



△ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	71,000 원
현재주가 (2.10)	57,500 원
상승여력	23.5%
KOSPI	2,075.08pt
시가총액	11,250억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	50.84%
외국인비중	7.84%
52주 최고/최저가	69,200원 / 44,800원
평균거래대금	36.0억원
주요주주(%)	
이준호	17.27
제이엘씨(%)	14.05
제이엘씨파트너스(%)	9.81
국민연금기금	5.01
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	15.23 -9.02 22.34
상대주가	13.26 -12.80 13.21

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	556.9	11.9	166.7	10,624	-	55,192	8.0	1.5	26.3	16.4	22.1
2015	644.6	-54.3	164.0	8,836	-16.8	57,215	6.4	1.0	-47.3	13.4	22.0
2016P	856.4	26.4	7.1	364	-95.9	56,921	138.4	0.9	15.3	0.5	19.1
2017E	979.1	37.6	55.6	2,841	681.4	58,956	20.2	1.0	14.9	3.8	20.3
2018E	1,080.4	62.1	82.0	4,193	47.6	62,299	13.7	0.9	10.9	5.4	21.2

NHN엔터테인먼트 181710

Payco Way

- ✓ 4Q16 실적, 기대치 대비 소폭 하회했으나 전분기대비 개선
- ✓ 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,347억원(+7.8% YoY), 45억원(+흑전 YoY) 기록
- ✓ NHN페이코 주식회사 설립발표. 페이코(결제 서비스) 및 광고사업을 100% 지분 보유하는 물적분할 결정. 향후 전략적 제휴 및 투자유치로 기업가치 제고에 나설 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 밸류에이션 방법 변경에 따라 적정주가 65천원에서 71천원으로 상향 조정. 적정주가의 2017E Target PER은 25.0배 수준

4Q16 실적, 전분기대비 개선

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,347억원(+7.8% YoY), 45억원(흑전 YoY)을 기록, 당사 추정치(매출액 2,210억원, 영업이익 89억원) 대비 소폭 하회하였으나 전분기 대비 개선에는 성공하였다. 사업부문별로는 웹보드 매출액은 318억원으로 전분기 대비 16.1% 증가하며 계절적 성수기효과를 만끽하였다. 반면 퍼블리싱 매출액은 188억원(-4.8% QoQ)으로 하락세 지속, 모바일게임 매출액은 677억원(+1.1% QoQ)으로 '프렌즈팝 for Kakao'는 감소했으나 '라인 디즈니쓰무쓰무'는 재성장하였다. 영업이익률은 1.9%로 0.8%p QoQ 소폭 개선되는데 그쳤는데 영업비용 증가에 기인한다. 참고로 4분기 인건비와 마케팅비는 각각 722억원(+14.4% QoQ), 192억원(-10.1% QoQ)을 기록하였다.

NHN 페이코 주식회사 설립

지난 2월 9일 NHN페이코 주식회사의 설립을 발표하였다. NHN엔터테인먼트가 지분 100%를 소유하는 단순 물적분할로 주주총회는 2017년 3월 24일, 분할기일은 2017년 4월 1일이다. 분할의 목적은 1) 전문화된 사업영역에 특화된 의사결정으로 경영효율화 및 위험분산, 2) 책임경영체제 확보, 3) 기업가치 및 주주가치 제고이다. 페이코는 카드사 및 은행 등 금융기관 제휴, CU 등 오프라인 가맹점 확보로 거래 금액 및 이용자 확대에 나서고 있다. 1월 기준 페이코의 누적 결제금액은 1.1조원, 월 결제금액 1,100억원, 누적 결제자수 540만명을 돌파하였다.

페이코주식회사의 설립은 NHN엔터테인먼트 주가에 긍정적 이슈다. 그 이유는 1) 경영효율화, 즉 향후 주요 마케팅비용과 동글 등의 비용 부담이 외부 파트너와의 전략적 제휴 및 적극적 투자유치로 감소될 수 있다는 점, 2) 게임사업과 페이코 서비스, 기타 자회사들의 가치가 분리, 재평가됨에 따라 기업가치 제고된다는 점 때문이다.

표1 4Q16 Earnings Review – 기대치 소폭 하회

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	234.7	217.8	7.8%	207.5	13.1%	220.1	6.6%	215.9	8.7%
PC	50.1	48.0	4.4%	47.2	6.1%	47.6	5.2%	-	-
웹보드	31.8	20.0	59.0%	27.4	16.1%	30.2	5.3%	-	-
퍼블리싱	18.8	28.0	-32.7%	19.8	-4.8%	17.4	8.3%	-	-
모바일	67.7	68.7	-1.5%	66.9	1.1%	66.9	1.2%	-	-
기타	116.9	101.2	15.6%	93.4	25.3%	105.5	10.8%	-	-
영업이익	4.5	-9.7	흑전	2.3	99.3%	8.9	-48.9%	9.1	-50.1%
세전이익	-53.5	27.4	적전	6.8	적전	13.9	N/A	-	-
순이익	-48.6	22.1	적전	1.5	적전	10.5	N/A	18.2	N/A

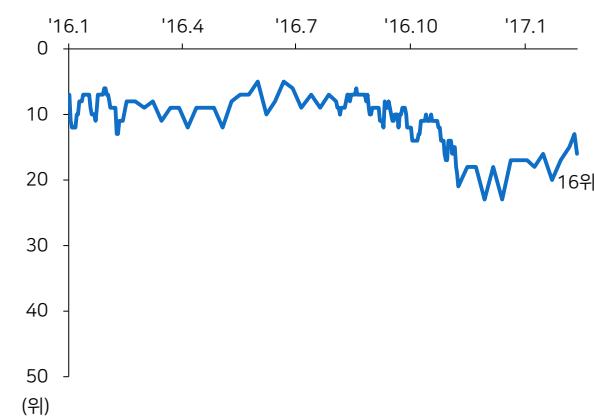
자료: NHN엔터테인먼트, Fnguide, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 NHN엔터테인먼트 분기별 실적 -17년 하반기 광고사업 수익화 기대

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	203.6	210.6	207.5	234.7	229.9	239.8	245.8	263.5	644.6	856.4	979.1
PC	48.8	49.6	47.2	50.1	50.2	53.1	54.0	57.9	201.6	195.6	215.3
웹보드	23.5	27.8	27.4	31.8	32.9	34.4	35.9	38.6	83.7	110.5	141.7
퍼블리싱	25.3	21.8	19.8	18.8	17.3	18.7	18.1	19.4	118.0	85.7	73.6
모바일	72.7	70.0	66.9	67.7	70.3	73.9	75.8	77.7	214.6	277.3	297.6
기타	82.2	91.0	93.4	116.9	109.4	112.7	116.1	127.9	228.4	383.5	466.2
영업이익	9.2	10.3	2.3	4.5	6.1	6.9	11.5	13.1	-54.3	26.4	37.6
세전이익	32.7	39.9	6.8	-53.5	16.2	17.3	22.1	23.9	229.0	26.0	79.4
순이익	24.5	29.8	1.5	-48.6	11.3	12.1	15.4	16.7	165.2	7.1	55.6

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

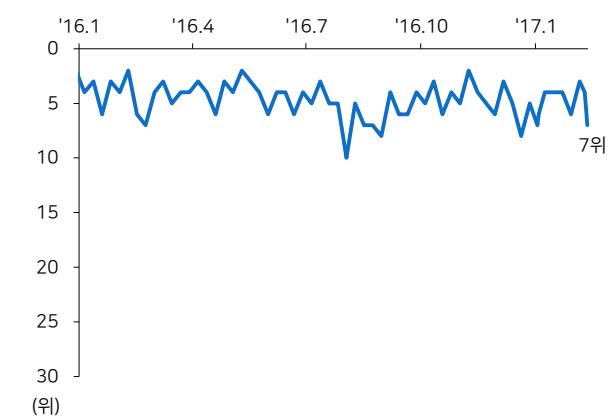
그림1 프렌즈팝 for Kakao 매출 순위



주: 구글플레이 국내 게임 매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

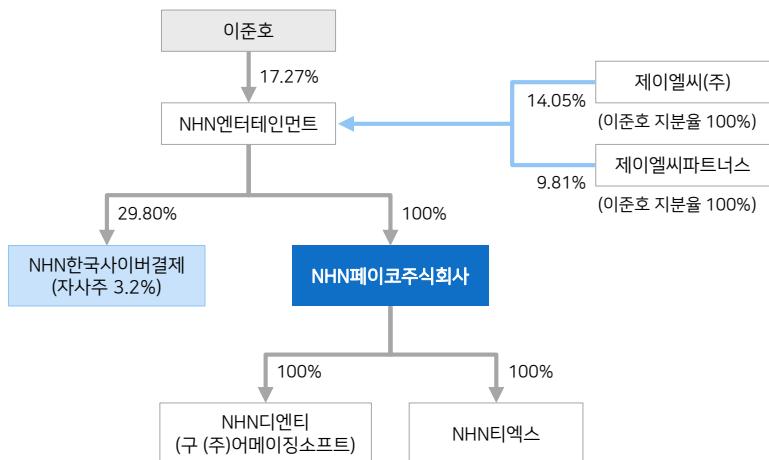
그림2 디즈니쯔무쯔무 매출 순위



주: 구글플레이 일본 게임 매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 NHN엔터테인먼트의 결제사업 부문 지배구조



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 회사 분할 내용

구분	세부사항	
1. 분할 방법	간편결제 사업부문(페이코 사업부문)과 광고사업 부문을 분할하여 새로운 회사를 설립하고, 분할되는 회사가 설립되는 회사 발행주식 총수를 취득하는 단순 물적 분할의 방법	
2. 분할 목적	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전문화된 사업영역에 특화된 의사결정이 가능한 체제를 확립하여 경영효율 및 경영위험분산 제고 ▪ 각 사업부문의 독립적인 경영 및 객관적인 평가를 가능케 해 책임경영체제 확립 ▪ 사업부문별로 상이한 고객특성과 요구사항에 최적화된 운영으로 서비스 품질 및 브랜드가치 제고, 기업가치 및 주주가치 극대화 	
3. 분할 주요 영향 및 효과	분할 전후 분할되는 회사의 최대주주 소유주식 및 지분율 변동 없음	
4. 분할비율	설립되는 회사의 발행주식 총수가 분할되는 회사에 100% 배정되므로 분할비율을 산정하지 않음	
5. 분할 후 존속회사	회사명 NHN엔터테인먼트 주식회사 사업부문 분할신설 회사에 이전되는 사업부문을 제외한 인터넷서비스 등 기존 사업부문 분할 후 재무내용 총자산 1조 6,271억원, 총부채 1,158억원, 총자본 1조 5,113억원, 자본금 98억원 존속사업부문 최근연도 매출액 2,064억원 분할 후 상장유지 여부 ○	
6. 분할설립회사		
7. 주주총회 예정일	2017년 3월 24일	
8. 분할기일	2017년 4월 1일	
9. 분합등기 예정일	2017년 4월 4일	
10. 이사회결의일(결정일)	2017년 2월 9일	

주: 재무제표는 2016년 12월 31일 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 NHN페이코주식회사의 재무제표

구분	신설회사(백만원)	비고
자산		
I. 유동자산	52,398	
현금및현금성자산	45,000	보통예금
매출채권및기타채권	7,090	간편결제 사업과 광고 사업 관련 매출채권 등
기타유동자산	308	간편결제 사업과 광고 사업 관련 선금비용 등
II. 비유동자산	136,644	
매도가능금융자산	30,921	간편결제 사업과 광고 사업 관련 투자주식
종속기업, 관계기업 및 공동기업 투자	104,687	간편결제 사업과 광고 사업 관련 투자주식
유형자산	1,018	간편결제 사업과 광고 사업 관련 비품 등
무형자산	18	간편결제 사업과 광고 사업 관련 산입재산권 등
자산총계	189,041	
부채		
I. 유동부채	17,267	
매입채무 및 기타채무	8,596	간편결제 사업과 광고 사업 관련 미지급금 등
기타유동부채	8,670	간편결제 사업 관련 선수금
II. 비유동부채	5,160	
확정급여부채	2,483	간편결제 사업과 광고 사업 관련 확정급여부채
충당부채	2,511	간편결제 사업과 광고 사업 관련 충당부채
이연법인세부채	166	간편결제 사업과 광고 사업 관련 이연법인세부채
부채총계	22,426	

주: 2016년 12월 31일 기준, 분할기일에 변경될 수 있음

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 Valuation – 적정주가는 71,000원으로 산출

구분	내용
한계임	769.4
2017E 순이익	(십억원) 51.3
Target PER	(배) 15.0
페이코	315.0
총 가입자수	(만명) 630.0
가입자당 가치	(원) 50,000.0
기타 투자자산	319.5
총 기업가치	1,403.9
적정주가	71,000
현주가	(원) 57,500
상승여력	(%) 23.5%

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

컨퍼런스콜 Q&A

Q 페이코 분할 이후 투자를 받아서 지분율 낮추는 것에 대해 고려중인지? 고려중인 투자자가 있는지?

A ■ 사업적으로 협력이 가능한 곳과는 사업적 제휴 및 자본적 제휴 고려 가능

Q 페이코 관련 1,2분기 및 2017년 페이코 마케팅비 전망?

A ■ 1분기 TV광고 진행 중, 작년 1분기 대비 올해 1분기 마케팅비 소폭 증가
■ 2분기 마케팅의 경우 작년과 비슷하거나 좀더 효율화된 방법으로 진행될 것

Q 페이코 분할 후 인력 계획은?

A ■ 페이코와 광고사업의 인력들이 사업부와 함께 이동하게 됨
■ 인력 이동과 함께 연말까지의 계획상으로는 인력이 크게 늘 것이라고는 생각하지 않음. 사업부가 그대로 이동하는 것으로 생각하면 될 것

Q 게임 라인업 중 기대작은 무엇인지? 게임사업 전략은?

A ■ 기존 경쟁이 치열한 시장 내에서 한국에만 출시되어 있는 게임들의 글로벌 확장 진행할 것
■ 네이버웹툰 포함 유명 글로벌 IP를 활용하여 게임 출시할 것
■ 하반기 출시 예정인 정통 FPS 크리티컬 옵스가 가장 기대작. 모바일 게임의 경우 아직 지배적인 정통 FPS 게임이 시장에 없어 가능성 있다고 판단해 준비 중

Q 4분기 상여금 액수는? 인센티브는 분기별 스프레드가 되고 있던 게 아닌지? 4분기에 상여금 액수가 큰 것은 일시적인지?

A ■ 분기별로 스프레드를 해서 인식하고 있음
■ 4분기는 게임을 비롯 성과가 좋은 팀에 특별상여 지급, 일회성

Q 페이코 물적분할을 했을 때 회사의 손익 상황은?

A ■ 추후 관련하여 공시 예정
■ 지난분기에 주주환원정책 관련하여 자사주 언급한 바 있음
■ 분할 결정 후 상당 금액의 현금이 페이코에 배정될 예정으로 당장 자사주 매입 등은 어려울 것

Q 올해 페이코 광고사업의 목표? 목표 가입자 수, 목표 GMV 등 구체적인 목표?

A ■ 내부적인 목표는 있으며 공격적인 목표. 외부 공개는 조심스러운 상황.
많이 성장하는 것을 목표로 잡고 있음

- Q 기타매출 중 커머스 매출은 YoY 감소. 마케팅을 덜 집행해 수익성을 제고하기 위한 것인지? 2017년 기타 매출 전망?**
- A**
- 2016년 커머스 매출이 부진한 것은 맞음
 - 작년 연결 기준 1년치가 잡히지 않았음, 올해는 1년치가 다 잡혀 있는 상황
 - 커머스 매출이 크게 줄어든 것은 아니며 오히려 일본에서의 기술사업에서 매출이 줄어든 부분이 있음
 - 다만 커머스 매출은 중장기적으로 시장 상황을 보았을 때 녹록치 않음
- Q 페이코 물적분할은 양면성 존재. 현재 페이코는 트래픽도 경쟁자보다 적고 마케팅비도 줄어든 상황이어서 사업 호조라고 보기는 어려운 상황. 분할의 목적이 페이코 사업의 적극 추진일 수도 있지만 페이코 사업을 드랍하는 출구전략도 될 수 있다는 생각에 대한 의견?**
- A**
- 페이코 비즈니스를 드랍할 계획은 전혀 없음
 - 페이코 분할의 목적은 장기전에 돌입하는 것으로 이해하면 될 것
 - 페이코가 속한 결제 시장은 경쟁도 치열하고 단기간에 온라인, 오프라인까지 모두 포함해서 침투하기 어려운 시장
 - 파트너를 찾아 함께 오래 가기 위해서 분할을 결정
- Q 단기적으로 손익에 영향을 주지 않고 장기적으로 사업을 추진할 수 있는 유연한 전략으로 이해하면 되는지?**
- A**
- 시장 상황이 급변하고 있어 장기적인 예측은 어려우나 단기적으로는 효율적 운영을 위한 것
 - 작년 대비 급격하게 비용이 늘거나 하는 구조는 고려하고 있지 않음
 - 비용의 급격한 증가가 일어날 경우 외부 파트너와 협력하여 해결할 것

NHN 엔터테인먼트(181710)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	556.9	644.6	856.4	979.1	1,080.4
매출액증가율 (%)	-	15.8	32.9	14.3	10.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	556.9	644.6	856.4	979.1	1,080.4
판매비와관리비	545.0	698.9	830.1	941.5	1,018.2
영업이익	11.9	-54.3	26.4	37.6	62.1
영업이익률 (%)	2.1	-8.4	3.1	3.8	5.7
금융수익	75.7	299.6	12.7	44.5	45.8
증속/관계기업관련손익	-3.9	-0.8	-1.0	-0.5	-0.5
기타영업외손익	-11.0	-15.4	-5.5	1.2	1.2
세전계속사업이익	72.6	229.0	26.0	79.4	105.2
법인세비용	22.2	63.9	18.9	23.8	23.1
당기순이익	50.3	165.2	7.1	55.6	82.0
지배주주지분 순이익	166.7	164.0	7.1	55.6	82.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	22.7	-107.5	-8.0	46.4	76.4
당기순이익(손실)	50.3	165.2	7.1	55.6	82.0
유형자산감가상각비	14.3	22.7	22.5	16.4	11.8
무형자산상각비	14.0	15.5	4.6	1.7	1.6
운전자본의 증감	-21.4	-106.3	-111.6	-117.2	-123.1
투자활동 현금흐름	-90.1	-117.5	7.1	55.6	82.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.6	-69.8	-5.0	2.0	5.0
투자자산의 감소(증가)	-171.3	-143.5	90.6	-51.7	-56.9
재무활동 현금흐름	-1.2	277.1	22.2	24.4	26.8
차입금증감	42.3	6.0	-8.3	3.8	4.2
자본의증가	0.0	271.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-68.7	52.2	54.1	-30.5	49.2
기초현금	276.9	208.2	260.4	314.5	284.0
기말현금	208.2	260.4	314.5	284.0	333.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	467.0	682.7	719.2	729.2	758.5
현금및현금성자산	208.2	260.4	314.5	284.0	333.2
매출채권	78.2	100.9	149.7	164.7	181.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	805.9	1,150.6	1,069.6	1,143.9	1,228.2
유형자산	63.2	105.6	109.7	103.8	100.6
무형자산	161.0	307.6	315.3	331.1	347.6
투자자산	464.9	607.6	132.0	145.2	159.7
자산총계	1,272.9	1,833.3	1,788.8	1,873.0	1,986.6
유동부채	152.0	232.9	242.4	266.6	293.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	18.9	33.5	25.4	28.0	30.7
유동성장기부채	11.7	11.6	9.0	9.0	9.0
비유동부채	78.0	97.9	44.5	49.0	53.9
사채	22.0	17.4	13.1	14.4	15.8
장기차입금	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	230.0	330.8	286.9	315.6	347.1
자본금	7.6	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	968.5	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	0.9	-33.0	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	75.9	250.9	258.0	313.6	395.6
비지배주주지분	15.8	75.5	72.9	72.9	73.0
자본총계	1,042.9	1,502.5	1,501.9	1,557.5	1,639.5

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	35,487	34,725	43,773	50,043	55,219
EPS(지배주주)	10,624	8,836	364	2,841	4,193
CFPS	3,573	139	457	3,216	4,374
EBITDAPS	2,557	-869	2,734	2,849	3,859
BPS	55,192	57,215	56,921	58,956	62,299
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	6.4	138.4	20.2	13.7
PCR	24.5	408.5	110.0	17.9	13.1
PSR	2.4	1.6	1.1	1.1	1.0
PBR	1.5	1.0	0.9	1.0	0.9
EBITDA	40.1	-16.1	53.5	55.7	75.5
EV/EBITDA	26.3	-47.3	15.3	14.9	10.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	13.4	0.5	3.8	5.4
EBITDA 이익률	7.2	-2.5	6.2	5.7	7.0
부채비율	22.1	22.0	19.1	20.3	21.2
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	19.1	-	29.4	42.0	69.3
매출채권회전율(X)	7.6	7.2	6.8	6.2	6.2
재고자산회전율(X)	-	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 13일 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, 윤을정)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN 엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.20	산업분석	Hold	90,000	김동희	
2015.05.11	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2015.07.16	산업분석	Hold	70,000	김동희	
2015.08.07	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2015.11.13	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.01.15	산업분석	Hold	70,000	김동희	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.04.07	산업브리프	Hold	70,000	김동희	
2016.05.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.06.17	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.07.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.08.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.10.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	