



하나금융그룹

2018년 9월 5일 | Equity Research

NHN엔터테인먼트 (181710)

알게 모르게 좋아지는 중

살아나는 게임

게임부문 매출회복을 통해 NHN엔터테인먼트의 하반기 실적이 개선될 전망이다. 보수적 운영 및 계절적 요인에 따라 부진했던 웹보드게임의 매출이 6월을 저점으로 상승국면에 있어, 고마진이라는 특성상 하반기 실적에 크게 기여할 것으로 기대된다. 4분기 계절적 성수기 효과도 기대된다. 모바일게임도 간만에 신규게임을 출시하며 기지개를 켜고 있다. 7월 “판타지라이프 온라인”(일본), “피쉬아일랜드2”(국내), 8월 말 “모노가타리”(일본) 등을 출시했고 4분기에도 “크리티컬옵스”(아시아), “RWBY”(글로벌) 등 출시 계획이다. 3분기 출시게임들의 순위 변동폭이 큰 편이나 2분기 573억원에 불과한 NHN엔터테인먼트의 모바일게임 매출을 충분히 견인할 수 있을 것이다. 3분기 NHN엔터테인먼트의 매출은 2분기 대비 5% 증가할 것으로 추정하며, 4분기에는 계절적 성수기 효과로 성장의 폭을 더해 3분기 대비 7.4%, 2분기 대비 12.7% 증가할 전망이다.

기타 아닌 기타부문도 순항할 듯

2분기 NHN엔터테인먼트의 매출의 70%는 기술, 커머스, 엔터테인먼트, 결제 등 기타부문에서 창출되었으며 전년동기대비 기술자회사 12.2%, 커머스 14.2%, 엔터테인먼트 3.3% 등 견조한 성장을 지속하고 있다. 통상적으로 상반기대비 하반기 실적흐름이 보다 양호했다는 점에서 하반기 실적성장에 대한 기대도 유효하다. 특히 2분기 연결편입된 NHN한국사이버결제의 향후 펀더멘털개선에 대한 기대가 유효한 만큼 전체 기타부문의 성장은 가속화될 전망이며, 게임부문의 턴어라운드를 기반으로 둘 보일 것이다.

페이코에 대한 인식전환 긍정적, 하반기 비중확대

최근 NHN엔터테인먼트를 보는 시장 인식의 변화 중 하나는 페이코 비즈니스에 비용부담 우려가 점진적으로 완화되고 있고, 향후 수익성 확보에 대한 기대도 조금씩 높아지고 있다는 점이다. 장기간 걸친 비용효율성 제고노력이 효과를 보면서 마케팅비용에 부담을 덜하고 있고, 쿠폰비즈니스 등 타겟마케팅 성과도 조금씩 나타나고 있기 때문이다. 삼성페이와의 제휴 등 커버리지 확대도 긍정적이다. 주가도 장기간 조정으로 부담 없는 수준이다. 게임산업 전반에 걸친 투자심리 악화 등으로, NHN엔터테인먼트의 최근 주가는 부진한 흐름을 지속했다. 최근 1개월간 시장대비 6.6% 하회했으며 3개월 기준으로도 4.3% 하회했다. 그러나, 하반기 펀더멘털개선에 대한 기대가 유효한 만큼 점진적 비중확대가 유효해 보인다.

Update

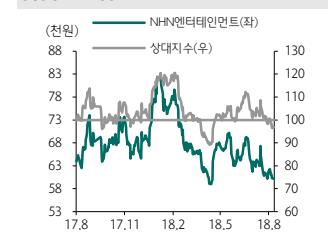
BUY

| TP(12M): 94,000원 | CP(9월 4일): 60,300원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,315.72		
52주 최고/최저(원)	83,200/59,000	1,256.5	1,452.3
시가총액(십억원)	1,179.8	67.7	88.7
시가총액비중(%)	0.10	순이익(십억원)	126.9
발행주식수(천주)	19,565.0	97.3	
60일 평균 거래량(천주)	58.9	EPS(원)	5,892
60일 평균 거래대금(십억원)	3.8	BPS(원)	4,508
18년 배당금(예상,원)	0		86,325
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		91,666
외국인지분율(%)	10.91		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 22 인	47.70		
한국투자신탁운용	7.30		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.5) (21.1) (3.5)		
상대	(6.6) (18.1) (2.9)		

Consensus Data



Stock Price

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	856.4	909.1	1,265.3	1,363.7	1,468.3
영업이익	십억원	26.4	34.7	73.4	92.0	101.6
세전이익	십억원	26.0	54.4	167.8	104.5	114.1
순이익	십억원	12.5	16.6	108.2	68.9	75.2
EPS	원	639	849	5,530	3,522	3,844
증감률	%	(92.8)	32.9	551.4	(36.3)	9.1
PER	배	78.66	80.61	10.90	17.12	15.69
PBR	배	0.66	0.87	0.71	0.68	0.65
EV/EBITDA	배	9.27	14.66	10.83	8.31	7.64
ROE	%	0.87	1.12	6.89	4.13	4.32
BPS	원	76,086	78,326	84,859	88,381	92,224
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 황승태

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

페이코의 마케팅 효율성 제고로
비용증가에 대한 우려 감소

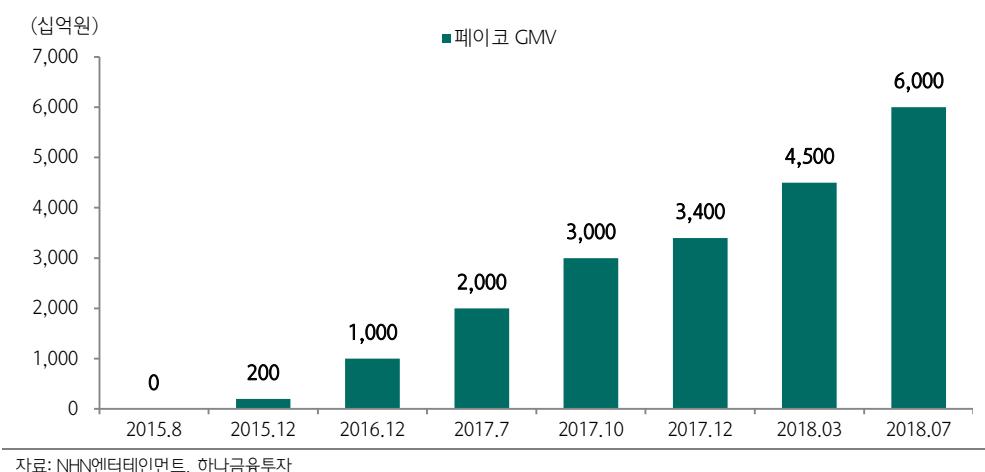
그림 1. 제고되는 마케팅 효율



자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

삼성페이 등과의 제휴로
견조한 성장을 지속할 것

그림 2. 견조한 성장을 지속중인 페이코 거래액



자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

표 1. NHN엔터테인먼트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
총매출액	909,116	1,265,330	226,683	224,944	219,738	237,751	232,165	325,213	341,377	366,575
성장률(%)	6.2	39.2	(5.5)	(1.1)	(0.4)	6.3	(4.8)	43.1	4.0	6.0
PC게임	202,401	185,315	55,608	48,996	48,525	49,272	52,800	41,200	43,528	47,787
모바일게임	273,497	255,734	70,970	73,824	63,811	64,892	63,629	57,268	65,145	69,692
기타	433,218	383,493	100,105	102,124	107,402	123,587	115,736	226,745	232,705	249,095
영업비용	874,384	1,191,912	217,453	215,033	214,215	227,683	216,785	310,319	322,767	342,040
성장률(%)	5.3	36.3	(5.5)	(1.1)	(0.4)	6.3	(4.8)	43.1	4.0	6.0
인건비	277,486	323,477	68,637	69,549	68,721	70,579	74,778	80,176	82,597	85,926
지급수수료	387,012	663,067	97,494	93,764	92,908	102,846	91,535	181,208	188,698	201,626
마케팅비	83,767	62,096	20,437	20,879	20,690	21,761	15,934	14,223	15,460	16,479
감가상각비	33,499	39,801	8,227	8,665	7,728	8,879	8,389	10,230	10,435	10,748
기타	92,620	103,470	22,658	22,176	24,168	23,618	26,149	24,482	25,577	27,262
영업이익	34,732	73,418	9,230	9,911	5,523	10,068	15,380	14,894	18,610	24,534
성장률(%)	31.7	111.4	102.7	7.4	(44.3)	82.3	52.8	(3.2)	25.0	31.8
이익률(%)	3.8	5.8	4.1	4.4	2.5	4.2	6.6	4.6	5.5	6.7
계속사업이익	54,407	167,788	20,936	19,186	14,233	52	77,989	42,953	20,461	26,385
성장률(%)	109.2	208.4	흑자전환	(8.4)	(25.8)	(99.6)	149,878.8	(44.9)	(52.4)	29.0
순이익	8,736	124,398	12,045	5,821	1,301	(10,431)	63,254	25,635	15,510	20,000
성장률(%)	22.8	1,324.0	흑자전환	(51.7)	(77.6)	적자전환	흑자전환	(59.5)	(39.5)	29.0

주1: 분기별 성장률은 QOQ 성장률을 의미

자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	856.4	909.1	1,265.3	1,363.7	1,468.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,265.3	1,363.7	1,468.3
판관비	830.1	874.4	1,191.9	1,271.7	1,366.8
영업이익	26.4	34.7	73.4	92.0	101.6
금융순익	29.3	73.9	86.7	30.0	30.0
종속/관계기업손익	(13.1)	(9.6)	(12.3)	(9.5)	(9.5)
기타영업외손익	(16.6)	(44.6)	20.0	(8.0)	(8.0)
세전이익	26.0	54.4	167.8	104.5	114.1
법인세	18.9	45.7	43.4	25.3	27.6
계속사업이익	7.1	8.7	124.4	79.2	86.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.1	8.7	124.4	79.2	86.5
비지배주주지분					
순이익	(5.4)	(7.9)	16.2	10.3	11.3
지배주주순이익	12.5	16.6	108.2	68.9	75.2
지배주주지분포괄이익	59.0	(7.3)	122.7	70.6	77.1
NOPAT	7.2	5.6	54.4	69.8	77.0
EBITDA	63.3	68.2	104.8	118.3	123.6
성장성(%)					
매출액증가율	32.9	6.2	39.2	7.8	7.7
NOPAT증가율	흑전	(22.2)	871.4	28.3	10.3
EBITDA증가율	흑전	7.7	53.7	12.9	4.5
영업이익증가율	흑전	31.4	111.5	25.3	10.4
(지배주주)순이익증가율	(92.4)	32.8	551.8	(36.3)	9.1
EPS증가율	(92.8)	32.9	551.4	(36.3)	9.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	7.4	7.5	8.3	8.7	8.4
영업이익률	3.1	3.8	5.8	6.7	6.9
계속사업이익률	0.8	1.0	9.8	5.8	5.9

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	639	849	5,530	3,522	3,844
BPS	76,086	78,326	84,859	88,381	92,224
CFPS	3,682	3,931	6,168	5,154	5,424
EBITDAPS	3,238	3,487	5,359	6,049	6,318
SPS	43,773	46,466	64,673	69,702	75,049
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	78.7	80.6	10.9	17.1	15.7
PBR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
PCFR	13.7	17.4	9.8	11.7	11.1
EV/EBITDA	9.3	14.7	10.8	8.3	7.6
PSR	1.1	1.5	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	0.9	1.1	6.9	4.1	4.3
ROA	0.7	0.8	4.7	2.7	2.9
ROIC	1.2	0.9	8.8	11.4	13.1
부채비율	21.7	27.7	32.6	29.5	30.0
순부채비율	(29.4)	(29.5)	(15.3)	(23.0)	(24.5)
이자보상배율(배)	13.2	117.6	4.6	4.6	5.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	749.5	947.7	870.7	1,000.8	1,084.3
금융자산	477.6	594.0	354.8	517.2	567.8
현금성자산	301.5	368.1	354.8	517.2	567.8
매출채권 등	206.1	241.5	372.3	346.3	372.8
재고자산	21.9	16.6	25.7	23.9	25.7
기타유동자산	43.9	95.6	117.9	113.4	118.0
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,618.2	1,533.3	1,571.0
투자자산	492.3	543.6	838.2	779.5	839.3
금융자산	305.4	331.5	511.1	475.4	511.8
유형자산	114.3	118.0	160.1	141.5	126.2
무형자산	323.0	351.8	461.5	453.8	447.0
기타비유동자산	159.1	156.5	158.4	158.5	158.5
자산총계	1,838.2	2,117.6	2,488.9	2,534.0	2,655.3
유동부채	267.6	396.4	509.8	481.0	510.4
금융부채	23.1	90.5	40.9	40.9	40.9
매입채무 등	142.8	221.1	341.0	317.1	341.4
기타유동부채	101.7	84.8	127.9	123.0	128.1
비유동부채	60.2	63.3	102.1	96.8	102.2
금융부채	9.9	14.6	26.9	26.9	26.9
기타비유동부채	50.3	48.7	75.2	69.9	75.3
부채총계	327.7	459.7	611.8	577.8	612.5
지배주주지분	1,462.8	1,506.6	1,634.5	1,703.4	1,778.6
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)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
기타포괄이익누계액	14.2	(8.8)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
이익잉여금	262.6	278.4	401.9	470.8	546.0
비지배주주지분	47.6	151.3	242.6	252.9	264.2
자본총계	1,510.4	1,657.9	1,877.1	1,956.3	2,042.8
순금융부채	(444.6)	(488.9)	(287.0)	(449.4)	(499.9)

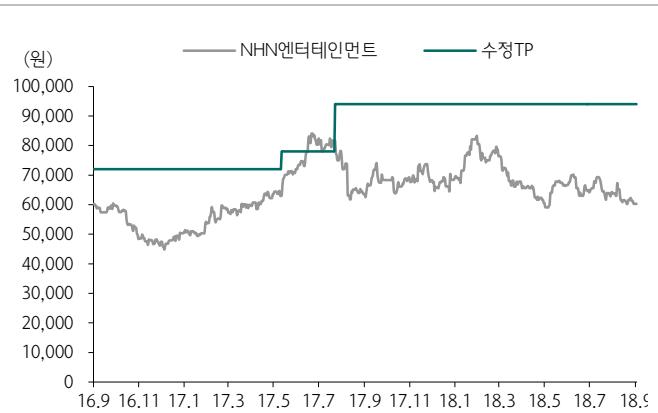
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	83.4	(43.5)	73.5	103.8	110.3
당기순이익	7.1	8.7	124.4	79.2	86.5
조정	14.6	(2.7)	(20.1)	26.4	22.0
감가상각비	37.0	33.5	31.4	26.3	22.0
외환거래손익	(1.0)	2.8	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	11.2	13.7	(34.4)	0.0	0.0
기타	(32.6)	(52.7)	(16.7)	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	61.7	(49.5)	(30.8)	(1.8)	1.8
투자활동 현금흐름	36.7	(85.7)	(29.9)	58.6	(59.8)
투자자산감소(증가)	115.3	(51.3)	(294.6)	58.6	(59.8)
유형자산감소(증가)	(34.4)	(81.5)	(9.4)	0.0	0.0
기타	(44.2)	47.1	274.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(79.2)	196.2	(57.3)	(0.0)	0.0
금융부채증가(감소)	(29.6)	72.2	(37.3)	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(44.1)	134.7	(20.0)	0.0	0.0
배당지급	(5.5)	(10.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.1	66.6	(13.2)	162.4	50.5
Unlevered CFO	72.0	76.9	120.7	100.8	106.1
Free Cash Flow	47.8	(127.5)	63.4	103.8	110.3



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

NHN엔터테인먼트



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.7.26	BUY	94,000		
17.5.15	BUY	78,000	-1.74%	7.69%
16.10.14	Neutral	72,000	-24.92%	-10.28%
16.3.2	Reduce			-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 3일

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 09월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 09월 05일 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.