

2018. 11.12



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (11.9) 49,350 원

상승여력 62.1%

KOSPI 2,086.09pt

시가총액 9,655억원

발행주식수 1,957만주

유동주식비율 48.74%

외국인비중 11.55%

52주 최고/최저가 83,200원/42,400원

평균거래대금 41.3억원

## 주요주주(%)

이준호 외 21 인 47.70

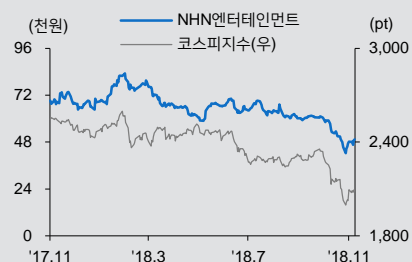
한국투자신탁운용 5.73

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -16.5 -17.2 -26.9

상대주가 -9.8 -3.0 -10.6

## 주가그래프



## NHN엔터테인먼트 181710

## 삼성페이에서 제로페이까지

- ✓ 3Q18 실적, 기대치 상회. 2018년 NHN사이버결제, 인크로스 연결 계상 효과도 있었으나 안정적인 이익 창출 능력 시현하고 있음
- ✓ 삼성페이에서 제로페이까지. 8월 삼성페이 탑재되었으며 연말까지 모든 카드사 탑재될 전망. 2019년 제로페이를 통한 중소가맹점과 이용자 증가 기대
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 8만원으로 하향 조정. 게임사업부 가치 조정 때문

## 3Q18 실적, 기대치 상회

3분기 매출액과 영업이익은 각각 3,389억원(+54.2% YoY), 218억원(+294.6% YoY) 기록. 당사 추정치(매출액 3,312억원, 영업이익 162억원)를 각각 2.3%, 34.5% 상회하였다. 사업부문별로는 모바일게임 매출액은 '컴파스' 매출 증가와 신작효과로 18.0% QoQ 증가한 676억원, PC게임 매출액은 웹보드 게임은 전분기와 유사했으나 온라인게임의 자연감소로 2.3% QoQ 감소하였다. 비게임 매출액은 'NHN한사결' 사업 호조 및 페이코 매출 증가로 2.0% QoQ 증가하였다. 또한 일본 코미코의 매출 호조로 영업손실폭이 30억원 규모로 축소된 점도 긍정적이었다. 참고로 2분기 연결계상된 NHN한국사이버결제의 매출액과 영업이익은 각각 1,087억원, 67억원이며 페이코의 분기 매출액과 영업이익자는 각각 70억원, 100억원 수준이다.

## 삼성페이에서 제로페이까지

8월 둘째주 페이코는 삼성페이 탑재로 오프라인 영역 확장에 본격 나섰으나 사용 가능 카드가 롯데에 국한되며 성장폭이 더디었다. 11월 현재 비씨카드, 현대카드 사용되며 연내 신한, 삼성 등 메이저카드 탑재된다. 2019년에는 제로페이와의 제휴로 중소가맹점과 이용자 증가 기대된다. 거래액과 액티브 유저의 증가는 쇼핑, 여행, 맛집, 금융 등 콘텐츠 확대와 쿠폰, 기프트숍, 쇼핑적립 등의 광고플랫폼이 유용하게 작동하는 기반이 된다. 당사는 2018년 페이코의 매출액은 350억원, 영업이익자는 370억원으로 추정한다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 8만원으로 하향

동사의 안정적 이익레벨에 대한 불신은 양호한 2018년 실적으로 충분히 해소되었다고 판단한다. 2019년에는 오프라인 결제 시장이 본격 개화되고 있어 페이코의 성장과 수익모델 추가로 적자규모 축소가 기대된다. 참고로 적정주가 조정은 한게임의 기업가치를 웹보드 매출 둔화로 10% 하향 조정하되 주로 기인한다.

(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	1,246.8	72.5	137.5	7,030	1,649.2	86,052	6.9	0.6	3.6	8.6	27.9
2019E	1,474.8	110.2	160.3	8,194	11.7	101,208	6.0	0.5	1.1	8.8	28.1
2020E	1,637.1	143.9	185.8	9,494	14.9	117,152	5.1	0.4	-0.8	8.7	28.1

표1 3Q18 실적 Review – 기대치 상회

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	338.9	219.7	54.2%	325.2	4.2%	334.0	1.5%	331.2	2.3%
PC	40.1	48.5	-17.4%	41.2	-2.7%	-	-	40.5	-1.0%
웹보드	29.2	33.7	-13.4%	28.6	2.0%	-	-	29.2	-0.1%
퍼블리싱	11.3	15.0	-24.4%	12.6	-10.0%	-	-	11.3	0.4%
모바일	67.6	63.8	5.9%	57.3	18.0%	-	-	59.4	13.8%
기타	231.2	107.4	115.3%	226.7	2.0%	-	-	231.3	0.0%
영업이익	21.8	5.5	294.6%	14.9	46.3%	15.0	45.3%	16.2	34.5%
세전이익	35.7	14.2	151.0%	43.0	-16.8%	-	-	44.8	-20.2%
지배순이익	23.7	2.7	784.1%	23.4	1.5%	19.1	24.2%	34.7	-31.6%
영업이익률(%)	6.4%	2.5%	3.9%	4.6%	1.9%	4.5%	1.9%	4.9%	1.5%
순이익률(%)	7.0%	1.2%	5.8%	7.2%	-0.2%	5.7%	1.3%	10.5%	-3.5%

자료: NHN엔터테인먼트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN엔터테인먼트 분기별 실적 – 높아진 이익 레벨

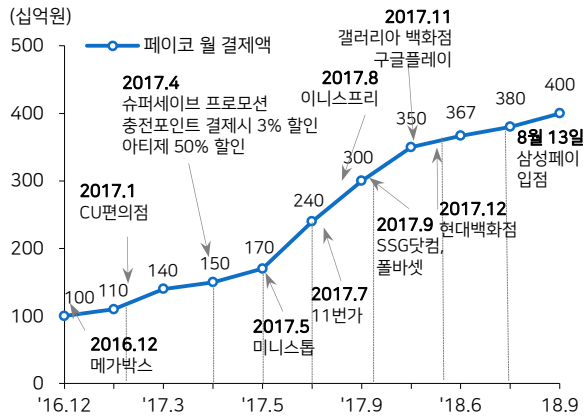
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	232.2	325.2	338.9	350.6	352.6	366.5	369.4	386.3	909.1	1,246.8	1,474.8
PC	52.8	41.2	40.1	42.9	44.8	43.2	43.5	46.2	202.4	176.9	177.7
웹보드	36.7	28.6	29.2	32.1	34.3	33.0	33.6	36.0	138.7	126.5	136.9
퍼블리싱	16.1	12.6	11.3	10.8	10.5	10.2	9.9	10.2	63.9	50.9	40.8
모바일	63.6	57.3	67.6	62.7	65.0	66.1	68.2	70.0	273.5	251.2	269.3
기타	115.7	226.7	231.2	245.0	242.8	257.2	257.7	270.1	433.2	818.7	1,027.8
영업비용	216.8	310.3	317.1	330.1	331.7	339.6	341.9	351.2	874.4	1,174.3	1,364.5
인건비	74.8	80.2	81.3	90.2	92.9	95.7	98.6	101.5	277.5	326.4	388.7
지급수수료	91.5	181.2	183.6	186.1	183.4	186.9	184.6	189.2	387.0	642.4	744.0
광고선전비	15.9	14.2	18.0	18.6	19.1	19.7	20.3	20.9	83.8	66.7	80.0
감가상각비	8.4	10.2	10.5	10.8	11.1	11.4	11.8	12.1	33.5	39.9	46.5
통신비	5.9	6.2	6.4	6.5	6.7	6.9	7.1	7.4	23.2	25.0	28.2
기타	20.3	18.3	17.4	17.9	18.4	19.0	19.6	20.2	69.4	73.9	77.2
영업이익	15.4	14.9	21.8	20.5	20.8	26.9	27.5	35.1	34.7	72.5	110.2
세전이익	78.0	43.0	35.7	51.9	56.8	63.6	65.0	69.4	55.1	208.6	254.8
지배순이익	55.0	23.4	23.7	35.4	35.6	40.1	40.9	43.8	16.6	137.5	160.3

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

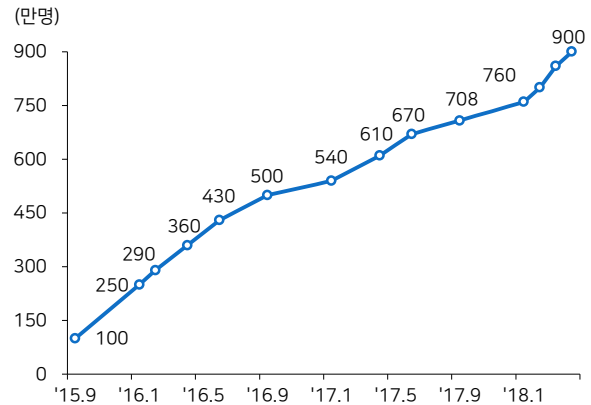
**표3 Valuation – 적정주가 8만원으로 하향**

구분	단위	내용
<b>한게임</b>	<b>(십억원)</b>	<b>419.3</b>
2018E 순이익	(십억원)	41.9
Target P/E	(배)	10.0
<b>페이코</b>	<b>(십억원)</b>	<b>360.0</b>
총 가입자수	(만명)	900.0
가입자당 가치	(원)	40,000.0
<b>기타 투자자산</b>	<b>(십억원)</b>	<b>840.0</b>
<b>총 기업가치</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,619.3</b>
<b>적정주가</b>	<b>(원)</b>	<b>80,000</b>
현주가	(원)	49,350
상승여력	(%)	62.1%

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 9월 페이코 월거래액, 4,000억원 수준**


자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 페이코 이용자 수 – 9월 900만명 기록**


자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 페이코가 서울시 제로페이 사업에 참여하기로 결정했는데 어떤 시너지가 있는가?

- A**
- 제로페이 대상이 페이코가 부족한 롱테일 대상이므로 롱테일 가맹점 확대 시너지가 있음.
  - 범용성 확대 전략에 기여할 것임. 이미 MST 기능을 부여했는데 QR코드까지 부여하면 더 큰 범용성을 확보할 수 있을 것

**Q** 3 분기에 영업외비용에서 금융비용이랑 관계사 손실비용이 늘어났는데 세부적 설명부탁

- A**
- 회계기준이 좀 바뀐 부분도 있고 금융비용은 주가에 연동되어 투자 주식들이 평가받는 부분이 있음. 주가하락이 영향을 미쳤다고 보면 됨

**Q** 광고선전비 부문에서 페이코와 비페이코 부문 구별 부탁

- A**
- 3분기 페이코는 약 50억 정도 집행되었고 나머지가 기타.
  - 페이코 광고 선전비는 지난 분기와 큰 차이가 없음

**Q** 페이코 부문이 수익성이 개선되었다고 했는데 페이코 부문의 매출액 공개 가능한지?

- A**
- 페이코 매출은 70억대 중반 정도로 보면 되고 영업손실은 100억대 수준이라고 생각하면 됨

**Q** 3 분기 게임 매출이 많이 증가했는데 신규게임라인업 4 분기와 내년 상반기 나눠서 설명 가능한지?

- A**
- 현재 연말까지 준비되고 있는 것은 루비라는 타이틀의 정식 오픈이고 소셜카지노가 북미지역에서 11월 말 정도에 소프트런칭 할 것
  - 내년 상반기에 주요 IP를 기반으로 한 모바일 게임들이 총 4개가 런칭 준비중.
  - 크리티컬 오프의 출시도 내년 상반기로 연기

**Q** 웹보드 게임 매출액이 계속 부진한데 성수기 효과 외에 매출 반등 전략은?

- A**
- 2분기 이후에 부진하고 유지되고 있는 상태
  - 자발적으로 어떤 규제상황 등을 지키려고 하기 때문. 경쟁사가 물의를 일으킨 적도 있어서 지금은 조심할 것. 새로운 방향을 보며 적절하게 행동할 것

**Q**   페이코 전략이 오프라인을 공략하고 마케팅 플랫폼으로 변화하는 것인데  
오프라인 시장은 경쟁이 치열하고 인터넷 사업자들의 커머스 확장 등 경쟁이  
치열해지는 상황에서 페이코만의 차별점이나 성장 전략은?

- A**
- 그 동안은 생활밀착형 플랫폼을 지향했다면 내년부터는 가맹점들에게 차별화를  
가할 수 있는 관련된 솔루션들을 B2B 확대를 목적으로 준비하고 있고 내년부터  
는 본격적으로 역량을 집중할 것
  - 결제 관련해서는 원천사 지위의 페이코 포인트의 확대를 지속적으로 추진하고  
오프라인에서는 키오스크 확대를 전략적 목표로 가지고 있음
  - 멤버십 ASP 솔루션, 금융관련 솔루션, 맞춤 쿠폰 확대, 핵심 역량인 데이터와  
관련된 광고 솔루션 보유, 이러한 부분들에 대한 시장의 반응이 나오고 있고  
이러한 부분들을 강화할 것임. 그것이 타사와 비교해 차별점이라 생각

## NHN 엔터테인먼트(181710)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	856.4	909.1	1,246.8	1,474.8	1,637.1
매출액증가율 (%)	32.9	6.2	37.1	18.3	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,246.8	1,474.8	1,637.1
판매관리비	830.1	874.4	1,174.3	1,364.5	1,493.2
영업이익	26.4	34.7	72.5	110.2	143.9
영업이익률	3.1	3.8	5.8	7.5	8.8
금융손익	29.3	73.9	17.5	16.6	17.0
종속/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	208.6	254.8	292.8
법인세비용	18.9	45.7	55.8	84.1	96.6
당기순이익	7.1	8.7	152.8	170.7	196.2
지배주주지분 순이익	12.5	16.6	137.5	160.3	185.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	83.4	-43.5	61.6	85.9	132.9
당기순이익(손실)	7.1	8.7	152.8	170.7	196.2
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	-38.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	36.7	-85.7	152.8	170.7	196.2
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5
투자자산의감소(증가)	115.3	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7
재무활동 현금흐름	-79.2	196.2	23.9	27.9	28.7
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	128.1	75.7	181.5
기초현금	260.4	301.5	368.1	496.2	571.9
기말현금	301.5	368.1	496.2	571.9	753.4

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	749.5	947.7	1,072.6	1,204.5	1,408.2
현금및현금성자산	301.5	368.1	496.2	571.9	753.4
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	1,191.2	1,210.0	1,221.7
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
자산총계	1,838.2	2,117.6	2,316.4	2,537.6	2,789.4
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	8.6	8.6	8.6
유동성장기부채	21.4	8.5	8.2	8.2	8.2
비유동부채	60.2	63.3	76.5	77.1	77.8
사채	0.0	5.7	3.1	3.1	3.1
장기차입금	0.0	1.6	16.6	16.6	16.6
부채총계	327.7	459.7	505.7	556.2	611.8
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	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	262.6	278.4	431.2	601.9	798.0
비지배주주지분	47.7	151.3	127.1	1.3	-114.5
자본총계	1,510.5	1,657.9	1,810.7	1,981.4	2,177.6

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,773	46,466	63,728	75,378	83,672
EPS(지배주주)	639	849	7,030	8,194	9,494
CFPS	3,682	3,931	66,395	86,111	82,534
EBITDAPS	3,238	3,488	5,488	7,487	9,280
BPS	74,766	77,006	86,052	101,208	117,152
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	78.7	80.6	6.9	6.0	5.1
PCR	13.7	17.4	0.7	0.6	0.6
PSR	1.1	1.5	0.8	0.6	0.6
PBR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
EBITDA	63.4	68.2	107.4	146.5	181.6
EV/EBITDA	9.3	14.7	3.6	1.1	-0.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	8.6	8.8	8.7
EBITDA 이익률	7.4	7.5	8.6	9.9	11.1
부채비율	21.7	27.7	27.9	28.1	28.1
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	13.2	117.6	65.8	157.3	205.2
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	5.4	5.3	5.5
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	74.4	86.9	95.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김동희)

동 자료는 투자자들의 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-37.4	-30.7	
2018.10.10	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-41.0	-30.7	
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-	-	