5.03
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	-3.7 -14.0 -11.7
상대주가	-3.2 -10.9 -8.7
<b>주가그래프</b>	



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	856.4	26.4	12.5	639	-95.9	74,766	78.7	0.7	9.3	0.9	21.7
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018E	1,240.5	70.0	153.5	7,847	1,591.7	90,797	8.6	0.7	6.4	9.4	28.0
2019E	1,478.5	115.0	172.2	8,799	2.5	107,907	7.6	0.6	2.7	8.9	28.4
2020E	1,657.0	156.6	202.2	10,336	19.8	123,884	6.5	0.5	0.5	8.9	28.6

# NHN엔터테인먼트 181710

## 높아진 이익레벨

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합. 웹보드는 계절적 비수기와 자정작업으로 부진했으나 NHN 한국사이버결제 연결계상으로 안정적 이익레벨 시현
- ✓ 8월 페이코, 삼성페이 제휴 가시화. 삼성페이는 오프라인 결제 대부분을 포용하고 있어 페이코의 거래액 증가와 영업적자폭 축소 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

**2Q18 실적, 기대치 부합**

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,252억원(+44.6% YoY), 149억원(+50.3% YoY) 기록, 당사 추정치(매출액 3,358억원, 영업이익 185억원)를 소폭 하회, 컨센서스(매출액 2,914억원, 영업이익 168억원)에 대체로 부합하였다. 웹보드 매출액은 계절적 비수기와 자정작업으로 22.0% QoQ 감소한 286억원, 모바일게임 역시 신작 부재로 10% QoQ 감소한 573억원을 기록하였다. 2분기 페이코 거래액은 10% QoQ 증가한 1.1조원이었으며, 삼성페이 가맹점과의 제휴는 8월 13일부터 시작될 예정이다. 하반기 거래액 증가되면 페이코의 수익모델(맞춤쿠폰, 쇼핑광고, 신용조회 등 금융서비스 등) 본격화되며 영업적자폭 축소된다. 참고로 2분기 연결계상된 NHN한국사이버결제의 매출액과 영업이익은 각각 1,048억원, 50억원이었다.

**8월 페이코의 삼성페이 제휴, 드디어 시작**

8월 둘째주 페이코는 삼성페이 탑재로 오프라인 영역 확장에 본격 나선다. 3~4개의 카드사와의 제휴를 시작으로 카드사 추가되며 대부분의 오프라인 매장에서 사용 가능하게 된다. 거래액과 액티브 유저의 증가는 쇼핑, 여행, 맛집, 금융 등 컨텐츠 확대와 쿠폰, 기프트숍, 쇼핑적립 등의 광고플랫폼이 유용하게 작동하는 기반이 된다. 당사는 2018년 페이코의 매출액은 500억원, 영업적자는 220억원으로 추정한다.

**투자의견 Buy, 적정주가 10 만원 유지**

투자자들의 동사의 안정적 이익레벨에 대한 불신은 양호한 2Q18 실적으로 해소되었다고 판단한다. 하반기 성장 가속화 기대되는데 1) 문재인 정부의 게임규제 완화와 맞물려 웹보드에도 긍정적 영향 예상되며 2) 페이코 비즈니스도 삼성페이 입점 통해 오프라인 거래액의 가파른 성장세 시현한다.

표1 2Q18 실적 Review – 기대치 부합

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>325.2</b>	<b>224.9</b>	<b>44.6%</b>	<b>232.2</b>	<b>40.1%</b>	<b>291.4</b>	<b>11.6%</b>	<b>335.8</b>	<b>-3.2%</b>
PC	41.2	49.0	-15.9%	52.8	-22.0%	-	-	48.8	-15.6%
웹보드	33.0	33.3	-1.0%	36.7	-10.0%	-	-	33.0	0.0%
퍼블리싱	15.8	15.7	0.9%	16.1	-2.0%	-	-	15.8	0.1%
모바일	57.3	73.8	-22.4%	63.6	-10.0%	-	-	64.7	-11.5%
기타	226.7	102.1	122.0%	115.7	95.9%	-	-	222.3	2.0%
<b>영업이익</b>	<b>14.9</b>	<b>9.9</b>	<b>50.3%</b>	<b>15.4</b>	<b>-3.2%</b>	<b>16.8</b>	<b>-11.3%</b>	<b>18.5</b>	<b>-19.5%</b>
<b>세전이익</b>	<b>43.0</b>	<b>19.2</b>	<b>123.9%</b>	<b>78.0</b>	<b>-44.9%</b>	-	-	<b>30.0</b>	<b>43.2%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.2</b>	<b>7.4</b>	<b>307.6%</b>	<b>55.0</b>	<b>-45.2%</b>	<b>16.9</b>	<b>78.4%</b>	<b>24.6</b>	-
영업이익률(%)	4.6%	4.4%	0.2%p	6.6%	-2.0%p	5.8%	-1.2%p	5.5%	-0.9%p
순이익률(%)	9.3%	3.3%	6.0%p	23.7%	-14.4%p	5.8%	3.5%p	7.3%	1.9%p

자료: NHN엔터테인먼트, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 NHN엔터테인먼트 분기별 실적 – 높아진 이익 레벨

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>226.7</b>	<b>224.9</b>	<b>219.7</b>	<b>237.7</b>	<b>232.2</b>	<b>325.2</b>	<b>331.9</b>	<b>351.2</b>	<b>909.1</b>	<b>1,240.5</b>	<b>1,478.5</b>
PC	55.6	49.0	48.5	49.3	52.8	41.2	44.2	49.4	202.4	187.6	204.7
웹보드	37.5	33.3	33.7	34.2	36.7	28.6	32.0	36.8	138.7	134.1	157.1
퍼블리싱	18.1	15.7	15.0	15.1	16.1	12.6	12.2	12.6	63.9	53.5	47.6
모바일	71.0	73.8	63.8	64.9	63.6	57.3	55.4	56.8	273.5	233.1	243.7
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	115.7	226.7	232.3	245.0	433.2	819.8	1,030.1
<b>영업비용</b>	<b>217.5</b>	<b>215.0</b>	<b>214.2</b>	<b>227.7</b>	<b>216.8</b>	<b>310.3</b>	<b>313.6</b>	<b>329.9</b>	<b>874.4</b>	<b>1,170.5</b>	<b>1,363.5</b>
인건비	68.6	69.5	68.7	70.6	74.8	80.2	82.1	90.2	277.5	327.3	388.7
지급수수료	97.5	93.8	92.9	102.8	91.5	181.2	181.2	188.0	387.0	641.9	751.9
광고선전비	20.4	20.9	20.7	21.8	15.9	14.2	14.6	15.1	83.8	59.9	65.0
감가상각비	8.2	8.7	7.7	8.9	8.4	10.2	10.5	10.9	33.5	40.0	46.8
통신비	5.7	5.9	5.8	5.7	5.9	6.2	6.4	6.6	23.2	25.0	28.4
기타	16.9	16.3	18.3	17.9	20.3	18.3	18.6	19.2	69.4	76.4	82.7
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>5.5</b>	<b>10.1</b>	<b>15.4</b>	<b>14.9</b>	<b>18.3</b>	<b>21.4</b>	<b>34.7</b>	<b>70.0</b>	<b>115.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>20.9</b>	<b>19.2</b>	<b>14.2</b>	<b>0.7</b>	<b>78.0</b>	<b>43.0</b>	<b>47.0</b>	<b>40.9</b>	<b>54.4</b>	<b>208.9</b>	<b>226.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>7.4</b>	<b>2.7</b>	<b>-8.2</b>	<b>55.0</b>	<b>30.2</b>	<b>36.1</b>	<b>32.2</b>	<b>16.6</b>	<b>153.5</b>	<b>172.2</b>

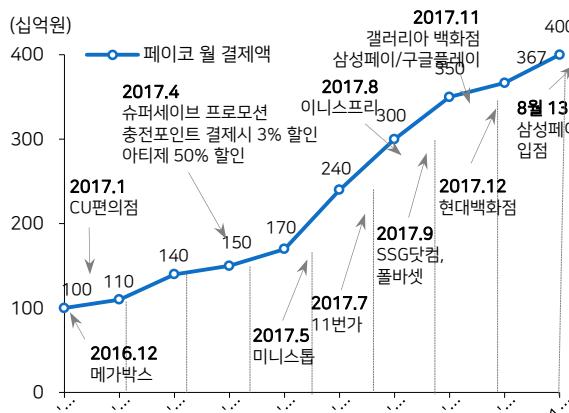
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 Valuation – 적정주가 10만원 유지

구분	단위	내용
한게임	(십억원)	1,096.6
2018E 순이익	(십억원)	73.1
Target P/E	(배)	15.0
페이코	(십억원)	540.0
총 가입자수	(만명)	900.0
가입자당 가치	(원)	60,000.0
기타 투자자산	(십억원)	319.5
총 기업가치	(십억원)	1,956.2
적정주가	(원)	99,983
현주가	(원)	64,000
상승여력	(%)	53.4%

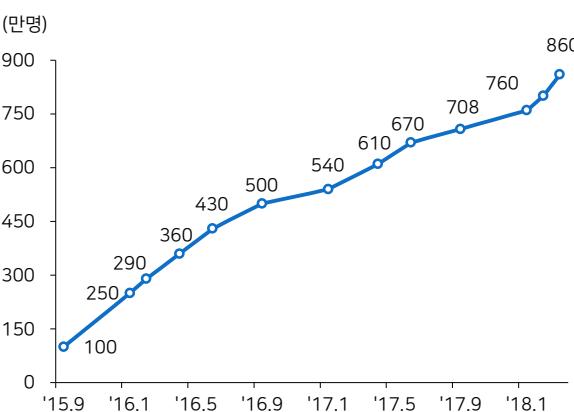
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림1 7월 페이코 월거래액, 4,000억원 수준



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림2 페이코 이용자 수 – 6월 860만명 기록



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q 웹보드게임 비수기 감안해도 매출 감소폭이 큰데 2분기 감소 원인 및 하반기 전망은?**

- A**
- 계절적 영향 외에 일부 자체적으로 정화작업을 위해 노력한 부분이 있었음
  - 장기적으로 안정적인 매출 유지를 위해 불가피하게 일어난 일
  - 단언하기는 어렵지만 하반기에도 상반기 수준 이상 달성할 수 있을 것으로 생각

**Q 은산분리 완화 후 인터넷전문은행 산업 진출 의향이 있는지?**

- A**
- 하반기 금융서비스 전략적으로 확대할 계획. 신용관리, 계좌조회서비스, 제휴카드 등 실행해 나가고 있음
  - 인터넷은행 관련해서 아직까지 구체적으로 결정된 것은 없음

**Q 온라인게임 결제한도 확대 가능성 언급되고 있는데 실제 가시화 가능성은? 웹보드 게임에 미칠 영향은?**

- A**
- 온라인게임 결제한도가 늘어남에 따라 전체적으로 웹보드 규제를 완화하면 좋겠다는 분위기 조성을 희망하고 있음
  - 다만 온라인게임 결제한도가 늘어나는 것과 웹보드 결제한도 규제가 완화되는 것은 전혀 관련이 없음

**Q 2분기 페이코 마케팅비 얼마나 집행되었는지? 하반기 MST 기능 도입되면 마케팅비 증가할 것으로 예상되는데 하반기 마케팅비 가이던스는?**

- A**
- 2분기 55억원 정도 집행, 1분기 대비 3억원 감소
  - 이용자 지표가 늘고 있기 때문에 성과 대비 효율적으로 사용하고 있다고 생각함
  - 연초 계획한 마케팅 비용 효율화 정도 선에서 끌어가보려고 생각하고 있음

**Q 페이코 수익모델이 수수료 받는 것으로는 BEP 넘는 데에 오래 걸릴 것으로 예상됨. 광고, 쇼핑 등 장기적으로 페이코의 수익화 모델은?**

- A**
- 플랫폼 내에서 광고, 쇼핑 등 다양한 수익 모델 테스트하고 있는 상황
  - 데이터가 좀 더 확보된 상태로 진행해야 하기 때문에 수익화 시점을 언급하기는 어려운 상황
  - 아주 멀지 않은 장래에 수익화 통해 긍정적 효과 기대할 수 있을 것

**Q 2분기 페이코 거래액은?**

- A**
- 2분기 페이코 거래 규모 1.1조원을 다소 상회
  - 올해 누적으로 2조 5천억원을 조금 넘어서고 있음

**Q 2분기 코미코 매출액 및 영업이익은? 최근 거래액 추이와 향후 전략은?**

- A**
- 2분기 매출 90억정도 달성, 1분기 대비해서는 다소 감소. '리라이프' 연재 종료되면서 컨텐츠쪽 매출이 감소했음
  - 지금은 컨텐츠 확보에 주력하고 있으며 라인 망가나 픽코마가 경쟁적으로 광고를 많이 하고 있음
  - 코미코는 보다 긴 템포로 컨텐츠 투자에 집중하고 있는 상황

## NHN 엔터테인먼트(181710)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>856.4</b>	<b>909.1</b>	<b>1,240.5</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,657.0</b>
매출액증가율 (%)	32.9	6.2	36.5	19.2	12.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,240.5	1,478.5	1,657.0
판매관리비	830.1	874.4	1,170.5	1,363.5	1,500.4
<b>영업이익</b>	<b>26.4</b>	<b>34.7</b>	<b>70.0</b>	<b>115.0</b>	<b>156.6</b>
영업이익률	3.1	3.8	5.6	7.8	9.4
금융손익	29.3	73.9	15.3	12.5	12.8
증속/관계기업손익	-13.1	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5
기타영업외손익	-16.6	-44.6	-46.0	-47.3	-48.7
세전계속사업이익	26.0	54.4	208.9	226.1	271.0
법인세비용	18.9	45.7	61.1	74.6	89.4
<b>당기순이익</b>	<b>7.1</b>	<b>8.7</b>	<b>147.8</b>	<b>151.5</b>	<b>181.6</b>
지배주주지분 순이익	12.5	16.6	153.5	172.2	202.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>83.4</b>	<b>-43.5</b>	<b>56.7</b>	<b>66.9</b>	<b>118.6</b>
당기순이익(손실)	7.1	8.7	147.8	151.5	181.6
유형자산상각비	24.4	22.8	23.7	24.7	25.7
무형자산상각비	12.6	10.7	11.1	11.6	12.0
운전자본의 증감	61.7	-49.5	-58.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>36.7</b>	<b>-85.7</b>	<b>147.8</b>	<b>151.5</b>	<b>181.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5
투자자산의감소(증가)	115.3	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-79.2</b>	<b>196.2</b>	<b>24.0</b>	<b>28.1</b>	<b>28.9</b>
차입금의 증감	-29.6	72.2	75.0	78.1	81.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.1	66.6	123.1	56.5	166.9
기초현금	260.4	301.5	368.1	491.2	547.6
기말현금	301.5	368.1	491.2	547.6	714.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	749.5	947.7	1,067.6	1,180.3	1,369.4
현금및현금성자산	301.5	368.1	491.2	547.6	714.5
매출채권	113.2	196.8	265.6	292.2	301.0
재고자산	21.9	16.7	16.9	17.1	17.3
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,190.0	1,208.9	1,220.6
유형자산	114.3	118.0	111.5	104.7	97.5
무형자산	323.0	351.8	369.4	387.8	399.5
투자자산	492.3	543.6	550.7	557.9	565.2
<b>자산총계</b>	<b>1,838.2</b>	<b>2,117.6</b>	<b>2,311.3</b>	<b>2,513.4</b>	<b>2,750.6</b>
유동부채	267.6	396.4	436.0	479.6	527.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	82.0	32.0	32.0	32.0
유동성장기부채	21.4	8.5	2.8	2.8	2.8
비유동부채	60.2	63.3	76.3	76.9	77.6
사채	0.0	5.7	3.0	3.0	3.0
장기차입금	0.0	1.6	16.6	16.6	16.6
<b>부채총계</b>	<b>327.7</b>	<b>459.7</b>	<b>505.7</b>	<b>556.2</b>	<b>611.8</b>
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	14.2	-8.8	-4.3	-4.3	-4.3
이익잉여금	262.6	278.4	426.2	577.7	759.2
비지배주주지분	47.7	151.3	29.3	-154.0	-285.1
<b>자본총계</b>	<b>1,510.5</b>	<b>1,657.9</b>	<b>1,805.7</b>	<b>1,957.2</b>	<b>2,138.7</b>

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,773	46,466	63,404	75,568	84,689
EPS(지배주주)	639	849	7,847	8,799	10,336
CFPS	3,682	3,931	88,992	83,736	64,933
EBITDAPS	3,238	3,488	5,357	7,731	9,928
BPS	74,766	77,006	90,797	107,907	123,884
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	78.7	80.6	8.6	7.6	6.5
PCR	13.7	17.4	0.8	0.8	1.0
PSR	1.1	1.5	1.1	0.9	0.8
PBR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.5
EBITDA	63.4	68.2	104.8	151.3	194.2
EV/EBITDA	9.3	14.7	6.4	2.7	0.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	9.4	8.9	8.9
EBITDA 이익률	7.4	7.5	8.4	10.2	11.7
부채비율	21.7	27.7	28.0	28.4	28.6
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	13.2	117.6	39.5	69.4	94.5
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	5.4	5.3	5.6
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	74.0	87.1	96.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희, 윤을정)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	-23.9	-12.7	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	-26.1	-20.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-23.7	-8.9	
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	-17.9	-14.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	71,000	김동희	-16.0	-9.0	
2017.05.15	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-12.5	-10.9	
2017.05.31	산업분석	Buy	80,000	김동희	-5.6	5.0	
2017.07.07	산업분석	Buy	100,000	김동희	-22.7	-17.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.7	-17.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.7	-17.6	
2017.11.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.6	-17.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.2	-17.6	
2018.01.11	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.0	-16.8	
2018.02.09	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.8	-16.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.8	-16.8	
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-30.0	-16.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.4	-16.8	
2018.07.07	1년 경과				-32.0	-31.0	
2018.07.13	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-34.7	-30.7	
2018.08.13	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-	