

Company update

Korea / Internet Services & Content

4 September 2014

BUY

목표주가 **85,000** 원
현재주가 (3 Sep 2014) **72,800** 원

Upside/downside (%) 16.8
KOSPI 2,051.20
시가총액 (십억원) 1,104
52주 최저/최고 63,200 - 124,000
일평균거래대금 (십억원) 21.59
외국인 지분율 (%) 10.6

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	265	548	679	808
영업이익 (십억원)	52.1	17.5	60.5	106.8
당기순이익 (십억원)	16.0	22.8	46.8	80.8
수정순이익 (십억원)	18.5	23.7	52.0	89.8
EPS (원)	1,220	1,561	3,428	5,923
EPS 성장률 (%)	-	28.0	119.6	72.8
P/E (x)	79.0	46.6	21.2	12.3
EV/EBITDA (x)	16.0	19.5	8.7	5.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	0.0	2.3	5.0	8.1
순차입금/자기자본 (%)	(47.4)	(34.0)	(31.7)	(31.5)

Change to EPS	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
변경후 (원)	1,220	1,561	3,428	5,923
변경전 (원)	1,220	1,993	3,827	6,467

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	4.2	(1.1)	(32.5)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	5.3	(3.2)	(38.6)

조진호, Analyst

3774 3831 jcho@miraesasset.com

정용제

3774 1938 yongjei@miraesasset.com

NHN 엔터테인먼트 (181710 KS)

대기만성

투자의견 매수, 목표주가 85,000 원을 유지함. 이유는 1) 상반기 주가 부진의 원인이었던 웹보드 부문 실적은 하방성이 경직돼 있고, 2) 모바일 게임 업황 호조, 라인 플랫폼 출하 확대에 따른 동사의 수혜가 기대되며, 3) 모바일 게임 경쟁력이 제고될 것으로 점진적인 실적 회복 국면에 진입했다고 판단하기 때문임. 또한 최근 주가 조정은 부진한 온라인 부문 실적과 예상보다 더딘 모바일 부문 성장세를 충분히 반영했다고 판단.

웹보드 부문 하방 경직성 확보

3월 문광부 규제 이슈로 동 부문 매출이 급감했고, 이는 상반기 주가 부진의 주 원인이었음. 하지만 7월, 8월 포커/게임 트래픽이 5, 6월과 유사한 점을 감안했을 때, 동 부문 매출액은 80 억원/월 수준에서 하방성을 확보했음. 3분기 동 부문 매출액은 242 억원으로 추정하며 2014 년/ 2015 년 동 부문 매출액을 각각 1,131 억원/ 1,087 억원으로 전망함.

모바일 게임 호황 & 라인 플랫폼과 동반 성장

한국과 일본은 모바일 게임 업황 호황기임. 2014 년 시장 수요는 전년 대비 각각 8%, 10% 증가한 1.3조원, 21.5억\$을 기록할 전망이다. 한국과 일본의 2014 년 모바일 게임 시장 침투율이 각각 12%, 19%에 그쳐 2015 년에도 업황 호조가 지속될 가능성이 높음. 또한 동사 게임의 메인 퍼블리셔인 라인 성장성에 주목할 필요가 있음. 라인 MAU는 2014 년말 2.7억명 (+75% YoY), 2015 년 3.5억명 (+29% YoY)으로 확대되며 글로벌 탑 3 모바일 메신저 플랫폼으로 자리 매김할 전망. 2Q14 동사의 모바일 게임 매출 중 라인 비중은 50% 수준으로 2013 년 39% 대비 증가. 동사 모바일 게임 내 라인 플랫폼 비중은 지속될 것으로 라인 성장에 따른 동반 성장을 기대할 수 있음.

모바일 게임 개발 경쟁력 제고 예상

모바일 게임 개발 경쟁력이 지속 개선되고 있다는 점에 주목해야 함. 상반기 라인 디즈니즈무즈를 제외한 우와루사가, 가디언스톤 등 신규 런칭 게임은 경쟁사 (CJ E&M, 컴투스, 4:33, 게임빌, 슈퍼셀) 대비 두드러진 성과를 기록하진 못했음. 하지만 상반기 대비 공급량이 늘어나고 원벌드 출시를 통해 판매 호응은 개선될 것으로 판단. 하반기 라인팝 2, 도와줘 책, 힘내세요 용사님 등을 포함한 신작게임 30 종(원벌드 10 종)을 런칭할 것으로 이는 상반기 대비 36% 늘어난 수치. 향후 경쟁사 대비 풍부한 개발인력을 바탕으로 본격적인 물량 공세를 기대. 한편 3분기 모바일 부문 매출액은 20% QoQ 개선된 535 억원을 추정하며, 2014 년 동 부문 매출액은 전년 대비 60% 개선된 2,077 억원을 전망.

3분기 영업이익자 31 억원으로 적자 폭 축소 전망

3분기 영업이익자 31 억원으로 추정하며, 기존 추정치 (16 억원) 및 컨센서스 (9 억원) 을 하회할 전망이다. 이는 7월, 8월 모바일 부문 매출 정체와 신규 사업 추진에 따른 비용 증가 시나리오를 반영했기 때문. 온라인 부문 매출 둔화도 실적 부진의 원인. 하지만 2분기를 저점으로 실적 개선 시나리오는 여전히 유효하다고 판단. 웹보드 부문의 양호한 매출 흐름은 향후 지속될 것이고, 3Q 신작 게임 14 종 런칭과 원벌드의 본격적인 확대로 4분기 모바일 게임 매출 성장이 재점화 될 전망이다. 4분기 전사 영업이익은 56 억원으로 흑자전환 추정, 모바일 게임 공급 확대에 따른 이익 개선 기대감 유효. 현 주가는 2015E P/E 21.2x 에서 거래되고 있음.

Figure 1 NHN 엔터테인먼트 사업부문별 수익 추정 변경

(KRW bn)	2Q14	3Q14E			Diff. (%)	2014E			Diff. (%)
		Cons.	New	Previous		Cons.	New	Previous	
Sales	120	131	129	133	(3.0)	554	548	554	(1.1)
PC	67		69	73	(5.4)		313	322	(2.6)
Mobile	45		54	54	0.0		208	206	0.9
Operating costs	127	130	132	131	0.5	525	530	528	0.5
OP	(7)	1	(3)	2	—	29	17	26	(33.7)
OPM (%)	(6.1)	0.6	(2.4)	1.2	−3.6ppt	5.2	3.2	4.8	−1.6ppt
NI	2	5	(1)	2	—	37	23	29	(20.3)
NPM (%)	9.8	3.7	(0.5)	1.8	−2.3ppt	6.7	4.2	5.2	−1.0ppt
		2014E			Diff. (%)	2015E			Diff. (%)
		Cons.	New	Previous		Cons.	New	Previous	
EPS (KRW)		2,600	1,561	1,993	(21.7)	4,313	3,428	3,827	(10.4)
BPS (KRW)		67,966	67,456	67,845	(0.6)	72,062	70,540	71,287	(1.0)

자료: NHN 엔터테인먼트, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 NHN 엔터테인먼트 실적 추정

(KRWbn)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
Sales															
Total	166	158	153	164	642	152	120	129	147	548	159	166	170	184	679
QoQ/YoY (%)	6.6	(4.6)	(3.2)	6.8	2.5	(7.1)	(21.3)	7.3	13.9	(14.6)	8.0	4.9	2.3	8.0	24.0
PC	135	121	114	119	490	103	67	69	74	313	81	79	77	81	318
Board	73	67	61	57	258	40	24	24	24	113	27	27	27	28	109
Non-board	62	54	53	62	231	63	43	45	48	200	54	52	50	53	209
Mobile	27	34	32	37	130	44	45	54	65	208	73	80	87	94	334
Others	4	3	7	7	22	5	8	6	8	27	5	8	6	8	28
OPEX	104	105	117	137	463	130	127	132	141	530	149	151	155	163	619
Labor costs	37	37	44	44	163	44	48	48	49	188	51	49	50	52	202
Commission	47	52	53	66	218	60	47	52	59	217	65	67	70	75	276
Marketing	6	4	4	10	65	9	12	12	12	44	11	12	12	13	48
D&A	4	3	5	5	153	5	7	8	8	28	8	9	9	9	35
Others	9	8	11	11	25	12	13	13	14	52	14	14	14	15	57
OP	62	53	37	27	179	22	(7)	(3)	6	17	9	15	15	20	60
QoQ/YoY (%)	23.4	(15.2)	(30.6)	(27.1)	(9.7)	(16.8)	TN	RN	TP	(90.2)	65.3	66.4	(0.6)	33.5	246.3
OPM (%)	37.6	33.4	24.0	16.4	27.9	14.7	(6.1)	(2.4)	3.8	3.2	5.8	9.3	9.0	11.1	8.9
Pretax	57	41	23	15	135	24	5	(1)	10	37	12	18	18	25	74
Tax	12	13	7	7	39	9	3	0	4	15	4	7	7	9	27
NI	45	28	16	8	96	15	2	(1)	6	23	7	12	11	16	47
NPM (%)	26.9	17.4	10.3	4.9	15.0	9.8	1.7	(0.5)	4.4	4.2	4.7	7.0	6.7	8.8	6.9

자료: NHN 엔터테인먼트, 미래에셋증권 리서치센터

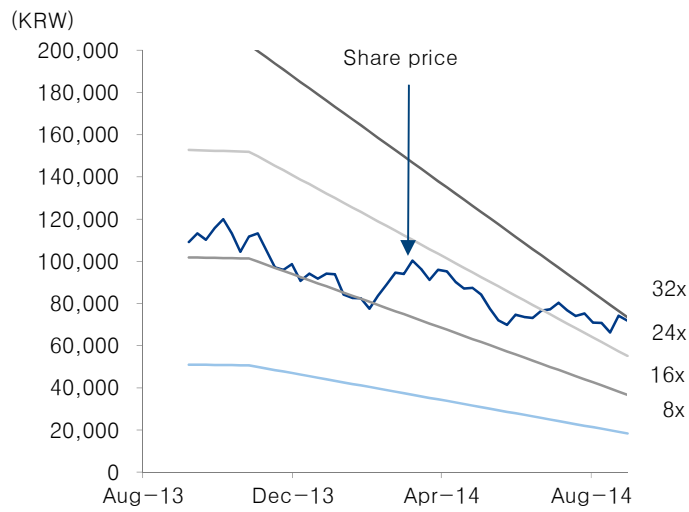
Figure 3 Peers valuation table

		NHN엔터	컴투스	위메이드	게임빌	네오위즈 게임즈	Game Loft	Zynga
Code		181710 KS	078340 KS	112040 KS	063080 KS	095660 KS	GFT FP	ZNGA US
Rating		BUY	NR	NR	NR	NR	NR	NR
Price (KRW, JPY, EUR, US\$)		72,800	137,500	40,400	126,600	20,600	5	3
Market cap. (US\$ m)		1,083	1,361	666	810	443	594	2,697
Sales (US\$ m)	2011	—	33	105	39	603	229	1,140
	2012	—	68	106	62	599	268	1,281
	2013	—	74	208	74	405	310	873
	2014E	545	202	189	138	247	324	685
	2015E	670	262	252	180	293	369	834
OP (US\$ m)	2011	—	3	18	16	121	20	(406)
	2012	—	14	(2)	21	98	21	(183)
	2013	—	7	11	11	88	33	(55)
	2014E	16	83	(11)	21	38	20	(86)
	2015E	59	113	38	37	67	39	7
NI (US\$ m)	2011	—	4	21	15	66	25	(404)
	2012	—	18	(4)	20	7	12	(209)
	2013	—	18	0	13	43	10	(37)
	2014E	21	73	(6)	29	26	12	(7)
	2015E	45	101	28	48	47	24	35
P/E (x)	2011	—	50.9	22.0	23.2	12.3	20.2	—
	2012	—	22.9	—	24.7	69.8	44.2	—
	2013	79.0	12.5	4,081.3	19.8	8.0	91.0	277.6
	2014E	46.6	18.7	—	29.9	17.0	41.8	—
	2015E	21.2	13.5	23.6	18.3	9.5	23.6	75.3
P/B (x)	2011	—	3.0	2.2	5.5	3.6	3.6	3.9
	2012	—	5.2	2.8	6.1	2.1	3.4	1.0
	2013	1.5	2.3	2.0	1.8	1.3	5.1	1.7
	2014E	1.1	7.9	2.5	4.3	1.4	3.0	1.4
	2015E	1.0	5.0	2.3	3.5	1.2	2.7	1.5
EV/EBITDA (x)	2011	—	38.3	18.1	17.2	6.6	9.3	—
	2012	—	23.7	119.9	19.8	4.6	11.0	—
	2013	16.0	19.3	22.8	17.4	4.1	16.4	22.0
	2014E	19.5	14.4	136.6	30.2	8.0	13.1	38.3
	2015E	8.7	—	13.7	16.8	4.6	9.2	17.0
ROE (%)	2011	—	—	8.8	—	29.9	20.2	(43.2)
	2012	—	25.4	(1.6)	28.2	2.9	8.0	(11.7)
	2013	11.3	19.6	0.0	10.9	16.8	5.7	(2.0)
	2014E	2.3	49.5	(1.9)	15.3	8.0	6.5	(2.1)
	2015E	5.0	42.0	9.6	20.2	13.0	10.5	(0.1)
EPS growth (%)	2011	—	—	49.4	—	296.7	33.3	—
	2012	—	389.6	—	39.1	(89.8)	(50.0)	RN
	2013	—	(4.8)	—	(43.3)	519.0	(25.0)	RN
	2014E	46.6	309.7	TN	112.2	(39.9)	19.4	RN
	2015E	21.2	38.4	579.3	64.0	78.9	78.2	TP

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

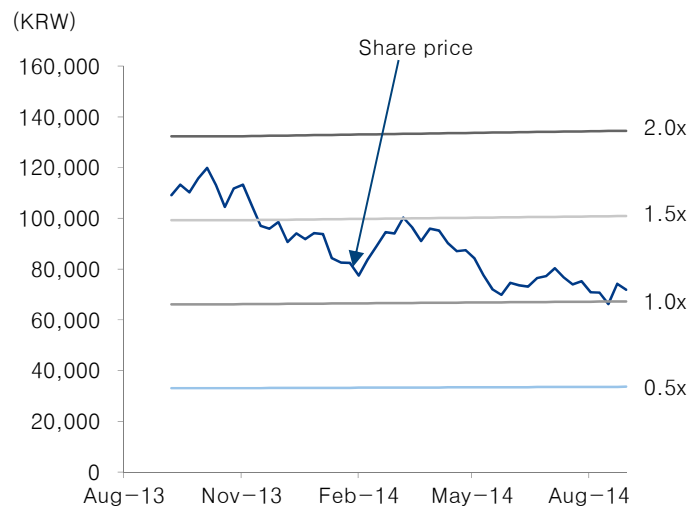
주: NHN 엔터테인먼트 실적은 미래에셋증권 리서치센터 추정치임 (9월 3일 종가 기준)

Figure 4 NHN 엔터테인먼트 P/E band



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 NHN 엔터테인먼트 P/B band



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	265	548	679	808
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	265	548	679	808
판매비와관리비	213	530	619	701
영업이익 (조정)	52	17	60	107
영업이익	52	17	60	107
순이자손익	7	27	37	44
지분법손익	(11)	(21)	(21)	(21)
기타	(21)	14	(2)	(2)
세전계속사업손익	27	37	74	128
법인세비용	11	15	27	47
당기순이익	16	23	47	81
당기순이익 (지배주주지분)	18	24	52	90
EPS (지배주주지분, 원)	1,220	1,561	3,428	5,923

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	-	106.4	24.0	19.0
매출총이익증가율	-	106.4	24.0	19.0
영업이익증가율	-	(66.5)	246.3	76.6
당기순이익증가율	-	28.0	119.6	72.8
EPS 증가율	-	28.0	119.6	72.8
매출총이익율	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율	19.6	3.2	8.9	13.2
당기순이익율	7.0	4.3	7.7	11.1

자료: NHN 엔터테인먼트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	70	59	88	130
당기순이익	16	23	47	81
유무형자산상각비	9	21	27	33
기타	40	19	22	22
운전자본증감	5	(4)	(8)	(7)
투자현금	13	(171)	(105)	(115)
자본적지출	(17)	(29)	(44)	(52)
기타	29	(142)	(62)	(63)
재무현금	(3)	(3)	0	0
배당금	0	0	0	0
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(2)	(3)	0	0
기초현금	197	277	162	144
기말현금	277	162	144	159

자료: NHN 엔터테인먼트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	678	545	556	598
현금및현금성자산	277	162	144	159
단기금융자산	217	203	211	219
매출채권	85	80	100	117
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	99	100	101	102
비유동자산	500	660	710	762
유형자산	29	50	78	108
투자자산	289	382	397	413
기타비유동자산	182	229	235	241
자산총계	1,178	1,205	1,266	1,360
유동부채	120	117	130	141
매입채무	54	51	63	74
단기금융부채	2	1	1	1
기타유동부채	64	65	66	66
비유동부채	46	50	51	53
장기금융부채	13	11	11	11
기타비유동부채	33	39	41	42
부채총계	165	166	181	194
지배주주지분	1,003	1,023	1,070	1,151
비지배주주지분	10	16	16	16
자본총계	1,013	1,038	1,085	1,166
BVPS (원)	66,167	67,456	70,540	75,868

자료: NHN 엔터테인먼트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	0.0	2.3	5.0	8.1
총자산이익률 (%)	0.0	1.9	3.8	6.2
재고자산보유기간 (일)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회수기간 (일)	58.4	55.0	48.6	49.1
매입채무결제기간 (일)	37.0	34.8	30.7	31.1
순차입금/자기자본 (%)	(47.4)	(34.0)	(31.7)	(31.5)
이자보상배율 (x)	(7.1)	(0.7)	(1.7)	(2.4)

자료: NHN 엔터테인먼트, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

[작성자 : 조진호, 정용제]

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

Target Price and Recommendation Chart

NHN 엔터테인먼트 (181710 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2014-06-13	BUY (Initiate)	95,000
2014-06-18	BUY	95,000
2014-07-23	BUY	95,000
2014-08-07	BUY	85,000 (Down)
2014-09-04	BUY	85,000