



Marketform(Downgrade)

목표주가: 80,000원 (유지)

주가(1/19): 80,700원

시가총액: 12,238억원

통신/인터넷/게임/미디어/SI

Analyst 안재민

02) 3787-5155

jmahn@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/19)		1,902.62pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	103,500 원	63,200 원
등락률	-22.03%	27.69%
수익률	절대	상대
1M	-9.3%	-8.0%
6M	9.1%	15.7%
1Y	-2.1%	0.1%

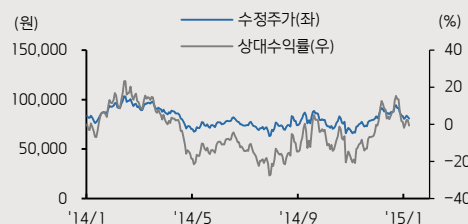
Company Data

발행주식수	15,165 천주
일평균 거래량(3M)	517 천주
외국인 지분율	7.44%
배당수익률(14E)	0.00%
BPS(14E)	67,972 원
주요 주주	이준호 16.9%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013	2014E	2015E
매출액	5,930	6,418	5,520	6,080
보고영업이익	1,875	1,790	59	152
핵심영업이익	1,875	1,790	59	152
EBITDA	-	1,881	138	237
세전이익	887	1,567	428	390
순이익	685	986	274	273
자배주주지분순이익	685	986	274	273
EPS(원)	N/A	6,504	1,805	1,433
증감률(%YoY)	N/A	N/A	-72.2	-20.6
PER(배)	N/A	14.8	48.5	61.1
PBR(배)	N/A	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	-	4.7	66.8	26.7
보고영업이익률(%)	31.6	27.9	1.1	2.5
핵심영업이익률(%)	31.6	27.9	1.1	2.5
ROE(%)	N/A	9.7	2.7	2.2
순부채비율(%)	N/A	-54.1	-39.1	-49.1

Price Trend



NHN엔터테인먼트 (181710)

정체성 상실 국면



장기적으로 회사가 가고자 하는 e커머스 시장의 성장성에는 동의하나, 단기적으로 게임 사업에서 이렇다할 성과를 내지 못하고 있어 동사의 실적을 기반으로 주가를 설명하기에 너무 어려운 구간에 진입하고 있습니다. 대규모 유상증자에 따른 희석효과도 4월부터 반영될 예정임을 감안하면 게임 부문에서 성과 확인이 우선적으로 이루어져야 할 것으로 판단합니다.

>>> 부진한 4분기 실적 전망

NHN엔터테인먼트의 4분기는 매출액 1,438억원(-12.2% y-y, 5.6% q-q), 영업이익 -29억원(적자지속), 당기순이익 6억원(-93.4% y-y, -92.6% q-q)으로 부진한 실적을 예상한다. 웹보드 게임 매출이 3분기부터 안정화 국면에 접어들면서 전분기와 유사한 수준(281억원, -4.5% q-q)을 예상하나, 기타 PC퍼블리싱 게임 매출 감소로 전체 PC게임 매출이 4.5% q-q 감소한 661억원을 전망한다. 모바일 게임 매출은 라인팝2를 비롯하여 4분기에 출시된 20개 정도의 신규 게임으로 인하여 전분기대비 12.5% 성장한 551억원을 예상한다. 3분기에 이어 일본 코미코(모바일 웹툰) 관련 마케팅 비용(182억원)도 지속 집행되면서 4분기에도 영업이익은 흑자로 돌아서기는 힘들 것으로 추정한다.

>>> 게임 회사와 커머스 회사 사이의 정체성 상실 국면

NHN엔터는 게임회사에서 커머스 회사로 변화를 꾀하고 있는데, 신규 사업에 대한 성과가 확인되지 않은 반면, 게임 사업의 실적이 계속 감소하면서 Valuation으로 설명되지 않는 구간(15년 P/E 61.1배)으로 진입하고 있다. 또한, 최근 3,485억원 규모의 대규모 유상증자(29% 희석)를 통해 간편결제 시장으로의 진입과 동시에 1,500억원 규모의 마케팅 비용을 쏟아부을 것으로 발표하였는데, 2015년에도 이익 개선은 쉽지 않을 것으로 보인다. 장기적인 관점에서 회사가 추구하는 Cross Border E-commerce사업의 성장성에는 동의하나, 아마존, 알리바바, 라쿠텐, 11번가 등이 국내외로 포진하고 있어 경쟁이 만만치 않을 것으로 보인다. 또한, 간편결제 시장도 다음카카오, LG유플러스, 알리페이, 네이버, SK플래닛 등이 진출하였거나, 진출을 준비 중이라는 점에서 신규 비즈니스에 대한 성과를 확인하기에는 시간이 필요할 것으로 판단한다.

>>> 투자의견 Marketform 하향. 목표주가 80,000원 유지

NHN엔터에 대한 투자의견을 Marketperform으로 하향한다. 최근 투자회사(웹젠, 한국사이버결제, 테브시스템즈, 파이오링크)의 주가 상승에도 불구하고, 2015년 이후 실적 추정치 하향으로 목표주가는 80,000원을 유지한다. 참고로 동사는 목표주가는 영업가치 2,527억원, 자산가치 6,570억원 등을 감안한 전체 기업가치 1.2조원을 기준으로 산정하였으나, 추후 유상증자 관련 신주 발행에 따라 목표주가는 변동될 여지가 있다.

NHN엔터테인먼트 유상증자 자금 사용 내역

	우선순위	사용용도	금액(원)	사용 예정시기
운영 자금	1순위	게임콘텐츠 개발 및 마케팅 비용 등	15,016,000,000	2015년 중
운영 자금	2순위	은행차입금 상환	31,640,000,000	2015년 상반기
기타 자금	3순위	NHN PlayArt Corp 에 대한 1차 출자 (유상증자 참여)	55,500,600,000	2015년 상반기
기타 자금	4순위	게임펀드 출자	15,000,000,000	2015년 중
시설자금	5순위	IDC(Internet Data Center)/주차장 복합건물 건설	27,685,700,000	2015년 중
기타 자금	6순위	NHN Entertainment USA Inc 에 대한 출자 (유상증자 참여)	10,000,000,000	2015년 중
운영자금	7순위	간편결제사업 진출 관련 마케팅 비용 등	150,000,000,000	2015년 중
기타 자금	8순위	NHN PlayArt Corp 에 대한 2차 출자(유상증자 참여)	43,637,700,000	2016년 중
합계			348,480,000,000	

자료: Dart, NHN엔터, 키움증권 리서치센터

NHN엔터 4분기 실적 Preview

(단위: 억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E			
					예상치	QoQ 증감율	YoY 증감율	컨센서스
매출액	1,638	1,521	1,198	1,362	1,438	5.6	-12.2	1,475
영업이익	268	223	-73	-62	-29	적지	적전	3
영업이익률	16.4	14.7	-6.1	-4.5	-2.0	-	-	0.2
법인세차감전순이익	147	236	47	136	9	-93.5	-94.0	75
당기순이익	80	150	29	89	6	-93.4	-92.6	45
순이익률	4.9	9.8	2.4	6.6	0.4	-	-	3.0

자료: NHN엔터, FnGuide, 키움증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트 분기별 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014E	2015E
매출액	1,521	1,198	1,362	1,438	1,489	1,523	1,524	1,543	6,418	5,520	6,080
PC	1,028	675	692	661	649	686	645	605	4,898	3,056	2,586
국내	750	415	458	436	419	464	446	407	3,356	2,059	1,736
웹보드	456	240	286	281	279	288	288	265	2,442	1,263	1,121
해외	278	259	234	225	231	222	199	198	1,502	997	850
모바일	443	446	490	551	614	620	660	709	1,301	1,929	2,603
국내	235	218	216	249	253	246	253	263	902	919	1,014
해외	208	228	273	302	361	375	407	446	399	1,010	1,589
기타	51	77	180	227	226	217	219	229	218	535	891
영업이익	223	-73	-62	-29	29	30	43	50	1,790	59	152
영업이익률	14.7	-6.1	-4.5	-2.0	1.9	1.9	2.8	3.3	27.9	1.1	2.5
법인세차감전순이익	236	47	136	9	82	108	92	108	1,567	428	390
당기순이익	150	29	89	6	57	76	64	76	986	274	273
순이익률	9.8	2.4	6.6	0.4	3.8	5.0	4.2	4.9	15.4	5.0	4.5

자료: NHN엔터, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,930	6,418	5,520	6,080	6,661
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,930	6,418	5,520	6,080	6,661
판매비및일반관리비	0	4,628	5,461	5,928	6,414
영업이익(보고)	1,875	1,790	59	152	246
영업이익(핵심)	1,875	1,790	59	152	246
영업외손익	-	-222	0	0	0
이자수익	-	73	63	69	75
배당금수익	-	1	1	1	2
외환이익	-	1	0	0	0
이자비용	-	1	0	0	0
외환손실	-	15	0	0	0
관계기업지분손익	-	-112	157	9	8
투자및기타자산처분손익	-	63	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-85	0	0	0
기타	-	-147	-96	-105	-115
법인세차감전이익	887	1,567	428	390	505
법인세비용	202	398	154	116	150
유호법인세율 (%)	22.7%	25.4%	36.1%	29.8%	29.7%
당기순이익	685	986	274	273	355
지배주주지분순이익(억원)	685	986	274	273	355
EBITDA	5,930	1,881	138	237	337
현금순이익(Cash Earnings)	685	1,078	353	359	446
수정당기순이익	685	1,003	274	273	355
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	N/A	-14.0	10.1	9.6
영업이익(보고)	N/A	N/A	-96.7	158.8	62.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	-96.7	158.8	62.2
EBITDA	N/A	N/A	-92.7	72.1	42.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-72.2	-0.1	29.7
EPS	N/A	N/A	-72.2	-20.6	26.5
수정순이익	N/A	N/A	-72.2	-0.1	29.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	-	705	494	286	371
당기순이익	-	160	274	273	355
감가상각비	-	31	28	42	55
무형자산상각비	-	60	51	43	36
외환손익	-	1	0	0	0
자산처분손익	-	12	0	0	0
지분법손익	-	89	-157	-9	-8
영업활동자산부채 증감	-	50	300	-62	-65
기타	-	302	-1	-1	-1
투자활동현금흐름	-	125	-1,552	-1,187	-1,265
투자자산의 처분	-	422	-1,380	-1,013	-1,089
유형자산의 처분	-	4	0	0	0
유형자산의 취득	-	-170	-172	-174	-175
무형자산의 처분	-	-123	0	0	0
기타	-	-7	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-28	248	3,546	61
단기차입금의 증가	-	-16	0	0	0
장기차입금의 증가	-	-2	200	10	10
자본의 증가	-	0	0	3,485	0
배당금지급	-	0	0	0	0
기타	-	-10	48	51	51
현금및현금성자산의순증가	-	801	-810	2,646	-832
기초현금및현금성자산	-	1,968	2,769	1,959	4,604
기말현금및현금성자산	-	2,769	1,959	4,604	3,772
Gross Cash Flow	-	654	194	349	436
Op Free Cash Flow	-	1,183	251	-36	38

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	-	6,781	5,409	8,405	7,936
현금및현금성자산	-	2,769	1,959	4,604	3,772
유동금융자산	-	2,853	2,454	2,703	2,961
매출채권및유동채권	-	895	770	848	929
재고자산	-	0	0	0	0
기타유동비금융자산	-	263	227	250	273
비유동자산	-	5,003	6,900	7,846	8,857
장기매출채권및기타비유동채권	-	955	821	904	991
투자자산	-	2,975	4,913	5,687	6,528
유형자산	-	288	432	563	684
무형자산	-	557	506	463	427
기타비유동자산	-	228	228	228	228
자산총계	-	11,783	12,309	16,251	16,794
유동부채	-	1,197	1,197	1,316	1,440
매입채무및기타유동채무	-	970	999	1,100	1,205
단기차입금	-	16	16	16	16
유동성장기차입금	-	0	0	0	0
기타유동부채	-	211	182	200	219
비유동부채	-	456	709	773	837
장기매입채무및기타유동채무	-	21	25	27	30
사채및장기차입금	-	126	326	336	346
기타비유동부채	-	309	358	409	460
부채총계	-	1,653	1,905	2,089	2,277
자본금	-	76	76	98	98
주식발행초과금	-	0	0	3,463	3,463
이익잉여금	-	200	473	747	1,101
기타자본	-	9,759	9,759	9,759	9,759
지배주주지분자본총계	-	10,034	10,308	14,066	14,421
비지배주주지분자본총계	-	96	96	96	96
자본총계	-	10,130	10,404	14,162	14,517
순차입금	-	-5,480	-4,070	-6,955	-6,371
총차입금	-	142	342	352	362

투자지표

(단위: 원, %, %)

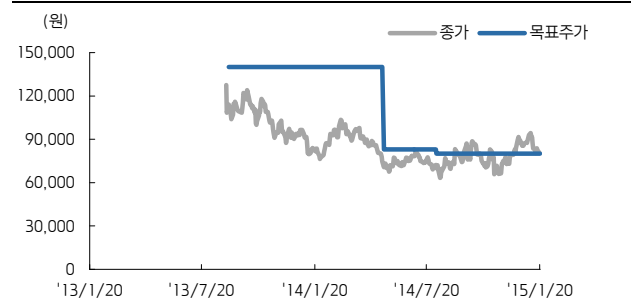
12월 결산, IFRS 연결	2012	2013	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)					
EPS	-	6,504	1,805	1,433	1,812
BPS	-	66,167	67,972	71,895	73,707
주당EBITDA	-	12,404	908	1,242	1,725
CFPS	-	7,107	2,326	1,879	2,279
DPS	-	0	0	0	0
주가배수(배)	-				
PER	-	14.8	48.5	61.1	48.3
PBR	-	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	-	4.7	66.8	26.7	20.4
PCFR	-	13.6	37.6	46.6	38.4
수익성(%)	-				
영업이익률(보고)	-	27.9	1.1	2.5	3.7
영업이익률(핵심)	-	27.9	1.1	2.5	3.7
EBITDA margin	-	29.3	2.5	3.9	5.1
순이익률	-	15.4	5.0	4.5	5.3
자기자본이익률(ROE)	-	9.7	2.7	2.2	2.5
투자자본이익률(ROIC)	-	87.4	3.1	8.2	12.1
안정성(%)	-				
부채비율	-	16.3	18.3	14.7	15.7
순차입금비용	-	-54.1	-39.1	-49.1	-43.9
이자보상배율(배)	-	1,321.1	N/A	N/A	N/A
활동성(배)	-				
매출채권회전율	-	7.2	6.6	7.5	7.5
재고자산회전율	-	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	-	6.6	5.6	5.8	5.8

- 당사는 1월 19일 현재 'NHN엔터테인먼트엔터테인먼트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
NHN엔터 (181710)	2013/09/02	BUY(Initiate)	140,000원
	2013/11/04	BUY(Maintain)	140,000원
	2014/01/07	BUY(Maintain)	140,000원
	2014/02/14	BUY(Maintain)	140,000원
	2014/05/12	Outperform(Downgrade)	83,000원
	2014/07/14	Outperform(Maintain)	83,000원
	2014/08/08	Outperform(Maintain)	80,000원
	2015/01/20	Marketperform(Downgrade)	80,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상