

2017. 1. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

NAVER (035420)	Buy	1,100,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	380,000원

관련종목

카카오 (035720)	Trading Buy	100,000원
컴투스 (078340)	Buy	120,000원
NHNE (181710)	Buy	65,000원
게임빌 (063080)	Buy	70,000원
조이시티 (067000)	Buy	40,000원
선데이토즈 (123420)	Buy	35,000원
네오위즈게임즈 (095660)	Trading Buy	15,000원

인터넷/게임

4Q16 Preview: '쇼핑광고 + 리니지열풍'

- ✓ 4Q16 NAVER의 광고 매출액은 쇼핑검색광고 본격화와 계절적 성수기 효과로 또 한번의 눈부신 성장 보여줄 것
- ✓ 12월 국내 게임시장은 리니지IP의 파워를 확인하는 시기였음. 리니지 레드나이트와 리니지2레볼루션의 흥행은 장기화되고 있으며 2017년 1분기 출시될 리니지M의 성공 가능성은 한층 높아짐
- ✓ 인터넷/게임 업종에 대한 비중확대 의견 지속. NAVER와 엔씨소프트 추천

쇼핑광고 본격화

4분기 네이버의 광고 매출액은 쇼핑의 지속 성장과 계절적 성수기로 또 한번의 눈부신 성장을 보여줄 것이다. 4분기 네이버 광고의 전년동기대비 매출 성장률은 18.7%로 추정, 2015년 3분기부터 높은 성장세를 지속한다. 11월 17일부터는 쇼핑검색광고 서비스를 개시, 의미있는 매출 기여 가능할 전망이다. 당사는 4분기 쇼핑광고 매출액은 1,044억원, 국내 광고매출 대비 16%의 비중으로 추정한다.

리니지열풍

2016년 12월 국내 게임시장은 리니지IP의 파워를 확인하는 시기였다. 리니지 레드나이트와 리니지2레볼루션은 각각 12월 7일과 14일 출시된 이후 국내 구글플레이 매출순위 1, 2위를 기록하는 등 흥행이 장기화되고 있다. 2017년 출시될 리니지M, 아이온레기온스, 블레이드앤소울 모바일 등의 성공 가능성은 한층 높아졌다. 2017년 엔씨소프트의 모바일게임 매출액은 2,042억원, 리니지 레드나이트에 대한 추정치는 534억원으로 제시한다.

2017년 상반기 트렌드

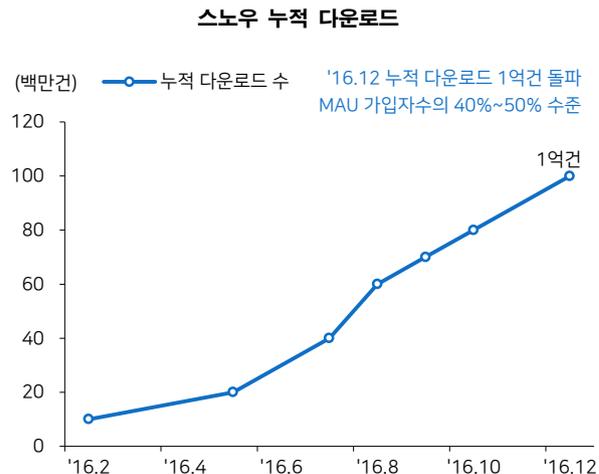
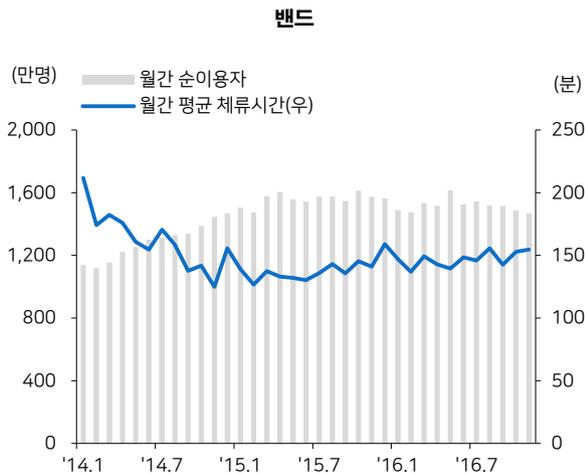
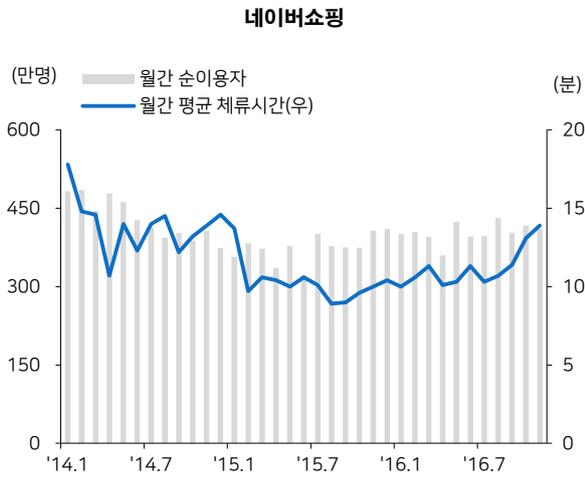
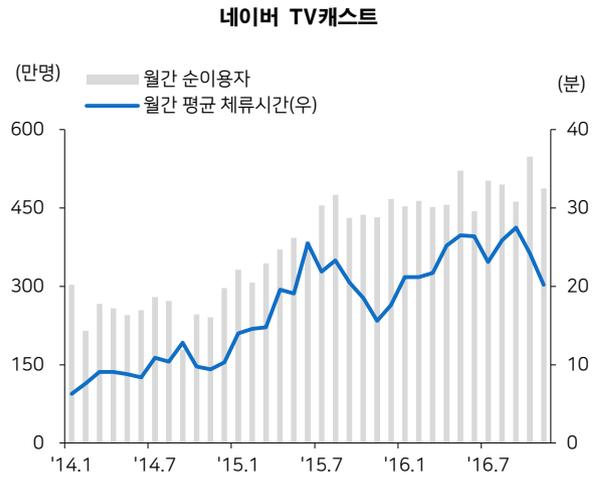
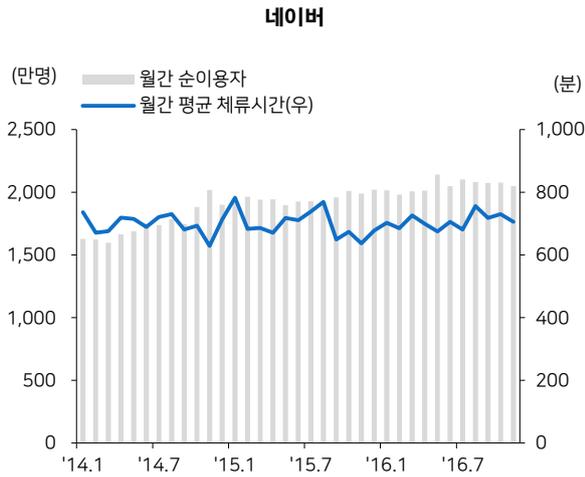
2017년 상반기에도 인터넷/게임 업종의 '부익부 빈익빈' 현상은 지속된다. 네이버, 엔씨소프트 등 대형 플랫폼과 개발사의 성장이 시장을 주도한다. 다만, 컴투스와 선데이토즈와 같이 1) 밸류에이션 저평가가 심화되고 있으며, 2) 안정적 이익창출 능력을 갖고 있는 업체에 주목할 필요 존재한다.

Top Picks: NAVER, 엔씨소프트

인터넷/게임업종에 대한 비중확대 의견을 제시하며, Top Picks로 NAVER(적정주가 110만원), 엔씨소프트(적정주가 38만원)을 지속 추천한다.

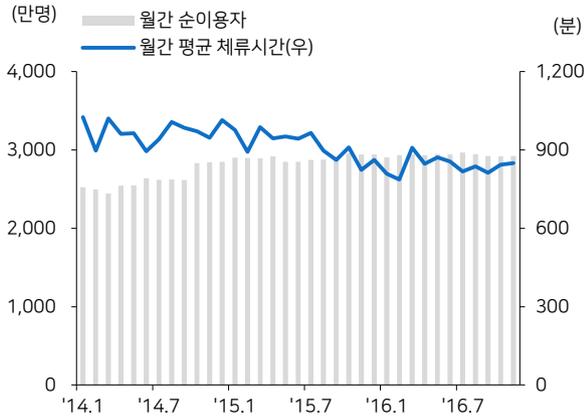
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 앱 이용 리포트

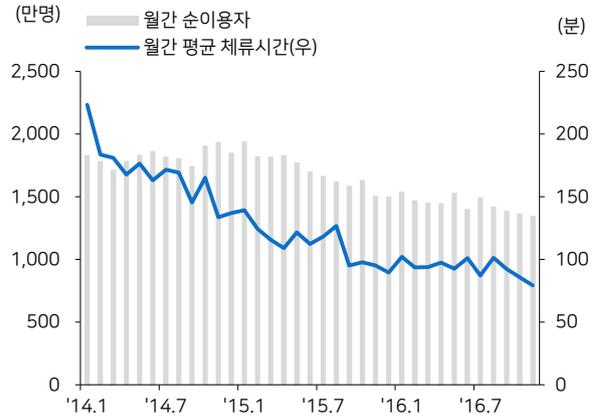


자료: 코리아 클릭, 메리츠종합증권 리서치센터

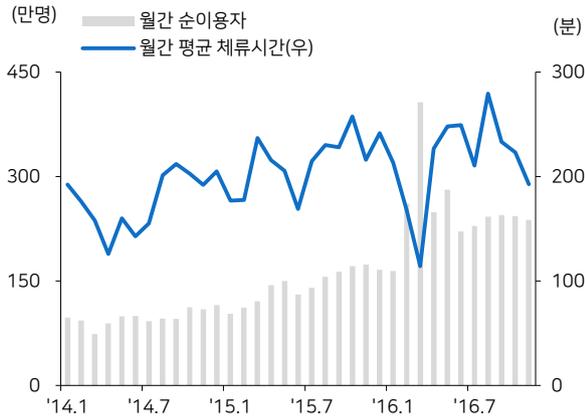
카카오톡



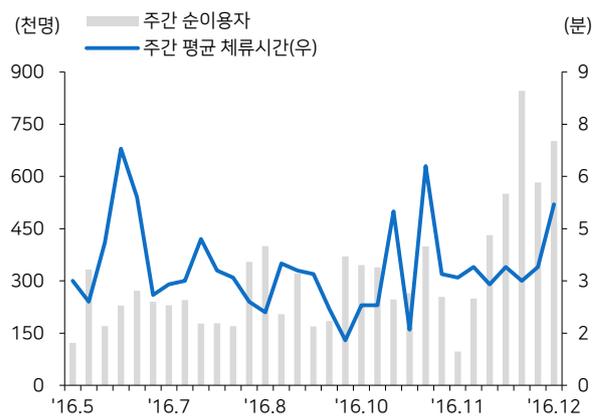
카카오스토리



카카오내비



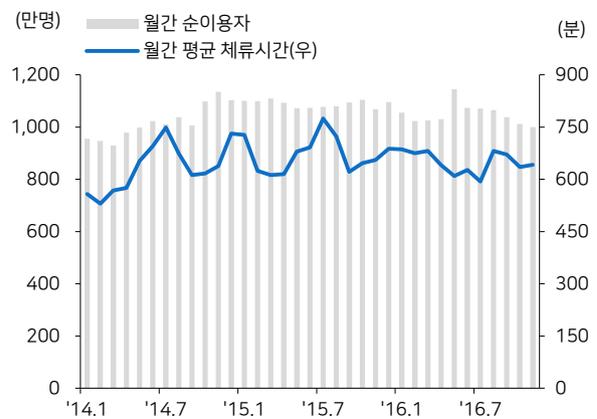
카카오드라이버



카카오페이지

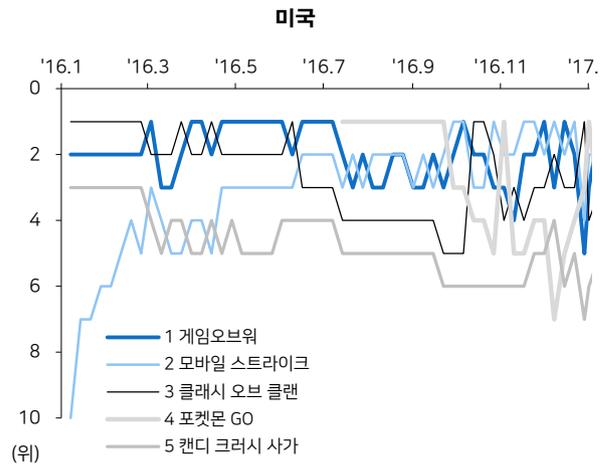
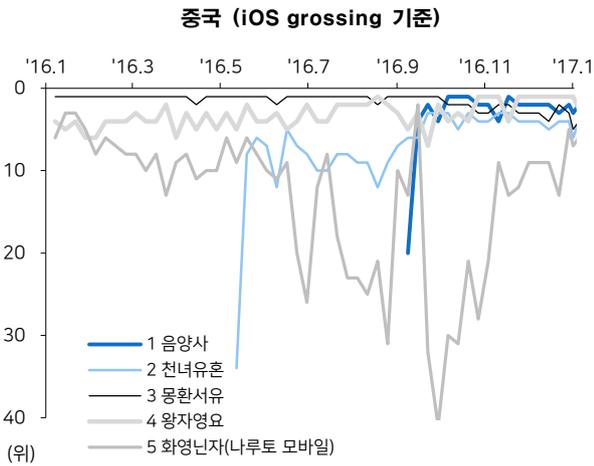
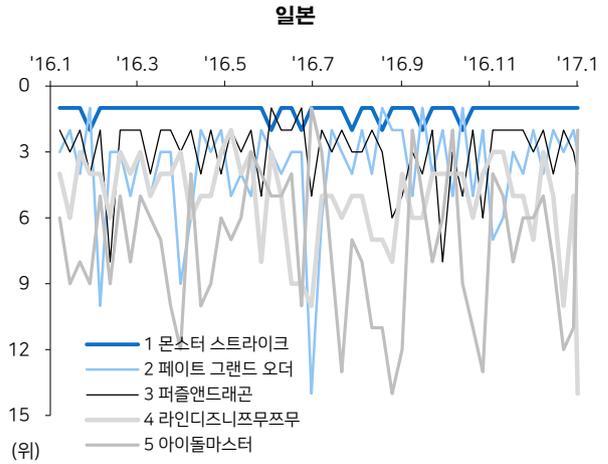
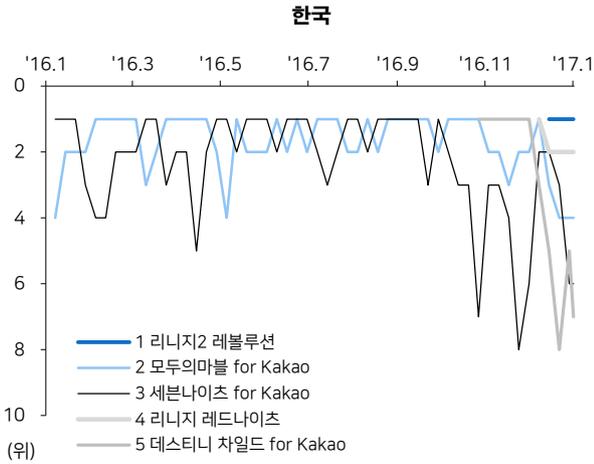


페이스북



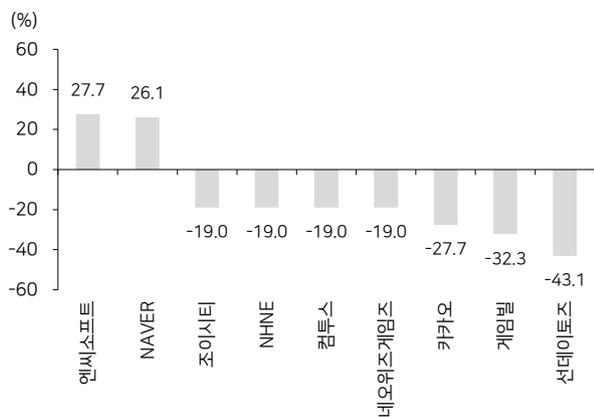
자료: 코리아 클릭, 메리츠증권 리서치센터

그림2 게임순위 (안드로이드 grossing 기준)



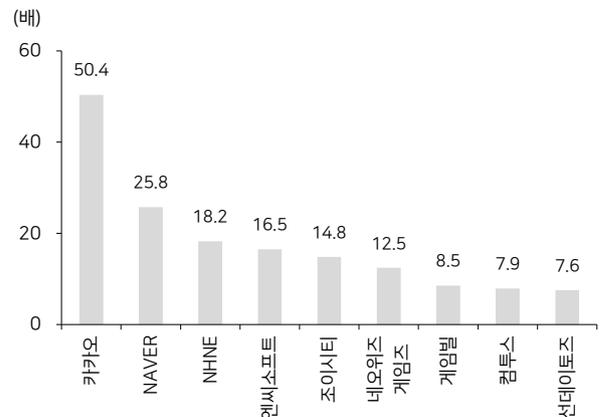
주: 2017.1.9 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권리서치센터

그림3 2016년 이후 인터넷/게임 업종 추가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

그림4 2017E 인터넷/게임 업종 PER 비교



자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

Industry Brief
2017. 1. 10

NAVER 035420

이보다 더 좋을 순 없다

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤을정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4Q16 실적, 기대치 부합할 전망. 네이버의 주요 성장 포인트인 '광고'는 4분기에 호실적 달성 기대
- ✓ 쇼핑관련 광고 매출액은 1,044억원, 국내 광고 매출 대비 16% 비중으로 추정
- ✓ 라인, 연말 광고 성수기 효과와 디즈니즈무즈를 비롯한 캐주얼게임의 호조
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 1,100,000원 유지, 인터넷 업종 Top Pick

Buy

적정주가 (12개월) 1,100,000원
현재주가 (1.9) 779,000원
상승여력 41.2%

KOSPI	2,048.78pt
시가총액	256,779억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	76.83%
외국인비중	60.57%
52주 최고/최저가	900,000원 / 556,000원
평균거래대금	724.5억원

주요주주(%)			
국민연금공단	10.56		
BlackRock Fund Advisors	5.03		
이해진	4.98		

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.63	3.87	24.04
상대주가	-3.98	-0.33	20.28

주가그래프



분기사상 첫 3천억대 영업이익 가능할 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,155억원(+25.1% YoY), 3,081억원(+36.8% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1조 810억원, 영업이익 3,072억원)에 무난히 부합할 전망이다. 사업부문별로는 광고 8,193억원(+26.7% YoY), 콘텐츠 2,598억원(+20.1% YoY), 기타 364억원(+29.2% YoY)으로 전망한다. 4분기 영업이익은 분기사상 첫 3천억대 이익 달성이 기대되는데, 영업이익률은 27.6%로 추정한다. 주요 비용은 인건비 2,374억원(+5.0% QoQ), 지급수수료 3,266억원(+15.3% QoQ), 광고선전비 870억원(+25.3% QoQ) 등으로 연말 프로모션 등의 비용 증가한다고 가정하였다.

4 분기에도 광고 고성장

2016년 네이버의 성장포인트였던 '광고'는 4분기에도 호실적 달성이 기대된다. 국내 검색과 디스플레이 광고 매출액은 5,276억원, 1,251억원으로 전년동기대비 각각 15.7%, 33.3%의 고성장세를 시현한다. 4분기 국내 모바일광고 비중은 검색 53.6%(+2.6%p QoQ), 디스플레이 41.0%(+2.0%p QoQ) 비중으로 추정한다. PC광고는 전년과 비슷하고 모바일의 고성장이 전체 매출 증가를 견인하며 계절적 성수기 효과, 네이버쇼핑의 성장, 국내 온라인광고 시장 점유율 확대 등의 효과가 동시에 작용한 성과이다.

네이버쇼핑, 17년 제 2의 도약 기대

2017년에는 네이버쇼핑의 수익 다변화, 11월 중순부터 쇼핑검색광고 개시되었으며 네이버쇼핑이 12월 '선물하기' 기능 일부 추가되며 소셜화되고 있다는 점 긍정적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,758.5	758.2	454.5	13,787	-69.6	50,822	51.6	14.0	24.9	27.8	88.9
2015	3,251.2	762.2	518.7	15,737	14.1	61,318	41.8	10.7	22.3	26.5	93.2
2016E	4,053.1	1,119.9	789.3	23,945	52.2	114,725	32.4	6.8	16.6	26.2	47.5
2017E	4,671.7	1,388.2	965.4	29,288	22.3	142,883	26.6	5.5	13.5	22.0	41.3
2018E	5,297.2	1,642.9	1,138.0	34,525	17.9	175,842	22.6	4.4	11.1	21.0	34.2

표1 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	891.4	937.3	987.3	1,013.1	1,115.5	25.1	10.1	1,081.0
광고	646.9	672.7	722.9	749.5	819.3	26.7	9.3	-
콘텐츠	216.4	237.4	235.7	227.5	259.8	20.1	14.2	-
기타	28.2	27.1	28.7	36.0	36.4	29.2	1.0	-
라인	352.9	366.0	370.4	390.9	388.7	10.2	-0.6	-
영업이익	225.2	256.8	272.7	282.3	308.1	36.8	9.1	307.2
세전이익	203.0	256.2	311.4	288.0	329.2	62.2	14.3	309.6
순이익	141.9	165.4	212.6	194.5	216.7	52.7	11.4	221.2

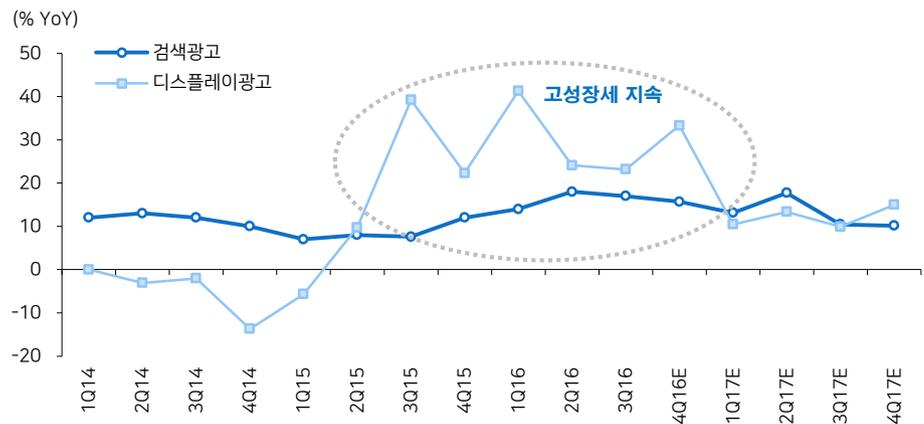
자료: Wisefn, 네이버, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 NAVER 분기별 실적- 4분기 실적은 국내광고 성수기 효과 만끽할 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	937.3	987.3	1,013.1	1,115.5	1,098.5	1,188.1	1,142.7	1,242.3	3,251.2	4,053.1	4,671.7
광고	672.7	722.9	749.5	819.3	799.0	873.8	851.0	933.8	2,322.4	2,964.4	3,457.5
콘텐츠	237.4	235.7	227.5	259.8	261.3	275.7	252.4	268.0	848.8	960.4	1,057.4
기타	27.1	28.7	36.0	36.4	38.2	38.6	39.4	40.5	75.6	128.3	156.7
영업이익	256.8	272.7	282.3	308.1	326.5	347.2	352.4	362.1	762.2	1,119.9	1,388.2
세전이익	256.2	311.4	288.0	329.2	325.9	407.0	343.9	367.7	708.3	1,184.9	1,444.5
지배순이익	165.4	212.6	194.5	216.7	218.6	271.7	229.6	245.5	518.7	789.3	965.4

자료: 네이버, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 네이버 광고매출 증가율 (YoY)



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

네이버쇼핑의 '성장' 스토리

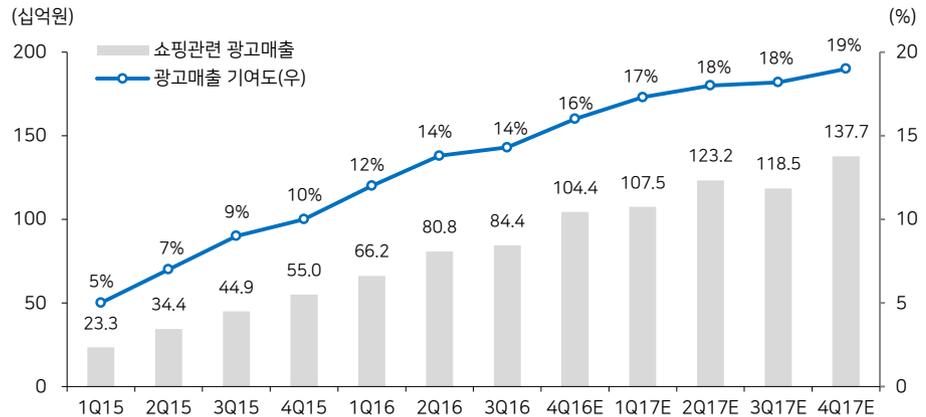
'16.11.17 쇼핑검색광고로 수익 창출 본격화

4분기 쇼핑 관련 광고 매출액은 1,044억원, 국내 광고매출 대비 16% 비중으로 추정한다. 또한 11월 17일부터 네이버는 쇼핑 + 검색광고 서비스를 시작하였다. '네이버쇼핑' 영역 상단에 노출된 상품을 클릭한 고객이 해당 상품을 구매하면 네이버페이 추가적립 혜택을 제공한다. 곧 네이버쇼핑(네이버페이 결제액 기준)의 월간 거래액은 4,000억원에 육박할 전망이다, 참고로 2016년 9월 거래액은 3,400억원, 네이버페이 누적 가입자수는 2,100만명 돌파, MAU(Monthly Active User) 비중은 25% 수준이었다.

'선물하기' 기능 도입해 소셜화

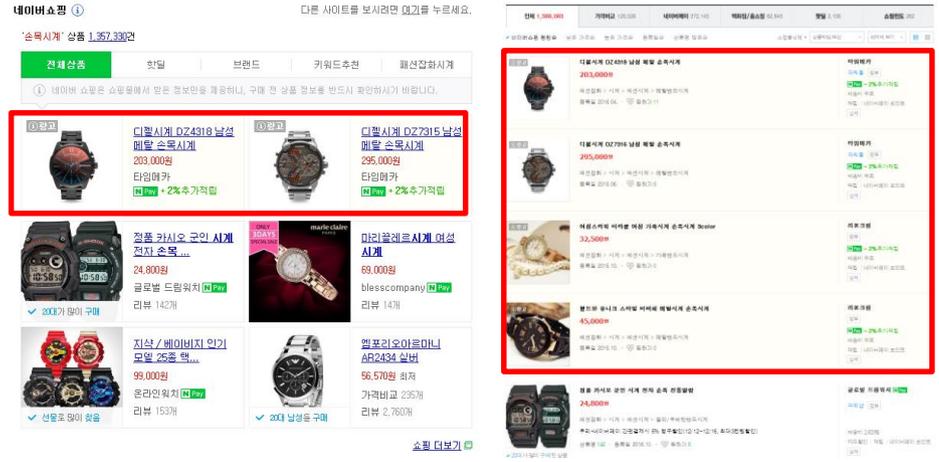
2016년 12월 15일부터 네이버 스토어팜에 '선물하기' 기능이 추가되었다. 스토어팜에 선물하기 기능을 넣어서 친구 혹은 지인에게 선물하는 이용성 강화 차원으로 향후 디지털 콘텐츠, 티켓 등으로 영역이 확장될 전망이다. 1) 네이버 쇼핑의 수익 다변화, 기존에는 2% 거래수수료와 디스플레이 광고 정도였는데 11월 중순부터 쇼핑검색광고도 추가되었으며, 2) 네이버쇼핑이 단순 구매에서 선물까지 소셜 기능이 추가되고 있어 한 단계 진화되고 있다는 점에서 긍정적이다.

그림6 쇼핑광고 매출액 1,044억원, 전체광고 대비 16% 비중 예상



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 쇼핑검색광고 (좌: 네이버 메인페이지 검색, 우: 네이버쇼핑 내 검색)



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 네이버 스토어팜, 선물하기 기능 추가 (12월 15일 오픈)



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

‘라인’도 괜찮다

콘텐츠, 소폭 개선
라인광고·퍼포먼스애드 성장 지속

4분기 라인 실적의 경우 매출액은 383억엔(+6.1% QoQ), 영업이익은 62억엔(+25.8% QoQ)으로 추정, 블룸버그 컨센서스(매출액 297억엔, 영업이익 52억엔)에 무난히 부합할 전망이다.

사업부문별로는 커뮤니케이션(스티커) 매출액은 73억엔으로 전분기와 유사하다. 2016년 스티커의 매출 구성은 오리지널과 크리에이터스가 각각 5:5이며 크리에이터스의 성장은 꾸준하다. 다만 크리에이터스 스티커의 경우 수익배분 비율이 35%에 불과하여 매출 기여도가 크지 않을 뿐이다.

콘텐츠(게임) 매출액은 116억엔(+7.4% QoQ)으로 전분기대비 소폭 개선된다. 4분기 6개 이상의 신규 게임 출시하였으며 RPG보다도 캐주얼(디즈니즈푸즈푸, 레인저스 등)에 다시 집중하며 양호한 성과를 달성하였다.

2017년 1월 초 라인 게임 순위는 디즈니즈무즈무 4위, 포코포코 17위 등이다. 참고로, 디즈니즈무즈무는 3분기 포켓몬고 영향으로 매출 감소하였으나 12월 '스타워즈: 로그윈스토리' 출시에 맞춰 콜라보 이벤트 진행하며 매출순위 상승하였다.

라인광고 매출액은 130억엔(+9.2% QoQ)으로 성장세 지속할 전망이다. 4분기 퍼포먼스 애드의 경우 타임라인, 뉴스에 이어 '더보기탭'에 신규 인벤토리 추가하였으며 애드로드(ad load, 광고수), 임프레션(impression, 고객 도달효과) 모두 양호하게 유지되고 있다. 4분기 라인의 퍼포먼스 애드 매출액은 40% QoQ 증가한 550억원으로 전체 라인 광고매출액 대비 40% 비중으로 확대된다. 또한 라인은 10월부터 태국에서도 순광고 방식으로 일부 타임라인광고 판매를 개시, 12월 12일부터는 퍼포먼스 애드 플랫폼으로 교체하는 작업을 시작하였다.

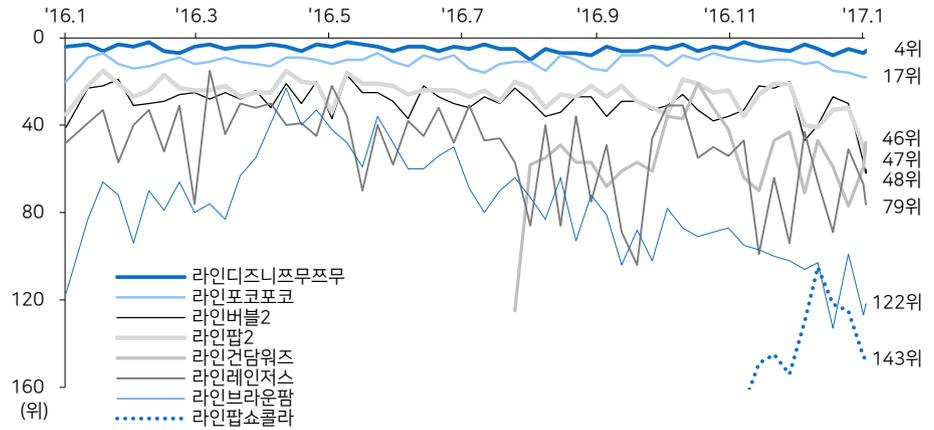
2017년 퍼포먼스 애드 매출액은 3,087억원(+150.4% YoY)으로 1) 인벤토리 확장(타임라인과 뉴스에서 더보기탭으로 광고 게재 영역 증가)과 2) 지역 확장(일본에서 대만, 태국으로), 3) 광고단가 상승 및 광고주 확대 지속될 것으로 기대한다.

표3 라인의 실적 추이 및 전망 - 안정적 성장세 시현 중

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
영업수익	28.2	28.2	32.0	32.4	34.1	38.2	36.1	38.3	120.9	146.8	163.8
매출	28.1	28.1	31.9	32.3	33.5	33.9	35.9	37.8	120.4	141.0	162.8
커뮤니케이션	6.7	6.5	7.8	7.7	7.7	7.4	7.3	7.3	28.7	29.7	29.0
콘텐츠	12.1	12.4	13.2	11.6	11.9	11.4	10.8	11.6	49.3	45.7	46.0
라인광고	5.6	5.5	7.2	8.2	9.3	10.2	11.9	13.0	26.5	44.4	65.0
포털광고	2.7	2.4	2.3	2.4	2.6	2.5	2.6	2.5	9.9	10.1	10.5
기타	1.0	1.3	1.4	2.3	2.0	2.5	3.4	3.4	6.0	11.3	12.3
기타 영업수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	4.4	0.2	0.5	0.5	5.7	1.0
영업비용	26.8	30.5	29.9	31.7	28.8	30.2	31.2	32.1	118.9	122.3	121.2
Payment Processing and licensing	6.7	6.9	7.7	7.8	7.8	7.4	7.3	7.5	29.2	30.0	31.0
Employee Compensation	7.6	8.9	9.0	10.0	9.4	9.7	9.8	10.1	35.5	39.0	30.0
Marketing	4.8	5.2	3.5	3.4	2.3	2.4	2.8	2.9	16.9	10.4	11.0
Infrastructure and Communication	1.7	1.9	2.1	2.0	1.8	2.0	1.9	1.9	7.6	7.6	7.8
Authentication and other service	3.3	3.4	3.3	3.3	2.9	3.2	3.6	3.7	13.3	13.4	13.8
Depreciation and Amortization	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5	3.8	5.1	5.6
기타영업비용	1.8	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.4	4.5	12.0	16.8	22.0
영업이익	1.4	-2.4	2.1	0.8	5.3	8.0	4.9	6.2	2.0	24.5	42.6
영업이익률(%)	5.0%	-8.4%	6.6%	2.4%	15.6%	21.0%	13.6%	16.2%	1.6%	16.7%	26.0%
당기순이익	-1.9	-3.4	-2.3	-0.3	-0.2	3.1	2.8	3.3	-8.0	9.0	23.0

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 라인 주요게임 매출순위



주: 구글플레이, 일본 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 NAVER valuation

(십억원)	2017E	비고
검색포탈	13,000.0	
2017E NP	650.0	
Target PE Multiple(배)	20.0	구글, 야후 등과 비교
쇼핑	5,616.0	
2017E 거래액	4,680.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
동영상	2,036.8	
월간 페이지뷰(백만뷰)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	17.1	메이커 스튜디오 등과 비교
라인	10,950.0	
라인 적정 시가총액	15,000.0	MAU 당 88달러 가치 적용
지분율(%)	73.0	
현금성자산	3,061.4	
총 기업가치	34,465.7	
적정주가(원)	1,100,000	
현재주가(원)	779,000	
상승여력(%)	41.2%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER(035420)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,758.5	3,251.2	4,053.1	4,671.7	5,297.2
매출액증가율 (%)	19.3	17.9	24.7	15.3	13.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,758.5	3,251.2	4,053.1	4,671.7	5,297.2
판매비와관리비	2,000.3	2,489.0	2,933.3	3,303.4	3,654.3
영업이익	758.2	762.2	1,119.9	1,388.2	1,642.9
영업이익률 (%)	27.5	23.4	27.6	29.3	31.0
금융수익	-63.4	14.1	31.8	5.3	5.5
중속/관계기업관련손익	-0.7	-1.7	-59.0	-42.5	-44.7
기타영업외손익	-35.2	-66.3	37.4	52.2	54.8
세전계속사업이익	658.8	708.3	1,184.9	1,444.5	1,702.1
법인세비용	237.2	191.3	368.7	480.1	565.6
당기순이익	451.8	517.0	796.5	966.1	1,136.4
지배주주지분 순이익	454.5	518.7	789.3	965.4	1,138.0

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,945.8	2,639.4	3,852.0	4,590.4	5,317.4
현금및현금성자산	722.5	813.4	1,566.2	2,145.7	2,779.4
매출채권	313.6	405.9	631.1	662.7	729.0
재고자산	16.5	15.5	18.5	22.0	26.2
비유동자산	1,448.7	1,746.5	1,783.2	1,992.0	2,240.4
유형자산	901.0	863.8	846.0	1,015.1	1,218.2
무형자산	120.8	103.3	124.0	148.8	178.5
투자자산	262.7	439.6	453.5	468.3	484.0
자산총계	3,394.5	4,385.9	5,772.4	6,865.3	8,014.9
유동부채	1,080.7	1,683.7	1,395.2	1,497.5	1,479.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	208.5	412.8	345.0	327.8	311.4
유동성장기부채	4.6	105.0	110.2	115.0	109.3
비유동부채	516.3	432.7	464.4	510.8	561.9
사채	104.7	150.0	150.0	165.0	181.5
장기차입금	138.0	0.0	2.1	2.1	2.1
부채총계	1,597.0	2,116.3	1,859.6	2,008.3	2,041.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	133.1	133.1	1,215.8	1,215.8	1,215.8
기타포괄이익누계액	-16.1	30.6	-30.2	-30.2	-30.2
이익잉여금	2,583.6	3,069.4	3,845.5	4,789.7	5,905.9
비지배주주지분	1.4	145.1	7.2	-1.6	-1.6
자본총계	1,797.4	2,269.6	3,912.8	4,857.0	5,973.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	836.6	856.4	880.1	1,020.5	1,172.6
당기순이익(손실)	451.8	517.0	796.5	964.5	1,136.4
유형자산감가상각비	131.7	142.5	149.7	157.1	165.0
무형자산상각비	12.3	13.5	14.1	14.8	15.6
운전자본의 증감	121.7	49.1	39.3	31.4	25.1
투자활동 현금흐름	-436.1	-790.8	-645.6	-492.6	-449.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-271.3	-120.8	-145.0	-173.9	-208.7
투자자산의 감소(증가)	-1.9	-178.6	-274.9	-173.6	-202.0
재무활동 현금흐름	-111.9	5.9	53.3	139.6	9.7
차입금증감	104.1	211.9	222.5	233.6	245.3
자본의증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	287.3	90.9	752.9	579.5	633.7
기초현금	435.3	722.5	813.4	1,566.2	2,145.7
기말현금	722.5	813.4	1,566.2	2,145.7	2,779.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	83,685	98,631	122,962	141,726	160,704
EPS(지배주주)	13,787	15,737	23,945	29,288	34,525
CFPS	29,221	31,232	41,816	46,752	51,849
EBITDAPS	27,373	27,855	38,943	46,727	55,320
BPS	50,822	61,318	114,726	142,882	175,842
DPS	782	1,100	1,100	1,300	1,500
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	51.6	41.8	32.4	26.6	22.6
PCR	24.4	21.1	18.5	16.7	15.0
PSR	8.5	6.7	6.3	5.5	4.8
PBR	14.0	10.7	6.8	5.5	4.4
EBITDA	902.3	918.2	1,283.7	1,540.3	1,823.5
EV/EBITDA	24.9	22.3	16.6	13.5	11.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.8	26.5	26.2	22.0	21.0
EBITDA이익률	32.7	28.2	31.7	33.0	34.4
부채비율	88.9	93.2	47.5	41.3	34.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	132.4	132.7	162.8	177.9	203.4
매출채권회전율(x)	10.1	9.0	7.8	7.2	7.6
재고자산회전율(x)	334.0	203.0	238.5	230.7	219.5

Industry Brief
2017. 1. 10

엔씨소프트 036570

리니지, 한국게임의 자존심

▲ 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) 380,000원
현재주가 (1.9) 262,000원
상승여력 45.0%

KOSPI	2,048.78pt
시가총액	57,454억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	84.01%
외국인비중	37.47%
52주 최고/최저가	305,000원 / 214,500원
평균거래대금	342.7억원

주요주주(%)			
국민연금공단			12.85
김택진 외 7인			11.98
넷마블게임즈			8.89

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.26	4.38	19.09
상대주가	19.31	7.50	26.31

주가그래프



- ✓ 4분기 실적, 기대 이상의 '호실적'. 리니지 레드나이트와 리니지2레볼루션의 성과 본격적으로 반영되기 시작
- ✓ 리니지M의 티저사이트 오픈, 빠르면 2017년 1분기 출시 가능할 것
- ✓ 2017년 영업이익 추정치 상향으로 적정주가 38만원으로 상향 제시

4분기 실적, 기대이상의 '호실적'

4분기 실적은 리니지 레드나이트의 성공으로 기대치에 부합할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,513억원(+28.4% YoY), 780억원(+54.2% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 2,451억원, 영업이익 762억원)를 상회한다. 게임별 매출액은 리니지1 925억원(+18.3% YoY), 리니지2 186억원(+19.2% YoY), 아이온 185억원(+10.1% YoY), 블레이드앤소울 393억원(57.8% YoY), 길드워2 174억원(-15.9% YoY), 로열티 336억원(+46.7% YoY), 모바일 196억원 등으로 양호한 외형성장이 기대된다.

리니지, 한국게임의 자존심

엔씨소프트의 본격 모바일게임 첫 주자였던 '리니지 레드나이트'의 성공은 고무적이다. 리니지 레드나이트는 12월 8일 출시 이후 국내 구글플레이와 앱스토어 양대 마켓 매출순위 1위를 석권, 14일 리니지2레볼루션 출시 이후에도 꾸준히 상위권을 기록하고 있다. 4분기 리니지 레드나이트 매출액은 196억원(영업일수 23일), 일매출 8.5억원으로 예상된다.

로열티 매출액 역시 38.8% QoQ 증가한 336억원으로 추정, 리니지2레볼루션의 성과에 기인한다. 참고로 게임업계에 따르면 리니지2레볼루션은 출시 2주만에 누적 매출액 500억원을 기록, 17년 1월 1,000억원을 돌파할 가능성이 높다.

엔씨소프트의 모바일 성장스토리는 이제 시작, 12월 리니지M의 티저사이트 오픈되며 1분기 출시 기대감 고조되고 있다. 2016년은 오버워치, 검과마법, 천명, 쿡푸팬더2, 클라시로알 등 해외게임사의 성과가 두드러졌던 한해였다. 그러나 리니지IP게임의 연이은 메가히트로 리니지IP의 파급력, 국내 대표게임사인 엔씨소프트와 넷마블의 개발력을 재확인하였다.

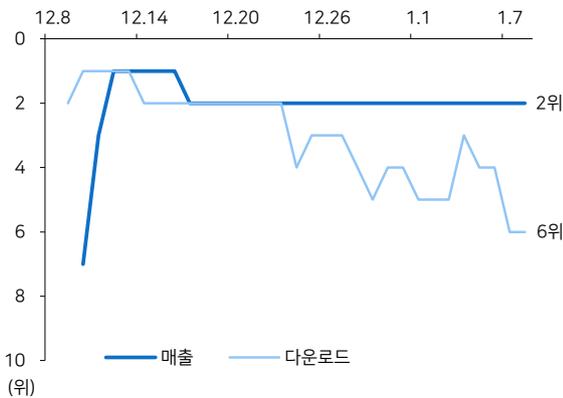
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	838.7	278.2	230.0	10,487	44.7	57,733	17.4	3.2	9.9	18.4	23.5
2015	838.3	237.5	165.4	7,542	-28.1	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016E	950.2	305.1	259.0	11,810	56.6	79,519	21.0	3.1	16.4	14.5	26.2
2017E	1,325.8	455.6	368.0	16,782	42.1	92,736	15.6	2.8	11.3	18.8	24.7
2018E	1,386.0	479.9	410.3	18,712	11.5	107,658	14.0	2.4	10.3	18.1	23.5

표5 4Q16 Preview : 기대치 상회 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	195.7	237.0	240.8	217.6	251.3	28.4	15.5	245.1
리니지	78.2	83.2	78.9	83.8	92.5	18.3	10.4	-
리니지2	15.6	20.1	17.1	20.6	18.6	19.2	-9.7	-
아이온	16.8	18.6	20.1	16.1	18.5	10.1	14.9	-
블레이드앤소울	24.9	32.4	54.0	46.1	39.3	57.8	-14.8	-
길드워2	20.7	37.3	30.6	15.3	17.4	-15.9	13.7	-
와일드스타	1.7	2.7	1.3	1.1	0.9	-47.1	-18.2	-
로열티	22.9	29.2	29.4	24.2	33.6	46.7	38.8	-
모바일	-	-	-	-	19.6	N/A	N/A	-
기타	14.8	13.6	9.6	10.5	11.0	-25.7	4.8	-
영업이익	50.6	74.9	75.8	65.1	78.0	54.2	19.8	76.2
세전이익	51.9	62.2	81.0	63.4	77.2	48.7	21.8	80.6
순이익	30.3	42.5	66.2	47.9	60.2	98.7	25.7	60.5

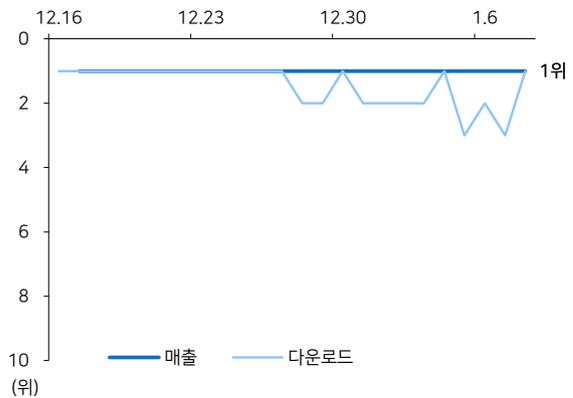
자료: 엔씨소프트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 리니지 레드나이트 다운로드 및 매출순위



주: 구글플레이, 한국 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 리니지2레볼루션 다운로드 및 매출순위



주: 구글플레이, 한국 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 2016년 12월 리니지M, 티저사이트 오픈 - Coming Soon



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

	1H17			2H17		
	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고
모바일	리니지M(리니지1)	한국	'16.12.23 티저사이트 오픈	파이널 블레이드	글로벌	스카이피플
	블레이드앤소울:정령의반지	한국/대만	자체개발	리니지2 레전드	한국	
	리니지RK(리니지1)	중국	알파게임즈	프로젝트 오르카	미정	미정
	아이온 레기온스오브워	동남아 북미/유럽	소프트론칭 글로벌 확장	북미 스튜디오 개발 게임	북미/유럽	
PC	MXM	글로벌		리니지 이터널	글로벌	OBT
	리니지 이터널	글로벌	2차 CBT			
	리니지2 웹게임	중국	37게임즈			
	블레이드앤소울:홍문굴기	중국	텐센트			

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

		2016E	2017E	2018E	2019E
모바일게임 매출		19.6	204.2	228.2	243.3
리니지 RK	(십억원)	19.6	53.4	47.5	43.8
일매출규모	(백만원)	850.0	200.0	130.0	120.0
매출순위	(위)	2.0	5.0	7.0	8.0
리니지M	(십억원)		96.6	109.5	91.3
일매출규모	(백만원)		500.0	300.0	250.0
매출순위	(위)		1.0	3.0	5.0
아이온레기온스	(십억원)		36.1	37.8	34.0
일매출규모	(백만원)		115.0	103.5	93.2
매출순위	(위)		15.0	18.0	20.0
블레이드앤소울	(십억원)		7.4	21.9	18.3
일매출규모	(백만원)		80.0	60.0	50.0
매출순위	(위)		15.0	18.0	20.0
기타	(십억원)		10.8	45.0	84.5

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)		2015	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	수정후	838.3	950.2	1,325.8	1,386.0	1,471.0
	수정전		929.7	1,190.6	1,313.6	1,534.8
	% diff		2.2%	11.4%	5.5%	-4.2%
영업이익	수정후	237.5	305.1	455.6	479.9	527.7
	수정전		294.2	378.3	412.7	702.5
	% diff		3.7%	20.4%	16.3%	-24.9%
당기순이익	수정후	166.4	258.8	367.9	410.2	450.0
	수정전		250.5	307.7	355.5	568.3
	% diff		3.3%	19.6%	15.4%	-20.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

엔씨소프트(036570)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	838.7	838.3	950.2	1,325.8	1,386.0
매출액증가율 (%)	10.8	-0.1	13.3	39.5	4.5
매출원가	220.3	202.7	186.4	258.4	318.8
매출총이익	618.4	635.6	763.8	1,067.4	1,067.2
판매비와관리비	340.3	398.1	458.7	611.8	587.3
영업이익	278.2	237.5	305.1	455.6	479.9
영업이익률 (%)	33.2	28.3	32.1	34.4	34.6
금융수익	17.7	19.9	16.5	14.2	15.8
중속/관계기업관련손익	-1.8	-2.0	-1.8	-1.6	-1.4
기타영업외손익	-5.1	-15.9	-13.6	-8.3	-8.8
세전계속사업이익	289.0	239.5	306.2	459.8	485.5
법인세비용	61.5	73.2	50.8	60.7	69.6
당기순이익	227.5	166.4	258.8	367.9	410.2
지배주주지분 손이익	230.0	165.4	259.0	368.0	410.3

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,019.5	1,082.8	1,073.0	1,294.8	1,547.2
현금및현금성자산	202.8	248.1	229.8	312.9	432.6
매출채권	89.8	89.0	88.8	80.0	72.0
재고자산	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
비유동자산	679.3	1,136.4	1,133.4	1,166.6	1,202.6
유형자산	240.8	233.8	225.9	248.5	273.4
무형자산	94.6	64.2	61.8	67.9	74.7
투자자산	56.7	557.3	561.6	566.0	570.4
자산총계	1,698.8	2,219.2	2,282.9	2,625.7	3,011.1
유동부채	245.4	337.5	228.1	250.9	275.9
매입채무	8.4	11.2	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	77.8	92.7	202.6	217.3	233.4
사채	0.0	0.0	149.6	149.6	149.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	323.2	430.3	473.3	520.6	572.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	222.4	441.2	278.6	278.6	278.6
기타포괄이익누계액	-7.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
이익잉여금	1,234.3	1,330.4	1,523.5	1,819.2	2,152.8
비지배주주지분	15.0	19.4	4.1	3.5	2.9
자본총계	1,375.6	1,788.9	1,809.6	2,105.1	2,438.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	263.6	241.3	306.4	413.9	455.3
당기순이익(손실)	227.5	166.4	258.8	367.9	410.2
유형자산감가상각비	30.2	28.5	26.1	22.9	20.0
무형자산상각비	6.5	6.5	4.5	2.3	2.1
운전자본의 증감	-21.1	6.2	-4.2	2.3	2.4
투자활동 현금흐름	-175.5	-516.9	-172.7	-164.3	-284.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.5	-17.7	7.9	-22.6	-24.9
투자자산의 감소(증가)	-12.2	-500.5	-55.7	-61.3	-67.4
재무활동 현금흐름	-12.3	310.2	-12.3	-13.2	-13.7
차입금증감	-7.6	0.0	145.8	-3.7	0.0
자본의증가	1.5	218.8	-162.6	0.0	0.0
현금의증가	79.4	45.3	-18.3	83.1	119.6
기초현금	123.3	202.8	248.1	229.8	312.9
기말현금	202.8	248.1	229.8	312.9	432.6

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	38,249	38,228	43,331	60,458	63,202
EPS(지배주주)	10,487	7,542	11,810	16,782	18,712
CFPS	15,336	13,226	15,064	20,046	22,167
EBITDAPS	14,362	12,424	15,305	21,925	22,891
BPS	57,733	77,764	79,519	92,736	107,658
DPS	3,430	2,747	3,000	3,300	3,500
배당수익률(%)	1.9	1.3	1.1	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.4	28.2	21.0	15.6	14.0
PCR	11.9	16.1	16.4	13.1	11.8
PSR	4.8	5.6	5.7	4.3	4.1
PBR	3.2	2.7	3.1	2.8	2.4
EBITDA	314.9	272.4	335.6	480.8	502.0
EV/EBITDA	9.9	13.7	16.4	11.3	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.4	10.6	14.5	18.8	18.1
EBITDA이익률	37.5	32.5	35.3	36.3	36.2
부채비율	23.5	24.1	26.2	24.7	23.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	9,729.2	7,379.5	103.0	141.8	149.4
매출채권회전율(x)	9.8	9.4	10.7	15.7	18.2
재고자산회전율(x)	1,021.0	1,202.6	1,372.0	1,876.8	1,923.5

Industry Brief
2017. 1. 10

카카오 035720

카카오프렌즈가 '호자'

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤율정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적, 기대치 충족 전망. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,064억원(+68.1% YoY), 347억원(+68.4% YoY)로 예상, 컨센서스(매출액 4,273억원, 영업이익 358억원)에 부합
- ✓ 광고는 네트워크광고 효율화 위한 대규모 정리로 부진. 게임과 커머스는 호조
- ✓ 카카오드라이버는 12월 공격적 마케팅, 17년 모빌리티의 추가 수익화 필요
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 100,000원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월) 100,000원
현재주가 (1.9) 82,800원
상승여력 20.8%

KOSDAQ	642.15pt
시가총액	55,986억원
발행주식수	6,762만주
유동주식비율	55.61%
외국인비중	22.88%
52주 최고/최저가	119,800원 / 71,300원
평균거래대금	228.4억원

주요주주(%)

김범수	18.59
(주)케이큐브홀딩스	14.73
Star Invest Holdings Limited	8.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.28	-11.63	-27.81
상대주가	-1.32	-5.11	-21.96

주가그래프



4분기 실적, 기대치 충족 전망

카카오의 4분기 실적은 낮아진 눈높이를 충족시킬 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,064억원(+68.1% YoY), 347억원(+68.4% YoY)으로 예상, 시장 컨센서스(매출액 4,273억원, 영업이익 358억원)에 부합한다.

4분기 광고 시장은 성수기이지만 카카오의 경우 네트워크 광고 효율화 작업 막바지로 전년 대비 약 200억원의 매출 제거 효과 발생한다. 4Q 카카오 광고 매출액은 1,232억원으로 19.8% YoY 감소할 것으로 추정한다.

프렌즈가 이끄는 '실적'

게임 매출액은 7.3% QoQ, 47.7% YoY 증가한 842억원으로 추정, 데스티니차일드, 놀러와마이홈, 쿡팡던더3 등 모바일게임과 에오스 등 PC게임의 고른 성장 때문이다. 다만 12월초 이후 리니지2레볼루션, 리니지 레드나이트 등으로 인해 카카오게임 매출에 일부 부정적 영향이 있었다. 참고로 4Q16 기준 동사의 퍼블리싱게임 매출 비중은 25%로 추정, 퍼블리싱게임은 100% 매출 인식한다는 점에서 외형 성장에 긍정적 영향을 미치고 있다.

4분기 커머스 매출액은 485억원(+592.9% YoY), 11월 빼빼로데이, 12월 크리스마스 등으로 선물하기 매출이 증가하였고, 카카오프렌즈 플래그십 스토어의 경우 11월 25일 홍대점 오픈 등으로 지속 성장한다. 한편 4Q16 O2O 매출액은 83억원(+18.6% QoQ)으로 추정, 12월 연말 송년회 등 성수기 효과 + 카카오 드라이버의 공격적 마케팅의 성과 반영된 수치이다. 2016년 카카오 드라이버의 성과는 전반적으로 기대보다 부진한 것이 사실이며 2017년 카카오택시, 카카오네비 등을 통한 스마트 모빌리티의 추가적인 수익모델 확보 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	498.9	176.4	150.1	6,116	35.0	13,168	20.2	9.3	32.6	11.4	12.4
2015	932.2	88.6	75.7	1,269	-79.2	11,595	91.2	9.5	39.3	3.0	23.3
2016E	1,416.8	112.7	52.1	789	-37.8	24,171	99.6	3.3	31.4	1.8	51.6
2017E	1,786.2	221.4	140.8	2,086	164.4	26,307	41.0	3.0	19.7	4.2	48.8
2018E	1,983.4	294.7	197.6	2,927	40.3	27,687	31.0	2.9	15.5	5.5	46.0

카카오프렌즈가 '효자'

4Q16, 기대치 충족 전망

카카오의 4분기 실적은 기대치를 충족시킬 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,064억원(+68.1% YoY), 347억원(+68.4% YoY)으로 예상, 시장 컨센서스(매출액 4,273억원, 영업이익 358억원)에 부합한다. 4분기 광고 시장은 성수기이지만 카카오의 경우 네트워크 광고 효율화 작업 막바지로 전년대비 약 200억원의 매출 제거 효과 발생한다. 4Q 카카오 광고 매출액은 1,232억원으로 19.8% YoY 감소할 것으로 추정한다. 영업이익률은 8.2%로 전분기대비 수익성 소폭 개선된다. 4분기 마케팅비는 11월말부터 시작된 TV광고와 카카오 드라이버의 오프라인 프로모션 등의 영향으로 전분기대비 18.6% 증가한 284억원으로 추정한다. 2016년 마케팅비 가이드선스 800억원 수준에 근접할 전망이다.

커머스의 성장, 두드러져

게임 매출액은 7.3% QoQ, 47.7% YoY 증가한 842억원으로 추정, 데스티니차일드, 놀러와마이홈, 쿵푸팬더3 등 모바일게임과 에오스 등 PC게임의 고른 성장이 예상된다. 다만 12월초 이후 리니지2레볼루션, 리니지레드나이트 등으로 인해 카카오게임 매출에 일부 부정적 영향이 있었다. 참고로 동사의 퍼블리싱게임 매출 비중은 25%로 100% 매출 인식된다는 점에서 외형성장에 긍정적 영향 미치고 있다. 4분기 커머스 매출액은 485억원(+592.9% YoY), 11월 빼빼로데이, 12월 크리스마스 등으로 선물하기 매출이 증가하였고, 카카오프렌즈 플래그쉽 스토어의 경우 11월 25일 홍대점 오픈 등으로 지속 성장한다.

4분기 O2O 매출액은 83억원으로 추정

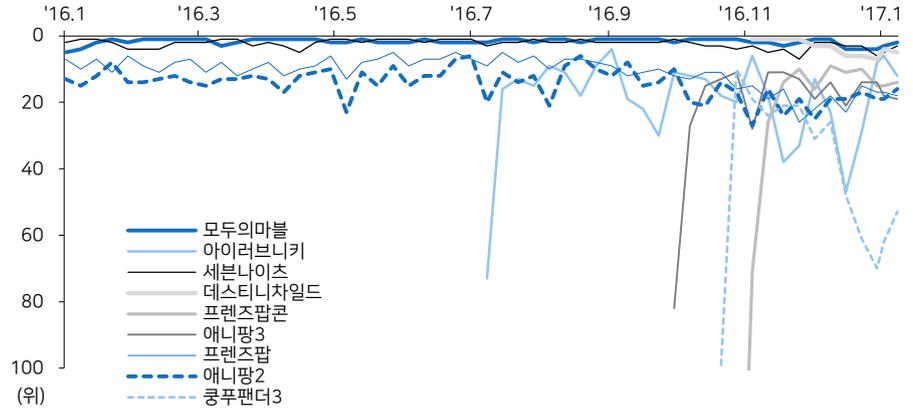
또한, 4Q16 O2O 매출액은 83억원(+18.6% QoQ)으로 추정, 12월 연말 송년회 등 성수기 효과 + 카카오 드라이버의 공격적 마케팅의 성과 반영된 수치이다. 2016년 카카오 드라이버의 성과는 전반적으로 기대보다 부진한 것이 사실이며 2017년 카카오택시, 카카오내비 등을 통한 스마트 모빌리티의 추가적인 수익모델 확보 필요하다.

표9 4Q16 Preview : 기대치 부합

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	241.7	242.5	376.5	391.4	406.4	68.1	3.8	427.3
광고	153.6	129.4	136.2	126.9	123.2	-19.8	-2.9	-
온라인	89.7	70.7	73.6	63.3	56.2	-37.3	-11.2	-
모바일	63.8	58.7	62.6	63.6	67.0	5.0	5.3	-
콘텐츠	67.4	91.6	190.4	198.4	207.6	208.0	4.6	-
게임	57.0	70.3	78.3	78.5	84.2	47.7	7.3	-
뮤직	3.3	3.4	90.5	95.5	96.6	N/A	1.2	-
기타	7.0	17.9	21.6	24.4	26.8	282.9	9.8	-
기타	20.7	21.5	49.9	66.1	75.6	265.2	14.4	-
커머스	7.0	17.9	23.0	41.0	48.5	592.9	18.3	-
영업이익	20.6	21.1	26.6	30.3	34.7	68.4	14.5	35.8
세전이익	21.6	16.7	21.1	21.1	25.0	15.7	18.5	30.6
순이익	10.8	10.9	13.2	13.6	19.3	78.7	41.9	21.7

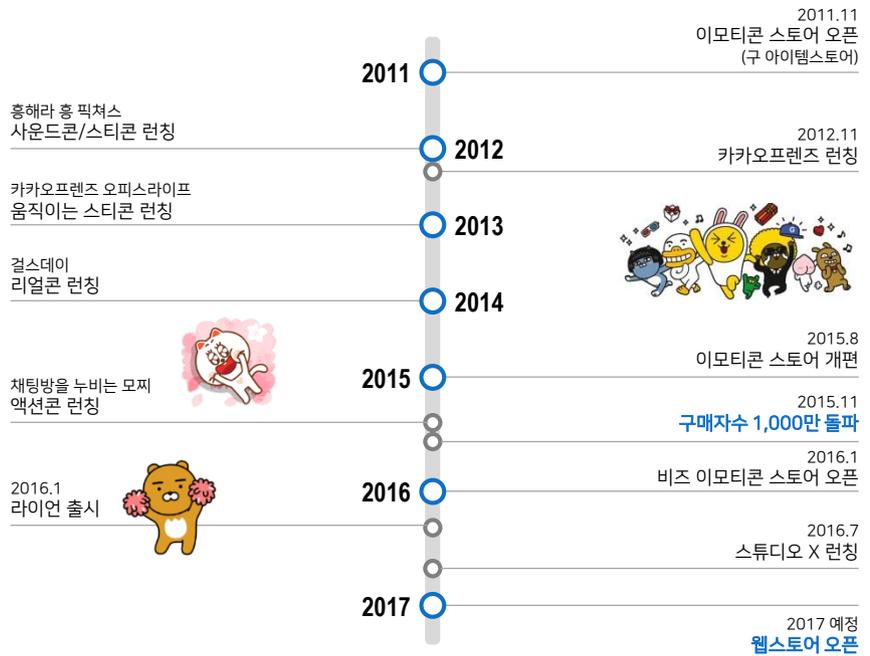
자료: 카카오, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림13 카카오게임 매출 순위



주: 구글플레이, 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 카카오 이모티콘 - 프렌즈 5년사



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 카카오드라이버의 수익구조

카카오드라이버 수익구조	
일콜수(횟수)	60,000
운영완료율	50.0%
ASP(원)	15,000
일매출(백만원)	450
분기매출(백만원)	41,400
순매출(20%, 백만원)	8,280

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 카카오 Valuation

구분 (2017E 기준)	내용
카카오톡 가치	(십억원) 4,200.00
MAU	(만명) 4,200.00
MAU 당 가치	(원) 100,000.0
자산가치	(십억원) 2,193.15
로엔	(십억원) 1,393.15
기타자회사	(십억원) 800.00
순현금	(십억원) -62.37
NAV	(십억원) 6,330.78
적정주가	(원) 100,000
현주가	(원) 82,800
상승여력	(%) 20.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 글로벌 Peer 비교

국가	회사	주가 (1/9) (달러)	PER(x)		3yrs EPS CAGR	PEG(x) 2017E	ROE(%) 2017E	PBR(x) 2017E	EV/EBITDA(x) 2017E
			2017E	2018E					
한국	네이버	646.7	23.9	19.9	19.4	1.2	27.3	5.5	13.4
	카카오	68.7	43.9	33.5	21.5	1.6	3.8	1.6	17.6
미국	Google	806.2	19.5	16.7	13.7	1.2	15.7	3.3	11.0
	Facebook	123.4	23.6	18.9	22.7	0.8	21.5	5.0	14.0
중국	Tencent	25.2	28.6	22.4	32.3	0.7	30.4	8.1	19.0
	Baidu	176.4	30.2	21.5	27.9	0.8	13.4	4.0	19.2
일본	Yahoo Japan	4.1	20.1	18.3	7.9	2.3	14.9	2.9	9.9
	LINE	35.5	33.8	N/A	N/A	N/A	13.0	N/A	N/A
Global Average		235.8	27.9	21.6	19.4	1.3	17.5	4.3	14.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오(035720)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	498.9	932.2	1,416.8	1,786.2	1,983.4
매출액증가율 (%)	136.7	86.9	52.0	26.1	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	498.9	932.2	1,416.8	1,786.2	1,983.4
판매비와관리비	322.4	843.6	1,304.1	1,564.7	1,688.7
영업이익	176.4	88.6	112.7	221.4	294.7
영업이익률 (%)	35.4	9.5	8.0	12.4	14.9
금융수익	6.5	26.2	-6.7	-11.7	-10.9
중속/관계기업관련손익	-2.6	-4.5	-9.7	-10.7	-11.2
기타영업외손익	-11.5	-0.8	-10.6	-11.4	-12.0
세전계속사업이익	168.8	109.5	85.7	187.6	260.6
법인세비용	19.0	30.8	26.8	41.2	57.2
당기순이익	149.8	78.8	57.1	146.5	203.4
지배주주지분 손이익	150.1	75.7	52.1	140.8	197.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	798.3	970.1	833.9	722.2	623.1
현금및현금성자산	451.2	397.2	456.3	400.5	323.1
매출채권	108.4	88.8	155.9	152.8	157.4
재고자산	2.0	5.4	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,969.7	2,218.4	4,323.5	4,986.0	4,519.6
유형자산	196.9	219.1	246.6	258.9	271.9
무형자산	1,689.0	1,855.6	3,737.3	3,924.2	4,120.4
투자자산	77.7	132.8	323.2	786.5	111.0
자산총계	2,768.0	3,188.5	5,064.3	5,153.9	5,283.5
유동부채	227.5	316.1	748.5	739.6	701.0
매입채무	0.0	0.0	198.2	188.3	178.9
단기차입금	0.1	3.8	200.4	190.4	180.8
유동성장기부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	77.3	286.9	1,003.4	981.2	962.6
사채	0.0	199.4	319.2	287.3	258.5
장기차입금	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	304.8	603.0	1,723.7	1,691.2	1,663.6
자본금	29.1	30.1	33.8	33.8	33.8
자본잉여금	2,259.0	2,274.2	3,025.4	3,035.9	3,035.9
기타포괄이익누계액	2.1	0.8	-4.6	-4.6	-4.6
이익잉여금	190.7	256.3	297.0	408.7	565.8
비지배주주지분	8.6	33.1	81.8	34.5	-77.0
자본총계	2,463.2	2,585.5	3,340.6	3,462.7	3,619.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	220.3	162.2	236.0	294.8	347.8
당기순이익(손실)	149.8	78.8	57.1	146.5	203.4
유형자산감가상각비	17.1	49.1	54.0	59.4	65.4
무형자산상각비	5.9	26.3	28.9	31.8	35.0
운전자본의 증감	6.0	1.4	1.6	1.7	1.9
투자활동 현금흐름	172.6	-414.2	84.7	33.3	-10.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.8	-76.1	-72.3	-68.7	-65.2
투자자산의 감소(증가)	-68.6	-59.6	29.6	-5.0	-5.3
재무활동 현금흐름	35.4	197.2	1,069.0	-54.5	-50.5
차입금증감	0.3	230.0	149.1	-4.3	-2.5
자본의증가	2,154.8	16.2	754.9	10.4	0.0
현금의증가	427.8	-54.1	59.1	-55.8	-77.4
기초현금	23.4	451.2	397.2	456.3	400.5
기말현금	451.2	397.2	456.3	400.5	323.1

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	20,326	15,635	21,466	26,457	29,378
EPS(지배주주)	6,116	1,269	789	2,086	2,927
CFPS	7,694	2,627	3,388	5,697	8,876
EBITDAPS	8,128	2,750	2,964	4,631	5,851
BPS	13,168	11,595	24,171	26,307	27,687
DPS	173	167	250	300	500
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	20.2	91.2	97.6	39.7	28.3
PCR	16.1	44.1	22.7	14.5	9.3
PSR	6.1	7.4	3.6	3.1	2.8
PBR	9.3	9.5	3.3	3.0	2.9
EBITDA	32.6	39.3	31.4	19.7	15.5
EV/EBITDA					
Key Financial Ratio(%)	11.4	3.0	1.8	4.2	5.5
자기자본이익률(ROE)	40.0	17.6	13.8	17.5	19.9
EBITDA이익률	12.4	23.3	51.6	48.8	46.0
부채비율	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
금융비용부담률	4,316.6	105.9	-	-	-
이자보상배율(x)	6.5	9.5	11.6	11.6	12.8
매출채권회전율(x)	495.0	253.0	529.4	-	-
재고자산회전율(x)	32.6	39.3	31.4	19.7	15.5

Industry Brief
2017. 1. 10

컴투스 078340

2017 년은 다르다

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤을정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 서머너즈워의 호조세, 9월 7일 호문쿨루스 업데이트 효과 지속되고 12월 상급소환사팩 등 연말 프로모션 주효
- ✓ 밸류에이션 메리트는 강화, 17년 1월 시가총액 1.2조원 대비 예상 보유 현금은 5,800억원으로 47% 비중. 또한 12월 주당 1,400원, 배당액 174억원 (배당수익률 1.6%, 배당성향 11.7%)의 주주환원 정책 발표
- ✓ 투자익견 Buy, 적정주가 120,000원 유지, 2017E EPS 기준Target PER 12.1배

Buy

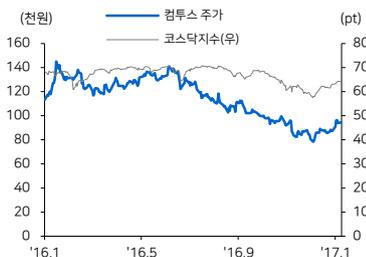
적정주가 (12개월) 120,000원
현재주가 (1.9) 94,600원
상승여력 26.8%

KOSDAQ	642.15pt
시가총액	12,172억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.32%
외국인비중	17.14%
52주 최고/최저가	145,100원 / 78,500원
평균거래대금	64.6억원

주요주주(%)	
(주)게임빌	24.48
KB자산운용	20.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.13	-24.80	-19.35
상대주가	4.00	-18.07	-10.34

주가그래프



4 분기 실적, 서머너즈워의 호조

4분기 실적은 기대치를 충족할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,263억원(+8.2% YoY), 430억원-9.9% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 1,247억원, 영업이익 389억원)에 부합한다. 4분기 서머너즈워는 9월 7일 호문쿨루스 업데이트 효과 지속되고 12월 상급소환사팩 등 연말 프로모션 등이 호조를 보였다. 참고로 서머너즈워의 글로벌 10위권 매출 랭킹 국가수는 12월말 기준 53개, 4Q16 평균으로는 30개였으며 1Q16 43개, 2Q16 37개, 3Q16 29개 수준이었다. 4분기 영업이익률은 34.1%로 외형성장에도 불구하고 전분기와 유사한데 그 이유는 서머너즈워 연말 프로모션과 개발자 인센티브 지급에 근거한다. 서머너즈워 개발자 인센티브는 4분기에 반영될 것으로 추정, 지급액은 50억원 수준이다.

2017 년은 다르다

2016년 컴투스는 신작출시보다는 서머너즈워에 집중하였으나 2017년에는 다수의 신규게임 출시로 재도약에 나선다. 2017년 신작라인업은 상반기에 집중될 전망으로 1분기 소울즈를 시작으로 이노티아, 프로젝트S, 프로젝트G2, 홈런배틀3, 님시의 신 VR 등 다수 준비되고 있다.

밸류에이션 메리트는 지속 강화되고 있는데 2017년 1월 현재 시가총액 1.2조원 대비 예상 보유현금액은 5,800억원으로 47% 비중이다. 또한 12월 22일 주당 1,400원, 배당금 총액 174억원의 배당을 발표하였다. 이는 배당수익률 1.6%, 배당성향 11.7% 수준으로 주주가치 제고에도 적극 나서고 있다는 점 긍정적이다.

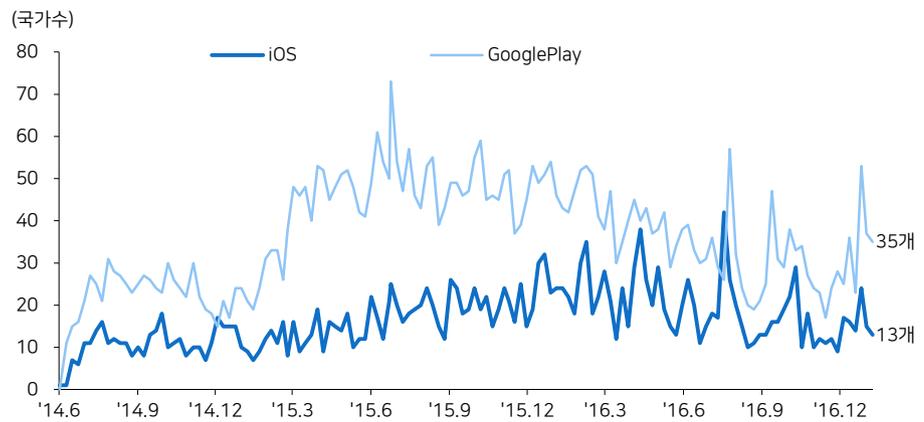
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	234.7	101.2	79.3	6,981	305.6	18,345	17.3	6.6	11.9	49.8	18.6
2015	433.5	165.9	125.8	10,540	51.0	39,335	11.2	3.0	6.4	35.0	14.4
2016E	506.2	192.6	148.9	11,575	9.8	49,405	7.5	1.8	3.4	25.9	12.1
2017E	491.8	163.6	127.8	9,932	-14.2	58,078	9.5	1.6	3.4	18.4	10.5
2018E	535.1	176.0	137.3	10,673	7.5	67,285	8.9	1.4	2.5	17.0	9.3

표13 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	116.7	135.1	126.6	118.1	126.3	8.2	6.9	124.7
국내 모바일	16.2	17.5	18.6	17.9	18.3	13.0	2.2	-
해외 모바일	100.0	117.2	107.6	100.2	108.0	8.0	7.8	-
기타	116.7	135.1	126.6	118.1	126.3	8.2	6.9	-
영업이익	47.7	59.8	48.6	41.1	43.0	-9.9	4.6	38.9
세전이익	48.4	61.0	51.1	41.7	43.6	-9.9	4.6	41.0
지배주주순이익	35.6	46.4	38.0	30.9	33.6	-5.6	8.7	30.4

자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림15 서머너즈워, 10위권 Grossing Ranking 국가수 - 12월 프로모션으로 상승



자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표14 컴투스 2017년 신작 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
소울즈	전략	티노게임즈	1H17	신화 속 영웅들이 등장하는 전략 대전 시뮬레이션
이노티아	RPG	컴투스(자체개발)	1H17	컴투스의 간판 IP이자 국산 RPG 명작으로 꼽히는 '이노티아' 시리즈의 최신작
Project S	RPG	컴투스(자체개발)	1H17	컴투스 자체개발 RPG
Project G2	스포츠	컴투스(자체개발)	1H17	모바일 골프게임
홀런배틀3	스포츠	컴투스(자체개발)	1H17	타자 시점에서 즐기는 모바일 야구게임
Project DD	캐주얼	컴투스(자체개발)	1H17	모바일 던전 탐험 게임
낙시의 신 VR	스포츠	컴투스(자체개발)	1H17	자사 인기 낙시게임 '낙시의 신' VR 활용
포켓던전	RPG	컴투스(자체개발)	2H17	컴투스 자체개발 RPG
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	2H17	컴투스 자체개발 RPG
SQUARE	RPG	컴투스(자체개발)	2H17	컴투스 자체개발 RPG
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	2H17	이색 캐주얼게임

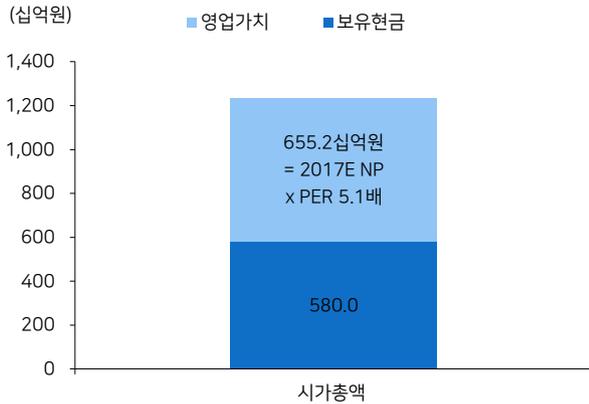
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

그림16 다양한 신작 라인업



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 보유현금 제외한 영업가치는 PER 5.1배에 불과



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 컴투스, 주당 1,400원의 배당 결정

구분	내용
1주당 배당금	1,400원
배당기준일	2016년 12월 31일
배당대상주식수	1,246만주
현금배당금 총액	174.4억원
배당수익률	1.6%
배당성향	11.7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

컴투스(078340)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	234.7	433.5	506.2	491.8	535.1
매출액증가율 (%)	188.5	84.7	16.8	-2.8	8.8
매출원가	30.0	44.3	53.0	54.8	69.6
매출총이익	204.7	389.2	453.2	437.0	465.6
판매비와관리비	103.5	223.3	262.2	273.4	289.5
영업이익	101.2	165.9	192.6	163.6	176.0
영업이익률 (%)	43.1	38.3	38.0	33.3	32.9
금융수익	1.9	5.1	7.7	8.3	8.5
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	-0.2	-2.6	-6.7	-6.9
세전계속사업이익	103.7	170.7	197.6	165.2	177.6
법인세비용	24.5	44.9	48.6	38.2	41.0
당기순이익	79.2	125.8	148.9	127.8	137.3
지배주주지분 손이익	79.3	125.8	148.9	127.8	137.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	83.1	138.0	157.4	130.0	139.6
당기순이익(손실)	79.2	125.8	148.9	127.8	137.3
유형자산감가상각비	1.9	2.2	1.9	1.1	0.6
무형자산상각비	0.8	1.0	1.3	1.0	0.6
운전자본의 증감	-20.4	-8.5	-8.9	-9.3	-9.8
투자활동 현금흐름	-80.8	-246.4	-123.3	-32.7	-40.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.9	-1.9	-2.0	-2.1	-2.2
투자자산의 감소(증가)	-28.6	2.5	2.7	2.8	2.9
재무활동 현금흐름	1.6	181.0	6.8	2.9	2.9
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.9	181.9	-1.8	1.8	0.0
현금의증가	3.9	72.8	41.0	94.7	98.0
기초현금	8.2	12.1	84.8	125.8	220.5
기말현금	12.1	84.8	125.8	220.5	318.4

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	173.8	507.6	650.4	765.8	881.8
현금및현금성자산	12.1	84.8	125.8	220.5	318.4
매출채권	37.2	62.4	62.0	63.2	64.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	75.9	74.5	70.1	73.8	77.9
유형자산	2.9	3.4	3.1	3.4	3.8
무형자산	2.3	2.9	3.4	3.4	3.5
투자자산	32.7	30.1	33.1	36.4	40.1
자산총계	249.7	582.1	716.4	829.6	949.7
유동부채	32.0	68.4	71.8	73.2	74.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.1	4.7	5.2	5.7	6.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.1	73.1	77.3	78.9	80.5
자본금	5.0	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	27.9	208.4	206.6	208.4	208.4
기타포괄이익누계액	21.8	13.4	13.4	13.4	13.4
이익잉여금	157.2	283.0	414.5	524.0	642.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	210.6	509.0	639.0	750.7	869.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	20,670	36,318	39,341	38,221	41,591
EPS(지배주주)	6,981	10,540	11,575	9,932	10,673
CFPS	10,503	14,260	15,198	13,736	14,668
EBITDAPS	9,146	14,168	15,212	12,875	13,773
BPS	18,345	39,335	49,405	58,078	67,285
DPS	0	0	1,554	1,554	1,554
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	17.3	11.2	7.5	9.5	8.9
PCR	12.9	8.3	5.7	6.9	6.4
PSR	5.8	3.3	2.2	2.5	2.3
PBR	6.6	3.0	1.8	1.6	1.4
EBITDA	103.8	169.1	195.7	165.7	177.2
EV/EBITDA	11.9	6.4	3.4	3.4	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	49.8	35.0	25.9	18.4	17.0
EBITDA이익률	44.2	39.0	38.7	33.7	33.1
부채비율	18.6	14.4	12.1	10.5	9.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,830.7	5,217.6	5,569.9	4,371.8	4,276.0
매출채권회전율(x)	10.1	8.7	8.1	7.9	8.4
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2017. 1. 10

NHN 엔터테인먼트 181710

CU,페이코로 결제하세요!

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤을정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적, 전분기대비 소폭 개선
- ✓ 동사 이익의 결정변수는 1) 웹보드 매출액과 2) 마케팅비 집행 강도인데 4분기 웹보드 매출액은 계절적 성수기 효과로 10.2% QoQ 증가
- ✓ 페이코는 누적 결제액 1조원 돌파. 1월 3일 국내 편의점 CU에 결제서비스 개시. 2017년에는 결제플랫폼 기반한 광고 비즈니스 구체화될 것
- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 65,000원
현재주가 (1.9) 50,200원
상승여력 29.5%

KOSPI	2,048.78pt
시가총액	9,822억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	52.32%
외국인비중	6.39%
52주 최고/최저가	69,200원 / 44,800원
평균거래대금	35.6억원

주요주주(%)

이준호	17.27
제이엘씨(주)	14.05
제이엘씨파트너스(주)	6.82
국민연금기금	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.26	-25.07	-3.46
상대주가	8.62	-28.75	-2.85

주가그래프



4분기 실적, 소폭 개선

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,201억원(+1.1% YoY), 89억원(흑전 YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 2,278억원, 영업이익 76억원)에 대체로 부합할 전망이다. NHN엔터테인먼트의 이익 결정변수는 1) 웹보드 매출액과 2) 마케팅비인데, 4분기 웹보드 매출액은 계절적 성수기 효과로 10.2% QoQ 증가한다. 마케팅비는 페이코의 TV광고 등 노출 집행 비용 증가로 7.2% QoQ 증가한다.

사업부문별로는 웹보드게임 302억원(+51.0% YoY), 퍼블리싱게임 174억원(-37.9% YoY), 모바일게임 669억원(-2.6% YoY), 기타 1,055억원(+4.2% YoY)으로 추정한다. 4분기 모바일게임의 경우 우파루팡, 갓오하 iOS 버전, 라인 compass, 라인팝소콜라 등의 신규게임 출시되었으며 라인팝소콜라가 기존 라인팝 1,2의 충성도 높은 이용자 기반으로 양호한 성과를 기록하고 있다.

기존 모바일게임의 주요 매출원이었던 디즈니즈무즈무의 경우 10~11월 매출 회복하였으나 12월에 슈퍼마리오런 출시 이후 다시 하락, 프렌즈팝의 경우 프렌즈팝콘 출시로 인해 매출 감소하였다.

페이코, 느리지만 꾸준하다

1월 3일 페이코는 편의점 씨유(CU)에 오프라인 결제서비스를 개시하며 1월 한 달간 가격할인 프로모션이 진행된다. 참고로 페이코 결제액은 2016년 12월 누적 1조원을 돌파하였는데 2016년 간편결제납부, 금융사와의 포인트 전환 등 다양한 기능이 추가되었고, 온라인 가맹점 10만개, 오프라인 가맹점 12만개로 확대되며 재결제율이 78%에 달하는 결제건수 및 이용률이 긍정적으로 변화되고 있다. 2017년에는 결제플랫폼에 기반한 광고 비즈니스 구체화될 전망이다.

(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
2016E	841.8	30.7	66.2	3,385	-61.7	59,942	14.9	0.8	13.1	4.5	18.4
2017E	947.6	60.1	61.0	3,116	-7.9	62,252	16.1	0.8	9.8	4.0	19.5
2018E	1,045.6	87.3	85.1	4,350	39.6	65,753	11.5	0.8	7.5	5.3	20.3

표16 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	217.8	203.6	210.6	207.5	220.1	1.1	6.1	227.8
PC	48.0	48.8	49.6	47.2	47.6	-0.8	0.8	-
웹보드	20.0	23.5	27.8	27.4	30.2	51.0	10.2	-
퍼블리싱	28.0	25.3	21.8	19.8	17.4	-37.9	-12.1	-
모바일	68.7	72.7	70.0	66.9	66.9	-2.6	0.0	-
기타	101.2	82.2	91.0	93.4	105.5	4.2	13.0	-
영업이익	-9.7	9.2	10.3	2.3	8.9	흑전	322.2	7.6
세전이익	27.4	32.7	39.9	6.8	13.9	-49.1	104.4	15.4
순이익	22.1	24.5	29.8	1.5	10.5	-52.7	600.0	11.0

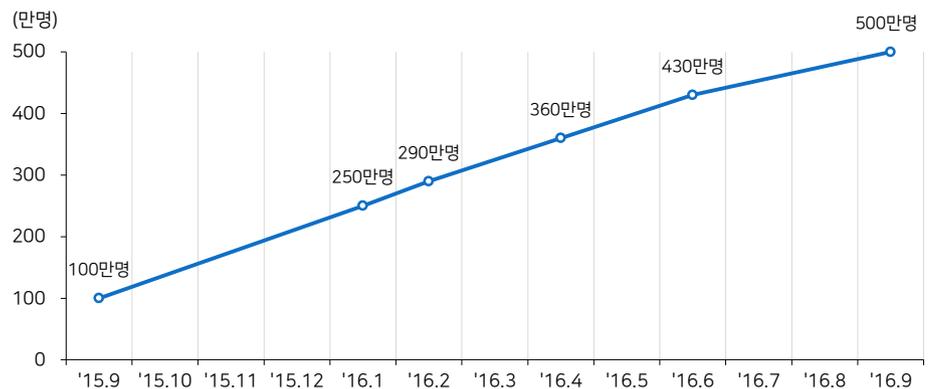
자료: NHN엔터테인먼트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 페이코, 편의점 CU에 입점 -1월 가격할인 프로모션 진행



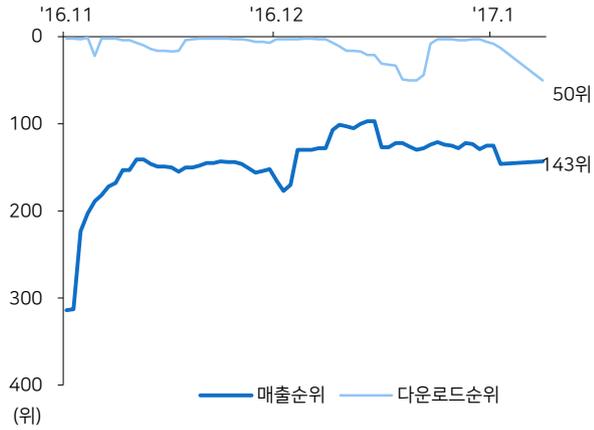
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 페이코 결제 이용자 수 추이



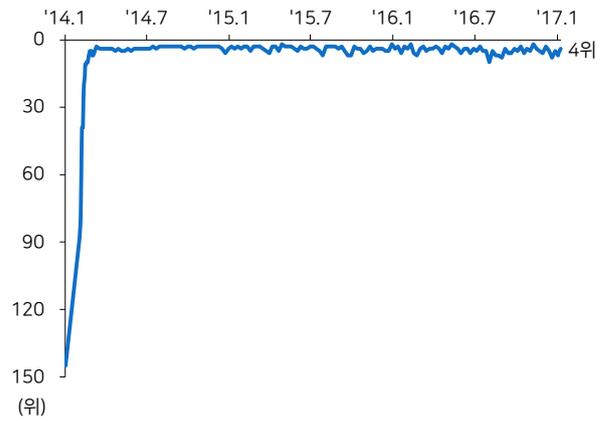
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 라인팝쇼콜라 다운로드 & 매출순위 (일본)



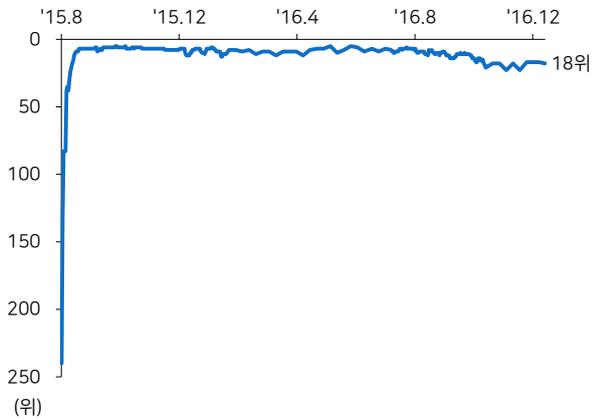
주: 구글플레이 게임 순위, 일본 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 라인 디즈니즈무즈무즈 매출순위 (일본)



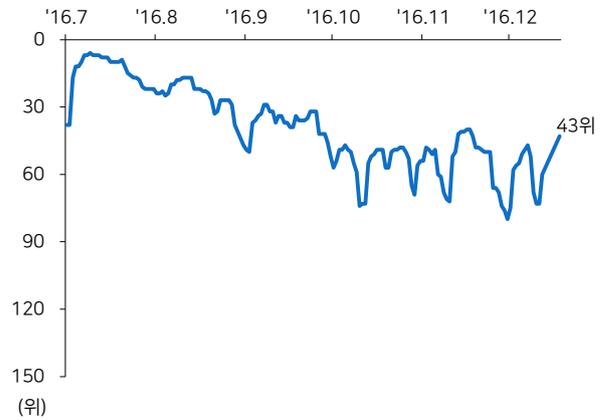
주: 구글플레이 게임 순위, 일본 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 프렌즈팝 for Kakao 매출순위 (한국)



주: 구글플레이 게임 순위, 한국 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 2017갓오브하이스쿨 매출순위 (한국)



주: 구글플레이 게임 순위, 한국 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트(181710)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	556.9	644.6	841.8	947.6	1,045.6
매출액증가율 (%)	N/A	15.8	30.6	12.6	10.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	556.9	644.6	841.8	947.6	1,045.6
판매비와관리비	545.0	698.9	811.1	887.4	958.3
영업이익	11.9	-54.3	30.7	60.1	87.3
영업이익률 (%)	2.1	-8.4	3.6	6.3	8.3
금융수익	75.7	299.6	78.2	34.1	35.1
중속/관계기업관련손익	-3.9	-0.8	-1.0	-0.5	-0.5
기타영업외손익	-11.0	-15.4	-7.1	-5.6	-5.7
세전계속사업이익	72.6	229.0	93.4	81.3	109.1
법인세비용	22.2	63.9	27.2	20.3	24.0
당기순이익	50.3	165.2	66.2	61.0	85.1
지배주주지분 손이익	166.7	164.0	66.2	61.0	85.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	22.7	-107.5	51.1	84.8	112.6
당기순이익(손실)	50.3	165.2	66.2	61.0	85.1
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	66.2	61.0	85.1
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	26.9
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	113.2	-25.1	52.3
기초현금	276.9	208.2	260.4	373.6	348.5
기말현금	208.2	260.4	373.6	348.5	400.8

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	467.0	682.7	778.3	793.7	826.0
현금및현금성자산	208.2	260.4	373.6	348.5	400.8
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	1,847.9	1,937.5	2,054.2
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	317.1	378.1	463.2
비지배주주지분	15.8	75.5	72.9	72.9	73.0
자본총계	1,042.9	1,502.5	1,561.0	1,622.0	1,707.1

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	35,487	34,725	43,027	48,431	53,441
EPS(지배주주)	10,624	8,836	3,385	3,116	4,350
CFPS	3,573	139	3,478	3,492	4,532
EBITDAPS	2,557	-869	2,956	4,000	5,146
BPS	55,192	57,215	59,942	62,252	65,753
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	6.4	14.9	16.2	11.6
PCR	24.5	408.5	14.5	14.5	11.2
PSR	2.4	1.6	1.2	1.0	0.9
PBR	1.5	1.0	0.8	0.8	0.8
EBITDA	40.1	-16.1	57.8	78.3	100.7
EV/EBITDA	26.3	-47.3	13.1	9.8	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	13.4	4.5	4.0	5.3
EBITDA이익률	7.2	-2.5	6.9	8.3	9.6
부채비율	22.1	22.0	18.4	19.5	20.3
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	19.1	-	34.3	67.1	97.5
매출채권회전율(x)	7.6	7.2	6.7	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2017. 1. 10

게임빌 063080

신작의 성과 '저조'

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤을정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적부진 지속될 전망. 4분기 출시한 신작들, '데빌리언', '나이트슬링거' 등의 성과가 저조하기 때문
- ✓ 낙폭과대에 의한 추가하락, 낮아진 밸류에이션(2017E PER 9.5배) 등을 감안하여 투자 의견 Buy 유지. 적정주가는 실적추정치 변경으로 7만원으로 하향
- ✓ 2017년 출시될 신작들의 성과가 확인되어야 투자심리 회복될 전망

Buy

적정주가 (12개월) **70,000원**
현재주가 (1.9) **49,200원**
상승여력 **42.3%**

KOSDAQ	642.15pt
시가총액	3,209억원
발행주식수	652만주
유동주식비율	64.66%
외국인비중	7.11%
52주 최고/최저가	98,700원 / 46,850원
평균거래대금	35.7억원
주요주주(%)	
승병준	31.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.07	-43.12	-30.31
상대주가	-5.71	-35.13	-25.60

주가그래프



4Q16 실적, 부진할 전망

게임빌 실적 부진은 4분기에도 지속된다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 394억원(-3.9% YoY), 10억원(-58.3% YoY)으로 예상, 컨센서스(매출액 431억원, 영업이익 13억원)에 부합한다. 실적 부진의 이유는 4분기 출시한 신작들, '데빌리언(11월 15일 출시)', '나이트슬링거(11월 29일 출시)' 등의 성과가 저조하기 때문이다. 1월초 기준 국내 구글플레이 매출 순위는 각각 209위, 145위로 낮다. 반면, 기존 게임은 꾸준한 캐쉬카우 역할을 해주고 있다. 드래곤블레이즈는 글로벌 시즌 4 업데이트를 통해 매출 회복하였다. 1월초 기준 주요국 매출 순위는 한국 18위, 태국 47위, 대만 73위 등이다.

2017년, '한방' 이 필요하다

2017년 1분기에는 크로매틱소울의 중국 안드로이드 시장 출시, 애프터펄스의 안드로이드버전 출시, 3월 '워오브크라운' 출시 등이 기대된다. 2분기에는 ACE, 아키에이지비긴즈, 3분기 로열블러드 등이 출시될 계획이다.

낙폭과대에 의한 추가하락, 낮아진 밸류에이션(2017E PER 9.5배) 등을 감안하며 투자 의견 Buy를 유지한다. 다만 적정주가는 실적 추정치 하향으로 기존 10만원에서 7만원으로 하향 조정한다. 1월 현재 시가총액은 3,209억원, 컴투스 지분가치 2,085억원(지분율 24.48%, NAV 할인율 30%)을 제외하면 영업가치는 1,124억원에 불과, 저평가 상태 지속되고 있어 추가 하락 리스크는 제한적이다. 다만 2017년 출시될 신작들의 성과가 확인되어야 주가 및 실적 리레이팅 가능하다.

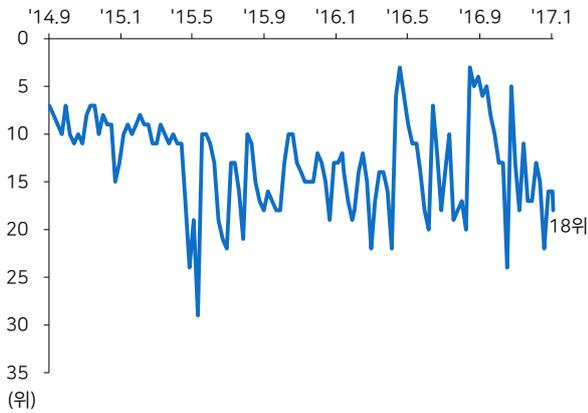
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	145.0	11.4	23.2	3,560	53.3	27,376	33.9	4.4	49.3	12.9	16.9
2015	152.3	3.2	20.1	3,076	-13.6	30,894	25.2	2.5	69.4	9.9	56.3
2016E	162.5	8.0	32.5	4,980	61.9	35,769	9.8	1.4	44.5	14.2	48.9
2017E	195.4	12.4	33.7	5,164	3.7	40,748	9.5	1.2	32.9	12.8	43.2
2018E	230.1	15.6	35.8	5,490	6.3	46,034	9.0	1.1	27.1	12.1	38.6

표17 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	41.0	40.8	43.2	39.0	39.4	-3.9	1.0	43.1
국내 모바일	15.8	15.2	18.9	18.9	18.1	14.6	-4.2	-
해외 모바일	25.2	25.6	24.4	20.1	21.3	-15.5	6.0	-
영업이익	2.4	4.7	2.2	0.0	1.0	-58.3	N/A	1.3
세전이익	5.9	14.0	11.2	7.0	7.5	27.1	7.1	7.8
순이익	3.8	11.7	9.2	5.6	6.0	57.9	7.1	5.9

자료: 게임빌, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

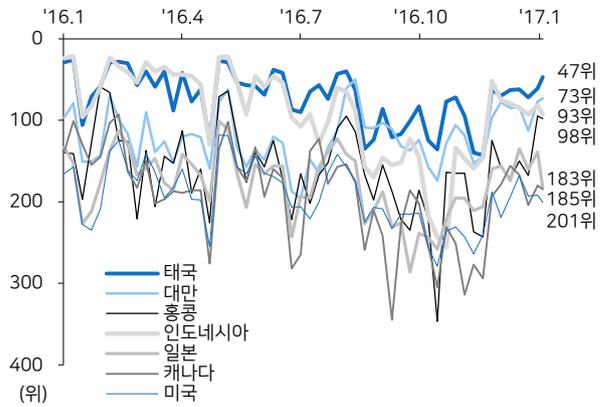
그림24 별이되어라 for Kakao 매출 순위



주: 구글플레이 게임매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

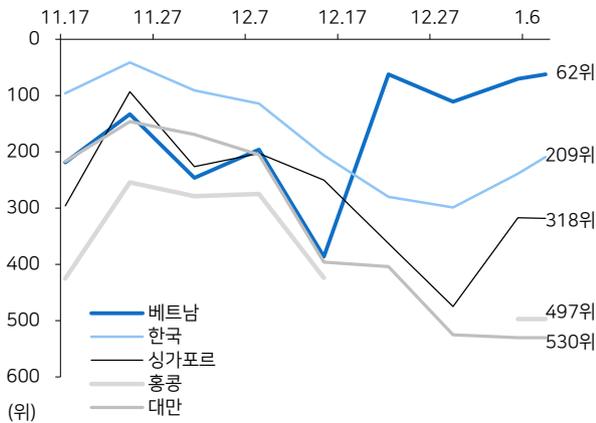
그림25 드래곤 블레이즈 주요국가 매출 순위



주: 구글플레이 게임매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

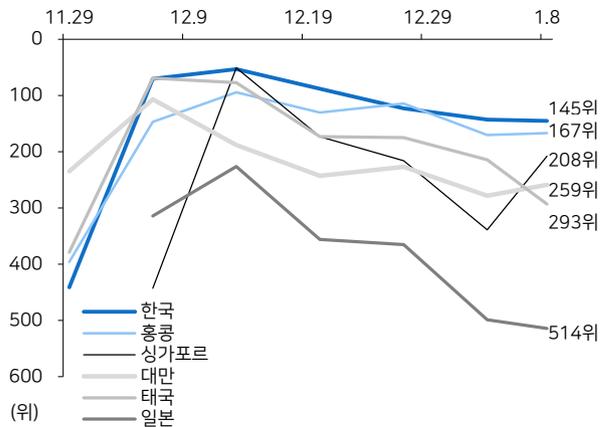
그림26 데빌리언 주요국가 매출 순위



주: 구글플레이 게임매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림27 나이트슬링거 주요국가 매출 순위



주: 구글플레이 게임매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표18 2017년 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
크로매틱소울(중국 Android)	RPG	게임빌(자체개발)	1Q17	고품질 2D 그래픽을 갖춘 정통 턴제 RPG
위오브크라운	SRPG	애즈원게임즈	1Q17	3D 퀴터뷰로 진행되는 택틱스 방식의 정통 SRPG
애프터필스	FPS	디지털 레전드 엔터테인먼트	1Q17	'16.11월 말 소프트론칭
A.C.E	전략 RPG	드래곤플라이	2Q17	전략시뮬레이션과 롤플레이의 게임성 결합, 유명 PC 온라인게임의 모바일게임 버전
아키에이지 비긴즈	RPG	엑스엘게임즈	2Q17	유명 PC 온라인게임 '아키에이지'의 IP를 활용한 모바일 RPG
로열블러드	MMORPG	게임빌(자체개발)	3Q17	100 : 100 대규모 RvR과 레이드 보스, 이벤트 중심의 필드 콘텐츠가 특징
나인하츠	RPG	게임빌(자체개발)	4Q17	콘솔 게임 느낌의 스토리 텔링 방식으로 진행되는 소환수 수집형 RPG

자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표19 실적전망치 조정내역

(십억원)		2014	2015	2016E	2017E
매출액	수정후	145.0	152.3	162.5	195.4
	수정전			181.9	247.0
	% diff			-10.7%	-20.9%
영업이익	수정후	11.4	3.2	8.0	12.4
	수정전			13.4	30.7
	% diff			-40.5%	-59.7%
순이익	수정후	22.9	20.0	32.5	33.7
	수정전			34.2	44.6
	% diff			-5.0%	-24.5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

게임빌(063080)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	145.0	152.3	162.5	195.4	230.1
매출액증가율 (%)	78.5	5.0	6.7	20.3	17.7
매출원가	55.2	61.5	61.8	76.5	90.1
매출총이익	89.8	90.8	90.3	100.7	118.9
판매비와관리비	78.4	87.6	87.5	92.7	106.6
영업이익	11.4	3.2	8.0	12.4	15.6
영업이익률 (%)	7.8	2.1	4.9	6.3	6.8
금융수익	0.8	-0.1	-0.9	-0.7	-0.7
중속/관계기업관련손익	20.6	29.8	31.3	32.9	34.5
기타영업외손익	-3.2	-4.0	-4.2	-4.4	-4.6
세전계속사업이익	29.6	29.0	34.2	40.2	44.9
법인세비용	6.7	8.9	7.2	8.1	10.1
당기순이익	22.9	20.0	32.5	33.7	35.8
지배주주지분 순이익	23.2	20.1	32.5	33.7	35.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	12.9	-4.0	33.5	34.3	36.2
당기순이익(손실)	22.9	20.0	32.5	33.7	35.8
유형자산감가상각비	1.1	1.8	2.1	1.8	1.4
무형자산상각비	2.7	2.4	0.9	0.4	0.3
운전자본의 증감	-1.6	-7.0	-2.1	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	9.2	-43.4	-21.8	-24.0	-26.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.3	-3.4	-2.0	-2.3	-3.0
투자자산의 감소(증가)	-32.9	-71.3	-18.3	-20.1	-22.1
재무활동 현금흐름	8.1	87.5	-3.7	-3.6	-3.4
차입금증감	9.4	87.5	-2.7	-2.6	-2.5
자본의증가	0.1	0.0	-0.3	-0.2	0.0
현금의증가	30.3	41.2	7.9	6.8	6.5
기초현금	10.3	40.7	81.9	89.8	96.6
기말현금	40.7	81.9	89.8	96.6	103.1

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	68.6	107.6	117.8	127.4	136.9
현금및현금성자산	40.7	81.9	89.8	96.6	103.1
매출채권	13.1	13.1	14.8	16.2	17.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	157.8	224.3	246.8	271.4	298.6
유형자산	22.9	23.6	26.0	28.6	31.4
무형자산	15.3	11.0	12.1	13.3	14.6
투자자산	112.9	183.0	201.3	221.4	243.5
자산총계	226.4	331.9	364.5	398.8	435.5
유동부채	28.2	65.6	64.3	63.3	62.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	9.6	52.2	49.5	47.1	44.7
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.5	54.0	55.5	57.1	58.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	45.0	45.0	45.0	45.0
부채총계	32.8	119.5	119.8	120.4	121.2
자본금	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	76.0	76.0	75.9	75.9	75.9
기타포괄이익누계액	4.5	3.0	3.0	3.0	3.0
이익잉여금	111.7	131.8	164.2	197.9	233.7
비지배주주지분	-0.2	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6
자본총계	193.7	212.4	244.8	278.4	314.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	22,230	23,350	24,912	29,966	35,274
EPS(지배주주)	3,560	3,076	4,980	5,164	5,490
CFPS	2,466	1,121	2,254	2,606	3,536
EBITDAPS	2,334	1,144	1,681	2,228	2,659
BPS	27,376	30,894	35,769	40,748	46,034
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.9	25.2	9.8	10.1	9.5
PCR	48.9	69.1	21.6	19.9	14.7
PSR	5.4	3.3	2.0	1.7	1.5
PBR	4.4	2.5	1.4	1.3	1.1
EBITDA	15.2	7.5	11.0	14.5	17.3
EV/EBITDA	49.3	69.4	44.5	32.9	27.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.9	9.9	14.2	12.8	12.1
EBITDA이익률	10.5	4.9	6.7	7.4	7.5
부채비율	16.9	56.3	48.9	43.2	38.6
금융비용부담률	0.0	0.4	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	340.9	5.6	5.8	10.3	13.0
매출채권회전율(x)	13.7	11.6	11.7	12.6	13.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2017. 1. 10

조이시티 067000

니하오, 가두농구!

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤율정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적, 기대보다 부진할 것. 매출액과 영업이익은 각각 153억원, 4억원으로 추정하며 컨센서스(영업이익 26억원) 하회할 전망
- ✓ 다만, 가두농구를 필두로 2017년 신규 라인업에 대한 기대감 커지고 있어
- ✓ 가두농구는 중국 아워팜이 개발, 텐센트가 퍼블리싱하며 17년 1월 6일 정식 출시되었음. 초반 중국 iOS 다운로드 1위 기록하는 등 순항 중
- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 4만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 40,000원
현재주가 (1.9) 26,400원
상승여력 51.5%

KOSDAQ	642.15pt
시가총액	3,111억원
발행주식수	1,178만주
유동주식비율	56.42%
외국인비중	1.53%
52주 최고/최저가	33,000원 / 17,900원
평균거래대금	17.8억원

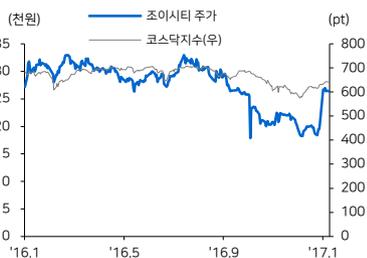
주요주주(%)

(주)엔드림	15.91
(주)넥슨코리아	9.27
조성원	1.19

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	38.22	-10.96	-9.59
상대주가	34.82	-2.78	3.22

주가그래프



4Q16 실적, 기대보다 부진하나,

조이시티의 4분기 실적은 기대보다 부진할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 153억원(-24.3% YoY), 4억원(-84.6% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 199억원, 영업이익 26억원)대비 하회한다. '주사위의 신' 매출액이 하락세이고 신규게임 '오션엔앰파이어'의 성과가 기대보다 부진했기 때문이다. 사업부문별 매출액은 온라인게임 49억원(-44.3% YoY), 모바일게임 104억원(-8.8% YoY)으로 추정한다. 영업이익률은 2.5%로 저조한데 매출은 하락세인데 비해 신규게임 출시로 인한 프로모션은 증가했기 때문이다. 참고로 4분기 마케팅비는 32억원(+14.0% QoQ)으로 예상된다.

'가두농구'의 성공 가능성 고조

2017년 1월 6일 가두농구(중국 아워팜 개발, 텐센트 퍼블리싱)가 정식 출시되었다. 3일 텐센트 마켓에 먼저 서비스되었고, 중국 애플앱스토어 featured를 받는 등 초반 반응이 매우 양호하다. 1월 9일 기준 중국 iOS 다운로드 1위, 매출 17위를 기록하고 있다. 일매출 5억원, IP 수익배분 7% 가정시, 조이시티에게 분기 32억원의 로열티 인식 가능하다.

'3on3 프리스타일', '앵그리버드 Dice'에 주목

'3on3 프리스타일'은 12월 아시아/북미 서비스를 개시하였고 1월말 본격 프로모션을 준비하고 있다. 또한 2월초 앵그리버드 Dice의 아시아 출시도 기대되고 있어 2분기 이후 성장 폭은 확대될 전망이다.

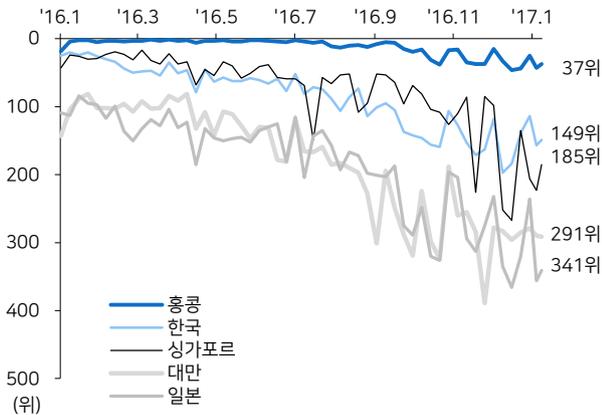
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	46.5	5.6	3.4	291	-	4,248	69.4	4.8	26.3	5.8	29.0
2015	57.5	8.3	1.1	91	-68.6	5,236	320.9	5.6	27.5	1.7	12.5
2016E	72.8	5.0	0.9	80	-12.5	5,503	256.6	3.7	61.2	1.3	10.3
2017E	95.2	24.0	17.4	1,473	1,743.5	6,945	17.9	3.8	12.2	21.6	12.6
2018E	106.7	29.6	21.1	1,787	21.4	8,701	14.8	3.0	9.4	21.1	8.3

표20 4Q16 Preview : 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	20.2	24.0	18.0	15.5	15.3	-24.3	-1.3	19.9
온라인	8.8	7.2	6.1	4.9	4.9	-44.3	0.0	-
모바일	11.4	16.8	11.9	10.6	10.4	-8.8	-1.9	-
영업이익	2.6	2.5	1.1	1.0	0.4	-84.6	-60.0	2.6
세전이익	-1.2	2.5	0.9	0.6	0.0	흑전	N/A	4.2
순이익	-0.9	0.6	0.2	0.2	0.0	흑전	N/A	1.9

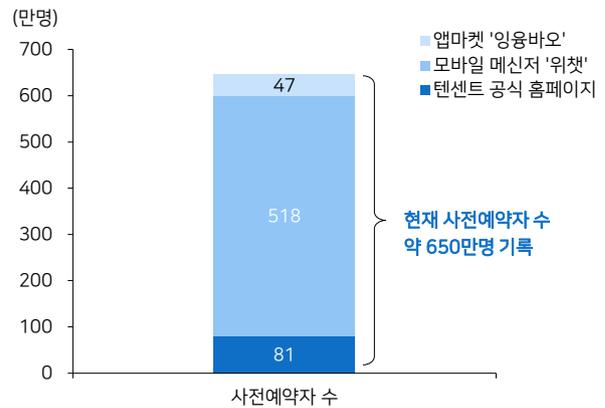
자료: 조이시티, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 주사위의 신 주요국가 순위



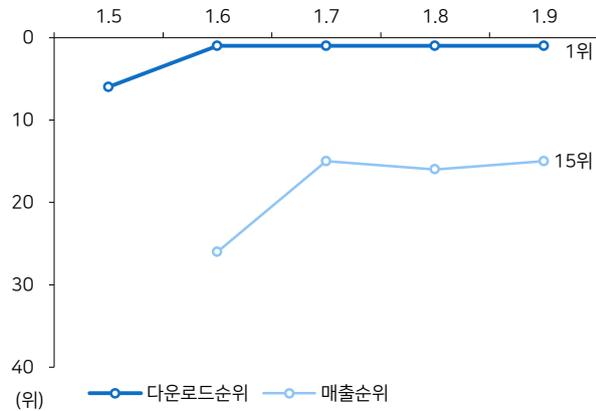
주: 구글플레이 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 가두농구 중국 플랫폼별 사전예약자 수



주: 중국 iOS 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 가두농구 다운로드 및 매출 순위



주: 중국 iOS 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 가두농구 텐센트 앱마켓 메인 페이지 Featured



자료: 텐센트, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 조이스티 2017년 신작 게임 라인업

구분	게임명	장르	개발사	출시시점	특징
모바일	가두농구	스포츠	아워팜	2017년 1월 6일	자사 인기게임 '프리스타일' IP 활용, 텐센트가 중국 퍼블리싱 담당
	앵그리버드 Dice	보드	조이스티(자체개발)	1Q17	'앵그리버드' IP를 활용한 주사위 보드게임
	제네시스	RPG	조이스티(자체개발)	1H17	인기 온라인게임 '창세기전' IP 활용
	COR 프로젝트	RPG	싱크펀(자회사)	2H17	엔리얼 엔진을 활용한 대형 모바일 RPG
콘솔	3on3프리스타일 (중국/북미/유럽)	스포츠	조이스티(자체개발)	2016년 12월	11년 동안 서비스 중인 '프리스타일' IP 활용, 아시아/북미 12월 서비스 개시 2017년 1분기 마케팅 본격 개시 예정
VR	건쉽배틀2 VR	VR 액션	조이스티(자체개발)	1H17	VR 액션 슈팅 게임으로 1H17 구글 데이드림, 2H17 PS VR 버전 출시 예정

자료: 조이스티, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 국내 게임업종 Valuation Table

	Unit	엔씨소프트	컴투스	게임빌	조이스티	네오위즈게임즈	선데이토즈	NHN엔터테인먼트	평균
주가 (1.9)	(원)	262,000	94,600	49,200	26,400	11,250	23,350	50,200	73,857
시가총액	(십억원)	5,745.4	1,217.2	320.9	311.1	246.5	223.5	982.2	1,292.4
2017E NP	(십억원)	346.2	150.9	38.0	20.9	16.0	29.0	54.4	93.6
향후 3년간 EPS CAGR	(%)	20.1	4.8	3.8	116.6	8.0	25.5	1.6	24.0
2017E PER	(배)	16.5	8.4	9.9	80.9	10.6	12.3	14.4	21.8
2017E PBR	(배)	2.6	1.9	1.3	4.6	0.8	1.8	0.7	1.9
2017E ROE	(%)	17.0	25.1	14.2	4.5	8.2	15.8	4.4	12.7
2017E EV/EBITDA	(배)	14.9	3.3	27.8	37.8	2.5	5.1	8.1	14.2

자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 조이스티 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	24.0	18.0	15.5	15.3	21.8	25.9	22.4	25.1	57.5	72.8	95.2
온라인	7.2	6.1	4.9	4.9	6.5	6.9	6.3	6.3	35.8	23.1	26.0
모바일	16.8	11.9	10.6	10.4	15.3	18.9	16.1	18.8	21.7	49.7	69.2
영업이익	2.5	1.1	1.0	0.4	4.4	6.6	5.7	7.3	8.3	5.0	24.0
세전이익	2.5	0.9	0.6	0.0	4.0	6.2	5.2	6.8	4.3	5.0	24.4
지배순이익	0.6	0.2	0.2	0.0	3.1	4.8	4.1	5.3	1.1	0.9	17.4

자료: 조이스티, 메리츠증권증권 리서치센터

조이시티(067000)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	46.5	57.5	72.8	95.2	106.7
매출액증가율 (%)	24.1	23.7	26.5	30.9	12.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	46.5	57.5	72.8	95.2	106.7
판매비와관리비	41.0	49.2	67.8	71.3	77.1
영업이익	5.6	8.3	5.0	24.0	29.6
영업이익률 (%)	12.0	14.4	6.8	25.2	27.7
금융수익	1.9	1.2	0.5	0.5	0.9
중속/관계기업관련손익	-0.7	-1.2	-0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-4.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	6.4	4.3	5.0	24.4	30.4
법인세비용	3.0	3.3	3.1	4.9	5.9
당기순이익	3.4	1.1	0.9	17.4	21.1
지배주주지분 손이익	3.4	1.1	0.9	17.4	21.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	8.8	0.5	-3.8	9.9	20.8
당기순이익(손실)	3.4	1.1	0.9	17.4	21.1
유형자산감가상각비	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	1.5	2.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-3.4	-10.8	-15.5	-25.0	-49.2
투자활동 현금흐름	15.3	-20.9	7.3	-7.1	-0.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1.0	-0.2	-0.7	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-9.4	9.0	-2.3	3.6	-2.3
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.1	6.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	14.8	-11.4	4.2	6.0	17.3
기초현금	18.6	33.4	22.0	26.2	32.2
기말현금	33.4	22.0	26.2	32.2	49.5

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	55.6	59.8	63.6	84.0	102.1
현금및현금성자산	33.4	22.0	26.2	32.2	49.5
매출채권	11.4	13.8	19.9	29.3	31.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	17.3	16.9	22.0	31.8	50.7
유형자산	1.7	1.3	1.4	1.5	1.6
무형자산	6.5	6.6	6.9	7.2	7.6
투자자산	5.9	4.9	9.6	19.0	37.4
자산총계	72.8	76.7	79.2	100.3	119.3
유동부채	15.3	8.1	6.0	9.7	7.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.0	0.5	0.9	1.8	3.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	16.4	8.5	7.4	11.2	9.2
자본금	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	26.5	32.5	32.5	32.5	32.5
기타포괄이익누계액	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	30.3	31.3	32.2	49.6	70.6
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	56.5	68.2	71.7	89.1	110.1

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	3,956	4,892	6,182	8,083	9,052
EPS(지배주주)	291	91	80	1,473	1,787
CFPS	965	968	1,339	3,081	4,793
EBITDAPS	651	947	421	2,034	2,508
BPS	4,248	5,236	5,503	6,945	8,701
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.4	320.9	256.6	17.9	14.8
PCR	20.9	30.3	15.3	8.6	5.5
PSR	5.1	6.0	3.3	3.3	2.9
PBR	4.8	5.6	3.7	3.8	3.0
EBITDA	7.7	11.1	5.0	24.0	29.6
EV/EBITDA	26.3	27.5	61.2	12.2	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	1.7	1.3	21.6	21.1
EBITDA이익률	16.5	19.4	6.8	25.2	27.7
부채비율	29.0	12.5	10.3	12.6	8.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-	436,551.7	1,037.6	-	-
매출채권회전율(x)	4.8	4.6	4.3	3.9	3.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2017. 1. 10

선데이토즈 123420

애니팡은 꾸준하다

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4Q16 실적, '애니팡3'로 성장성 회복. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 240억원(+44.7% YoY), 84억원(+108.8% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ 4분기는 9월 27일 출시된 '애니팡3'의 성과가 온기 반영되는 첫 분기, 80억원대의 영업이익 달성 가능할 전망
- ✓ 애니팡IP는 '애니팡1'을 필두로 '애니팡2', '애니팡3', '애니팡맛고', '애니팡포카' 등으로 IP 확장을 성공적으로 진행하고 있어, 17년에도 안정적 성장 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 35,000원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **35,000원**
현재주가 (1.9) **23,350원**
상승여력 **49.9%**

KOSDAQ	642.15pt
시가총액	2,235억원
발행주식수	957만주
유통주식비율	50.23%
외국인비중	7.59%
52주 최고/최저가	39,900원 / 10,150원
평균거래대금	19.5억원
주요주주(%)	
(주)스마일게이트홀딩스	20.89
이정용	20.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.61	-32.12	-40.55
상대주가	14.03	-19.07	-2.70

주가그래프



4Q16 실적, 애니팡 3로 성장성

4분기 매출액과 영업이익은 240억원(+44.7% YoY), 84억원(+108.8% YoY)으로 추정한다. 9월 27일 출시된 애니팡3의 성과가 온기 반영되는 첫 분기로 80억원대의 영업이익 달성이 기대된다. 애니팡3는 9월 27일 출시된 이후 국내 구글플레이 매출 순위 꾸준히 상승하며 12월말 기준 18위(일매출 6~7천만원 추정)를 기록하고 있다.

4분기 게임별 매출액은 애니팡3 69억원, 애니팡2 46억원, 애니팡포카 35억원으로 전체 Top line 주도하며 사천성 31억원, 애니팡맛고 16억원 등이 뒤따른다. 4분기 광고선전비는 애니팡3, 애니팡터치(11월 22일 출시) 등 신규게임 출시로 전분기대비 62% 증가한 19억원으로 추정하나 전체 매출액대비 비중은 7.8%로 크지 않다.

2017년에도 '애니팡'IP의 성장은 지속된다

2017년에도 동사의 애니팡IP에 기반한 성장스토리는 지속된다. 1월 애니팡셋다를 시작으로 5개의 신규게임 출시를 준비하고 있다. 국내에서는 SNG와 퍼즐을 결합한 하이브리드형 모바일게임 등이 준비되고 있으며 해외에서는 기존 게임의 해외 버전을 론칭한다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 35,000원을 유지한다. 적정주가는 2017년 실적 기준 PER 10.9배 수준이다, 동사의 시가총액은 2,235억원에 불과하며 현금성자산 1,100억원을 제외하면 영업수익 기준 PER은 2.8배에 불과하다.

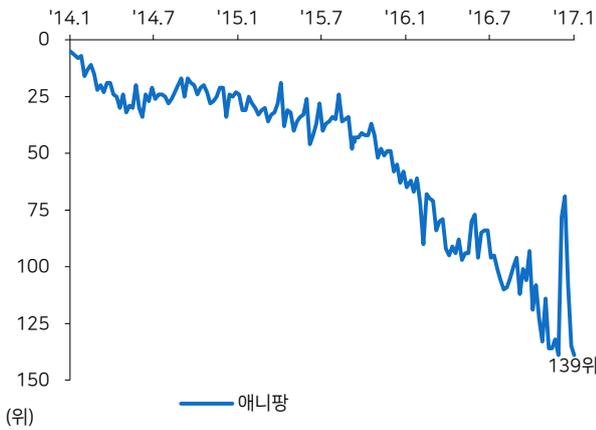
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	144.1	61.0	48.4	5,054	-	8,902	11.5	6.5	7.5	56.7	28.5
2015	79.7	25.5	20.4	2,131	-57.8	10,911	19.6	3.8	11.6	21.5	9.9
2016E	78.5	22.1	21.6	2,259	6.0	10,888	9.1	1.9	5.7	20.7	7.4
2017E	108.8	39.6	38.2	3,989	76.6	14,108	5.9	1.7	2.5	31.8	6.0
2018E	117.3	43.6	42.6	4,454	11.6	17,654	5.2	1.3	1.6	28.0	5.0

표24 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	16.6	16.8	15.5	21.2	24.0	44.7	13.2	27.0
모바일게임	16.5	16.5	15.4	20.7	23.4	41.8	12.9	-
PC게임 등 기타	0.1	0.3	0.1	0.5	0.6	483.6	23.5	-
영업이익	4.0	4.4	3.3	5.4	8.4	108.8	54.6	8.3
세전이익	4.5	4.8	3.7	5.9	8.8	96.2	50.8	9.6
순이익	2.6	3.9	3.3	4.9	7.4	185.2	50.8	6.9

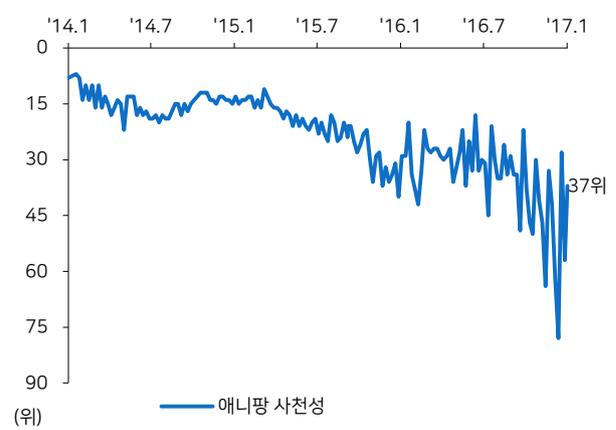
자료: 선데이토즈, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림32 애니팡 매출순위



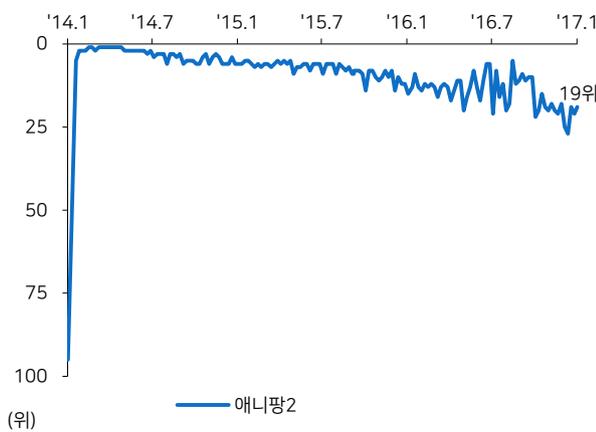
주: 구글플레이 게임, 한국 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림33 애니팡 사천성 매출순위



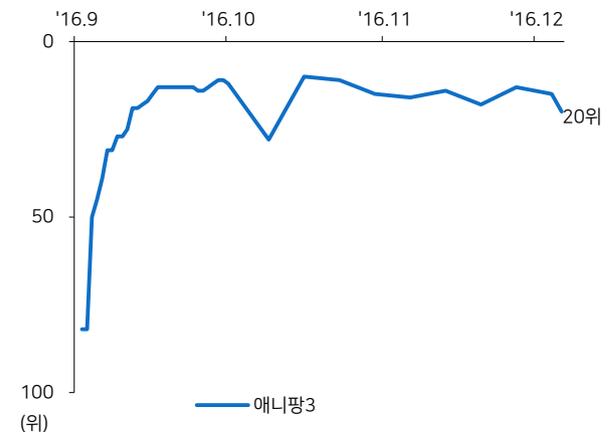
주: 구글플레이 게임, 한국 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림34 애니팡2 매출순위



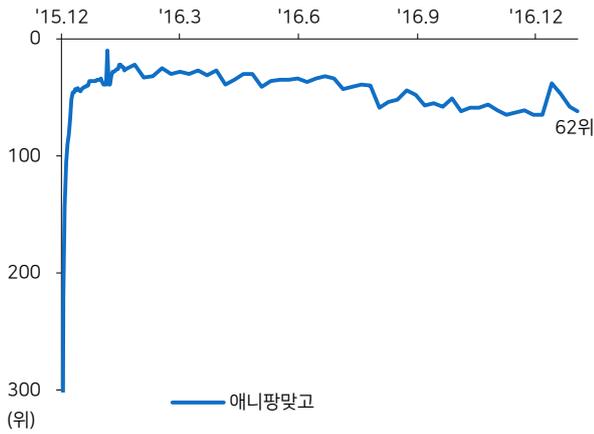
주: 구글플레이 게임, 한국 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 애니팡3 매출순위



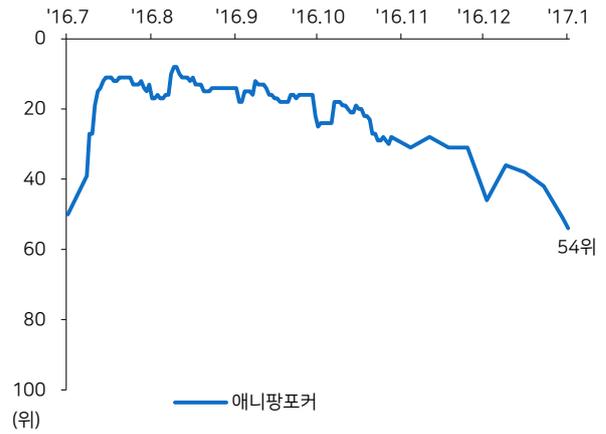
주: 구글플레이 게임, 한국 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림36 애니팡맞고 매출순위



주: 구글플레이 게임, 한국 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 애니팡포커 매출순위



주: 구글플레이 게임, 한국 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표25 적정주가 산출내역

	단위	2017E
매출액	십억원	108.8
순이익률	%	25.53%
순이익	십억원	38.2
EPS(a)	원	3,206
3yrs EPS CAGR('16E-'19E)	%	25.5%
적정 PER(b)	배	10.9
12개월 적정주가 (a*b)	원	35,000
적정시가총액	십억원	334.9

자료: 선데이토즈, 메리츠증권증권 리서치센터

선데이토즈(123420)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	144.1	79.7	78.5	108.8	117.3
매출액증가율 (%)	N/A	-44.7	-1.5	38.7	7.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	144.1	79.7	78.5	108.8	117.3
판매비와관리비	83.1	54.1	56.4	69.2	73.7
영업이익	61.0	25.5	22.1	39.6	43.6
영업이익률 (%)	42.3	32.0	28.2	36.4	37.2
금융수익	1.8	2.2	1.8	2.0	2.1
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.1	27.5	23.8	41.6	45.7
법인세비용	13.8	6.9	2.1	1.4	0.9
당기순이익	48.3	20.6	21.6	38.2	42.6
지배주주지분 손이익	48.4	20.4	21.6	38.2	42.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	59.8	10.3	9.0	21.5	24.6
당기순이익(손실)	48.3	20.6	20.0	30.8	33.9
유형자산감가상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
무형자산상각비	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
운전자본의 증감	-0.5	0.4	-1.3	-1.2	-0.7
투자활동 현금흐름	-67.8	-8.7	3.3	-7.1	-6.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.3	-0.8	-0.4	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1.9	-4.6	2.3	-0.3	-4.0
재무활동 현금흐름	-5.5	-1.0	-1.0	-0.5	-0.5
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-13.5	0.6	-1.5	23.6	27.5
기초현금	16.9	3.4	4.0	2.5	26.1
기말현금	3.4	4.0	2.5	26.1	53.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	106.2	106.6	104.4	135.1	165.3
현금및현금성자산	3.4	4.0	2.5	26.1	53.6
매출채권	8.3	4.7	5.3	5.5	5.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	3.3	8.7	5.7	4.1	3.3
유형자산	0.4	0.9	1.1	1.2	1.3
무형자산	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
투자자산	1.9	6.5	3.5	1.9	1.0
자산총계	109.6	115.3	112.1	143.4	177.7
유동부채	23.2	9.0	6.6	6.9	7.2
매입채무	0.0	0.0	5.5	5.7	6.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.1	1.4	0.7	0.4	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	24.3	10.4	7.7	8.1	8.5
자본금	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
기타포괄이익누계액	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	67.2	87.5	87.3	118.1	152.0
비지배주주지분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
자본총계	85.3	105.0	104.4	135.3	169.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	15,057	8,324	8,199	11,369	12,254
EPS(지배주주)	5,054	2,131	2,259	3,989	4,454
CFPS	1,925	816	2,445	4,122	4,545
EBITDAPS	6,396	2,692	2,350	4,172	4,580
BPS	8,902	10,911	10,888	14,108	17,654
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	19.6	9.1	5.9	5.2
PCR	8.9	15.2	8.4	5.7	5.1
PSR	3.9	5.0	2.5	2.1	1.9
PBR	6.5	3.8	1.9	1.7	1.3
EBITDA	61.2	25.8	22.5	39.9	43.8
EV/EBITDA	7.5	11.6	5.7	2.5	1.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	56.7	21.5	20.7	31.8	28.0
EBITDA이익률	42.5	32.3	28.7	36.7	37.4
부채비율	28.5	9.9	7.4	6.0	5.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4,650.1	-	-	-	-
매출채권회전율(x)	17.3	12.2	15.7	20.1	20.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2017. 1. 10

네오위즈게임즈 095660

신작 모멘텀 필요

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤율정**
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적은 전분기와 유사할 전망
- ✓ 웹보드가 여전한 캐쉬카우, 2016년 600억원, 2017년 800억원으로 성장할 것
- ✓ 2017년 신작 라인업은 PC게임 블레스(일본), 모바일게임 '노블레스', '탭소닉' 시리즈 등이 준비. 블레스의 콘솔 버전도 출시하는 등 플랫폼 다각화 노력
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 15,000원으로 하향

Trading Buy

적정주가 (12개월) 15,000원
현재주가 (1.9) 11,250원
상승여력 33.3%

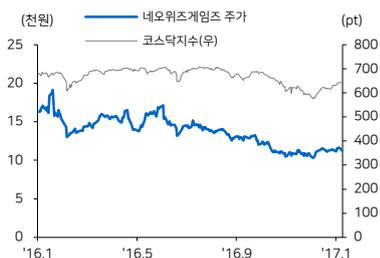
KOSDAQ	642.15pt
시가총액	2,465억원
발행주식수	2,192만주
유동주식비율	60.53%
외국인비중	6.35%
52주 최고/최저가	19,150원 / 10,300원
평균거래대금	8.7억원

주요주주(%)

(주)네오위즈홀딩스	29.37
나성균	5.18

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.90	-20.77	-31.19
상대주가	-6.63	-14.68	-9.31

주가그래프



4Q16 실적, 전분기와 유사

4분기 실적은 전분기와 유사할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 447억원(-7.0% YoY), 43억원(흑전, YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 454억원, 영업이익 25억원)에 부합한다. 웹보드가 여전한 캐쉬카우로 1Q16 130억원에서 4Q16 160억원으로 꾸준한 매출 증가 보여주고 있다. 일본 게임은 역시 4분기 겨울 성수기 효과 발생하며 5.0% YoY 증가한 192억원의 매출을 기대한다. 다만 크로스파이어 매출액은 3분기의 1개월치마저 제거된다는 점은 아쉽다.

2017년 신작 라인업 점검

2017년 신작라인업을 살펴보면, PC게임의 경우 블레스의 일본 진출이 준비되고 있으며 모바일게임의 경우 '탭소닉' 시리즈와 '노블레스(웹툰 게임)'를 준비하고 있다. 또한 플랫폼 다각화를 위해 2017년 7월에는 플레이스테이션용의 '디제이맥스 리스펙트'의 출시를 준비 중이다. 그리고 룽투코리아와 '블레스'의 모바일 버전 IP계약도 체결하며 다양한 수익원 개발을 위한 노력 중이다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 15,000 원으로 하향

신작 모멘텀 발생 전까지 보수적인 투자의견 제시하며 적정주가 역시 2017년 이후 실적추정치 하향으로 기존 18,000원에서 15,000원으로 하향 조정하였다. 참고로, 적정주가의 2017년 Target PE는 12.6배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	195.0	30.1	-7.6	-347	적전	11,478	N/A	2.0	10.5	-2.6	48.6
2015	190.1	15.8	-20.6	-940	적지	11,752	N/A	1.4	10.7	-7.5	41.7
2016E	196.2	29.5	16.3	743	흑전	13,771	15.3	0.8	4.3	5.7	37.4
2017E	205.0	31.4	26.1	1,192	60.4	14,098	9.4	0.8	4.1	8.3	38.4
2018E	236.9	49.6	33.8	1,542	29.4	14,775	7.3	0.8	2.7	10.4	38.5

표26 4Q16 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	48.1	57.1	51.9	42.4	44.7	-7.0	5.4	45.4
국내	17.7	24.1	25.2	21.8	22.3	26.3	2.3	-
웹보드	12.0	13.0	14.5	15.0	16.0	33.3	6.7	-
해외	30.4	33.0	26.7	20.7	22.5	-26.2	8.7	-
게임온	18.3	17.1	17.0	16.7	19.2	5.0	15.3	-
영업이익	-2.1	12.3	10.4	2.6	4.3	흑전	66.9	2.5
세전이익	-29.1	11.4	11.1	0.3	1.9	흑전	562.4	2.1
순이익	-27.5	7.8	8.4	-1.4	1.4	흑전	흑전	1.6

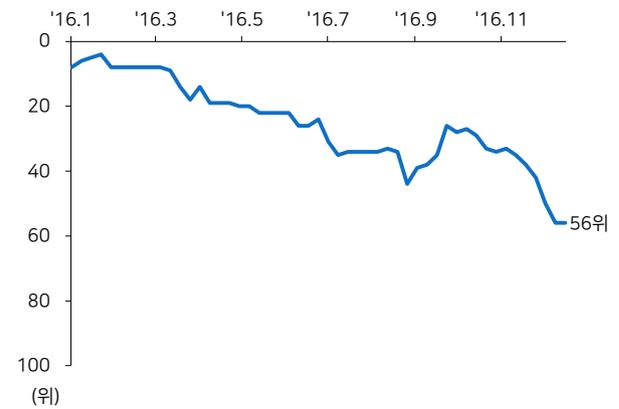
자료: 네오위즈게임즈, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 디제이맥스 리스펙트



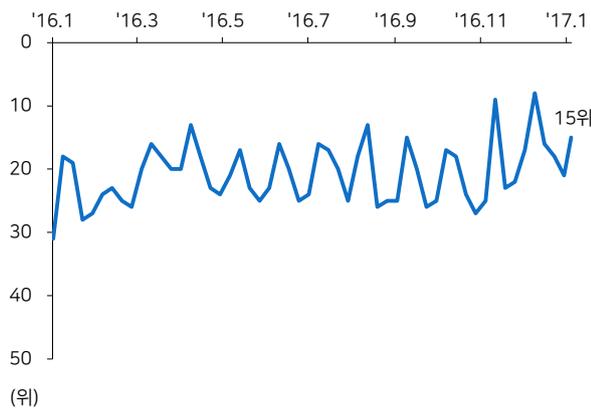
자료: 네오위즈게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 블레스 PC방 순위



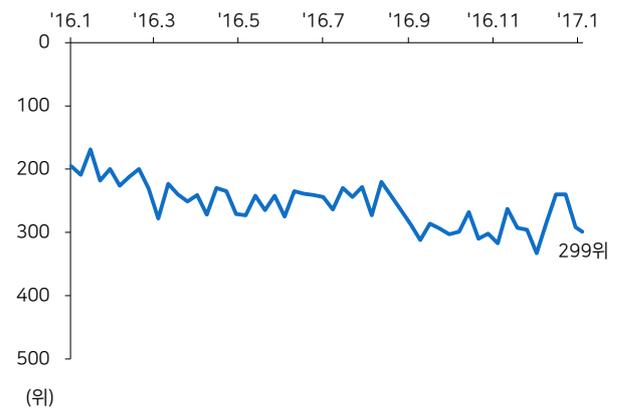
자료: 게임트릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 피망포커 매출 순위



주: 국내 구글플레이 게임매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 피망맛고 매출 순위



주: 국내 구글플레이 게임매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

네오위즈게임즈(095660)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	195.0	190.1	196.2	205.0	236.9
매출액증가율 (%)	-56.0	-2.5	3.2	4.5	15.5
매출원가	93.4	89.0	86.8	86.8	93.6
매출총이익	101.7	101.1	109.4	118.2	143.2
판매비와관리비	71.6	85.3	79.9	86.8	93.6
영업이익	30.1	15.8	29.5	31.4	49.6
영업이익률 (%)	15.4	8.3	15.0	15.3	20.9
금융수익	1.0	3.1	3.2	3.4	3.6
중속/관계기업관련손익	-8.5	-12.0	-8.1	8.5	9.0
기타영업외손익	-16.2	-21.1	4.0	4.2	4.4
세전계속사업이익	6.4	-14.3	24.7	39.5	51.1
법인세비용	13.8	7.7	8.3	13.3	17.2
당기순이익	-8.2	-21.9	16.2	26.0	33.6
지배주주지분 순이익	-7.6	-20.6	16.3	26.1	33.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	34.4	15.6	15.0	24.7	32.3
당기순이익(손실)	-8.2	-21.9	16.2	26.0	33.6
유형자산감가상각비	6.2	3.1	3.3	3.5	3.6
무형자산상각비	4.3	5.1	5.4	5.6	5.9
운전자본의 증감	-19.8	-12.6	-7.9	-12.7	-14.8
투자활동 현금흐름	-1.0	24.9	-12.9	-14.0	-9.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.1	-1.1	-0.3	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	25.9	17.5	-2.9	-3.0	-3.2
재무활동 현금흐름	-61.9	-21.3	4.0	4.2	4.4
차입금증감	-59.9	-20.2	3.1	3.2	3.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-30.1	21.2	29.8	-8.5	3.5
기초현금	71.7	41.6	62.8	92.6	84.1
기말현금	41.6	62.8	92.6	84.1	87.6

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	199.9	267.4	348.3	357.7	374.8
현금및현금성자산	41.6	62.8	92.6	84.1	87.6
매출채권	33.1	32.3	113.3	118.9	124.9
재고자산	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
비유동자산	223.4	107.0	112.3	117.9	123.8
유형자산	5.4	3.5	3.7	3.9	4.1
무형자산	32.2	7.5	7.9	8.3	8.7
투자자산	75.2	57.7	67.7	79.5	93.3
자산총계	423.3	374.4	424.4	437.6	458.8
유동부채	53.3	103.2	113.3	119.6	126.3
매입채무	8.3	9.8	25.3	26.6	27.9
단기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	59.8	62.8	65.9	69.2
비유동부채	85.2	6.9	7.4	8.0	8.6
사채	58.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	138.5	110.1	115.6	121.4	127.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4
기타포괄이익누계액	-19.0	-16.6	-16.6	-16.6	-16.6
이익잉여금	210.7	190.3	186.8	194.3	209.4
비지배주주지분	1.0	-0.8	-0.8	-1.0	-1.1
자본총계	284.8	264.3	308.8	316.3	331.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	8,899	8,673	8,951	9,355	10,809
EPS(지배주주)	-347	-940	743	1,192	1,542
CFPS	2,345	1,514	1,168	1,736	2,159
EBITDAPS	1,849	1,098	1,742	1,847	2,700
BPS	11,478	11,752	13,771	14,098	14,775
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	15.3	9.4	7.3
PCR	9.7	10.7	9.7	6.5	5.2
PSR	2.6	1.9	1.3	1.2	1.0
PBR	2.0	1.4	0.8	0.8	0.8
EBITDA	40.5	24.1	38.2	40.5	59.2
EV/EBITDA	10.5	10.7	4.3	4.1	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.6	-7.5	5.7	8.3	10.4
EBITDA이익률	20.8	12.7	19.5	19.7	25.0
부채비율	48.6	41.7	37.4	38.4	38.5
금융비용부담률	3.0	2.0	2.0	2.0	1.9
이자보상배율(x)	5.1	4.2	7.4	7.5	11.3
매출채권회전율(x)	5.7	5.8	2.7	1.8	1.9
재고자산회전율(x)	709.8	1,450.2	6,737.6	4,100.4	4,737.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 1월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 1월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 1월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

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

NAVER(035420) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김민준	
2015.01.30	기업브리프	Buy	1,100,000	김민준	
2015.03.06	기업브리프	Buy	1,100,000	김민준	
2015.04.20	산업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2015.05.04	기업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2015.07.16	산업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2015.10.07	기업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2015.10.30	기업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2015.12.03	산업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.01.15	산업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.01.29	기업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.03.28	산업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.04.07	산업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.04.29	기업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.06.13	기업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.07.12	산업리포트	StrongBuy	1,100,000	김민준	
2016.07.29	기업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2016.09.27	기업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2016.10.12	산업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2016.12.14	기업리포트	Buy	1,100,000	김민준	
2017.01.10	산업리포트	Buy	1,100,000	김민준	

카카오(035720) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.13	산업브리프	Buy	160,000	김민준	
2015.02.13	기업브리프	Buy	160,000	김민준	
2015.04.20	산업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.05.15	기업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.07.16	산업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.08.17	기업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.10.26	기업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.11.13	기업리포트	Buy	160,000	김민준	
2015.12.03	산업리포트	Buy	160,000	김민준	
2016.01.12	기업리포트	Buy	160,000	김민준	
2016.01.15	산업리포트	Buy	160,000	김민준	
2016.02.11	기업리포트	Hold	130,000	김민준	
2016.04.07	산업리포트	Hold	130,000	김민준	
2016.04.22	기업리포트	Hold	130,000	김민준	
2016.05.13	기업리포트	Hold	110,000	김민준	
2016.07.12	산업리포트	Hold	110,000	김민준	
2016.08.12	기업리포트	Hold	100,000	김민준	
2016.10.12	산업리포트	Hold	100,000	김민준	
2016.11.11	기업리포트	Trading Buy	100,000	김민준	
2016.11.23	산업리포트	Trading Buy	100,000	김민준	
2017.01.10	산업리포트	Trading Buy	100,000	김민준	

엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.13	산업브리프	Buy	250,000	김민준	
2015.02.12	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2015.05.14	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2015.07.10	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2015.07.16	산업리포트	Buy	270,000	김민준	
2015.10.14	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2015.11.05	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2015.12.03	산업리포트	Buy	270,000	김민준	
2015.12.11	기업브리프	Buy	270,000	김민준	
2016.01.15	산업리포트	Buy	270,000	김민준	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.05.26	산업리포트	Buy	300,000	김민준	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김민준	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김민준	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김민준	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김민준	
2016.11.23	산업리포트	Buy	350,000	김민준	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김민준	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김민준	

컴투스(078340) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.13	산업브리프	Buy	200,000	김민준	
2015.03.20	기업브리프	Buy	250,000	김민준	
2015.04.20	산업리포트	Buy	250,000	김민준	
2015.05.27	기업브리프	Buy	180,000	김민준	
2015.07.16	산업리포트	Buy	180,000	김민준	
2015.08.13	기업브리프	Buy	180,000	김민준	
2015.11.11	기업브리프	Buy	180,000	김민준	
2016.01.15	산업리포트	Buy	180,000	김민준	
2016.02.04	기업브리프	Buy	180,000	김민준	
2016.04.07	산업브리프	Buy	180,000	김민준	
2016.05.12	기업브리프	Buy	180,000	김민준	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김민준	
2016.10.12	산업브리프	Buy	120,000	김민준	
2016.11.09	기업브리프	Buy	120,000	김민준	
2017.01.10	산업브리프	Buy	120,000	김민준	

NHN엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.09	기업브리프	Hold	90,000	김민준	
2015.01.13	산업브리프	Buy	90,000	김민준	
2015.02.05	기업브리프	Hold	90,000	김민준	
2015.04.20	산업리포트	Hold	90,000	김민준	
2015.05.11	기업브리프	Hold	70,000	김민준	
2015.07.16	산업리포트	Hold	70,000	김민준	
2015.08.07	기업브리프	Hold	70,000	김민준	
2015.11.13	기업브리프	Hold	70,000	김민준	
2016.01.15	산업리포트	Hold	70,000	김민준	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김민준	
2016.04.07	산업브리프	Hold	70,000	김민준	
2016.05.16	기업브리프	Buy	75,000	김민준	
2016.06.17	기업브리프	Buy	75,000	김민준	
2016.07.12	산업브리프	Buy	75,000	김민준	
2016.08.16	기업브리프	Buy	75,000	김민준	
2016.10.12	산업브리프	Buy	75,000	김민준	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김민준	
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김민준	

게임빌(063080) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.13	산업브리프	Buy	170,000	김민준 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민	
2015.02.11	기업브리프	Buy	170,000		
2015.05.13	기업브리프	Buy	170,000		
2015.07.16	산업분석	Buy	170,000		
2015.08.13	기업브리프	Buy	120,000		
2015.11.11	기업브리프	Buy	120,000		
2016.01.15	산업분석	Buy	120,000		
2016.02.04	기업브리프	Buy	120,000		
2016.02.25	기업브리프	Buy	120,000		
2016.04.07	산업브리프	Buy	120,000		
2016.05.12	기업브리프	Buy	120,000		
2016.07.12	산업브리프	Buy	120,000		
2016.08.11	기업브리프	Buy	100,000		
2016.10.12	산업브리프	Buy	100,000		
2017.01.10	산업브리프	Buy	70,000		

조이시티(067000) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.05.26	산업분석	Buy	35,000	김민준 김재민 김재민 김재민	
2016.07.26	산업브리프	Buy	40,000		
2016.09.09	기업브리프	Buy	40,000		
2017.01.10	산업브리프	Buy	40,000		

선데이토즈(123420) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.17	기업분석	Buy	22,000	김민준 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민 김재민	
2016.01.15	산업분석	Buy	22,000		
2016.01.22	기업브리프	Buy	18,000		
2016.04.07	산업브리프	Buy	15,000		
2016.09.09	기업브리프	Buy	45,000		
2016.11.04	기업브리프	Buy	35,000		
2017.01.10	산업브리프	Buy	35,000		

네오위즈게임즈(095660) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.07.01	기업브리프	Buy	18,000	김민준 김재민 김재민	
2016.07.26	산업브리프	Buy	18,000		
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	15,000		