

NHN엔터테인먼트 (181710)



콜라보(Collaboration) 효과

기존게임의 성과와 신규게임에 대한 기대감이 주가를 견인

최근 NHN엔터테인먼트가 양호한 주가흐름을 이어가고 있다. 최근 1개월간 절대주가 기준 약 15% 주가상승을 기록했고 시장대비로도 +18%의 주가수익률을 기록했다. 일본시장에서 기존 모바일게임들이 견조한 성과를 이어가고 있고, 최근 발표되고 있는 신규게임에 대한 기대감이 향후 펀더멘털개선에 대한 기대로 이어지고 있기 때문이다. 4분기 기준 매출액 1,400억원, 영업손실 4억원으로 빠르게 개선되며 향후 간편결제 규제완화와 더불어 텐어라운드가 기대되는 페이코 부문의 실적도 투자심리개선에 기여하고 있는 것으로 판단된다.

콜라보(Collaboration) 효과, 새로운 방향성을 제시

NHN엔터테인먼트의 2019년 신규게임 라인업은 검증된 IP와의 콜라보를 통해 제작된다는 점에서 이전 대비 차별화된 성과를 기록할 것으로 전망된다. 디즈니와 라인과의 협업을 통해 2분기 중 “라인 디즈니 토이 컴퍼니” 를 출시할 계획이다. 2014년 출시된 게임인 “디즈니 쓰무쓰” 매출이 일본에서 3년 누적 1조원을 돌파한 것으로 알려지고 있어 “디즈니 토이 컴퍼니” 에 대한 기대감도 높은 수준이다. 이 외에도 최근 모바일게임을 성장동력으로 삼고 있는 닌텐도의 유명 IP ‘닥터 마리오’ 를 활용한 “닥터 마리오 월드” 도 3분기 중 글로벌 출시예정이다. 기존 게임에서도 콜라보 효과는 검증되고 있다. 지난 4분기 일본에서 모바일게임 매출이 18.1% 증가하며 성장을 견인했고, 이는 기존게임과 유명 IP와의 콜라보 효과 때문이었다. 올해도 3월 28일을 시작으로 일본에서 서비스 중인 모바일게임 “컴파스” 와 ‘진격의거인’ IP 콜라보가 시작되며 2분기 실적을 견인할 것으로 기대되며 향후에도 지속적인 IP 제휴가 있을 것으로 예상된다.

2분기 이후 본격적인 실적개선, 적정주가 상향 조정

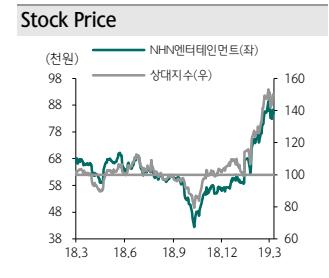
2분기 기존게임의 콜라보 효과와 “디즈니 토이 컴퍼니” 출시에 따른 실적개선을 시작으로 본격적인 펀더멘털개선이 예상된다. 4분기 기준 전년대비 22% 하락한 PC온라인게임도 보드게임 부문을 중심으로 소폭 개선될 것이다. 2019년 모바일게임 매출증가(+46.4%)에 힘입어 전체매출은 전년대비 34.3% 증가하고, 영업이익은 124% 증가한 1,538억원을 기록할 것으로 추정된다. 이익추정치 상향조정을 반영해 적정주가를 11만원으로 상향조정 한다. 2019년 EPS기준 PER 20배를 적용한 값이다.

Update

BUY

| TP(12M): 110,000원(상향) | CP(3월 28일): 85,100원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,128.10		
52주 최고/최저(원)	89,500/42,400		
시가총액(십억원)	1,665.0		
시가총액비중(%)	0.14		
발행주식수(천주)	19,565.0		
60일 평균 거래량(천주)	120.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.9		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	17.10		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 21 인	47.68		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	15.0 39.1 27.4		
상대	18.6 53.1 44.8		



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	856.4	909.1	1,264.6	1,721.3	2,102.5
영업이익	십억원	26.4	34.7	68.6	153.8	254.8
세전이익	십억원	26.0	54.4	153.8	167.5	268.5
순이익	십억원	12.5	16.6	89.4	144.6	231.4
EPS	원	639	849	4,567	7,389	11,829
증감률	%	(92.8)	32.9	437.9	61.8	60.1
PER	배	78.66	80.61	12.55	11.52	7.19
PBR	배	0.66	0.87	0.69	0.94	0.83
EV/EBITDA	배	9.27	16.40	9.30	5.19	2.83
ROE	%	0.87	1.12	5.79	8.74	12.56
BPS	원	76,086	78,326	83,221	90,610	102,439
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 황승택

02-3771-7519

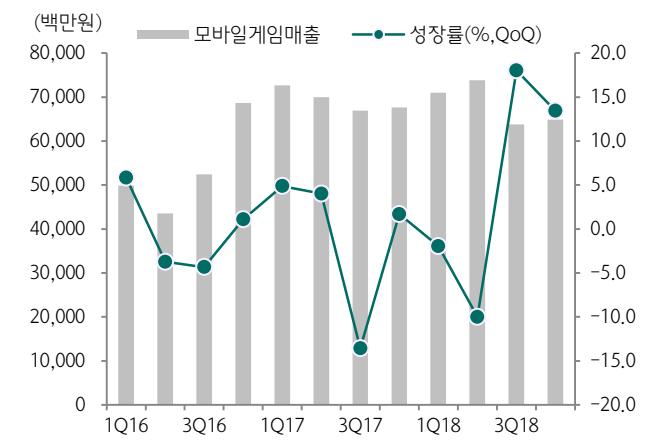
sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

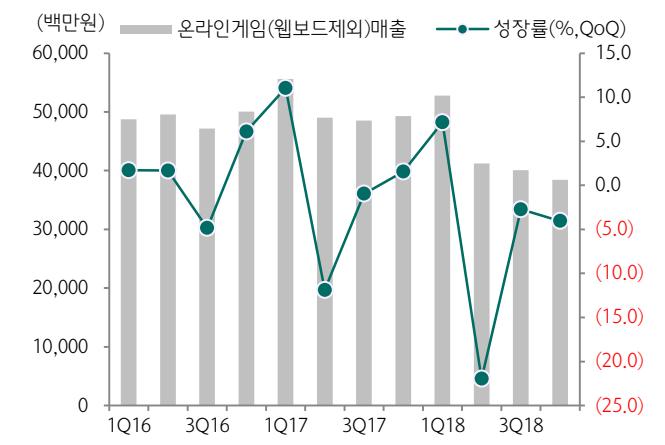
ws.jung@hanafn.com

그림 1. NHN엔터테인먼트의 모바일게임 매출 현황



자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

그림 2. NHN엔터테인먼트의 PC 온라인게임 매출 현황



자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

표 1. NHN엔터테인먼트의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	909,116	1,282,076	1,721,315	232,165	325,213	338,882	385,816	382,652	405,608	446,254	486,800
성장률(%)	6.2	41.0	34.3	(2.3)	40.1	4.2	13.8	(0.8)	6.0	10.0	9.1
PC게임	202,401	172,529	159,801	52,800	41,200	40,075	38,454	38,800	39,446	40,122	41,432
모바일게임	273,497	265,180	388,293	63,629	57,268	67,599	76,684	78,000	83,791	106,347	120,155
기타	433,218	844,367	1,173,221	115,736	226,745	231,208	270,678	265,852	282,371	299,785	325,213
영업비용	874,384	1,213,341	1,567,476	216,785	310,319	317,084	369,153	362,932	379,903	399,773	424,868
성장률(%)	5.3	38.8	29.2	(4.8)	43.1	2.2	16.4	(1.7)	4.7	5.2	6.3
인건비	277,486	332,508	386,594	74,778	81,137	80,315	96,278	92,379	95,169	98,043	101,004
지급수수료	387,012	672,834	933,951	92,235	180,978	182,045	217,576	215,101	226,187	237,877	254,786
마케팅비	83,767	65,224	80,086	15,934	14,277	17,965	17,048	17,711	18,816	20,804	22,756
감가상각비	33,499	40,628	47,289	8,389	10,230	10,475	11,534	11,303	11,642	11,992	12,351
기타	92,620	102,147	119,557	25,449	23,697	26,284	26,717	26,439	28,089	31,057	33,971
영업이익	34,732	68,735	153,839	15,380	14,894	21,798	16,663	19,720	25,706	46,481	61,932
성장률(%)	31.7	97.9	123.8	52.8	(3.2)	46.4	(23.6)	18.3	30.4	80.8	33.2
이익률(%)	3.8	5.4	8.9	6.6	4.6	6.4	4.3	5.2	6.3	10.4	12.7
계속사업이익	54,407	157,892	165,839	77,989	42,953	35,733	1,217	22,720	28,706	49,481	64,932
성장률(%)	109.2	190.2	5.0	149,878.8	(44.9)	(16.8)	(96.6)	1,766.9	26.3	72.4	31.2
순이익	8,736	106,504	125,706	63,254	25,635	26,066	(8,451)	17,221	21,759	37,507	49,218
성장률(%)	22.8	1,119.1	18.0	흑자전환	(59.5)	1.7	적자전환	흑자전환	26.3	72.4	31.2

주1: 분기별 성장률은 QOQ 성장률을 의미

자료: NHN엔터테인먼트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	856.4	909.1	1,264.6	1,721.3	2,102.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,264.6	1,721.3	2,102.5
판관비	830.1	874.4	1,195.9	1,567.5	1,847.7
영업이익	26.4	34.7	68.6	153.8	254.8
금융순익	29.3	73.9	76.9	13.7	13.7
종속/관계기업순익	(13.1)	(9.6)	8.1	4.0	4.0
기타영업외순익	(16.6)	(44.6)	0.2	(4.0)	(4.0)
세전이익	26.0	54.4	153.8	167.5	268.5
법인세	18.9	45.7	49.1	40.1	64.6
계속사업이익	7.1	8.7	104.7	127.4	203.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.1	8.7	104.7	127.4	203.9
비지배주주지분 순이익	(5.4)	(7.9)	15.4	(17.2)	(27.5)
지배주주순이익	12.5	16.6	89.4	144.6	231.4
지배주주지분포괄이익	59.0	(7.3)	85.4	124.0	198.6
NOPAT	7.2	5.6	46.7	117.0	193.5
EBITDA	63.3	68.2	113.0	208.7	301.0
성장성(%)					
매출액증가율	32.9	6.2	39.1	36.1	22.1
NOPAT증가율	흑전	(22.2)	733.9	150.5	65.4
EBITDA증가율	흑전	7.7	65.7	84.7	44.2
영업이익증가율	흑전	31.4	97.7	124.2	65.7
(지배주주)순익증가율	(92.4)	32.8	438.6	61.7	60.0
EPS증가율	(92.8)	32.9	437.9	61.8	60.1
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	7.4	7.5	8.9	12.1	14.3
영업이익률	3.1	3.8	5.4	8.9	12.1
계속사업이익률	0.8	1.0	8.3	7.4	9.7

투자지표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	639	849	4,567	7,389	11,829
BPS	76,086	78,326	83,221	90,610	102,439
CFPS	3,682	3,931	6,603	10,753	15,471
EBITDAPS	3,238	3,487	5,775	10,668	15,387
SPS	43,773	46,466	64,634	87,979	107,462
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	78.7	80.6	12.5	11.5	7.2
PBR	0.7	0.9	0.7	0.9	0.8
PCFR	13.7	17.4	8.7	7.9	5.5
EV/EBITDA	9.3	16.4	9.3	5.2	2.8
PSR	1.1	1.5	0.9	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	0.9	1.1	5.8	8.7	12.6
ROA	0.7	0.8	3.9	5.6	8.1
ROIC	1.2	0.8	5.1	11.0	18.5
부채비율	21.7	27.7	37.1	38.9	41.1
순부채비율	(29.4)	(22.4)	(16.9)	(41.2)	(46.8)
이자보상배율(배)	13.2	117.6	53.4	7.7	12.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	749.5	947.7	1,006.3	1,593.4	1,939.5
금융자산	477.6	475.7	455.6	950.0	1,153.6
현금성자산	301.5	368.1	385.5	950.0	1,153.6
매출채권 등	206.1	241.5	299.8	350.3	427.8
재고자산	21.9	16.6	37.6	44.0	53.7
기타유동자산	43.9	213.9	213.3	249.1	304.4
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,488.3	1,110.9	1,095.1
투자자산	492.3	543.6	460.2	137.6	168.1
금융자산	305.4	11.3	6.6	7.7	9.4
유형자산	114.3	118.0	370.7	332.7	300.7
무형자산	323.0	351.8	554.0	537.2	522.9
기타비유동자산	159.1	156.5	103.4	103.4	103.4
자산총계	1,838.2	2,117.6	2,494.7	2,704.3	3,034.7
유동부채	267.6	396.4	562.5	633.9	743.6
금융부채	23.1	90.5	100.4	100.4	100.4
매입채무 등	142.8	221.1	392.4	458.5	560.0
기타유동부채	101.7	84.8	69.7	75.0	83.2
비유동부채	60.2	63.3	112.1	123.0	139.8
금융부채	9.9	14.6	47.3	47.3	47.3
기타비유동부채	50.3	48.7	64.8	75.7	92.5
부채총계	327.7	459.7	674.6	756.9	883.4
지배주주지분	1,462.8	1,506.6	1,582.2	1,726.8	1,958.3
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)	(26.9)	(26.9)	(26.9)
기타포괄이익누계액	14.2	(8.8)	(24.4)	(24.4)	(24.4)
이익잉여금	262.6	278.4	386.2	530.7	762.2
비지배주주지분	47.6	151.3	237.8	220.6	193.0
자본총계	1,510.4	1,657.9	1,820.0	1,947.4	2,151.3
순금융부채	(444.6)	(370.6)	(307.8)	(802.2)	(1,005.8)

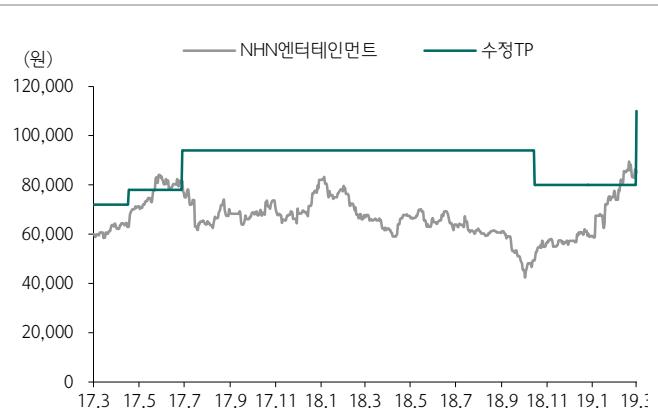
현금흐름표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	83.4	(43.5)	38.1	171.8	234.1
당기순이익	7.1	8.7	104.7	127.4	203.9
조정	14.6	(2.7)	(69.5)	54.8	46.2
감가상각비	37.0	33.5	44.3	54.9	46.2
외환거래손익	(1.0)	2.8	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	11.2	13.7	(37.9)	0.0	0.0
기타	(32.6)	(52.7)	(75.0)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	61.7	(49.5)	2.9	(10.4)	(16.0)
투자활동 현금흐름	36.7	(85.7)	23.4	392.6	(30.5)
투자자산감소(증가)	115.3	(51.3)	83.5	322.5	(30.5)
유형자산감소(증가)	(34.4)	(81.5)	(70.1)	0.0	0.0
기타	(44.2)	47.1	10.0	70.1	0.0
재무활동 현금흐름	(79.2)	196.2	(44.3)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(29.6)	72.2	42.6	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(44.1)	134.7	(86.9)	0.0	0.0
배당지급	(5.5)	(10.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.1	66.6	17.4	564.5	203.6
Unlevered CFO	72.0	76.9	129.2	210.4	302.7
Free Cash Flow	47.8	(127.5)	(35.9)	171.8	234.1



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

NHN엔터테인먼트



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.3.29	BUY	110,000		
18.11.12	BUY	80,000	-18.36%	11.88%
17.7.26	BUY	94,000	-29.41%	-11.49%
17.5.15	BUY	78,000	-1.74%	7.69%
17.2.13	Neutral	72,000	-17.21%	-10.28%

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	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 3월 27일

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 2019년 03월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 03월 29일 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.