

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812

Company Data

| | |
|----------|----------|
| 주본금 | 98 억원 |
| 발행주식수 | 1,957 만주 |
| 자사주 | 34 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 9,655 억원 |
| 주요주주 | |
| 이준호(와31) | 45.90% |
| 국민연금공단 | 5.00% |
| 외국인지분율 | 7.20% |
| 배당수익률 | |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/11/09) | 49,350 원 |
| KOSPI | 2003.38 pt |
| 52주 Beta | 0.86 |
| 52주 최고가 | 69,200 원 |
| 52주 최저가 | 45,200 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 45 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -14.2% | -12.0% |
| 6개월 | -19.0% | -20.0% |
| 12개월 | -15.5% | -13.9% |

NHN 엔터테인먼트 (181710/KS | 중립(유지) | T.P 55,000 원(하향))

실적개선 지연 가능성

NHN 3Q16 실적은 온라인 및 모바일 게임 매출 부진과 광고선전비 증가로 시장기대치를 하회하는 영업이익을 기록하였다. 페이코는 월 이용자수 100 만명을 돌파하는 등 성장세가 유지되고 있으나 수익화까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상한다. NHN 실적 개선을 위해 흥행작이 필요한 시점이다. 다만 게임매출 감소에도 광고 및 커머스의 성장성은 긍정적 요인이다.

3Q16: 게임매출 감소와 마케팅 비용 증가로 기대치 하회

NHN 엔터테인먼트 3Q16 실적은 매출액 2,075 억원(-1.5% qoq), 영업이익 23 억원(-77.9% qoq, OPM: 1.1%)이다. 시장기대치를 하회하는 부진한 실적이다. 주력 게임인 LINE 디즈니 콤비콤비 매출 감소와 온라인게임의 부진으로 게임 매출이 전기 대비 4.5% 감소하였으며 광고선전비도 전기 대비 38.4% 증가하면서 부진한 영업이익을 시현하였다. 다만 연결대상 벅스의 실적개선으로 기타 매출은 전기 대비 소폭 증가하였다.

게임부문의 부진 아쉬움 속 마케팅 비용 부담은 여전

4분기 웹보드 게임 매출이 유지되었으나 온라인 및 모바일 게임 매출이 모두 전기 대비 하락하였다. 4분기 라인팝쇼콜라 출시 등 신작이 일부 가세하여 게임 부문 매출이 소폭 반등하겠으나 기존 게임의 노후화가 진행됨에 따라 신규 흥행작이 필요한 시점이다. 또한 마케팅 비용도 부담요인인데 신규 게임 출시에 따른 마케팅 활동과 페이코 TV 프로모션이 4 분기와 내년 1 분기에 집중될 예정이다. 페이코는 월 평균 100 만명 이용자를 확보하고 결제건수도 빠르게 증가하고 있으나 여전히 매출 기여도는 낮은 상황이다.

투자의견 중립, 목표주가 55,000 원(하향)

게임부문에서의 부진이 지속되고 마케팅 비용 부담이 여전해 NHN 엔터테인먼트에 대한 투자의견 중립을 유지한다. 다만 이미 게임부문 매출비중이 감소하고 있는 상황에서 커머스, 광고 등에서의 성장세는 긍정적 요인이다. 2016년 EPS 하향(15.1%)을 반영하여 목표주가는 5.5 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 2,653 | 5,569 | 6,446 | 8,446 | 8,955 | 9,433 |
| yoY | % | 0.0 | 109.9 | 15.8 | 31.0 | 6.0 | 5.3 |
| 영업이익 | 억원 | 521 | 119 | -543 | 281 | 254 | 309 |
| yoY | % | 0.0 | -77.2 | 적전 | 흑전 | -9.6 | 21.6 |
| EBITDA | 억원 | 612 | 401 | -161 | 691 | 581 | 566 |
| 세전이익 | 억원 | 268 | 726 | 2,290 | 922 | 645 | 721 |
| 순이익(자배주주) | 억원 | 185 | 508 | 1,640 | 653 | 482 | 539 |
| 영업이익률% | % | 19.6 | 2.1 | -8.4 | 3.3 | 2.8 | 3.3 |
| EBITDA% | % | 23.1 | 7.2 | -2.5 | 8.2 | 6.5 | 6.0 |
| 순이익률 | % | 6.0 | 9.0 | 25.6 | 7.8 | 5.5 | 5.8 |
| EPS | 원 | 1,192 | 3,273 | 8,813 | 3,335 | 2,462 | 2,757 |
| PER | 배 | 78.2 | 25.9 | 6.5 | 14.6 | 19.8 | 17.7 |
| PBR | 배 | 1.4 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.6 | 27.1 | -49.5 | 7.6 | 8.0 | 7.2 |
| ROE | % | 18 | 5.0 | 134 | 4.5 | 3.2 | 3.5 |
| 순차입금 | 억원 | -5,480 | -2,880 | -4,262 | -5,206 | -5,867 | -6,544 |
| 부채비율 | % | 16.3 | 22.1 | 22.0 | 24.1 | 25.4 | 26.8 |

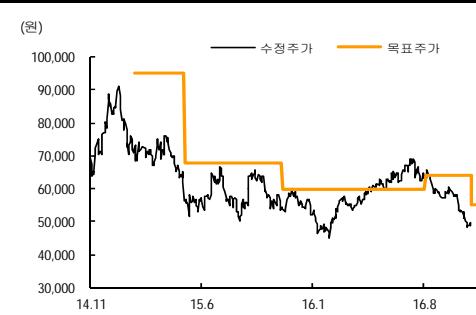
| NHN 엔터테인먼트 실적변경 내용 | | | | | | (단위: %, 억원) |
|--------------------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------------|
| | 신규추정(a) | | 기존추정(b) | | 차이(a/b-1) | |
| | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E | 2016E | 2017E |
| 매출액 | 8,446 | 8,955 | 8,580 | 8,881 | -1.6 | 0.8 |
| 영업이익 | 281 | 254 | 395 | 413 | -28.8 | -38.6 |
| 영업이익률 | 3.3 | 2.8 | 4.6 | 4.7 | -1.3 | -1.8 |
| 세전이익 | 922 | 644 | 1,051 | 815 | -12.3 | -20.9 |
| 세전이익률 | 10.9 | 7.2 | 12.3 | 9.2 | -1.3 | -2.0 |
| 지배주주순이익 | 652 | 481 | 769 | 592 | -15.1 | -18.7 |
| 지배주주순이익률 | 7.7 | 5.4 | 9.0 | 6.7 | -1.2 | -1.3 |
| EPS(원) | 3,335 | 2,461 | 3,929 | 3,026 | -15.1 | -18.7 |

자료 SK 증권

| NHN 엔터테인먼트 분기별 실적 전망 | | | | | | | | | | | (단위: 백만원) |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A | 1Q16A | 2Q16A | 3Q16P | 4Q16F | 2015A | 2016F | 2017F |
| 매출 | 138,128 | 125,625 | 163,050 | 217,799 | 203,619 | 210,621 | 207,493 | 222,862 | 644,602 | 844,595 | 895,500 |
| 게임매출 | 107,588 | 90,454 | 101,472 | 116,644 | 121,468 | 119,577 | 114,138 | 115,086 | 416,158 | 470,269 | 478,915 |
| PC | 57,683 | 46,938 | 49,033 | 47,950 | 48,773 | 49,592 | 47,191 | 47,404 | 201,604 | 192,960 | 194,304 |
| 모바일 | 49,905 | 43,516 | 52,439 | 68,694 | 72,695 | 69,985 | 66,946 | 67,682 | 214,554 | 277,308 | 284,611 |
| 기타매출 | 30,540 | 35,171 | 61,578 | 101,155 | 82,151 | 91,044 | 93,355 | 107,776 | 228,444 | 374,326 | 416,585 |
| 기술 | 15,916 | 17,668 | 17,880 | 22,966 | 19,258 | 20,881 | 23,359 | 24,341 | 74,430 | 87,839 | 101,251 |
| 커머스 | 8,767 | 9,519 | 15,270 | 50,111 | 38,619 | 40,778 | 35,489 | 51,397 | 83,667 | 166,283 | 185,401 |
| 엔터테인먼트 | 783 | 2,872 | 20,842 | 20,484 | 17,459 | 21,867 | 24,551 | 23,941 | 44,981 | 87,818 | 95,738 |
| 기타 | 5,074 | 5,112 | 7,585 | 7,594 | 6,816 | 7,519 | 9,956 | 8,097 | 25,365 | 32,388 | 34,195 |
| 영업비용 | 151,938 | 133,845 | 185,662 | 227,499 | 194,421 | 200,284 | 205,213 | 216,601 | 698,944 | 816,519 | 870,120 |
| 영업이익 | -13,810 | -8,220 | -22,612 | -9,700 | 9,198 | 10,337 | 2,280 | 6,261 | -54,342 | 28,076 | 25,380 |
| 영업이익률 | -10.0% | -6.5% | -13.9% | -4.5% | 4.5% | 4.9% | 1.1% | 2.8% | -8.4% | 3.3% | 2.8% |

자료 SK 증권 NHN 엔터테인먼트

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|---------|
| | 2016.11.10 | 중립 | 55,000원 |
| | 2016.08.16 | 중립 | 64,000원 |
| | 2016.05.16 | 중립 | 60,000원 |
| | 2016.02.18 | 중립 | 60,000원 |
| | 2015.11.13 | 중립 | 60,000원 |
| | 2015.08.06 | 중립 | 68,000원 |
| | 2015.07.09 | 중립 | 68,000원 |
| | 2015.05.11 | 중립 | 68,000원 |
| | 2015.04.14 | 매수 | 95,000원 |
| | 2015.02.05 | 매수 | 95,000원 |



(원)

수정주가 목표주가

14.11 15.6 16.1 16.8

Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 10일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.63% | 중립 | 5.37% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 4,670 | 6,827 | 8,144 | 8,920 | 9,699 |
| 현금및현금성자산 | 2,082 | 2,604 | 3,726 | 4,386 | 5,063 |
| 매출채권및기타채권 | 822 | 1,273 | 1,303 | 1,378 | 1,445 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 8,059 | 11,506 | 11,186 | 11,139 | 11,170 |
| 장기금융자산 | 2,757 | 4,486 | 4,434 | 4,434 | 4,434 |
| 유형자산 | 632 | 1,056 | 924 | 731 | 601 |
| 무형자산 | 1,610 | 3,076 | 3,072 | 3,046 | 3,028 |
| 자산총계 | 12,729 | 18,333 | 19,330 | 20,059 | 20,869 |
| 유동부채 | 1,520 | 2,329 | 2,686 | 2,795 | 2,912 |
| 단기금융부채 | 307 | 451 | 783 | 783 | 783 |
| 매입채무 및 기타채무 | 609 | 782 | 800 | 846 | 888 |
| 단기증당부채 | 7 | 29 | 10 | 9 | 29 |
| 비유동부채 | 780 | 979 | 1,065 | 1,274 | 1,498 |
| 장기금융부채 | 259 | 174 | 169 | 169 | 169 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 51 | 167 | 170 | 174 | 178 |
| 장기증당부채 | 52 | 76 | 61 | 61 | 61 |
| 부채총계 | 2,300 | 3,308 | 3,751 | 4,069 | 4,410 |
| 지배주주지분 | 10,270 | 14,270 | 14,844 | 15,248 | 15,710 |
| 자본금 | 76 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 자본잉여금 | 9,685 | 12,376 | 12,376 | 12,376 | 12,376 |
| 기타자본구성요소 | -260 | -383 | -383 | -383 | -383 |
| 자기주식 | -258 | -258 | -258 | -258 | -258 |
| 이익잉여금 | 759 | 2,509 | 3,162 | 3,643 | 4,183 |
| 비지배주주지분 | 158 | 755 | 735 | 742 | 749 |
| 자본총계 | 10,429 | 15,025 | 15,579 | 15,990 | 16,459 |
| 부채와자본총계 | 12,729 | 18,333 | 19,330 | 20,059 | 20,869 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 142 | -447 | 811 | 588 | 583 |
| 당기순이익(순실) | 503 | 1,652 | 660 | 489 | 546 |
| 비현금성활동등 | 38 | -1,626 | 105 | 92 | 20 |
| 유형자산감가상각비 | 143 | 227 | 267 | 192 | 130 |
| 무형자산상각비 | 140 | 155 | 143 | 135 | 127 |
| 기타 | 169 | 92 | -421 | -217 | -217 |
| 운전자본감소(증가) | -167 | -359 | 43 | -33 | -5 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | 133 | -277 | 38 | -76 | -67 |
| 재고자산감소(증가) | 0 | 0 | 206 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | -107 | 157 | 79 | 46 | 41 |
| 기타 | -194 | -239 | -280 | -4 | 21 |
| 법인세납부 | -233 | -113 | 3 | 40 | 21 |
| 투자활동현금흐름 | -811 | -1,795 | 33 | 86 | 107 |
| 금융자산감소(증가) | 1,465 | -377 | 195 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -263 | -691 | -138 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -281 | -95 | -109 | -109 | -109 |
| 기타 | -1,733 | -632 | 86 | 195 | 216 |
| 재무활동현금흐름 | -16 | 2,762 | 275 | -13 | -13 |
| 단기금융부채증가(감소) | -40 | 70 | 308 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 260 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -231 | 2,713 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -4 | 12 | 7 | -13 | -13 |
| 현금의 증가(감소) | -687 | 522 | 1,122 | 661 | 677 |
| 기초현금 | 2,769 | 2,082 | 2,604 | 3,726 | 4,386 |
| 기말현금 | 2,082 | 2,604 | 3,726 | 4,386 | 5,063 |
| FCF | -142 | -970 | 352 | 325 | 325 |

자료 : NHN엔터테인먼트, SK증권

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 5,569 | 6,446 | 8,446 | 8,955 | 9,433 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 5,569 | 6,446 | 8,446 | 8,955 | 9,433 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 판매비와관리비 | 5,450 | 6,989 | 8,165 | 8,701 | 9,124 |
| 영업이익 | 119 | -543 | 281 | 254 | 309 |
| 영업이익률 (%) | 2.1 | -8.4 | 3.3 | 2.8 | 3.3 |
| 비영업수익 | 607 | 2,834 | 642 | 391 | 412 |
| 순금융비용 | -162 | -129 | -155 | -178 | -200 |
| 외환관련손익 | -6 | 2 | 4 | 4 | 4 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 463 | 2,608 | -15 | -8 | -8 |
| 세전계속사업이익 | 726 | 2,290 | 922 | 645 | 721 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 13.0 | 35.5 | 10.9 | 7.2 | 7.6 |
| 계속사업법인세 | 222 | 639 | 263 | 156 | 174 |
| 계속사업이익 | 503 | 1,652 | 660 | 489 | 546 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 503 | 1,652 | 660 | 489 | 546 |
| 순이익률 (%) | 9.0 | 25.6 | 7.8 | 5.5 | 5.8 |
| 지배주주 | 508 | 1,640 | 653 | 482 | 539 |
| 지배주주가속 순이익률(%) | 912 | 2545 | 7.73 | 5.38 | 5.72 |
| 비지배주주 | -4 | 11 | 7 | 7 | 7 |
| 총포괄이익 | 462 | 1,430 | 582 | 411 | 469 |
| 지배주주 | 461 | 1,410 | 575 | 404 | 462 |
| 비지배주주 | 1 | 20 | 7 | 7 | 7 |
| EBITDA | 401 | -161 | 691 | 581 | 566 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 109.9 | 15.8 | 31.0 | 6.0 | 5.3 |
| 영업이익 | -77.2 | 적전 | 흑전 | -9.6 | 21.6 |
| 세전계속사업이익 | 170.5 | 215.6 | -59.7 | -30.1 | 11.8 |
| EBITDA | -34.5 | 적전 | 흑전 | -15.9 | -2.5 |
| EPS(계속사업) | 174.6 | 169.3 | -62.2 | -26.2 | 12.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 5.0 | 13.4 | 4.5 | 3.2 | 3.5 |
| ROA | 4.1 | 10.6 | 3.5 | 2.5 | 2.7 |
| EBITDA마진 | 7.2 | -2.5 | 8.2 | 6.5 | 6.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 307.2 | 293.1 | 303.2 | 319.2 | 333.1 |
| 부채비율 | 22.1 | 22.0 | 24.1 | 25.4 | 26.8 |
| 순차입금/자기자본 | -27.6 | -28.4 | -33.4 | -36.7 | -39.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 64.6 | -13.4 | 46.9 | 34.6 | 33.8 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,273 | 8,813 | 3,335 | 2,462 | 2,757 |
| BPS | 66,180 | 72,935 | 75,872 | 77,937 | 80,296 |
| CFPS | 5,094 | 10,866 | 5,431 | 4,133 | 4,074 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 30.6 | 104 | 20.8 | 28.1 | 25.1 |
| PER(최저) | 18.7 | 5.7 | 13.6 | 18.4 | 16.4 |
| PBR(최고) | 1.5 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| PBR(최저) | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| PCR | 166 | 52 | 9.0 | 11.8 | 11.9 |
| EV/EBITDA(최고) | 33.2 | -72.7 | 13.4 | 15.0 | 14.3 |
| EV/EBITDA(최저) | 17.9 | -41.1 | 6.6 | 6.9 | 6.0 |