



2017/08/14

NHN엔터테인먼트 (181710)

페이코의 사업 방향성 신중하게 접근

■ 2Q17 Review: 매출액 +6.8% YoY, 영업이익 -4.1% YoY

NHN엔터테인먼트의 2분기 매출액은 2,249억원 (+6.8% YoY, -0.8% QoQ), 영업이익은 99억원 (-4.1% YoY, +7.4% QoQ)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록했다. '크루세이더퀘스트', '컴파스' 등의 모바일게임 매출액은 호조세를 나타냈으나 PC게임의 부진으로 게임 매출액은 전분기 대비 3.0% 감소했다. 하반기에는 '킹스맨' IP 활용 게임, '크리티컬워즈' 등의 모바일게임의 신작이 출시되면서 게임 사업의 성장을 견인할 전망이다. 기타사업 매출액은 코미코와 벅스 사업이 포함된 엔터테인먼트와 페이코, 디지털광고 사업이 포함된 기타 분야가 성장을 이끌어 전년비 15.4% 증가한 1,021억원을 기록했다. 영업이익이 시장 기대치에 못 미친 이유는 예상보다 높은 마케팅비 집행 때문으로, 페이코 마케팅비는 전분기 대비 53억원 감소한 63억원이 집행됐으나 모바일게임 '컴파스' 관련 일본 지역 프로모션 진행으로 매출액 대비 마케팅비 비율은 오히려 전분기 대비 상승했다.

■ 페이코 사업 관련 지표의 가파른 성장세

2분기 페이코 결제액은 전년비 330% 증가한 4,900억원을 기록했으며 지난 7월 기준 월결제액은 4월 대비 1,000억원 증가한 2,400억원을 기록하여 3분기에 결제액도 큰 폭으로 성장할 전망이다. 2분기에 11번가, 현대백화점, SSG닷컴과 같은 대형 유통 가맹점을 신규로 확보하여 거래액은 안정적으로 증가할 전망이다. 다만 트래픽 확보를 위한 포인트 제공 등 리워드 이벤트로 인해 페이코 사업의 월별 마케팅비용은 25억원씩 발생할 것으로 수익 측면에서는 긴 호흡으로 접근해야 할 것이다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 9.1만원으로 하향 조정

최근 열풍을 일으킨 카카오뱅크와 카카오페이지가 연동될 경우 결제시장에 새로운 패러다임을 제시하면서 페이코의 입지력을 약화시킬 가능성성이 있다. 더불어 페이코의 사용 행태가 리워드 혜택만 수취하는 '체리피커'형일 수 있어 페이코 사업 방향성에 대해 신중한 접근이 요구된다. 최근 주가 하락은 과도하다고 판단하여 투자의견 BUY 유지하나, 페이코의 영업가치를 하향하여 목표주가를 기존 9.7만원에서 9.1만원에서 하향 조정한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

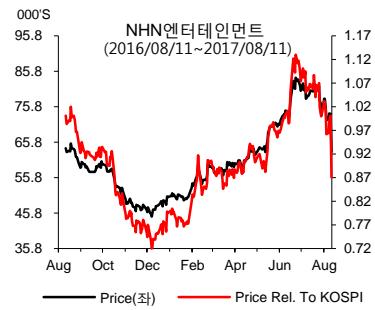
Buy (Maintain)

| | |
|----------------|---------|
| 목표주가(12M) | 91,000원 |
| 종가(2017/08/11) | 63,100원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|----------------|
| 자본금 | 10십억원 |
| 발행주식수 | 1,957만주 |
| 시가총액 | 1,235십억원 |
| 외국인지분율 | 15.2% |
| 배당금(2016) | - |
| EPS(2017E) | 2,964원 |
| BPS(2017E) | 80,058원 |
| ROE(2017E) | 3.8% |
| 52주 주가 | 44,800~84,000원 |
| 60일평균거래량 | 95,783주 |
| 60일평균거래대금 | 7.3십억원 |

Price Trend



〈표 1〉 NHN 엔터테인먼트 2Q17 잠정 실적

| (십억원) | 2016 | 2017E | 2018E | 2Q16 | 1Q17 | 2Q17P | 컨센서스 | 차이(%) | 추정치 | 차이(%) |
|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 856.4 | 930.1 | 1,060.2 | 210.6 | 226.7 | 224.9 | 232.7 | -3.3 | 235.1 | -4.3 |
| YoY(%) | 32.9 | 8.6 | 14.0 | 67.7 | 11.3 | 6.8 | 10.5 | -3.7p | 11.6 | -4.8p |
| QoQ(%) | | | | 3.4 | -3.4 | -0.8 | 2.6 | -3.4p | 3.7 | -4.5p |
| 영업이익 | 26.4 | 43.3 | 67.1 | 10.3 | 9.2 | 9.9 | 13.8 | -28.1 | 11.7 | -15.7 |
| YoY(%) | 흑전 | 64.4 | 54.8 | 흑전 | 0.4 | -4.1 | 33.3 | -37.5p | 13.6 | -17.8p |
| QoQ(%) | | | | 12.4 | 102.7 | 7.4 | 49.3 | -42p | 27.3 | -19.9p |
| 이익률(%) | 3.1 | 4.7 | 6.3 | 4.9 | 4.1 | 4.4 | 5.9 | -1.5p | 5.0 | -0.6p |
| 당기순이익 | 7.1 | 47.8 | 53.1 | 29.8 | 12.0 | 5.8 | 17.2 | -66.2 | 16.9 | -65.5 |
| 이익률(%) | 0.8 | 5.1 | 5.0 | 14.1 | 5.3 | 2.6 | 7.4 | -4.8p | 7.2 | -4.6p |

주: 연결기준

자료: NHN엔터테인먼트, Dataguide, 하이투자증권

<표 2> NHN 엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017E | 2018E | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17P | 3Q17E | 4Q17E |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 856.4 | 930.1 | 1060.2 | 203.6 | 210.6 | 207.5 | 234.7 | 226.7 | 224.9 | 230.6 | 247.9 |
| 게임매출 | 472.9 | 500.2 | 554.5 | 121.5 | 119.6 | 114.1 | 117.7 | 126.6 | 122.8 | 122.9 | 127.9 |
| PC | 195.6 | 192.6 | 200.8 | 48.8 | 49.6 | 47.2 | 50.1 | 55.6 | 49.0 | 45.4 | 42.7 |
| 모바일 | 277.3 | 307.6 | 353.7 | 72.7 | 70.0 | 66.9 | 67.7 | 71.0 | 73.8 | 77.5 | 85.3 |
| 기타매출 | 383.5 | 429.9 | 505.7 | 82.2 | 91.0 | 93.4 | 116.9 | 100.1 | 102.1 | 107.7 | 119.9 |
| 기술 | 93.4 | 86.5 | 103.8 | 19.3 | 20.9 | 23.4 | 29.9 | 22.1 | 20.4 | 21.5 | 22.5 |
| 커머스 | 164.1 | 158.0 | 165.9 | 38.6 | 40.8 | 35.5 | 49.2 | 38.3 | 35.6 | 37.4 | 46.7 |
| 엔터테인먼트 | 91.1 | 135.1 | 175.6 | 17.5 | 21.9 | 24.6 | 27.3 | 29.8 | 34.1 | 35.1 | 36.1 |
| 기타 | 34.9 | 50.3 | 60.4 | 6.8 | 7.5 | 10.0 | 10.6 | 10.0 | 12.0 | 13.8 | 14.5 |
| 영업이익 | 26.4 | 43.3 | 67.1 | 9.2 | 10.3 | 2.3 | 4.6 | 9.2 | 9.9 | 11.7 | 12.5 |
| 세전이익 | 26.0 | 82.9 | 92.1 | 32.7 | 39.9 | 6.8 | -53.5 | 20.9 | 19.2 | 21.0 | 21.8 |
| 당기순이익 | 7.1 | 47.8 | 53.1 | 24.5 | 29.8 | 1.5 | -48.6 | 12.0 | 5.8 | 14.7 | 15.2 |
| 성장률 (YoY %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 32.9 | 8.6 | 14.0 | 47.4 | 67.7 | 27.3 | 7.8 | 11.3 | 6.8 | 11.2 | 5.6 |
| 게임매출 | 13.6 | 5.8 | 10.9 | 12.9 | 32.2 | 12.5 | 0.9 | 4.2 | 2.7 | 7.7 | 8.7 |
| PC | -3.0 | -1.5 | 4.3 | -15.4 | 5.7 | -3.8 | 4.4 | 14.0 | -1.2 | -3.9 | -14.8 |
| 모바일 | 29.2 | 10.9 | 15.0 | 45.7 | 60.8 | 27.7 | -1.5 | -2.4 | 5.5 | 15.8 | 26.0 |
| 기타매출 | 67.9 | 12.1 | 17.6 | 169.0 | 158.9 | 51.6 | 15.6 | 21.9 | 12.2 | 15.4 | 2.5 |
| 기술 | 25.4 | -7.3 | 20.0 | 21.0 | 18.2 | 30.6 | 30.0 | 14.7 | -2.2 | -8.2 | -24.6 |
| 커머스 | 96.1 | -3.7 | 5.0 | 340.5 | 328.4 | 132.4 | -1.8 | -0.9 | -12.7 | 5.3 | -5.1 |
| 엔터테인먼트 | 102.6 | 48.2 | 30.0 | 2,129.8 | 661.4 | 17.8 | 33.1 | 70.5 | 55.8 | 42.9 | 32.6 |
| 기타 | 37.5 | 44.3 | 20.0 | 34.3 | 47.1 | 31.3 | 39.4 | 46.3 | 59.8 | 38.8 | 37.1 |
| 영업이익 | 흑전 | 64.4 | 54.8 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 0.4 | -4.1 | 413.3 | 174.5 |
| 세전이익 | -88.6 | 218.7 | 11.1 | 흑전 | 742.5 | -96.7 | 적전 | -36.0 | -52.0 | 207.8 | 흑전 |
| 순이익 | -92.6 | 571.8 | 11.1 | 흑전 | 1,160.3 | -99.0 | 적전 | -50.9 | -80.5 | 896.9 | 흑전 |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 3.1 | 4.7 | 6.3 | 4.5 | 4.9 | 1.1 | 1.9 | 4.1 | 4.4 | 5.1 | 5.0 |
| 세전이익률 | 3.0 | 8.9 | 8.7 | 16.1 | 19.0 | 3.3 | -22.8 | 9.2 | 8.5 | 9.1 | 8.8 |
| 순이익률 | 0.8 | 5.1 | 5.0 | 12.0 | 14.1 | 0.7 | -20.7 | 5.3 | 2.6 | 6.4 | 6.2 |

주: 연결 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 하이투자증권

〈표 3〉 NHN 엔터테인먼트 SOTP Valuation

| | | |
|-----------------------|---------------|--|
| 게임사업 영업가치 | 994 | |
| 게임사업 2017년 예상 매출액 | 500 | |
| 게임사업 2017년 예상 순이익 | 94 | 게임사업 영업이익률 25% 가정 |
| Target PER | 10.6 | KOSPI 2017년 예상 PER |
| 페이코사업 영업가치 | 288 | 카카오페이지 기업가치 대비 50% 할인 적용 중국 앤트파이낸셜로부터 2300 억원 유치, 카카오 지분율 60% 가정 |
| 카카오페이지 기업가치 | 575 | |
| 순차입금 | -460 | 1Q17 기준 |
| 목표 시가총액 | 1,742 | |
| 발행주식수 (천주) | 19,565 | |
| 자기주식수 (천주) | 356 | |
| 자사주 제외한 수정주식수 기준 (천주) | 19,209 | |
| 목표주가 (원) | 90,677 | |
| 현 주가 (원) | 63,100 | |
| 상승여력 (%) | 43.7 | |

자료: 하이투자증권

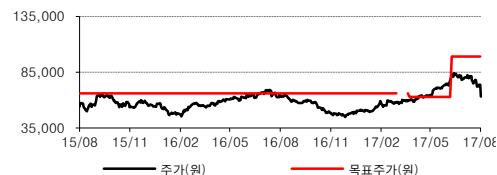
K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | (단위:십억원) | | | | 포괄손익계산서 | | (단위:십억원%) | | | |
|------------|--|----------|-------|-------|-------|-------------|--------|-----------|-------|-------|-------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | | 750 | 835 | 917 | 1,000 | 매출액 | | 856 | 930 | 1,060 | 1,205 |
| 현금 및 현금성자산 | | 301 | 357 | 392 | 424 | 증가율(%) | | 32.9 | 8.6 | 14.0 | 13.7 |
| 단기금융자산 | | 176 | 185 | 194 | 204 | 매출원가 | - | - | - | - | - |
| 매출채권 | | 206 | 224 | 255 | 290 | 매출총이익 | 856 | 930 | 1,060 | 1,205 | |
| 재고자산 | | 22 | 24 | 27 | 31 | 판매비와관리비 | 830 | 887 | 993 | 1,125 | |
| 비유동자산 | | 1,089 | 1,113 | 1,149 | 1,193 | 연구개발비 | - | - | - | - | - |
| 유형자산 | | 114 | 92 | 77 | 66 | 기타영업수익 | - | - | - | - | - |
| 무형자산 | | 323 | 308 | 298 | 291 | 기타영업비용 | - | - | - | - | - |
| 자산총계 | | 1,838 | 1,948 | 2,066 | 2,193 | 영업이익 | 26 | 43 | 67 | 80 | |
| 유동부채 | | 268 | 284 | 303 | 324 | 증가율(%) | -148.5 | 64.4 | 54.8 | 19.5 | |
| 매입채무 | | - | - | - | - | 영업이익률(%) | 3.1 | 4.7 | 6.3 | 6.6 | |
| 단기차입금 | | 2 | 2 | 2 | 2 | 이자수익 | - | - | - | - | |
| 유동성장기부채 | | 21 | 21 | 21 | 21 | 이자비용 | - | - | - | - | |
| 비유동부채 | | 60 | 60 | 60 | 60 | 지분법이익(손실) | -13 | -13 | -13 | -13 | |
| 사채 | | - | - | - | - | 기타영업외손익 | -17 | 58 | 42 | 40 | |
| 장기차입금 | | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | 26 | 83 | 92 | 105 | |
| 부채총계 | | 328 | 345 | 363 | 385 | 법인세비용 | 19 | 35 | 39 | 45 | |
| 지배주주지분 | | 1,463 | 1,566 | 1,665 | 1,771 | 세전계속이익률(%) | 3.0 | 8.9 | 8.7 | 8.7 | |
| 자본금 | | 10 | 10 | 10 | 10 | 당기순이익 | 7 | 48 | 53 | 61 | |
| 자본잉여금 | | 1,238 | 1,238 | 1,238 | 1,238 | 순이익률(%) | 0.8 | 5.1 | 5.0 | 5.0 | |
| 이익잉여금 | | 263 | 321 | 374 | 434 | 지배주주귀속 순이익 | 13 | 58 | 53 | 61 | |
| 기타자본항목 | | -61 | -61 | -61 | -61 | 기타포괄이익 | 46 | 46 | 46 | 46 | |
| 비지배주주지분 | | 48 | 37 | 37 | 37 | 총포괄이익 | 53 | 93 | 99 | 106 | |
| 자본총계 | | 1,510 | 1,604 | 1,702 | 1,809 | 지배주주귀속총포괄이익 | 52 | 92 | 98 | 105 | |

| 현금흐름표 | | (단위:십억원) | | | | 주요투자지표 | | | | | |
|-----------------|--|----------|-------|-------|-------|------------------------|---|--------|--------|--------|--------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | | 83 | 73 | 66 | 66 | 주당지표(원) | | | | | |
| 당기순이익 | | 7 | 48 | 53 | 61 | EPS | | 639 | 2,964 | 2,714 | 3,099 |
| 유형자산감가상각비 | | 24 | 23 | 15 | 10 | BPS | | 74,766 | 80,058 | 85,100 | 90,527 |
| 무형자산상각비 | | 13 | 15 | 10 | 7 | CFPS | | 2,529 | 4,868 | 4,021 | 3,996 |
| 지분법관련손실(이익) | | -13 | -13 | -13 | -13 | DPS | - | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | | 37 | -146 | -146 | -147 | Valuation(배) | | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | | -36 | - | - | - | PER | | 78.7 | 21.3 | 23.2 | 20.4 |
| 무형자산의 처분(취득) | | -23 | - | - | - | PBR | | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 금융상품의 증감 | | 52 | -9 | -9 | -10 | PCR | | 19.9 | 13.0 | 15.7 | 15.8 |
| 재무활동 현금흐름 | | -79 | -33 | -33 | -33 | EV/EBITDA | | 8.4 | 8.9 | 7.2 | 6.4 |
| 단기금융부채의증감 | | - | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 장기금융부채의증감 | | - | - | - | - | ROE | | 0.9 | 3.8 | 3.3 | 3.5 |
| 자본의증감 | | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | | 7.4 | 8.7 | 8.7 | 8.1 |
| 배당금지급 | | -5 | - | - | - | 부채비율 | | 21.7 | 21.5 | 21.4 | 21.3 |
| 현금및현금성자산의증 감 | | 41 | 55 | 35 | 32 | 순부채비율 | | -30.1 | -32.3 | -33.1 | -33.5 |
| 기초현금및현금성자산 | | 260 | 301 | 357 | 392 | 매출채권회전율(x) | | 5.0 | 4.3 | 4.4 | 4.4 |
| 기밀현금및현금성자산 | | 301 | 357 | 392 | 424 | 재고자산회전율(x) | | 78.3 | 40.8 | 41.7 | 41.7 |

자료 : NHN 엔터테인먼트, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

| 의견제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------------------|------|--------|
| 2017-08-14 | Buy | 91,000 |
| 2017-07-17 | Buy | 99,000 |
| 2017-06-19 | Buy | 99,000 |
| 2017-04-03(담당자변경) | Hold | 63,000 |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 김민정, 오대식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2 % | 10.8 % | - |