



### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Overweight

### Top Picks

카카오(035720)	Buy	170,000원
넷마블게임즈(251270)	Buy	200,000원

### 관련종목

NAVER (035420)	Buy	1,000,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
NHNE(181710)	Buy	100,000원
컴투스(078340)	Buy	140,000원
게임빌(063080)	Buy	80,000원

# 인터넷/게임

## 3Q17 Preview: 패러다임의 변화

- ✓ 2017년 인터넷/게임 업종의 주가상승률은 16.8%, 1) '리니지M'의 흥행사이클 장기화, 2) 카카오뱅크의 성공, 3) '웨이브'와 '카카오미니'의 완판 행진으로 신규기술 플랫폼 성장 기대감 고조에 주로 기인
- ✓ 3분기 실적은 대체로 예상대로 무난할 전망. 광고시장 비수기이나 쇼핑과 콘텐츠의 성장은 지속되며, 국내 게임시장 규모는 IP게임의 호조로 확대되고 있기 때문
- ✓ 3Q17 어닝모멘텀은 엔씨소프트, 넷마블게임즈 등이 양호할 전망

### 인터넷/게임 업종, Overweight 의견 유지

2017년 인터넷/게임 업종의 평균 주가상승률은 16.8%를 기록하였다. 1) '리니지M'의 흥행사이클 장기화, 2) 카카오뱅크의 성공, 3) '웨이브'와 '카카오미니'의 완판 행진으로 신규기술 플랫폼 성장 기대감 고조 등에 주로 기인한다.

#### 1. '리니지 M'의 흥행 사이클 장기화

'리니지M'은 6월 21일 출시 이후 일매출 수준 안정적으로 잘 유지되고 있다. 일매출 수준은 6월 80억원, 7월 70억원, 8월 60억원, 9월 50억원으로 매우 견조하다고 추정하였다. 실제 7월 5일 거래소 추가, 8월 9일 혈맹 레이드 이벤트, 9월 13일 오만의 탑 업데이트를 진행하여 매출이 급등하기도 하였으나 꾸준히 잘 유지되고 있다.

#### 2. 카카오뱅크의 성공

카카오뱅크는 2017년 7월 27일 출범 이후 2개월만에 390만 고객수, 수신과 여신 각각 3.1조원, 2.6조원 기록하며 폭발적 성장세를 구가하고 있다. 카카오뱅크의 성공은 카카오의 광고/게임/콘텐츠 비즈니스에 대한 재평가로 이어지고 있으며 연내 카카오택시 유료화와 카카오게임즈의 '배틀그라운드' 성공 여부에 주목한다.

#### 3. 웨이브, 카카오미니가 우리집에 왔다

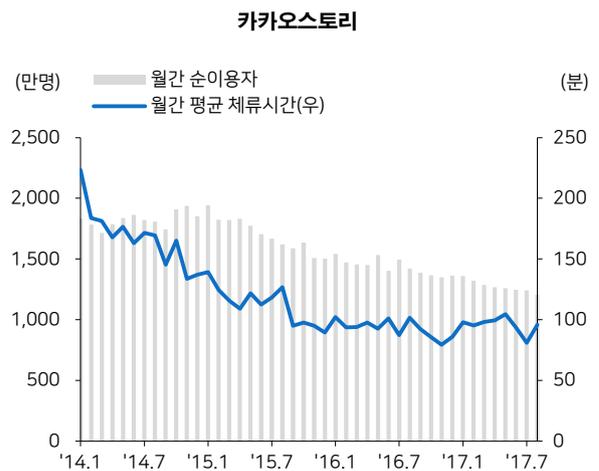
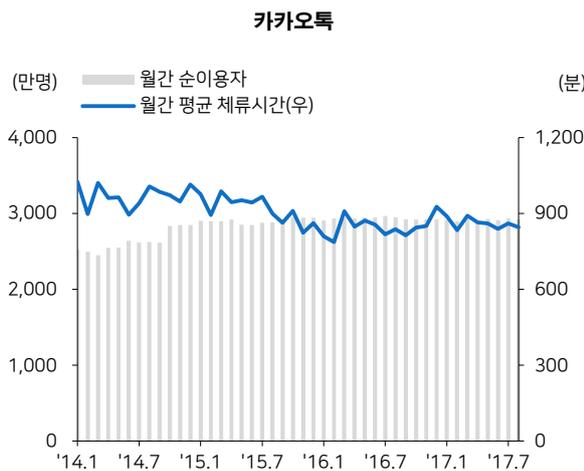
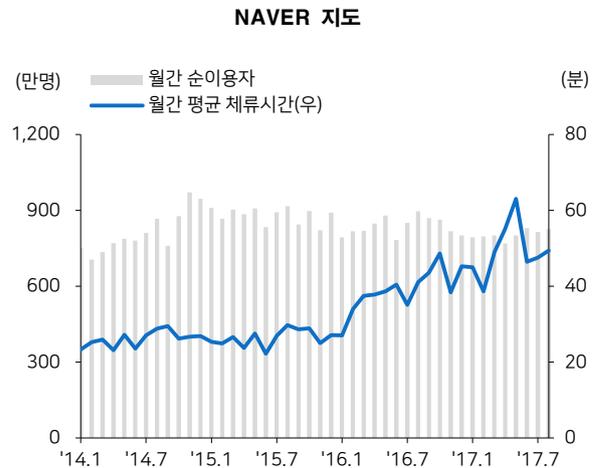
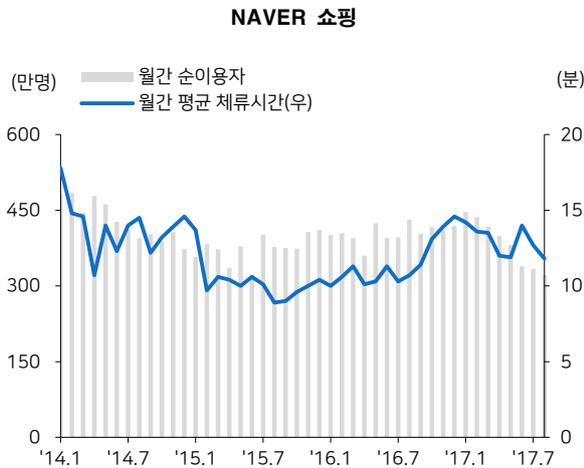
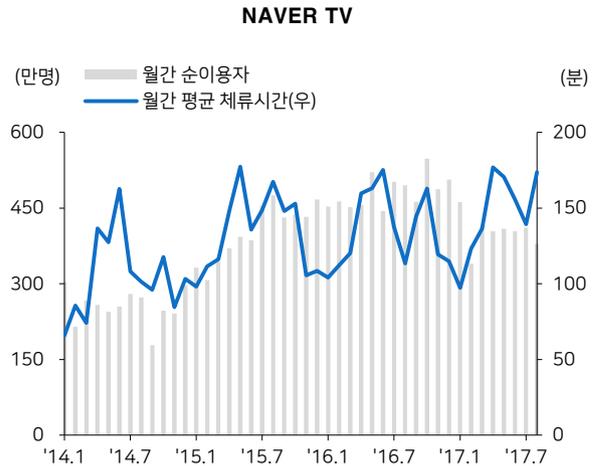
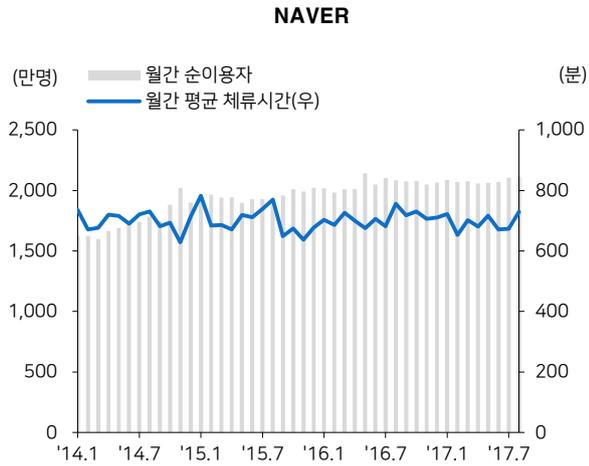
NAVER의 시스피커 '웨이브'와 카카오의 '카카오미니'가 각각 9월 7천대, 3천대의 물량을 판매하였으며 모두 조기 완판되며 큰 인기를 끌었다. 인터넷플랫폼 회사의 인공지능 스피커는 1) 빅데이터, 2) 검색, 뉴스, 음악 등 콘텐츠의 풍부함, 3) 음성인식 등 기술적인 우위도 확보했다고 판단된다.

### 3Q17 어닝모멘텀은 엔씨소프트, 넷마블게임즈

3분기 인터넷광고 시장은 비수기이나 쇼핑과 콘텐츠의 성장은 지속되며, 국내 게임시장은 IP게임의 호조로 한단계 레벨업되고 있다. 3분기 인터넷업종의 실적은 대체로 무난하나 엔씨소프트, 넷마블게임즈의 실적 모멘텀 두드러질 전망이다.

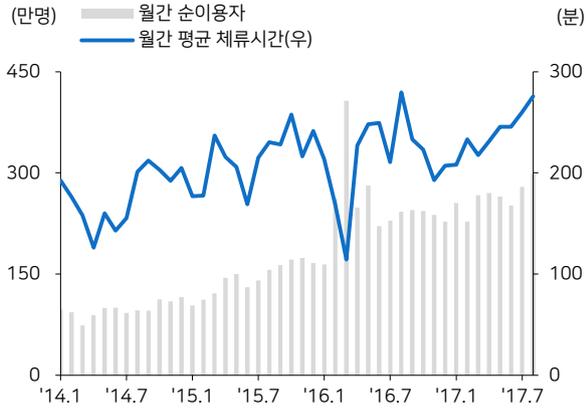
# 인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

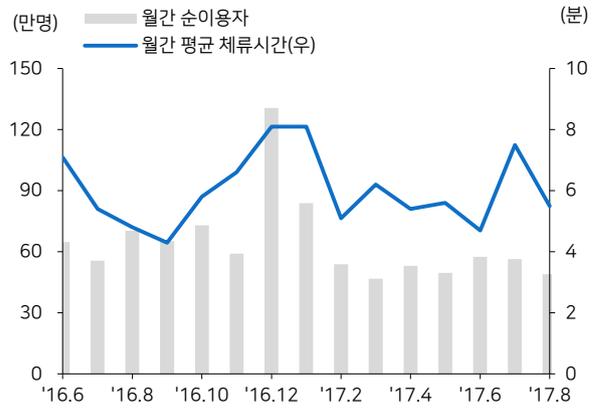


주: NAVER쇼핑은 모바일 웹, 나머지는 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스  
 자료: 코리안클릭, 메리츠증권리서치센터

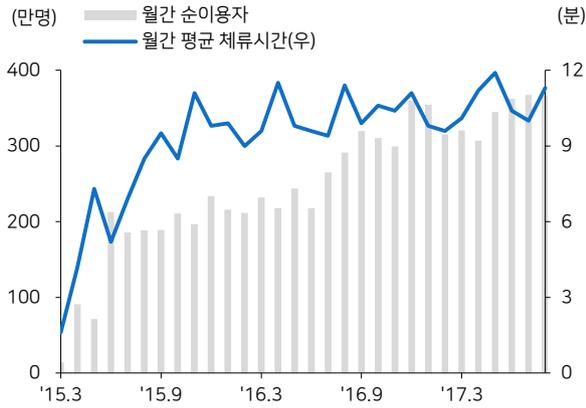
카카오내비



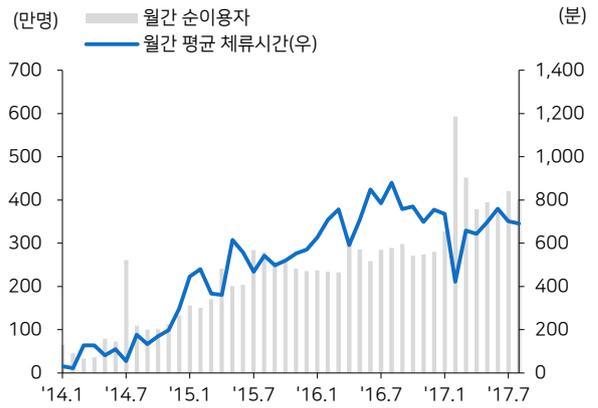
카카오드라이버



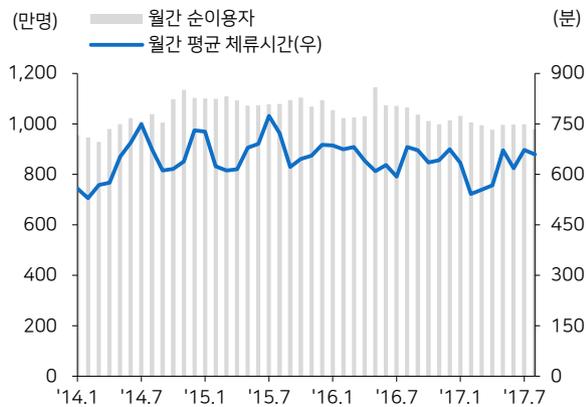
카카오택시



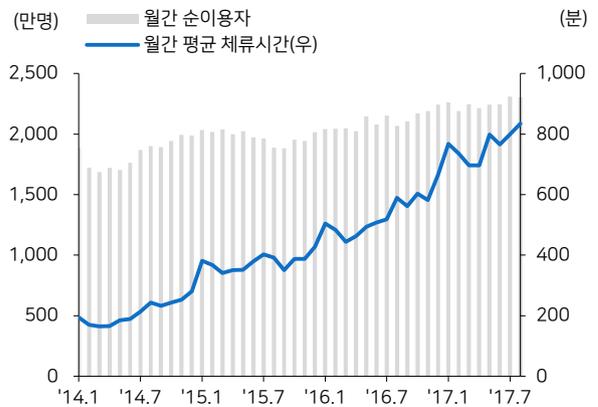
카카오페이지



페이스북



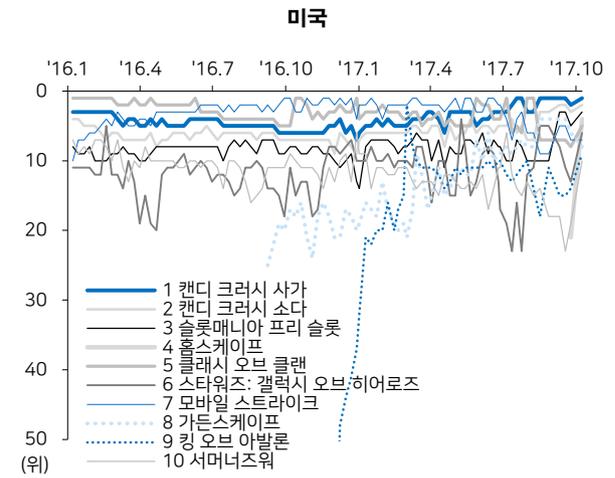
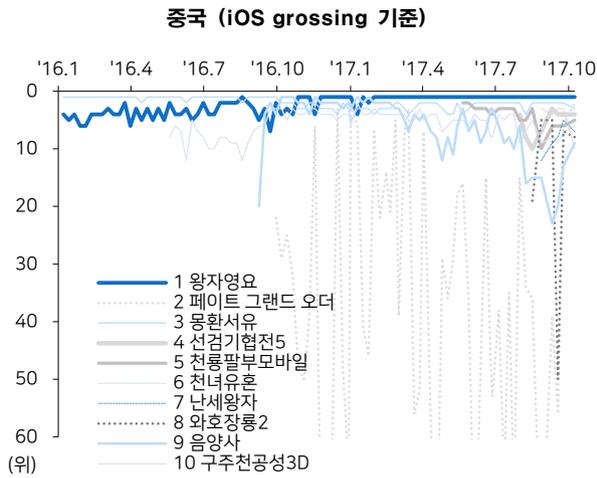
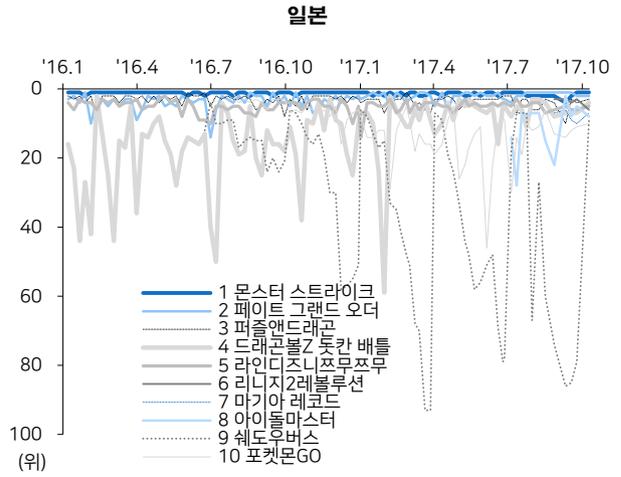
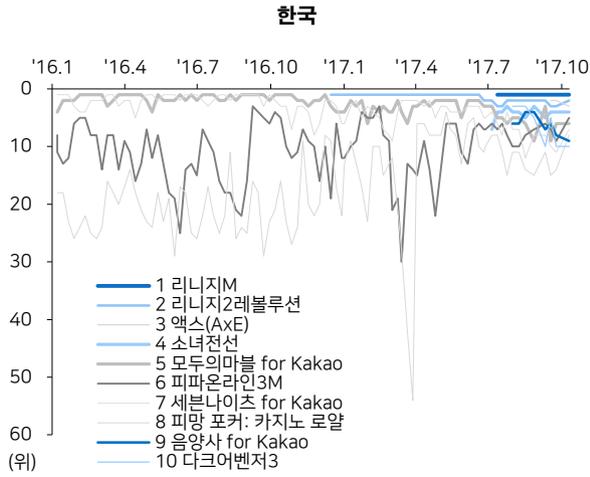
Youtube



주: 모바일 앱 traffic data

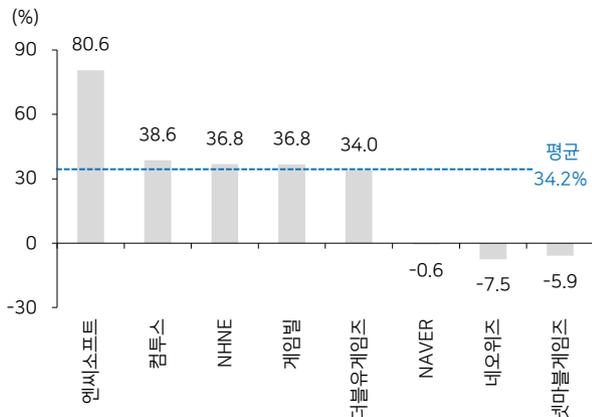
자료: 코리안클릭, 메리츠증권리서치센터

그림2 국가별 게임순위



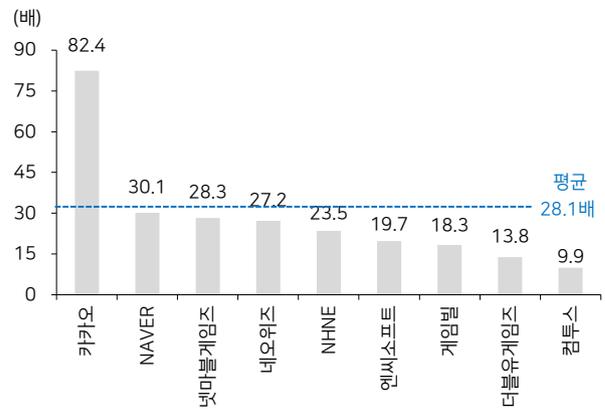
주: 2017.10.10 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2017년 인터넷/게임 업종 주가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 2017E 인터넷/게임 업종 PER 비교



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

인터넷/게임 업종,  
투자의견 Overweight 유지

### 패러다임의 변화

2017년 인터넷/게임 업종의 주가수익률은 16.8%로 매우 양호하다. 3분기 인터넷/게임 산업의 패러다임은 1) 카카오뱅크의 흥행, 2) '리니지M'의 흥행 사이클 장기화, 3) NAVER와 카카오의 AI스피커 판매 본격화 등으로 본격 변화하고 있다.

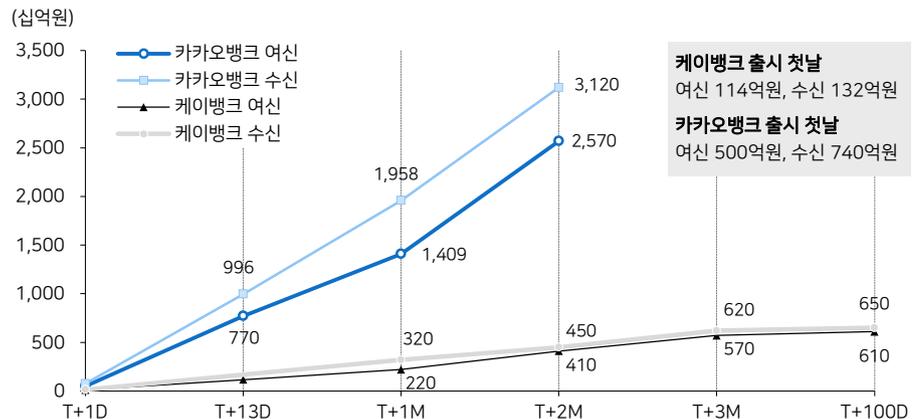
첫째, 카카오뱅크는 출시된지 2개월 만에 390만 신규고객, 3.1조원의 수신, 2.6조원의 여신을 달성하였다(9월 28일 기준). 참고로 케이뱅크는 곧 비대면 주택담보대출과 방카슈랑스를 출시할 계획인데 100% 비대면 신청이 가능한 아파트 담보대출은 복잡한 금리우대 조건을 없애고 주말에도 신청을 받을 예정이다. 방카슈랑스 역시 이용자가 별도 회원가입이나 로그인없이 저가형 보장성 상품, 환급률이 높은 저축보험상품군 등을 준비하고 있다.

그림5 인터넷/게임업종 2017년 연간 수익률 16.8% 시현



주: 인터넷/게임 업종은 NAVER, 카카오, 넷마블게임즈, 엔씨소프트, 컴투스, 게임빌, NHN엔터, 더블유게임즈 합산 산정  
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

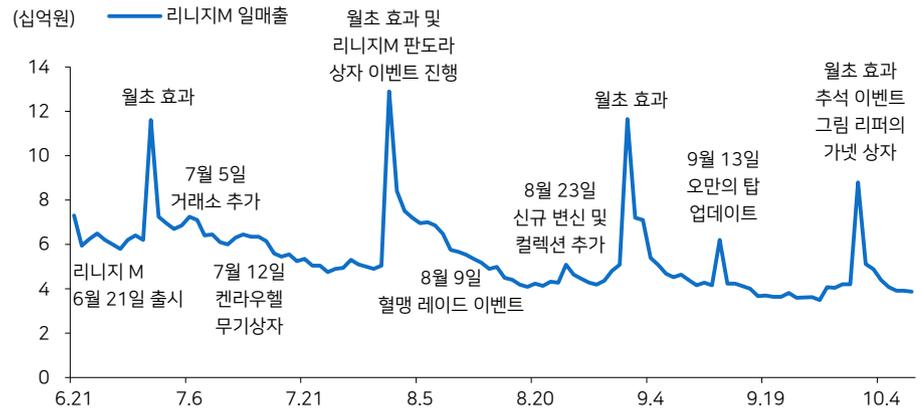
그림6 카카오뱅크 vs 케이뱅크 - 2개월만에 2.6조원의 여신 기록



자료: 카카오, 케이뱅크, 메리츠증권리서치센터

둘째, '리니지M'의 흥행 사이클은 리니지IP, 엔씨소프트의 게임운영 능력, 20년 가까운 PC게임 콘텐츠에 힘입어 장기화되고 있다. 셋째, NAVER와 카카오가 각각 9월 14일, 9월 18일부터 AI스피커의 판매를 본격화하였고 준비된 물량을 조기에 판매종료하며 초기 흥행에 성공하였다. 인터넷 플랫폼의 AI 스피커는 1) 빅데이터, 2) 뉴스, 음악 등 풍부한 콘텐츠, 3) 음성인식 기술 등 기술적 안정성 측면에서 우위에 있다고 판단한다.

그림7 리니지M의 흥행 사이클 장기화



자료: 엔씨소프트, 모바일인덱스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 NAVER '웨이브'



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 카카오 '미니'



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사 (십억원)	시가총액 (10/11) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액		영업이익		순이익	
		2017E	2018E						2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
NAVER	24.9	29.7	24.0	16.0	1.9	18.4	4.9	15.3	4,598.0	5,216.0	1,204.2	1,434.9	841.6	1,037.7
넷마블게임즈	12.9	28.3	21.8	43.8	0.6	17.5	3.1	14.4	2,529.8	3,097.1	626.3	861.0	477.3	662.7
카카오	10.1	79.7	62.4	50.6	1.6	3.4	2.7	32.0	1,907.0	2,184.2	177.8	248.1	130.3	167.3
엔씨소프트	9.6	20.9	16.1	33.6	0.6	22.6	4.1	13.6	1,760.4	2,094.0	634.4	821.3	488.7	638.9
NHN엔터테인먼트	1.4	22.2	15.5	14.2	1.6	3.4	0.9	10.3	935.1	1,030.2	49.4	78.0	52.5	80.7
더블유게임즈	0.9	14.4	8.5	45.4	0.3	17.5	2.0	12.3	328.7	495.4	94.3	166.8	72.9	130.2
필어비스	1.3	-	23.5	45.7	0.5	-	-	-	-	93.0	-	59.6	-	50.9
컴투스	1.6	10.4	8.9	9.9	1.1	21.9	2.0	4.6	525.2	607.1	199.2	228.9	154.1	179.7
게임빌	0.4	18.3	11.0	11.4	1.6	9.2	1.7	722.9	141.3	184.7	-4.8	11.8	22.5	38.7
Average	7.0	28.0	21.3	30.1	1.1	14.2	2.7	103.2	1,590.7	1,666.8	372.6	434.5	280.0	331.9

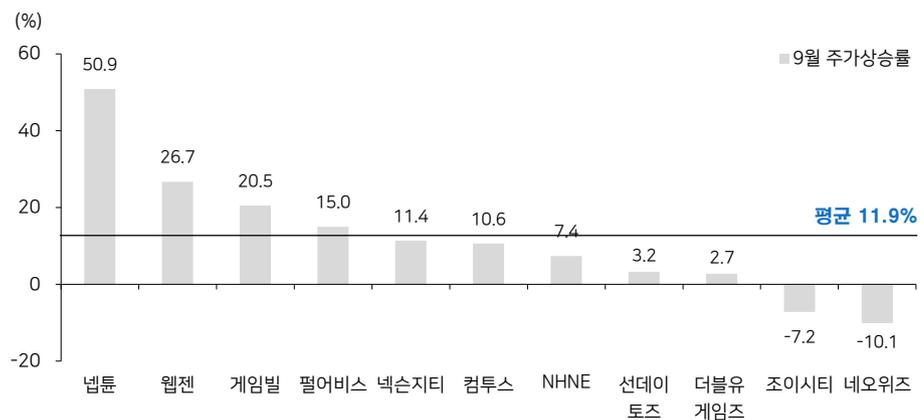
자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

### 게임업종 추가밸리

#### 이유있는 추가상승

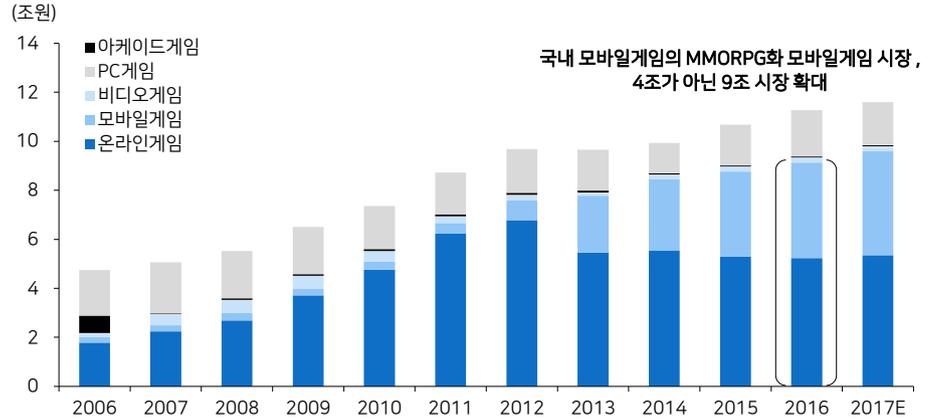
게임업종의 추가 상승세가 엔씨소프트, 넷마블게임즈와 같은 대형주에서 중소형 게임업종으로 확대되고 있다. 9월 중소형 게임업종의 추가 상승률은 평균 11.9%를 기록하였는데, 이와 같은 투자심리 제고에는 1) '배틀그라운드(개발사:블루홀)'와 '엑스(AxE, 개발사: 넥슨레드)'의 흥행으로 중소형 개발사의 게임개발 및 흥행 능력에 대해 다시 평가하게 되었으며, 2) 지난 몇 년 동안 중소형 게임업종의 주가가 부진하면서 밸류에이션이 PER 10~15배 수준으로 많이 하락하였다는 점과, 3) 국내 모바일게임 시장이 IP게임과 MMORPG의 등장으로 한단계 도약하고 있다는 점도 긍정적으로 작용하였다. 게임 시장의 파이가 커지고 있다는 점은 추가 히트게임이 지속적으로 나올 수 있는 이유이다.

그림10 9월 중소형 게임주의 추가 상승률



자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

그림11 국내 모바일게임 시장규모 - 이제 4조가 아닌 9조 시장



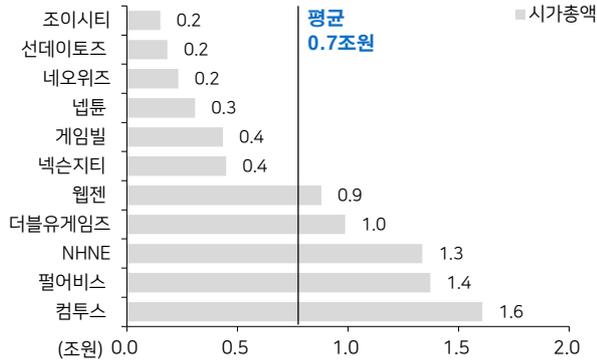
자료: 게임백서, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 2017년 하반기 이후 신작 게임 라인업

구분	게임	퍼블리셔	개발사	출시 시점	비고
모바일	아키에이지 비긴즈	게임빌	엑스엘게임즈	2017. 10. 25	PC온라인게임 '아키에이지' IP 활용
	테라M	넷마블	블루홀	2017년 11월	인기 PC온라인게임 '테라' IP 활용
	로열블러드	게임빌	게임빌	4Q17	게임빌 자체개발 모바일 MMORPG
	블레이드앤소울	넷마블	체리벅스	4Q17	엔씨소프트 PC게임 '블레이드앤소울' IP 활용
	세븐나이츠 MMO	넷마블	넷마블넥서스	4Q17	넷마블게임즈 모바일게임 '세븐나이츠' IP 활용
	페이튼 / 그랜드 오더	넷마블	딜라이트웍스	4Q17	일본 인기 모바일게임 '페이튼/그랜드오더' 국내 서비스
	열혈강호 for Kakao	쿵투코리아	쿵투게임	4Q17	인기 만화 '열혈강호' IP 활용한 모바일 MMORPG
	라그나로크 M	그라비티	그라비티	4Q17	중국에서 '선경전설RO'라는 이름으로 먼저 출시
	펜텀게이트	넷마블	레벨나인	4Q17	북미 시장 목표로 스토리 중심의 어드벤처 RPG
	테리아사가	넷마블	넷마블블루	4Q17	일본 시장 겨냥해 만든 모바일 RPG
	체인스트라이크	컴투스	컴투스	4Q17	RPG와 체스를 결합한 장르로 5X7의 보드판에서 대결
	버디크러시	컴투스	컴투스	4Q17	실시간 멀티플레이가 가능한 캐주얼 골프 게임
	댄스빌	컴투스	컴투스	4Q17	전연령층용 캐주얼 샌드박스 게임. 뮤직비디오 제작, 공유
	서머너즈워 MMO	컴투스	컴투스	1H18	컴투스 인기 장수 모바일게임 '서머너즈워' IP 활용
	블레이드앤소울 MMO	엔씨소프트	엔씨소프트	1H18	엔씨소프트의 인기 게임 '블레이드앤소울' IP 활용
	검은사막 모바일	펄어비스	펄어비스	1H18	글로벌 인기 PC온라인게임 '검은사막' IP 활용
	스톤에이지 MMORPG	넷마블	넷마블엔투	1H18	글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	이카루스M	넷마블	위메이드엔터	1H18	인기 온라인게임 '이카루스' IP 활용한 모바일 MMORPG
	스카이랜더스 모바일	컴투스	컴투스	1H18	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴
	히어로즈워2	컴투스	컴투스	1H18	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
A.C.E	게임빌	드래곤플레이	1H18	전략시뮬레이션과 롤플레이의 결합	
PC	배틀그라운드	카카오게임즈	블루홀	4Q17	글로벌 게임 서비스 플랫폼 스팀 동접자 1위 기록한 인기작
	니드포스피드엣지	넥슨	스피어헤드	4Q17	EA의 유명 레이싱 게임 '니드포스피드' IP 활용
	타이탄폴 온라인	넥슨	넥슨지티	4Q17	인기 PC 패키지 FPS 게임 '타이탄폴' IP 활용

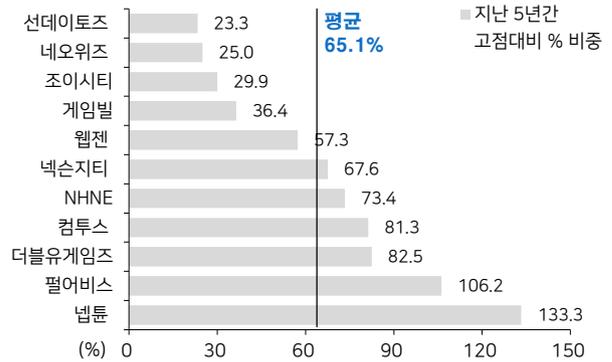
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리

그림12 게임업종 시가총액



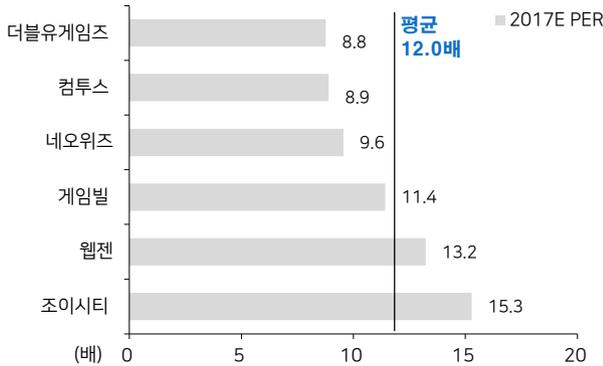
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 게임업종, 지난 5년간 고점대비 시가총액 비중



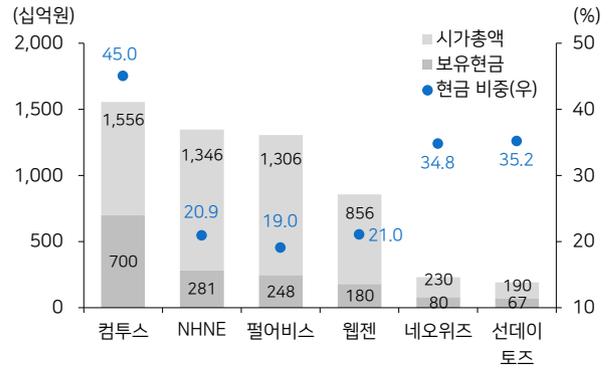
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 게임업종 2017E PER



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 게임업종, 시가총액 대비 보유 현금



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

블루홀의 '배틀그라운드'

'배틀그라운드'는 2017년 3월 북미 스팀 플랫폼에 선출시후 누적매출 3.6억달러, 1,200만장의 패키지 판매를 기록하며 글로벌 히트되고 있다. 개발사인 블루홀은 '배틀그라운드'의 성공으로 장외에서 기업가치가 10배 이상 급등하는 등 폭발적 상승세를 시현하였다. 넵툰과 카카오게임즈는 블루홀 지분을 각각 2.4%씩 보유하고 있어 지분가치 재평가로 인해 긍정적인 영향을 받고 있다. 참고로, '배틀그라운드'의 게임 내용은 외판 섬에서 총 100명의 플레이어가 다양한 무기와 전략을 이용해 마지막 1명이 살아남는 순간까지 전투를 하는 배틀 로얄 게임이다. 플레이어는 점점 좁혀지는 경기 구역내에서 전략적으로 배치된 무기, 차량 및 소모품을 찾아 '최후의 1인'이 되기 위해 죽음에 맞선 긴장되고 치열한 전투를 하게 된다.

넥슨지티의 '엑스(AxE)'

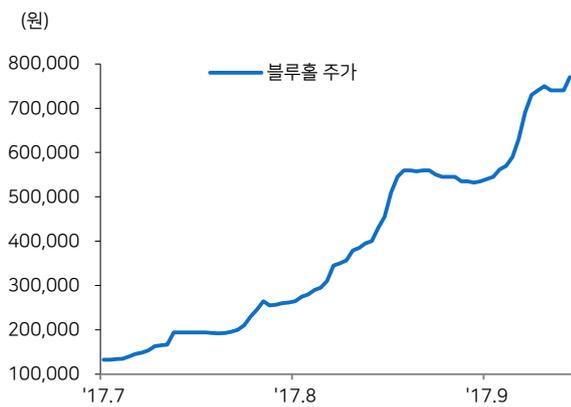
한편, 국내 게임시장에서 '엑스(AxE)'는 넥슨의 대작 MMORPG로 리니지IP의 양강 체제를 무너뜨렸다는 점에서 주목할 만 하다. 엑스의 주요 특징은 1) 레볼루션의 대규모 이용자 대전 시스템인 '분쟁전'을 구현했으며, 2) 모바일 MMORPG 최초의 진영 시스템을 도입하였다는 점이다. '엑스'는 넥슨지티의 100% 자회사 넥슨레드가 개발하였으며 수익배분 비율은 구글/애플:넥슨:넥슨지티=30%:35%:35%로 추정된다.

그림16 배틀그라운드



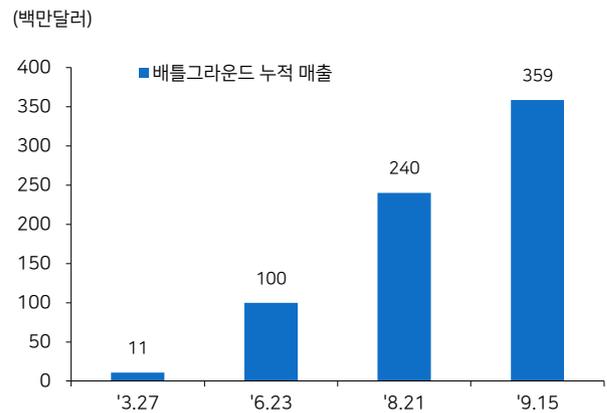
자료: 블루홀, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 블루홀 최근 3개월 주가 추이



자료: 38커뮤니케이션즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 배틀그라운드 누적 매출



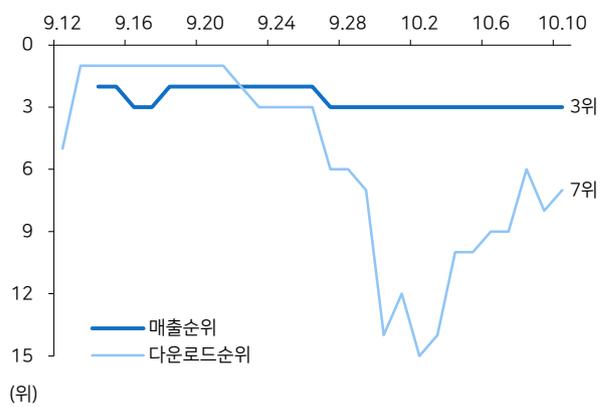
주: 패키지 가격 단순 고려 시  
자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 넥슨지티 시가총액



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 '액스(AxE)'의 다운로드 및 매출순위



주: 2017.10.10 구글플레이 국내 게임 카테고리 순위  
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief  
2017. 10. 12

# NAVER 035420

## 도약을 위한 숨고르기

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 하회할 전망. 네이버의 주요 성장 동력인 '쇼핑'의 호조
- ✓ 다만 신규기술 관련 인력 총원 및 투자는 지속. 이익 성장 둔화
- ✓ 웨이브, 9월 2차 판매 역시 완판. 인터넷플랫폼의 시스피커 경쟁력은 빅데이터
- ✓ 투자 의견 Buy 유지하나, 적정주가는 2018년 이익 전망치 조정으로 1,000,000원으로 하향

### Buy

**적정주가 (12개월)** 1,000,000 원  
**현재주가 (10.11)** 751,000 원  
**상승여력** 33.2%

KOSPI	2,458.16pt
시가총액	247,550억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	78.69%
외국인비중	59.89%
52주 최고/최저가	960,000원/720,000원
평균거래대금	720.3억원

**주요주주(%)**

국민연금공단	10.41
Aberdeen Asset Management	5.04
BlackRock Fund Advisors	5.03
이해진	4.31

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	-2.5	-12.9
상대주가	0.1	-15.7	-28.0

**주가그래프**



### 3Q17 실적, 기대치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,560억원(+14.1% YoY), 2,872억원(+1.7% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1조 1,515억원, 영업이익 2,966억원)대비 하회한다. 사업부문별로는 광고 1,197억원(+21.6% YoY), 비즈니스 플랫폼 5,165억원(+11.7% YoY), IT플랫폼 533억원(+73.2% YoY), 콘텐츠 서비스 251억원(+11.7% YoY), 라인 및 기타플랫폼 4,414억원(+10.6 YoY)으로 전망한다.

광고 매출액은 쇼핑 광고 성장으로 호조, IT플랫폼은 네이버페이 거래액 증가로 성장, 콘텐츠 서비스는 16년 6월 윈스토어 통합 출범 효과 제거되며 성장세로 전환한다. 영업이익률은 24.8%로 전분기대비 0.4%p 하락한다. 마케팅비는 네이버앱 리브랜딩 TV광고 집행되었으며, 신규기술 인력총원으로 인건비 증가 지속된다.

### '샐리'의 등장

NAVER의 시스피커 '웨이브'가 2차리에 걸친 사전판매에서 완판되며 흥행에 성공했다. 3분기 웨이브 매출액은 약 10억원으로 미미하나, NAVER의 첫 하드웨어 매출이며 신규기술 관련 수익이 처음으로 가시화된다는 측면에서 주목한다. NAVER 시스피커의 경쟁력은 1) 하드웨어의 기술적 안정성, 2) 네이버 뉴스, 뮤직 등 콘텐츠 경쟁력, 3) 이용자의 빅데이터 등에 존재한다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 100 만원으로 하향

NAVER에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 100만원으로 하향한다. 동사의 쇼핑 플랫폼 경쟁력, 신규기술 관련 투자로 중장기 성장전망 긍정적이다. 2018년 이익 추정치 조정으로 적정주가는 소폭 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,253.9	830.2	518.8	15,684	14.4	61,318	41.8	10.7	20.7	26.5	93.2
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	23,028	46.8	105,653	34.1	7.3	18.2	26.2	54.3
2017E	4,609.2	1,162.1	793.3	24,082	4.6	128,050	31.0	5.8	16.2	20.0	18.2
2018E	5,233.8	1,269.2	862.8	26,190	8.8	152,374	28.5	4.9	15.0	18.1	17.3
2019E	5,962.9	1,460.2	991.9	30,108	15.0	180,427	24.8	4.1	13.2	17.5	16.6

### 3Q17 Preview : 도약을 위한 숨고르기

#### 기대치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,560억원(+14.1% YoY), 2,872억원(+1.7% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1조 1,515억원, 영업이익 2,966억원)대비 하회한다. 사업부문별로는 광고 1,197억원(+21.6% YoY), 비즈니스 플랫폼 5,165억원(+11.7% YoY), IT플랫폼 533억원(+73.2% YoY), 콘텐츠 서비스 251억원(+11.7% YoY), 라인 및 기타플랫폼 4,414억원(+10.6 YoY)으로 전망한다.

광고 매출액은 쇼핑 광고 성장으로 호조, IT플랫폼은 네이버페이 거래액 증가로 성장, 콘텐츠 서비스는 16년 6월 윈스토어 통합 출범 효과 제거되며 성장세로 전환한다. 영업이익률은 24.8%로 전분기대비 0.4%p 하락한다. 마케팅비는 네이버앱 리브랜딩 TV광고 집행되었으며, 신규기술 인력충원으로 인건비 증가 지속된다.

표3 3Q17 Preview: 기대치 하회 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
<b>매출액</b>	<b>1,013.1</b>	<b>1,085.0</b>	<b>1,082.3</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,156.0</b>	<b>14.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1,151.5</b>
광고	98.4	123.0	99.7	117.7	119.7	21.6	1.7	-
비즈니스플랫폼	462.3	491.3	509.7	520.5	516.5	11.7	-0.8	-
IT플랫폼	30.8	39.0	43.4	49.4	53.3	73.2	7.9	-
콘텐츠서비스	22.5	22.5	23.5	24.4	25.1	11.7	2.9	-
LINE 및 기타플랫폼	399.1	409.2	406.0	417.6	441.4	10.6	5.7	-
<b>영업이익</b>	<b>282.3</b>	<b>290.3</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>287.2</b>	<b>1.7</b>	<b>0.7</b>	<b>296.6</b>
<b>세전이익</b>	<b>288.0</b>	<b>276.1</b>	<b>306.8</b>	<b>305.1</b>	<b>295.1</b>	<b>2.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>305.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>194.5</b>	<b>176.7</b>	<b>205.5</b>	<b>173.1</b>	<b>203.3</b>	<b>4.5</b>	<b>17.4</b>	<b>210.8</b>

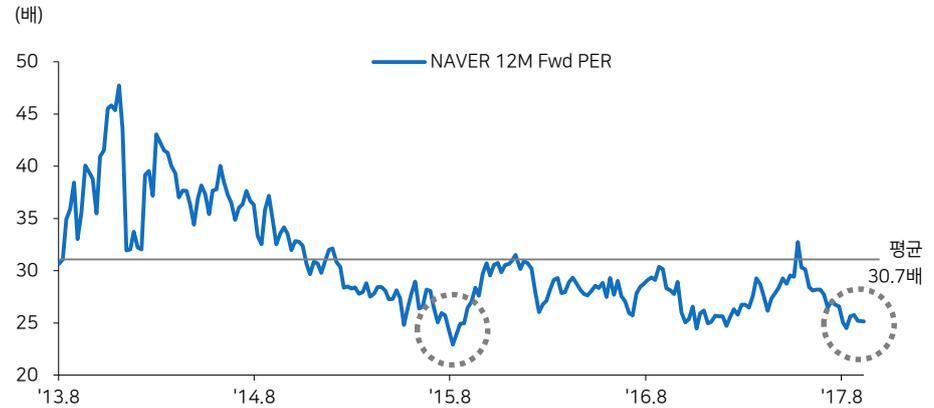
자료: NAVER, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 2017년 NAVER 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>937.3</b>	<b>987.3</b>	<b>1,013.1</b>	<b>1,085.0</b>	<b>1,082.3</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,156.0</b>	<b>1,241.3</b>	<b>4,022.6</b>	<b>4,609.2</b>	<b>5,233.8</b>
광고	81.5	96.6	98.4	123.0	99.7	117.7	119.7	147.8	399.5	484.9	543.2
비즈니스플랫폼	449.8	462.2	462.3	491.3	509.7	520.5	516.5	551.0	1,865.6	2,097.7	2,300.4
IT플랫폼	22.6	28.1	30.8	39.0	43.4	49.4	53.3	58.7	120.5	204.8	299.5
콘텐츠서비스	30.8	27.4	22.5	22.5	23.5	24.4	25.1	25.6	103.2	98.7	116.0
LINE 및 기타플랫폼	352.6	372.9	399.1	409.2	406.0	417.6	441.4	458.2	1,533.8	1,723.2	1,974.6
<b>영업비용</b>	<b>680.5</b>	<b>714.6</b>	<b>730.8</b>	<b>794.8</b>	<b>791.4</b>	<b>844.4</b>	<b>868.9</b>	<b>942.5</b>	<b>2,920.7</b>	<b>3,447.1</b>	<b>3,964.5</b>
플랫폼개발/운영	134.9	137.7	143.2	121.4	140.6	143.6	148.5	168.5	537.2	601.2	778.1
대행/파트너	154.8	160.3	160.8	184.6	186.3	201.1	211.2	226.7	660.5	825.3	930.2
인프라	46.6	46.2	45.9	49.4	49.3	54.4	56.3	63.9	188.1	223.9	291.2
마케팅	37.6	36.0	29.6	45.1	40.3	50.5	50.2	60.5	148.3	201.5	211.6
LINE 및 기타플랫폼	306.6	334.4	351.3	394.3	374.9	394.8	402.7	422.8	1,386.6	1,595.2	1,753.5
<b>영업이익</b>	<b>256.8</b>	<b>272.7</b>	<b>282.3</b>	<b>290.3</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>287.2</b>	<b>298.9</b>	<b>1,102.0</b>	<b>1,162.1</b>	<b>1,269.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>256.2</b>	<b>311.4</b>	<b>288.0</b>	<b>276.1</b>	<b>306.8</b>	<b>305.1</b>	<b>295.1</b>	<b>307.0</b>	<b>1,131.8</b>	<b>1,180.5</b>	<b>1,295.3</b>
<b>지배순이익</b>	<b>165.4</b>	<b>212.6</b>	<b>194.5</b>	<b>176.7</b>	<b>205.5</b>	<b>173.1</b>	<b>203.3</b>	<b>211.4</b>	<b>749.3</b>	<b>793.3</b>	<b>862.8</b>

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 NAVER의 역사적 PER 추이 - 현주가는 저점에 가까우나 18년 이후 성장성이 중요



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표5 2017년 라인의 분기별 실적

(십억엔)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
<b>영업수익</b>	<b>34.1</b>	<b>38.2</b>	<b>36.1</b>	<b>38.1</b>	<b>39.2</b>	<b>39.1</b>	<b>43.3</b>	<b>45.1</b>	<b>120.9</b>	<b>146.6</b>	<b>166.7</b>
<b>매출</b>	<b>33.5</b>	<b>33.9</b>	<b>35.9</b>	<b>37.5</b>	<b>38.9</b>	<b>38.8</b>	<b>42.9</b>	<b>44.7</b>	<b>120.4</b>	<b>140.7</b>	<b>165.4</b>
커뮤니케이션	7.7	7.4	7.3	7.0	8.1	7.3	7.4	7.6	28.7	29.3	30.5
콘텐츠	11.9	11.4	10.8	10.8	10.4	11.6	11.9	12.3	49.3	44.8	46.2
라인광고	9.3	10.2	11.9	13.1	13.9	14.5	17.2	18.1	26.5	44.5	63.7
포털광고	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	9.9	10.3	10.6
기타	2.0	2.5	3.4	4.0	3.9	2.7	3.7	4.1	6.0	11.9	14.4
기타 영업수익	0.7	4.4	0.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	5.9	1.4
<b>영업비용</b>	<b>28.8</b>	<b>30.2</b>	<b>31.2</b>	<b>36.5</b>	<b>35.2</b>	<b>35.7</b>	<b>37.5</b>	<b>39.5</b>	<b>118.9</b>	<b>126.7</b>	<b>147.9</b>
Payment Processing and licensing	7.8	7.4	7.3	7.3	7.7	8.0	8.2	8.5	29.2	29.8	32.4
Employee Compensation	9.4	9.7	9.8	10.6	9.7	10.2	10.7	11.2	35.5	39.4	41.9
Marketing	2.3	2.4	2.8	4.3	4.0	3.5	3.9	4.3	16.9	11.8	15.7
Infrastructure and Communication	1.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	7.6	7.8	9.2
Authentication and other service	2.9	3.2	3.6	4.7	5.0	5.2	5.5	5.7	13.3	14.4	21.3
Depreciation and Amortization	1.0	1.3	-2.2	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	3.8	1.4	6.4
기타영업비용	3.7	4.2	4.4	6.1	5.2	5.0	5.3	5.5	12.0	18.4	21.0
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>8.0</b>	<b>4.9</b>	<b>1.6</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>	<b>2.0</b>	<b>19.9</b>	<b>18.8</b>
영업이익률(%)	15.6	21.0	13.6	4.2	10.3	8.7%	13.3%	12.4%	1.6	13.6	11.3%
<b>당기순이익</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>1.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>	<b>2.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>7.9</b>	<b>11.2</b>

자료: 라인, 메리츠증권 리서치센터

## 샐리와이 하루

#1

“샐리야, 지금 몇시야?”

“네, 7시 30분입니다”

“샐리야 아침에 듣기 좋은 음악 틀어줘”

“네, 요청하신 음악 재생하겠습니다.”

“샐리야, 노래 꺼”

뉴스를 체크해봐야겠다.

“샐리야, 오늘의 뉴스 틀어줘”

“샐리야 오늘 날씨 어때?”

“오늘은 맑고 오후에는 구름이 약간 끼겠습니다. 오전에는 영상 15도로 일상생활하기 좋은 날씨이지만, 오후에는 영상 25도로 약간 덥겠어요”

자 이젠 출근하자.

“샐리야, 여기서 여의도까지 얼마나 걸려?”

“자동차 추천 경로를 알려드릴게요. 경인고속도로, 의사당대로를 경유하는 경로로 15km 1시간 12분이 걸립니다”

아, 오늘도 엄청 막히는구나. 서둘러 나오면서 샐리에게 인사를 한다.

“샐리야, 다녀올게”

“네, 안녕히 다녀오세요”

#2

퇴근하고 집에 들어왔다.

“샐리야, 다녀왔어”

“안녕하세요. 만나서 반가워요”

간단히 저녁을 먹을 준비를 한다. 10분 후에 가스렌지 불을 꺼야 한다.

“샐리야, 10분 후 알람 맞춰줘”

10분이 지나자 시끄럽게 알람이 울린다. 가스불 끄고 식사 시작. 좀 심심하다. 팟캐스트나 들어볼까.

“샐리야, 팟빵에서 김생민의 영수증 틀어줘”

오늘은 어떤 일들이 있었을까?

“샐리야, 최신 뉴스 틀어줘”

“YTN 최신 뉴스입니다. 어찌고저찌고...”

“샐리야, JTBC 뉴스 틀어줘”

“현재는 YTN 뉴스만 제공 가능합니다.”

“샐리야, IT뉴스 읽어줘”

“요청하신 뉴스는 현재 제공하지 않고 있습니다. 제공 가능한 뉴스 분야는 정치, 경제, 사회, 문화, 스포츠, 과학입니다.”

- 썬리와와의 대화는 여기까지이며 썬리는 네이버가 만든 스마트 스피커 '웨이브'의 호출명이다. NAVER의 웨이브는 아마존 에코, 구글 홈, SK텔레콤 누구, KT 기가지니, 카카오 미니 등과 앞으로 치열한 경쟁을 펼칠 네이버의 AI스피커이다.

웨이브의 강점은 클로바라는 인공지능 플랫폼을 기반으로 구동되며, 네이버 검색 결과와 연동된다는 점이다. 시간확인, 일기예보확인, 알람맞추기, 일정관리 등 스마트폰에서 일상적으로 하던 일을 음성으로 해결할 수 있게 되었다. 또한 아직 모든 질문에 정확한 답변을 구사하진 않지만, 네이버에서 간단히 답을 찾을 수 있는 질문이라면 썬리도 쉽게 답을 한다.

단점은 1) 가격적인 진입장벽으로 네이버뮤직 1년 이용권 구매자는 웨이브를 4만원에 구매할 수 있으며 현재 가격은 14만 3천원 수준으로 비교적 고가이다. 2) 외부 앱과의 연동이 아직 제한적이라는 점이다. 음악은 네이버 뮤직, 뉴스는 YTN 등을 제한적인 콘텐츠만 노출된다. 또한 네이버의 강력한 동영상/쇼핑 콘텐츠가 연동되지 못한다는 점은 아쉬운 부분이다.

그림22 NAVER의 웨이브



자료: NAVER, 메리츠총금증권 리서치센터

항목	웨이브	누구미니	카카오미니
가격(정가)	15만원	9만 9천원	11만 9천원
무게	1,030g	219g	390g
크기(mm)	86.25×139.84×201.05	84×84×60	76.6×76.6×110.2
용량	5,000mAh (오디오 재생 3시간 반, 내장배터리)	2,000mAh (4시간, 내장배터리)	12V/2A (배터리 없음)
출력	20W	3W	7W Class D Amp
계정 등록 수단	OS 무관(클로바 앱)	안드로이드 4.4 / iOS 9.0 이상	안드로이드 5.1.1 R6
기능	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 음성 검색</li> <li>▪ 음악 감상(네이버뮤직)</li> <li>▪ 날씨</li> <li>▪ 알람</li> <li>▪ 금융 정보</li> <li>▪ 뉴스 제공(YTN+오늘의브리핑)</li> <li>▪ 일정 관리</li> <li>▪ 로또 번호</li> <li>▪ IoT 기능(TV리모콘 등)</li> <li>▪ 지도 안내</li> <li>▪ 맛집 추천</li> <li>▪ 동화 읽어주기</li> <li>▪ 중요 기능</li> <li>▪ 팟캐스트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 음악 감상(멜론)</li> <li>▪ 홈 IoT(스마트홈)</li> <li>▪ 일정 관리</li> <li>▪ 날씨</li> <li>▪ 커머스(11번가)</li> <li>▪ 영화 정보</li> <li>▪ IPTV(B tv)</li> <li>▪ 교통 정보(T맵)</li> <li>▪ 주문 배달</li> <li>▪ 금융정보</li> <li>▪ 한영사전</li> <li>▪ 오디오북</li> <li>▪ 감성 대화 서비스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 음성검색</li> <li>▪ 음악 감상(멜론)</li> <li>▪ 날씨</li> <li>▪ 알람</li> <li>▪ 라디오</li> <li>▪ 팟캐스트</li> <li>▪ 카카오톡</li> <li>▪ 뉴스 제공(다음뉴스 제휴사 서비스)</li> <li>▪ 금융 정보</li> <li>▪ 운세</li> <li>▪ 로또 번호</li> <li>▪ 일정 관리</li> <li>▪ 메모</li> <li>▪ 게임</li> <li>▪ 일상 대화</li> <li>▪ 배달주문, 콜택시(향후 업데이트 예정)</li> </ul>
제조사	대만 콰타 컴퓨터	아이리버	스마트 헬스케어 기업 탱그램팩토리(자회사)

자료: 각사, 지디넷코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)		2017E	2018E	2019E
매출액	수정후	4,609.2	5,233.8	5,962.9
	수정전	4,617.0	5,245.6	5,977.1
	% diff	-0.17%	-0.23%	-0.24%
영업이익	수정후	1,162.0	1,269.2	1,460.2
	수정전	1,173.4	1,362.9	1,560.8
	% diff	-0.97%	-6.87%	-6.45%
지배순이익	수정후	793.3	862.8	991.9
	수정전	801.1	925.3	1,057.1
	% diff	-0.97%	-6.75%	-6.16%

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2018E	비고
<b>NAVER (A+B+C)</b>	<b>24,041.0</b>	
<b>검색포털 (A)</b>	<b>12,166.0</b>	
2018E NP	608.3	
Target PE Multiple(배)	20.0	알파벳, 야후 등과 비교
<b>쇼핑 (B)</b>	<b>10,800.0</b>	
2018E 거래액	9,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
<b>동영상 (C)</b>	<b>1,075.0</b>	
월간 페이지뷰(백만뷰)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	10.0	메이커 스튜디오 등과 비교
<b>라인</b>	<b>5,314.4</b>	
라인 시가총액	9,100.0	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	73.0	
<b>현금성자산</b>	<b>3,329.7</b>	
<b>총 기업가치</b>	<b>32,685.1</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>991,580</b>	
현재주가(원)	751,000	
상승여력(%)	33.2%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,253.9	4,022.6	4,609.2	5,233.8	5,962.9
매출액증가율 (%)	18.0	23.6	14.6	13.5	13.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,253.9	4,022.6	4,609.2	5,233.8	5,962.9
판매관리비	2,423.7	2,920.6	3,447.2	3,964.5	4,502.7
<b>영업이익</b>	<b>830.2</b>	<b>1,102.0</b>	<b>1,162.1</b>	<b>1,269.2</b>	<b>1,460.2</b>
영업이익률	25.5	27.4	25.2	24.3	24.5
금융손익	14.2	28.9	5.4	6.3	6.7
중속/관계기업손익	-1.7	-9.4	-9.9	-10.4	-10.9
기타영업외손익	-19.6	10.3	14.7	19.8	20.7
세전계속사업이익	823.2	1,131.8	1,180.5	1,295.3	1,476.6
법인세비용	229.0	360.9	481.8	589.9	721.9
<b>당기순이익</b>	<b>517.0</b>	<b>759.1</b>	<b>793.8</b>	<b>863.3</b>	<b>992.4</b>
지배주주지분 순이익	518.8	749.3	793.3	862.8	991.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>851.4</b>	<b>1,164.0</b>	<b>1,207.3</b>	<b>1,260.1</b>	<b>1,307.3</b>
당기순이익(손실)	517.0	759.1	793.8	863.3	992.4
유형자산상각비	142.5	145.7	170.4	153.3	127.0
무형자산상각비	13.5	17.3	19.2	18.9	16.3
운전자본의 증감	63.4	88.3	193.6	276.8	336.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-785.9</b>	<b>-941.7</b>	<b>297.5</b>	<b>23.8</b>	<b>61.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-120.8	-153.8	-186.5	-195.9	-205.7
투자자산의감소(증가)	-178.6	-366.8	-239.1	-207.2	-248.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5.9</b>	<b>697.9</b>	<b>-979.8</b>	<b>-668.7</b>	<b>-594.0</b>
차입금의 증감	2,119.3	-2,904.0	-89.7	165.0	181.5
자본의 증가	-0.0	1,084.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.9	912.8	49.2	248.6	323.7
기초현금	722.5	813.4	1,726.2	1,775.4	2,024.0
기말현금	813.4	1,726.2	1,775.4	2,024.0	2,347.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,639.4	4,199.9	4,218.7	4,628.2	5,122.4
현금및현금성자산	813.4	1,726.2	1,775.4	2,024.0	2,347.7
매출채권	406.0	475.4	590.3	654.1	722.1
재고자산	15.5	10.4	10.9	11.4	12.0
비유동자산	1,746.5	2,170.7	2,483.0	2,925.5	3,459.8
유형자산	863.8	863.3	1,035.9	1,243.1	1,491.7
무형자산	103.3	112.1	134.6	161.5	193.8
투자자산	439.6	796.9	968.5	1,177.0	1,430.3
<b>자산총계</b>	<b>4,385.9</b>	<b>6,370.6</b>	<b>6,701.6</b>	<b>7,553.8</b>	<b>8,582.2</b>
유동부채	1,683.7	1,803.9	374.6	381.0	390.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	412.8	227.3	203.0	203.0	203.0
유동성장기부채	105.0	0.0	0.2	0.2	0.2
비유동부채	432.7	437.1	514.0	605.6	715.1
사채	150.0	150.0	165.0	181.5	199.7
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>	<b>2,116.3</b>	<b>2,241.0</b>	<b>888.6</b>	<b>986.6</b>	<b>1,105.3</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	133.1	1,217.2	1,217.2	1,217.2	1,217.2
기타포괄이익누계액	30.6	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4
이익잉여금	3,069.4	3,810.2	4,570.9	5,399.6	6,356.6
비지배주주지분	145.1	534.9	529.1	518.9	506.4
<b>자본총계</b>	<b>2,269.6</b>	<b>4,129.6</b>	<b>4,884.6</b>	<b>5,703.0</b>	<b>6,647.5</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	98,716	122,036	139,832	158,778	180,898
EPS(지배주주)	15,684	23,028	24,082	26,190	30,108
CFPS	31,081	41,966	43,660	47,763	54,430
EBITDAPS	29,919	38,377	41,006	43,729	48,644
BPS	61,318	105,653	128,050	152,374	180,427
DPS	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	41.8	34.1	31.0	28.5	24.8
PCR	21.2	18.5	17.1	15.6	13.7
PSR	6.7	6.4	5.3	4.7	4.1
PBR	10.7	7.3	5.8	4.9	4.1
EBITDA	986.2	1,265.0	1,351.7	1,441.4	1,603.4
EV/EBITDA	20.7	18.2	16.2	15.0	13.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.5	26.2	20.0	18.1	17.5
EBITDA 이익률	30.3	31.4	29.3	27.5	26.9
부채비율	93.2	54.3	18.2	17.3	16.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	144.6	181.5	2,619.1	2,966.3	3,412.0
매출채권회전율(x)	9.0	9.1	8.7	8.4	8.7
재고자산회전율(x)	203.2	311.2	434.6	470.0	510.0

Industry Brief  
2017. 10. 12

# 넷마블게임즈 251270

## 레볼루션의 영토확장

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 상회 전망. '리니지2레볼루션'의 동남아 매출 온기반영과 일본 출시 효과 등에 힘입어 전분기대비 실적 크게 회복
- ✓ 영업이익률은 외형확대로 6.8%p QoQ 개선된 26.3%로 추정
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 20만원으로 상향

### Buy

**적정주가 (12개월)** 200,000 원  
**현재주가 (10.11)** 152,500 원  
**상승여력** 31.1%

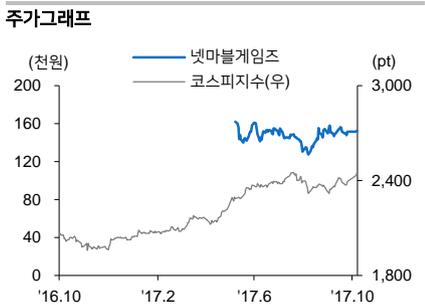
KOSPI	2,458.16pt
시가총액	129,653억원
발행주식수	8,502만주
유동주식비율	27.96%
외국인비중	26.67%
52주 최고/최저가	162,000원/127,500원
평균거래대금	355.2억원

**주요주주(%)**

방준혁	24.38
씨제이이엔엠	22.02
HAN RIVER INVESTMENT PTE.	17.71

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-	-
상대주가	-2.4	-	-



### 기대치 상회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 6,333억원(+76.4% YoY), 1,664억원(+157.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,115억원, 영업이익 1,376억원)대비 상회한다. 국내 매출액은 '리니지2레볼루션'의 7월 거래소 재개로 매출 오히려 반등하며 19.7% QoQ 증가한 3,124억원, 해외 매출액은 '리니지2레볼루션'과 동남아 매출 온기반영과 일본 출시 효과 등에 힘입어 15.0% QoQ 증가한 3,210억원으로 추정한다. 영업이익률은 외형 확대로 전분기대비 6.8%p QoQ 증가한 26.3%로 추정한다. 마케팅비는 일본 레볼루션의 TV광고 집행으로 전분기와 유사한 823억원, 인건비는 초과근로수당 지급으로 5.0% QoQ 증가한 911억원, 지급수수료는 매출 증가로 11.4% QoQ 증가한 2,494억원으로 추정한다.

### 앞으로 보여줄게 많다

하반기 신규게임 라인업은 '리니지2레볼루션'의 6월과 8월 성공적인 동남아와 일본 출시를 시작으로 11월 '테라M', 4Q '블레이드앤소울', '세븐나이츠 MMO', '팬텀게이트', '테리아사기', '페이트/그랜드 오더'까지 6~7개의 대작게임들이 연이어 출시된다. 신작 출시일정이 구체화될 때마다 동사의 글로벌 모바일 게임 출시, 성공 능력 재평가될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 20만원으로 상향

넷마블게임즈에 대한 투자의견 Buy 유지하며, 적정주가를 20만원으로 상향한다. 산출기준연도를 레볼루션의 중국 및 신규게임 출시가 일단락되는 2018년도로 조정, 2018년 매출액과 이익 전망치를 상향 조정한데 기인한다. '리니지2레볼루션'의 중국 출시가 가시화되고 신규게임 라인업이 본격 론칭될 2018년을 대비한 비중 확대 전략 유효하다. 참고로, 적정주가의 2018E PER은 각각 20.2배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,072.9	225.4	120.5	2,867	211.5	10,270	-	-	-0.7	14.8	23.5
2016	1,500.0	294.7	174.0	3,271	14.1	9,978	-	-	-0.1	15.3	49.4
2017E	2,570.5	685.5	454.3	6,381	95.1	34,765	26.5	4.4	15.3	16.5	18.7
2018E	3,552.0	1,128.6	753.8	9,865	54.6	42,695	17.1	3.5	9.5	16.2	13.1
2019E	4,176.0	1,428.8	1,078.1	13,579	37.7	54,095	11.9	2.8	6.5	19.4	11.4

**3Q17 Preview : 레블루션의 영토확장**

기대치 상회 전망

넷마블게임즈의 3분기 매출액과 영업이익은 6,333억원(+76.4% YoY), 1,664억원(+157.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,115억원, 영업이익 1,376억원) 대비 상회한다. 3분기 국내 매출액은 '리니지2레볼루션'의 7월 거래소 재개로 매출 오히려 반등하며 19.7% QoQ 증가한 3,124억원, 해외 매출액은 '리니지2레볼루션'과 동남아 매출 온기반영과 일본 출시 효과 등에 힘입어 15.0% QoQ 증가한 3,210억원으로 추정한다. 그 밖에 '모두의 마블', '세븐나이즈' 매출액은 국내 게이머들이 MMORPG로 많이 이동하며 자연감소 중이며, '젼시티', '마블컨테스트오브챔피언', '퓨처파이트' 등의 매출 수준은 양호하다. 영업이익률은 외형 확대로 전분기대비 6.8%p QoQ 증가한 26.3%로 추정한다. 마케팅비는 일본 레블루션의 TV광고 집행으로 전분기와 유사한 823억원, 인건비는 초과근로수당 지급으로 5.0% QoQ 증가한 911억원, 지급수수료는 매출 증가로 11.4% QoQ 증가한 2,494억원으로 추정한다.

표9 3Q17 Preview : 기대치 상회

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
<b>매출액</b>	<b>359.0</b>	<b>463.0</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>633.3</b>	<b>76.4</b>	<b>17.3</b>	<b>611.5</b>
국내	158.8	267.7	476.6	261.0	312.4	96.7	19.7	-
해외	200.3	195.3	210.6	279.1	321.0	60.3	15.0	-
<b>영업이익</b>	<b>64.6</b>	<b>118.1</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>166.4</b>	<b>157.7</b>	<b>58.3</b>	<b>137.6</b>
<b>지배순이익</b>	<b>39.9</b>	<b>72.0</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>111.2</b>	<b>178.7</b>	<b>58.4</b>	<b>99.0</b>

자료: 넷마블게임즈, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 2017년 넷마블게임즈 분기별 실적 - 하반기 계단식 성장

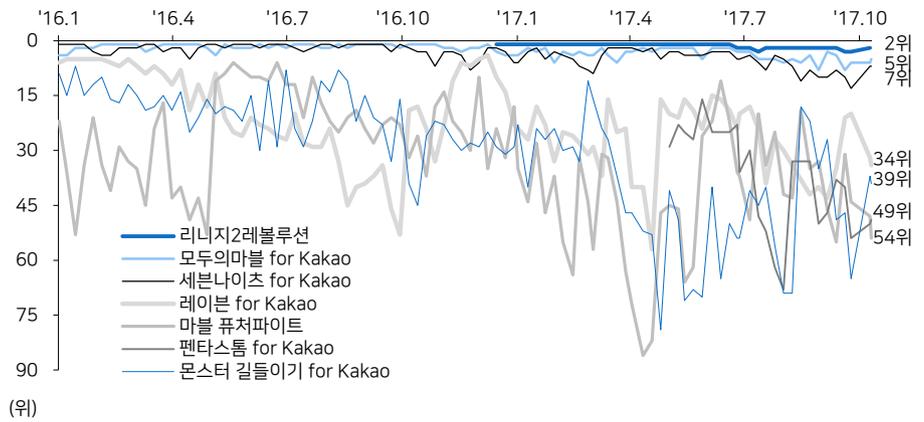
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>326.6</b>	<b>352.1</b>	<b>359.0</b>	<b>463.0</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>633.3</b>	<b>709.9</b>	<b>1,500.7</b>	<b>2,570.5</b>	<b>3,552.0</b>
국내	168.3	148.9	158.8	267.7	476.6	261.0	312.4	340.8	743.7	1,390.8	1,483.7
해외	157.9	202.9	200.3	195.3	210.6	279.1	321.0	369.1	756.4	1,179.8	2,119.6
<b>게임별 매출</b>											
리니지2레볼루션	-	-	-	140.0	378.0	199.8	280.8	353.4	-	1,212.0	2,034.8
모두의 마블	28.0	29.4	30.8	32.4	34.4	32.4	32.2	31.8	120.5	130.8	123.9
세븐나이즈	22.4	71.4	73.2	66.8	55.0	48.6	47.5	48.1	233.8	199.2	199.6
마블컨테스트오브챔피언	-	-	-	-	27.5	70.2	73.7	77.4	-	248.8	350.3
쿠키잼	-	-	-	-	34.4	32.4	34.0	35.7	-	136.5	161.7
기타	276.3	251.4	254.9	223.8	158.1	156.6	165.1	163.4	1,006.4	643.2	732.9
<b>영업비용</b>	<b>267.2</b>	<b>299.5</b>	<b>294.4</b>	<b>344.9</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>466.9</b>	<b>496.1</b>	<b>1,205.3</b>	<b>1,910.7</b>	<b>2,519.5</b>
인건비	51.5	60.3	63.3	71.1	90.0	86.8	91.1	95.7	246.2	363.6	476.3
지급수수료	132.4	140.4	141.3	189.5	283.8	223.9	249.4	261.9	603.6	1,019.0	1,185.2
마케팅비	57.8	75.4	63.6	58.8	78.4	82.4	82.3	92.3	255.6	335.4	433.7
기타	25.1	23.1	26.2	25.5	34.9	41.9	44.0	46.2	99.9	167.0	209.1
<b>영업이익</b>	<b>59.4</b>	<b>52.6</b>	<b>64.6</b>	<b>118.1</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>166.4</b>	<b>213.8</b>	<b>294.7</b>	<b>685.5</b>	<b>1,128.6</b>
<b>지배순이익</b>	<b>41.1</b>	<b>21.0</b>	<b>39.9</b>	<b>72.0</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>111.2</b>	<b>142.8</b>	<b>174.0</b>	<b>454.3</b>	<b>753.8</b>

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

앞으로 보여줄게 많다

하반기 신규게임 라인업은 '리니지2레볼루션'의 6월과 8월 성공적인 동남아와 일본 출시를 시작으로 11월 '테라M', 4Q '블레이드앤소울', '세븐나이즈 MMO', '팬텀 게이트', '테리아사가', '페이트/그랜드 오더' 까지 6~7개의 대작게임들이 연이어 출시된다. 게임의 개발 상황이나 마케팅 시기 조율에 따라 출시 일정은 다소 변경될 수 있다. 그러나 다수의 신작이 준비되고 있어 출시일정이 구체화될 때마다 동사의 글로벌 모바일 게임 출시, 성공 능력 재평가될 전망이다.

그림23 기존 게임 라인업, 매출 꾸준한 상황



주: 2017.10.10 구글플레이 국내 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
1Q17	스타워즈포스아레나	넷마블몬스터	글로벌	1.12 154개국 출시
	나이트 크로니클	넷마블몬스터	일본	3.2 출시
2Q17	요괴	플로피게임즈	한국, 일본	4.4 한국 출시
	쿠키잼블라스트		글로벌	-
	스누피팝	잼시티	글로벌	-
	퓨처라마		글로벌	-
	트랜스포머:포지드 투 파이트	카밤 밴쿠버	북미, 유럽	4.7 155개국 출시
	펜타스톤	티미스튜디오	한국	4.25 출시
	데스티니6	알파카게임즈	글로벌	6.7 출시
2H17	리니지2레볼루션	넷마블게임즈	동남아	6.14 출시
	리니지2레볼루션	넷마블게임즈	일본	8월 23일 출시
	테라M	블루홀	한국, 북미	9월 8일 미디어쇼케이스 통해 공개, 11월 출시 예정
	블레이드앤소울 MMORPG	체리벅스	한국, 중국	엔씨소프트의 대표 IP. 4Q17 출시 예정
	세븐나이즈 MMO	넷마블넥서스	한국, 일본	넷마블게임즈의 장수 모바일게임의 MMORPG 버전
	팬텀게이트	레벨나인	북미, 유럽	북미 시장 목표로 스토리 중심의 어드벤처 RPG
	테리아사가	넷마블블루	일본	일본 시장 겨냥해 만든 모바일 RPG
1H18	나이트 크로니클	넷마블몬스터	글로벌	3월 일본에 출시한 '나이트 크로니클'의 글로벌 출시
	페이트/그랜드 오더	딜라이트웍스	한국	일본 최고 인기 모바일게임 '페이트/그랜드 오더' 국내 서비스
	더킹오브파이터즈 올스타	-	일본	일본 유명 게임 '킹오브파이터즈'의 IP 활용
	스톤에이지 MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	요괴워치 메달워치	-	일본	전세계 134개국에 방영된 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용
	이카루스M	위메이드엔터테인먼트	한국, 중국	인기 온라인게임 '이카루스' IP 활용한 모바일 MMORPG
G.I.JOE	-	북미, 유럽	글로벌 인기 영화 시리즈 'G.I.JOE' IP 활용	
트렌디타운	이노스파크	글로벌	실시간 소셜 플레이가 가능한 모바일 MMOSNG	

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가  
20 만원으로 상향

넷마블게임즈에 대한 투자의견 Buy 유지하며, 적정주가를 20만원으로 상향한다. 적정주가 상향의 이유는 산출기준연도를 레볼루션 중국 및 신규게임 출시가 일단락되는 2018년도로 조정, 2018년 매출액과 이익 전망치를 상향 조정한데 기인한다. 동사 주가는 5월 12일 상장 이후 2.9% 하락, 8월 14일을 저점으로 18.3% 상승한 후 회복하고 있다. 리니지2레볼루션의 중국 출시가 가시화되고 신규게임 라인업이 본격 론칭될 2018년을 대비한 비중확대 전략 유효하다. 참고로, 적정주가의 2018E PER은 20.2배 수준이다.

표12 Valuation – 적정주가 20만원으로 상향

	단위	2018E
매출액	십억원	3,551.9
순이익률	%	23.6
순이익	십억원	838.7
EPS(a)	원	9,898.0
3yrs EPS CAGR ('17~'20)	%	36.9
적정 PER(b)	배	20.2
<b>12개월 적정주가 (a*b)</b>	<b>원</b>	<b>200,000</b>
적정시가총액	십억원	16,946.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 수익추정 조정 내역

(십억원)		2017E	2018E	2019E
매출액	수정후	2,570.5	3,552.0	4,176.0
	수정전	2,604.4	3,275.9	3,853.9
	% diff	-1.3%	8.4%	8.4%
영업이익	수정후	685.5	1,128.6	1,428.8
	수정전	744.3	1080.7	1294.8
	% diff	-7.9%	4.4%	10.4%
지배순이익	수정후	454.3	753.8	1,078.1
	수정전	493.6	721.9	976.3
	% diff	-8.0%	4.4%	10.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 넷마블게임즈 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,500.0</b>	<b>2,570.5</b>	<b>3,552.0</b>	<b>4,176.0</b>
매출액증가율 (%)	196.1	39.8	71.4	38.2	17.6
매출원가	588.5	751.5	1,336.7	1,811.5	2,004.5
매출총이익	484.5	748.5	1,233.9	1,740.5	2,171.5
판매관리비	259.1	453.9	574.1	676.2	742.7
<b>영업이익</b>	<b>225.4</b>	<b>294.7</b>	<b>685.5</b>	<b>1,128.6</b>	<b>1,428.8</b>
영업이익률	21.0	19.6	26.7	31.8	34.2
금융손익	13.4	0.3	24.5	19.4	17.4
중속/관계기업손익	-1.9	-3.5	-3.6	-3.7	-3.8
기타영업외손익	-8.0	-16.0	-16.5	-17.0	-17.5
세전계속사업이익	228.9	275.6	684.2	1,121.3	1,418.6
법인세비용	60.2	66.3	164.2	269.1	340.5
<b>당기순이익</b>	<b>168.6</b>	<b>209.3</b>	<b>506.8</b>	<b>838.7</b>	<b>1,154.5</b>
지배주주지분 손이익	120.5	174.0	454.3	753.8	1,078.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>224.3</b>	<b>197.1</b>	<b>344.7</b>	<b>777.9</b>	<b>1,098.9</b>
당기순이익(손실)	168.6	209.3	506.8	838.7	1,154.5
유형자산상각비	7.3	8.2	8.6	9.0	9.5
무형자산상각비	15.4	22.4	23.5	24.7	26.0
운전자본의 증감	-7.6	-82.3	-187.1	-25.4	-35.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-478.4</b>	<b>-207.4</b>	<b>-3,093.6</b>	<b>-514.9</b>	<b>-640.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-18.7	-89.9	-94.3	-99.1	-104.0
투자자산의 감소(증가)	-424.6	-104.3	-217.2	-304.5	-159.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>369.5</b>	<b>63.0</b>	<b>2,140.8</b>	<b>-141.1</b>	<b>42.2</b>
차입금의 증감	160.3	2,637.2	-567.5	2.6	2.7
자본의 증가	380.4	276.2	1,170.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	116.6	56.8	168.0	75.9	428.8
기초현금	99.3	215.9	272.7	440.7	516.6
기말현금	215.9	272.7	440.7	516.6	945.4

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>497.5</b>	<b>721.5</b>	<b>2,979.2</b>	<b>3,204.9</b>	<b>4,054.9</b>
현금및현금성자산	215.9	272.7	440.7	516.6	945.4
매출채권	124.4	244.2	244.2	244.2	244.2
재고자산	0.3	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>비유동자산</b>	<b>960.9</b>	<b>1,236.0</b>	<b>2,094.5</b>	<b>2,161.5</b>	<b>2,231.8</b>
유형자산	25.7	122.9	134.6	134.6	134.6
무형자산	447.6	540.1	1,339.6	1,406.6	1,476.9
투자자산	443.0	543.8	543.8	543.8	543.8
<b>자산총계</b>	<b>1,458.4</b>	<b>1,957.4</b>	<b>5,239.8</b>	<b>5,845.0</b>	<b>6,933.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>244.5</b>	<b>421.2</b>	<b>421.1</b>	<b>252.3</b>	<b>267.0</b>
매입채무	68.5	108.6	108.6	108.6	108.6
단기차입금	29.3	105.3	5.1	5.4	5.6
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>33.2</b>	<b>225.8</b>	<b>269.3</b>	<b>269.3</b>	<b>269.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>277.7</b>	<b>647.1</b>	<b>825.1</b>	<b>676.4</b>	<b>712.3</b>
<b>자본금</b>	<b>1.5</b>	<b>6.8</b>	<b>26.8</b>	<b>26.8</b>	<b>26.8</b>
자본잉여금	929.4	1,200.3	2,350.3	2,350.3	2,350.3
기타포괄이익누계액	18.8	84.8	84.8	84.8	84.8
이익잉여금	121.2	293.9	748.2	1,502.0	2,554.8
비지배주주지분	121.5	94.1	119.5	132.2	145.4
<b>자본총계</b>	<b>1,180.7</b>	<b>1,310.4</b>	<b>4,414.8</b>	<b>5,168.6</b>	<b>6,221.3</b>

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	18,242	23,445	32,368	41,779	49,118
EPS(지배주주)	2,867	3,271	6,381	9,865	13,579
CFPS	4,512	5,301	6,256	9,821	13,485
EBITDAPS	4,217	5,084	8,713	12,914	17,223
BPS	10,270	9,978	34,765	42,695	54,095
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	26.5	17.1	11.9
PCR	-	-	24.2	15.4	11.2
PSR	-	-	4.7	3.6	3.1
PBR	-	-	4.4	3.5	2.8
EBITDA	248.0	325.3	691.9	1,098.0	1,464.2
EV/EBITDA	-0.7	-0.1	15.3	9.5	6.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.8	15.3	16.5	16.2	19.4
EBITDA 이익률	23.1	21.7	26.9	30.9	35.1
부채비율	23.5	49.4	18.7	13.1	11.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	178.6	149.2	53.8	55.6	74.6
매출채권회전율(x)	9.9	8.1	10.5	14.5	17.1
재고자산회전율(x)	7,121.8	1,374.8	1,363.3	1,883.8	2,214.8

Industry Brief  
2017. 10. 12

# 카카오 035720

## Connect Everything

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 부합할 전망. 카카오 광고 매출액은 플러스친구 2.0, 오토뷰 등의 호조로 모바일 고성장이며 올해 이익 성장 견인하고 있음
- ✓ 자회사 가치의 재평가는 진행형. 카카오게임즈는 10월 '배틀그라운드' 쇼케이스를 통해 출시 일정 구체화. 카카오뱅크 역시 서비스 2개월만에 2.6조원의 여신 기록하며 폭발적 성장, 연내 전월세대출/방카슈랑스 등으로 포트폴리오 확장
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 170,000 원으로 상향, 인터넷 업종 Top Pick

### Buy

**적정주가 (12개월)** 170,000 원  
**현재주가 (10.11)** 150,500 원  
**상승여력** 13.0%

KOSPI	2,458.16pt
시가총액	102,073억원
발행주식수	6,782만주
유동주식비율	55.61%
외국인비중	25.37%
52주 최고/최저가	150,500원/71,300원
평균거래대금	944.9억원

**주요주주(%)**

김범수	18.49
MAXIMO PTE	8.26
Star Invest Holdings Limited	8.19
국민연금공단	5.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.3	75.6	84.7
상대주가	10.7	51.7	52.6

**주가그래프**



### 3분기 실적, 기대치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,762억원(+21.7% YoY), 404억원(+33.3% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 4,805억원, 영업이익 434억원)에 무난히 부합할 전망이다. 사업부문별로는 광고 1,514억원(+19.3% YoY), 콘텐츠 2,345억원(+18.2% YoY), 기타 903억원(+36.6% YoY)으로 전망한다. 광고 매출액은 플러스친구2.0, 오토뷰 등 모바일의 고성장이며, 모바일게임은 '음양사'의 성과 양호했으나 기타 게임 매출 하락으로 전분기와 유사한 수준, 커머스는 전분기 프렌즈 스토어 정리 등으로 주춤했던 매출액이 부산 플래그십 스토어 오픈 등으로 성장세 회복한다. 3분기 영업이익률은 6.0%로 전분기대비 소폭 하락하는데 '음양사', 카카오페이지의 TV광고 집행 때문이다.

### Connect Everything

2017년 카카오는 모빌리티, بانک, 게임, 웹툰, 광고로 이용자의 24시간을 연결하는 플랫폼 구현에 집중하고 있다. 광고는 모멘트 서클(Moment Circle)을 통해 리얼타임 비딩 광고로 바뀌며, 게임은 '배틀그라운드'를 비롯한 PC게임 서비스에도 적극 나서며, 콘텐츠는 'Wait or Pay', '캐시프렌즈'를 통해 콘텐츠 비즈니스의 수익모델을 개척해나가고 있다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 17만원으로 상향

카카오에 대한 적정주가 상향은 카카오뱅크 가치 0.8조원 반영에 기인한다. 카카오는 글로벌 인터넷업종 대비 밸류에이션 프리미엄 부여받고 있으나 2018년 카카오택시, 카카오페이, 카카오게임즈 등 신규 사업의 성과 본격화된다면 이익 성장과 더불어 밸류에이션 부담 역시 경감된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	932.2	88.6	75.7	1,321	-78.4	11,595	91.2	10.0	39.3	3.0	23.3
2016	1,464.2	116.1	57.7	991	-25.0	-447	88.1	-172.3	24.3	1.9	48.1
2017E	1,901.4	175.0	114.0	1,747	76.3	4,121	85.6	34.9	33.6	3.2	45.3
2018E	2,170.6	231.7	134.5	2,053	17.5	4,053	72.6	35.5	29.7	3.7	43.0
2019E	2,525.5	399.1	261.6	3,925	91.2	5,436	37.3	26.5	20.6	7.1	41.2

표14 3Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	391.4	453.8	443.8	468.4	476.2	21.7	1.7	480.5
광고	126.9	141.5	133.3	151.4	151.4	19.3	0.0	-
온라인	63.3	53.1	62.7	68.1	67.2	6.2	-1.3	-
모바일	63.6	73.6	70.7	83.3	84.2	32.4	1.1	-
콘텐츠	198.4	221.5	221.8	236.3	234.5	18.2	-0.8	-
게임	78.5	93.2	79.9	78.7	78.6	0.1	-0.1	-
뮤직	95.5	106.9	110.9	118.1	113.4	18.7	-4.0	-
기타	24.4	21.4	31.1	40.5	42.6	74.6	5.2	-
기타	66.1	90.8	88.7	80.8	90.3	36.6	11.8	-
커머스	41.0	50.9	49.7	47.7	54.7	33.4	14.7	-
영업이익	30.3	38.2	38.3	44.6	40.4	33.3	-9.4	43.4
세전이익	21.1	41.3	18.2	36.0	28.4	34.6	-21.1	36.9
지배순이익	12.2	25.4	53.7	11.3	20.3	66.4	79.6	25.4

자료: 카카오, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 2017년 카카오 분기별 실적 - 꾸준한 실적개선

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	242.5	376.5	391.4	453.8	443.8	468.4	476.2	512.9	1,464.2	1,901.4	2,170.6
광고	129.4	136.2	126.9	141.5	133.3	151.4	151.4	165.4	534.0	601.5	685.3
온라인	70.7	73.6	63.3	53.1	62.7	68.1	67.2	70.2	276.1	266.8	242.1
모바일	58.7	62.6	63.6	73.6	70.7	83.3	84.2	95.2	258.4	333.3	443.2
콘텐츠	91.6	190.4	198.4	221.5	221.8	236.3	234.5	247.3	701.9	940.0	1,071.0
게임	70.3	78.3	78.5	93.2	79.9	78.7	78.6	83.6	320.3	320.7	342.8
뮤직	3.4	90.5	95.5	106.9	110.9	118.1	113.4	119.1	296.3	461.5	516.4
기타	17.9	21.6	24.4	21.4	31.1	40.5	42.6	44.7	85.3	158.8	211.9
기타	21.5	49.9	66.1	90.8	88.7	80.8	90.3	100.2	228.4	359.9	414.3
커머스	17.9	23.0	41.0	50.9	49.7	47.7	54.7	61.2	132.7	213.2	221.2
영업이익	21.1	26.6	30.3	38.2	38.3	44.6	40.4	51.7	116.1	175.0	231.7
세전이익	16.7	21.1	21.1	41.3	18.2	36.0	28.4	39.4	101.9	122.1	183.7
지배순이익	13.2	8.8	12.2	25.4	53.7	11.3	20.3	28.7	57.7	114.0	134.5

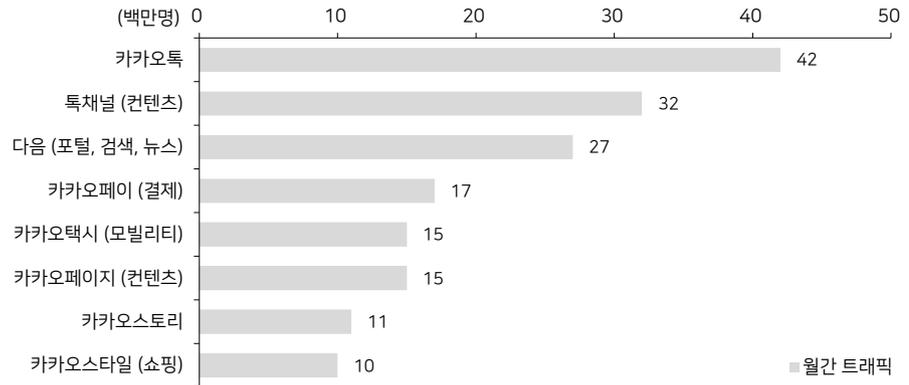
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 카카오 광고의 Plus & Minus

Plus	Minus
1. 카카오톡 기반 광고상품 출시, 테스트 결과확인(오토뷰, 충전소, 알림톡)	1. PC다음 트래픽 감소로 인한 검색, 디스플레이 광고매출 하락
2. 모바일 다음 광고매출 상승(트래픽상승, 프리미엄 광고상품 출시)	2. 검색네트워크광고 효율조정에 따른 네트워크 매출 축소
3. 성과형 디스플레이 광고 확장(DDN, Native Ad 광고주, 매출확대)	3. 카카오토리 트래픽 정체, 감소로 인한 광고매출 성장둔화

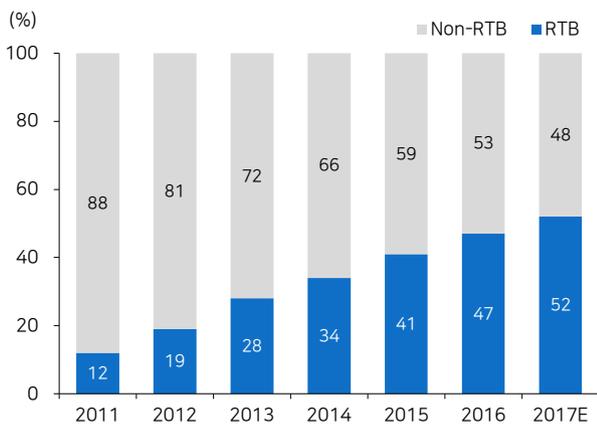
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 카카오 트래픽 포트폴리오



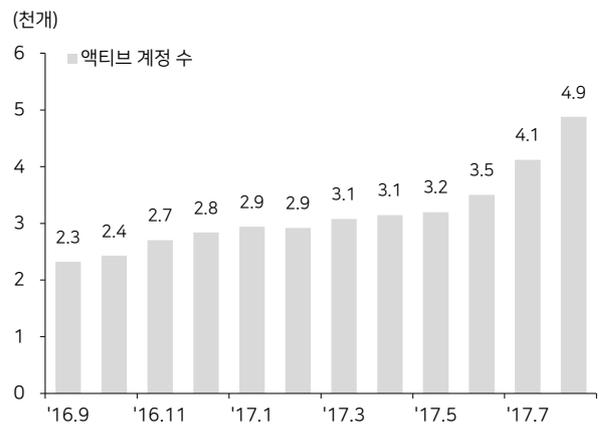
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 미국 디스플레이광고 지출 - 리얼타임비딩 52% 비중



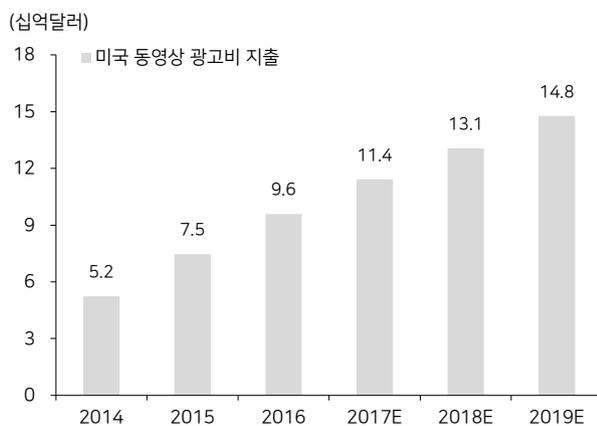
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 DDN(Daum Display Network) 계정수, 꾸준히 증가



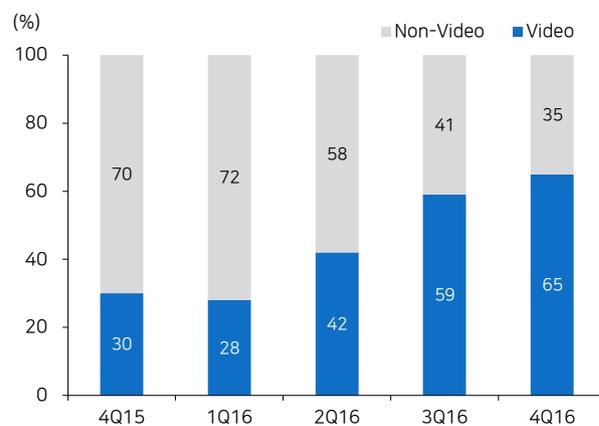
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 미국 동영상 광고비 지출 확대



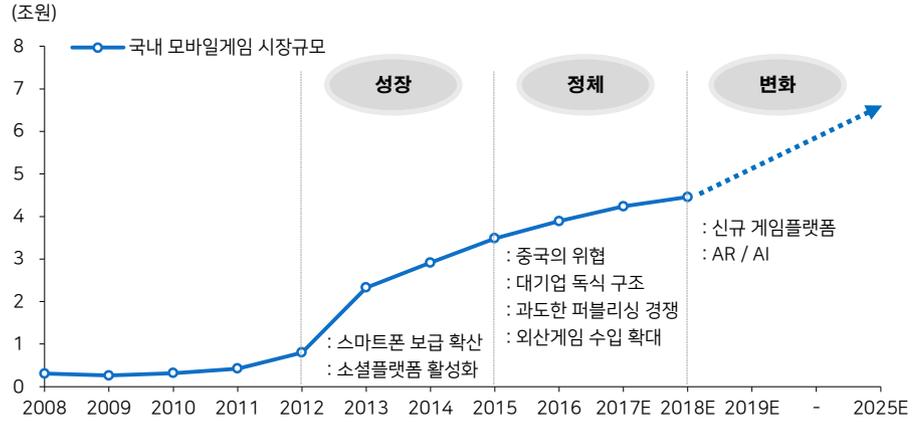
자료: eMarketer, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 페이스북 동영상 광고비 구성



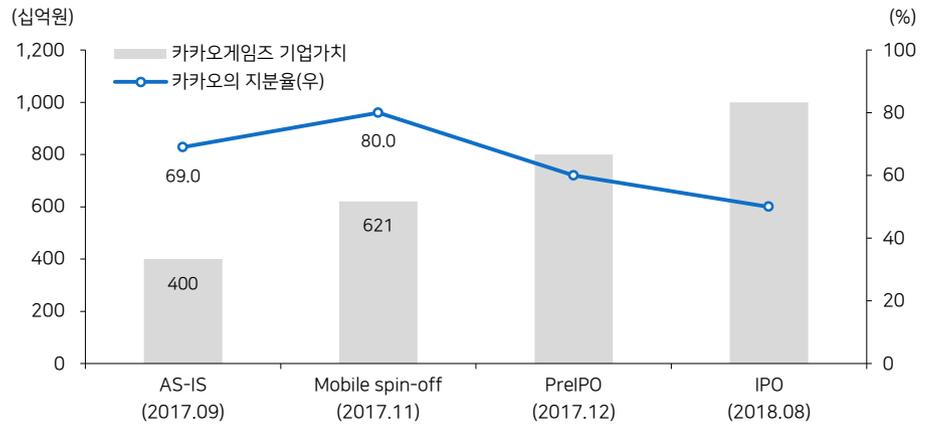
자료: Nanigans, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 모바일게임 산업 현황 및 전망



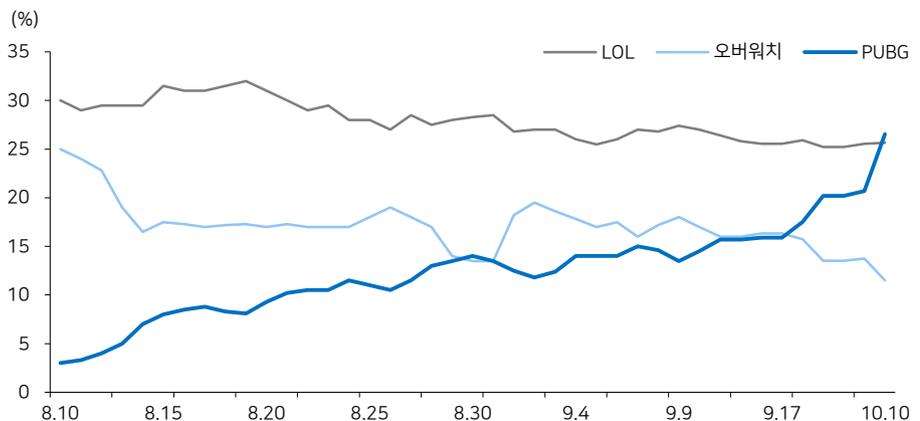
자료: 게임백서, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 카카오게임즈 IPO



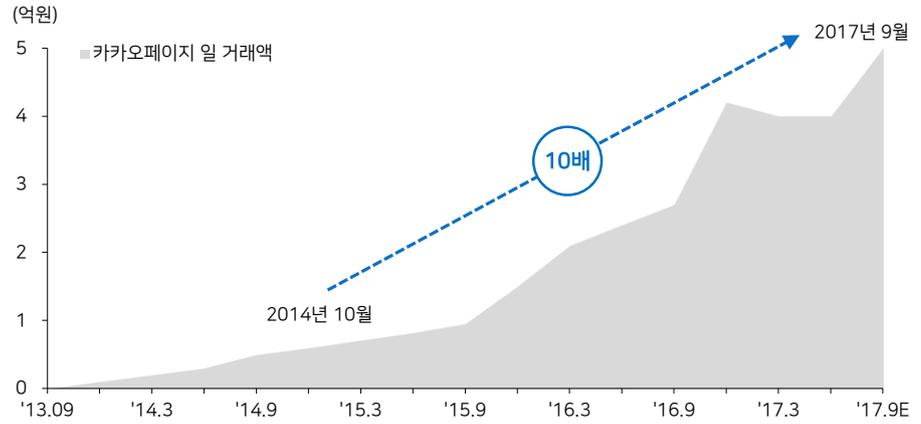
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 배틀그라운드 PC방 점유율



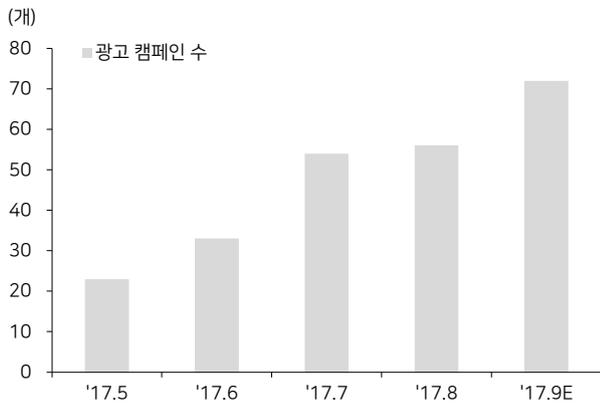
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 카카오페이지, 2017년 일거래액 5억원 달성



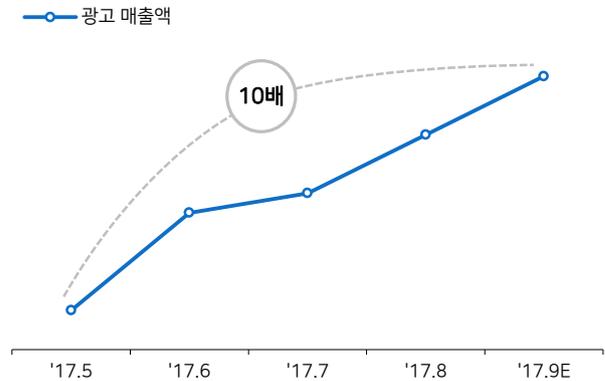
자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 캐시프렌즈 광고캠페인수



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 캐시프렌즈 광고매출



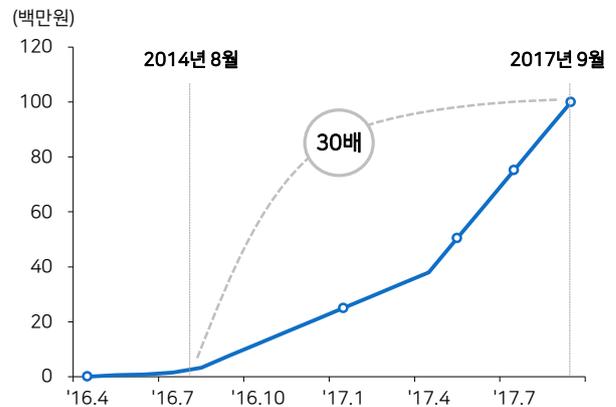
자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 픽코마 월방문자



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 픽코마 일거래액



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

**표17 카카오 Valuation – 적정주가 산출 내역**

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치</b>	<b>5,160.0</b>	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	120,000.0	
<b>자회사 가치</b>	<b>6,244.4</b>	
로엔	1,680.8	지분율 76.4%, 시가총액 2.2조원
카카오페이	366.0	지분율 51%, 6,890억원 가정
카카오게임즈	880.0	지분율 80%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69%, 1.6조원 가정
카카오페이지	460.8	지분율 57.6%, 8,000억원 가정
카카오뱅크	816.0	지분율 34%, 8,000억원 가정
기타 자회사	812.0	
<b>순현금</b>	<b>132.10</b>	
<b>NAV</b>	<b>11,553.5</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>170,870</b>	
현주가(원)	150,500	
상승여력(%)	13.0%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	932.2	1,464.2	1,901.4	2,170.6	2,525.5
매출액증가율 (%)	86.9	57.1	29.9	14.2	16.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	932.2	1,464.2	1,901.4	2,170.6	2,525.5
판매관리비	843.6	1,348.1	1,726.3	1,938.9	2,126.4
<b>영업이익</b>	<b>88.6</b>	<b>116.1</b>	<b>175.0</b>	<b>231.7</b>	<b>399.1</b>
영업이익률	9.5	7.9	9.2	10.7	15.8
금융손익	26.2	0.7	-24.1	-23.1	-21.8
중속/관계기업손익	-4.5	-10.4	-10.9	-11.5	-12.0
기타영업외손익	-0.8	-6.2	-6.5	-6.8	-7.1
세전계속사업이익	109.5	101.9	122.1	183.7	358.2
법인세비용	30.8	34.8	3.7	44.5	85.0
<b>당기순이익</b>	<b>78.8</b>	<b>65.5</b>	<b>118.4</b>	<b>139.3</b>	<b>266.2</b>
지배주주지분 손이익	75.7	57.7	114.0	134.5	261.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>162.2</b>	<b>317.3</b>	<b>346.7</b>	<b>288.6</b>	<b>416.8</b>
당기순이익(손실)	78.8	65.5	118.4	139.3	266.2
유형자산상각비	49.1	56.2	59.1	49.4	39.2
무형자산상각비	26.3	57.6	65.7	64.3	63.2
운전자본의 증감	-0.0	115.4	276.5	731.1	1,372.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-414.2</b>	<b>-1,000.0</b>	<b>-388.9</b>	<b>-254.5</b>	<b>-125.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-76.1	-81.0	-76.9	-73.1	-69.4
투자자산의감소(증가)	-59.6	-133.1	-26.4	-22.1	-23.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>197.2</b>	<b>923.8</b>	<b>196.4</b>	<b>-98.7</b>	<b>-19.4</b>
차입금의 증감	2,300.3	7,769.1	1,069.4	33.5	200.8
자본의 증가	16.2	834.6	130.7	0.1	0.0
현금의 증가(감소)	-54.1	244.5	196.4	29.8	98.8
기초현금	451.2	397.2	641.6	838.0	867.9
기말현금	397.2	641.6	838.0	867.9	966.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>970.1</b>	<b>1,217.0</b>	<b>1,428.7</b>	<b>1,337.7</b>	<b>1,396.6</b>
현금및현금성자산	397.2	641.6	838.0	867.9	966.7
매출채권	88.8	173.9	177.1	194.8	214.3
재고자산	5.4	12.6	15.5	16.0	16.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,218.4</b>	<b>4,267.2</b>	<b>4,485.4</b>	<b>5,026.0</b>	<b>5,939.7</b>
유형자산	219.1	253.9	267.0	275.1	283.3
무형자산	1,855.6	3,733.2	3,713.6	3,825.0	3,939.8
투자자산	132.8	255.5	479.8	900.9	1,691.7
<b>자산총계</b>	<b>3,188.5</b>	<b>5,484.1</b>	<b>5,801.8</b>	<b>5,864.0</b>	<b>6,082.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>316.1</b>	<b>806.0</b>	<b>842.3</b>	<b>843.8</b>	<b>846.5</b>
매입채무	0.0	95.5	0.0	0.0	0.0
단기차입금	3.8	200.2	297.3	282.4	268.3
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>286.9</b>	<b>975.2</b>	<b>1,132.7</b>	<b>1,428.1</b>	<b>1,982.7</b>
사채	199.4	795.4	796.0	796.0	796.0
장기차입금	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>603.0</b>	<b>1,781.2</b>	<b>1,808.7</b>	<b>1,764.1</b>	<b>1,774.1</b>
<b>자본금</b>	<b>30.1</b>	<b>33.9</b>	<b>33.9</b>	<b>33.9</b>	<b>33.9</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>2,274.2</b>	<b>3,105.0</b>	<b>3,235.7</b>	<b>3,235.7</b>	<b>3,235.7</b>
기타포괄이익누계액	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	256.3	304.0	357.8	464.5	673.1
비지배주주지분	33.1	270.4	394.6	458.7	578.4
<b>자본총계</b>	<b>2,585.5</b>	<b>3,702.9</b>	<b>3,993.1</b>	<b>4,099.9</b>	<b>4,308.5</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	15,635	22,178	28,060	32,004	37,237
EPS(지배주주)	1,321	991	1,747	2,053	3,925
CFPS	2,627	3,340	3,364	1,222	1,471
EBITDAPS	2,750	3,482	4,425	5,094	7,393
BPS	11,595	-447	4,121	4,053	5,436
DPS	167	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	91.2	88.1	85.6	72.6	37.3
PCR	44.1	23.1	42.8	117.8	97.9
PSR	7.4	3.5	5.1	4.5	3.9
PBR	10.0	-172.3	34.9	35.5	26.5
EBITDA	164.0	229.9	299.9	345.5	501.4
EV/EBITDA	39.3	24.3	33.6	29.7	20.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.0	1.9	3.2	3.7	7.1
EBITDA 이익률	17.6	15.7	15.8	15.9	19.9
부채비율	23.3	48.1	45.3	43.0	41.2
금융비용부담률	0.1	1.0	0.8	0.8	0.6
이자보상배율(x)	105.9	8.1	11.3	13.8	26.5
매출채권회전율(x)	9.5	11.1	10.8	11.7	12.3
재고자산회전율(x)	253.0	163.5	135.4	137.7	155.6

Industry Brief  
2017. 10. 12

# 엔씨소프트 036570

## 롱런의 시그널

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ '리니지M'은 6월 21일 출시 이후 일매출 규모 안정적으로 잘 유지되고 있음. 일매출 기준 6월 80억원, 7월 70억원, 8월 60억원, 9월 50억원 대로 안정적인 모습 시현하고 있다고 추정
- ✓ 리니지M은 대만 출시를 위한 사전예약 개시, 50만 돌파하며 높은 관심 시현
- ✓ '리니지M' 롱런 사이클 반영, 투자 의견 Buy 및 적정주가 55만원 유지

### Buy

**적정주가 (12개월)** 550,000 원  
**현재주가 (10.11)** 447,000 원  
**상승여력** 23.0%

KOSPI	2,458.16pt
시가총액	98,067억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.52%
외국인비중	42.23%
52주 최고/최저가	478,500원/218,000원
평균거래대금	1,036.0억원

주요주주(%)			
국민연금공단			12.34
김택진			11.98
넷마블게임즈			8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	39.9	54.9
상대주가	-5.4	20.9	28.1

주가그래프



### 롱런의 시그널

'리니지M'의 일매출액은 6월 21일 출시 이후 안정적으로 잘 유지되고 있다. 일매출 수준은 6월 80억원, 7월 70억원, 8월 60억원, 9월 50억원으로 매우 견조한 것으로 추정한다. 9월 '리니지M'의 DAU(Daily Active Users)는 첫날 210만명, 2주뒤 150만명 수준 대비로는 하락하였으나 PCU(Peak Concurrent Users, 최고 동시접속자수)는 80~100만명으로 꾸준하다. 엔씨소프트의 탁월한 게임 운영 능력은 7월 5일 거래소 추가, 8월 9일 헬멧 레이드 이벤트, 9월 13일 오만의 탑 업데이트에서도 확인되었으며, 4분기에는 '개 인간 거래, 공성전' 등이 추가되며 롱런의 사이클을 확고히 해 나갈 전망이다.

### 3분기, 역사상 최고 수준의 실적 달성

3분기 매출액과 영업이익은 각각 7,245억원(+233.0% YoY), 3,021억원(+364.1% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 6,996억원, 영업이익 3,292억원)에 대체로 부합할 전망이다. '리니지M' 매출액이 온기반영되는 첫 분기로 3Q '리니지M' 매출액은 5,520억원(일매출 60억원)으로 추정한다. 영업비용 중에서 인건비와 마케팅비는 전분기와 유사, 지급수수료는 매출 증가에 따라 애플/구글 마켓 수수료로 증가된다. '리니지M'의 성과 인센티브는 2018년 1분기에 인식할 가능성이 높으나 선반영하는 방법도 존재하며 아직 결정되지 않았다. 3Q 세전이익은 삼성동 엔씨타워2 매각차익 300억원 반영되어 3,370억원(+431.5% YoY)으로 급증한다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 55만원 유지

2017년 엔씨소프트 주가는 80.2% 상승하며 KOSPI대비 58.9%p Outperform하였다. '리니지M'의 견조한 매출수준 반영하여 이익 추정치 상향하였으나 밸류에이션은 역사적 평균 수준에 불과하다. 동사의 17년간 역사적 평균 PER은 16.6배로 모바일게임의 성공으로 20%의 프리미엄, 적정 PER 20배는 타당하다. 참고로 적정주가 55만원은 2018E 순이익 대비 적정 PER 20.8배 수준이다.

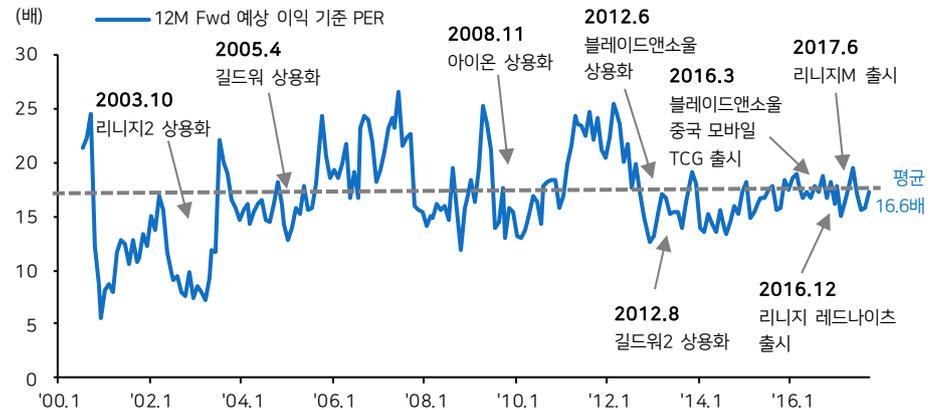
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	838.3	237.5	165.4	7,586	-26.9	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016	983.6	328.8	272.3	12,376	63.1	83,552	19.9	3.0	12.7	14.9	24.5
2017E	1,775.8	596.6	464.5	21,340	72.4	100,366	21.1	4.5	14.9	22.4	22.0
2018E	2,104.9	746.7	581.2	26,487	24.1	121,932	16.9	3.7	11.7	23.3	19.6
2019E	2,421.5	836.0	658.5	30,012	13.3	146,817	14.9	3.0	10.3	21.9	17.7

그림37 엔씨소프트 주가, 어디쯤 왔을까? - 2017년 80.2% 상승



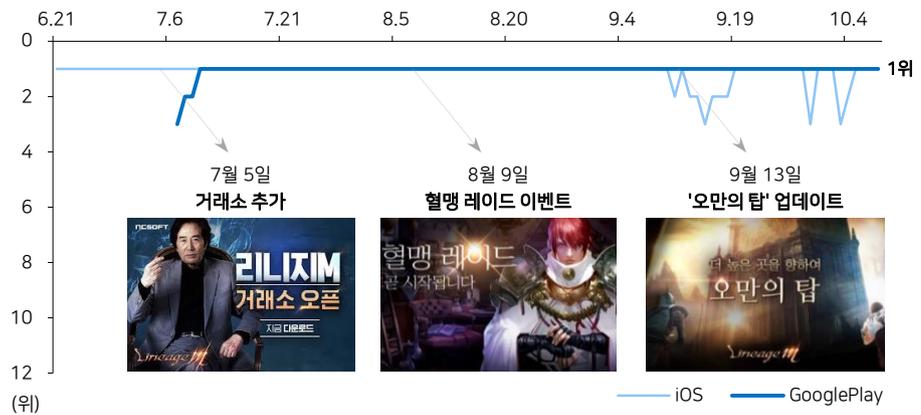
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림38 엔씨소프트 밸류에이션, 어디쯤 왔을까? - 역사적 평균 수준



자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림39 리니지M 주요 이벤트 및 매출순위



주: 2017.10.10 국내 게임 카테고리 매출순위

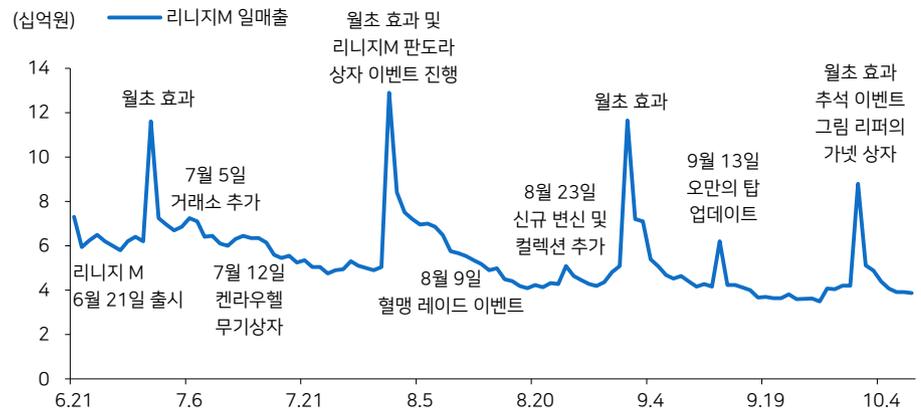
자료: 앱애니, 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표18 3Q17 Preview – 기대치 충족 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	%YoY	%QoQ	Consensus
매출액	217.6	284.6	239.5	258.6	724.5	233.0	180.2	699.6
PC	181.8	211.0	141.9	113.9	94.4	-48.1	-17.1	-
리니지	83.8	118.4	51.5	33.8	23.1	-72.4	-31.7	-
리니지2	20.6	20.4	18.4	16.7	14.9	-27.7	-10.8	-
아이온	16.1	17.9	13.3	10.8	8.9	-44.7	-17.6	-
블레이드앤소울	46.1	39.4	44.6	39.0	38.5	-16.5	-1.3	-
길드워2	15.3	14.9	14.2	13.6	9.0	-41.2	-33.8	-
로열티	24.2	41.5	63.5	36.1	53.0	119.0	46.8	-
리니지2레볼루션	-	15.3	36.8	18.4	27.6	-	50.0	-
모바일	-	18.5	23.4	93.7	556.0	-	493.4	-
리니지M	-	-	-	80.0	552.0	-	590.0	-
기타	10.5	13.6	10.6	14.9	15.6	48.6	4.7	-
영업이익	65.1	101.7	30.4	37.6	302.1	364.1	703.5	329.2
세전이익	63.4	104.2	24.1	47.2	337.0	431.5	614.0	324.8
지배순이익	48.2	67.2	17.5	30.7	246.2	410.8	702.0	255.4

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림40 리니지M의 흥행 사이클 장기화



자료: 엔씨소프트, 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

그림41 10월 10일 '리니지M' 대만 사전예약 시작 하루만에 50만명 돌파



자료: 감마니아, 메리츠증권 리서치센터

표19 2017-2018 주요게임 라인업

	1H17			2H17			1H18		
	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고	게임명 (IP)	국가	비고
모바일	리니지M(리니지1)	국내	6.21 출시	아이온 레기온스오브워	북미/유럽	8.3 멕시코 소프트론칭 4Q17 출시 예정	블레이드앤소울 (MMO기반)	국내	자체개발, 1H18 출시 목표
	파이널 블레이드	국내	스카이피플 개발/ 2.14 출시	팡야모바일	일본, 태국	엔트리브소프트 개발/ 4Q17 출시 예정			
	H2	국내	엔트리브소프트 개발/ 3.31 출시	리니지M(리니지1)	대만	10월 11일 사전예약 시작 4Q17 출시 예정			
	리니지RK(리니지1)	중국	알파게임즈 퍼블리싱 중국 판호 대기 중						
PC	MXM	북미/유럽	6.21 출시	검령홍문굴기 (블레이드앤소울)	중국	텐센트/8월 출시	MXM	한국/일본	출시 예정
				길드워2: 패소브파이어	북미/유럽	9월 22일 출시		중국	중국 판호 대기중
				리니지2 웹게임	중국	37게임즈			

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	240.8	240.5	217.6	284.6	239.5	258.6	724.5	553.2	983.6	1,775.8	2,104.9
PC	200.7	195.8	181.8	211.0	141.9	113.9	94.4	95.3	789.3	445.5	399.3
리니지	78.9	94.4	83.8	118.4	51.5	33.8	23.1	26.9	375.5	135.3	102.9
리니지2	17.1	19.1	20.6	20.4	18.4	16.7	14.9	14.8	77.1	64.7	54.1
아이온	20.1	17.6	16.1	17.9	13.3	10.8	8.9	8.8	71.7	41.8	43.1
블레이드앤소울	54.0	48.9	46.1	39.4	44.6	39.0	38.5	37.1	188.3	159.2	161.4
길드워2	30.6	15.9	15.3	14.9	14.2	13.6	9.0	7.7	76.6	44.5	37.9
로열티	29.4	23.3	24.2	41.5	63.5	36.1	53.0	66.1	118.4	218.8	205.4
리니지2레볼루션	-	-	-	15.3	36.8	18.4	27.6	32.2	15.3	115.0	146.0
모바일	-	-	-	18.5	23.4	93.7	556.0	371.0	18.5	1,044.1	1,288.4
리니지M	-	-	-	-	-	80.0	552.0	368.0	-	1,000.0	487.6
기타	9.6	19.2	10.5	13.6	10.6	14.9	15.6	16.4	52.8	57.6	44.0
영업이익	75.8	86.1	65.1	101.7	30.4	37.6	302.1	226.5	328.8	596.6	746.7
세전이익	81.0	97.5	63.4	104.2	24.1	47.2	337.0	232.7	346.1	640.9	754.7
지배순이익	66.2	90.6	48.2	67.2	17.5	30.7	246.2	170.0	272.3	464.5	581.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>838.3</b>	<b>983.6</b>	<b>1,775.8</b>	<b>2,104.9</b>	<b>2,421.5</b>
매출액증가율 (%)	-0.1	17.3	80.6	18.5	15.0
매출원가	202.7	187.6	265.4	318.7	387.4
매출총이익	635.6	796.0	1,510.5	1,786.2	2,034.1
판매관리비	398.2	467.2	913.8	1,039.6	1,198.0
<b>영업이익</b>	<b>237.5</b>	<b>328.8</b>	<b>596.6</b>	<b>746.7</b>	<b>836.0</b>
영업이익률	28.3	33.4	33.6	35.5	34.5
금융손익	20.1	10.7	14.8	16.4	16.9
중속/관계기업손익	-2.0	7.4	1.2	1.0	0.9
기타영업외손익	-16.1	-0.7	-6.6	-2.2	-2.5
세전계속사업이익	239.5	346.1	640.9	754.7	844.1
법인세비용	73.2	74.7	81.3	95.9	109.7
<b>당기순이익</b>	<b>166.4</b>	<b>271.4</b>	<b>468.1</b>	<b>581.1</b>	<b>658.4</b>
지배주주지분 손이익	165.4	272.3	464.5	581.2	658.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>241.3</b>	<b>112.0</b>	<b>530.0</b>	<b>622.3</b>	<b>689.1</b>
당기순이익(손실)	166.4	271.4	468.1	581.1	658.4
유형자산상각비	28.5	26.5	27.0	24.7	21.3
무형자산상각비	6.5	5.9	2.5	1.1	1.1
운전자본의 증감	6.2	-154.4	-157.1	26.1	31.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-516.9</b>	<b>-138.7</b>	<b>-95.5</b>	<b>-168.6</b>	<b>-83.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.7	-16.6	-16.4	-17.3	-18.1
투자자산의 감소(증가)	-498.9	-63.0	-31.5	-33.0	-34.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>310.2</b>	<b>-73.8</b>	<b>-21.7</b>	<b>-22.8</b>	<b>-23.9</b>
차입금의 증감	0.3	1,486.5	-153.0	-153.0	-153.0
자본의 증가	218.8	-9.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.3	-103.3	338.8	233.5	257.2
기초현금	202.8	248.1	144.8	483.7	717.2
기말현금	248.1	144.8	483.7	717.2	974.4

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>1,082.8</b>	<b>1,191.6</b>	<b>859.0</b>	<b>1,149.3</b>	<b>1,473.0</b>
현금및현금성자산	248.1	144.8	483.7	717.2	974.4
매출채권	89.0	158.5	190.3	228.6	274.6
재고자산	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>비유동자산</b>	<b>1,136.4</b>	<b>1,169.2</b>	<b>1,258.7</b>	<b>1,422.7</b>	<b>1,617.8</b>
유형자산	233.8	224.7	184.5	193.7	203.4
무형자산	64.2	53.4	56.0	58.8	61.8
투자자산	557.3	629.1	755.6	907.5	1,090.0
<b>자산총계</b>	<b>2,219.2</b>	<b>2,360.8</b>	<b>2,117.7</b>	<b>2,572.0</b>	<b>3,090.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>337.5</b>	<b>284.4</b>	<b>312.8</b>	<b>344.1</b>	<b>378.5</b>
매입채무	11.2	6.7	8.0	9.6	11.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>92.7</b>	<b>180.9</b>	<b>187.3</b>	<b>194.8</b>	<b>203.9</b>
사채	0.0	149.7	149.7	149.7	149.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>430.3</b>	<b>465.3</b>	<b>500.1</b>	<b>538.9</b>	<b>582.4</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	441.2	431.7	431.7	431.7	431.7
기타포괄이익누계액	-3.3	52.2	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,330.4	1,543.8	1,916.2	2,392.1	2,941.0
비지배주주지분	19.4	10.0	10.3	11.3	12.6
<b>자본총계</b>	<b>1,788.9</b>	<b>1,895.5</b>	<b>2,268.2</b>	<b>2,745.2</b>	<b>3,295.3</b>

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	38,228	44,852	80,962	95,945	110,374
EPS(지배주주)	7,586	12,376	21,340	26,487	30,012
CFPS	13,226	17,610	26,161	31,065	34,972
EBITDAPS	12,424	16,470	28,546	35,211	39,129
BPS	77,764	83,552	100,366	121,932	146,817
DPS	2,747	3,820	3,820	3,820	3,820
배당수익률(%)	1.3	1.5	0.9	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	28.2	19.9	21.1	16.9	14.9
PCR	16.1	14.1	17.1	14.4	12.8
PSR	5.6	5.5	5.5	4.7	4.0
PBR	2.7	3.0	4.5	3.7	3.0
EBITDA	272.4	361.2	626.1	772.5	858.4
EV/EBITDA	13.7	12.7	14.9	11.7	10.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.6	14.9	22.4	23.3	21.9
EBITDA 이익률	32.5	36.7	35.3	36.7	35.5
부채비율	24.1	24.5	22.0	19.6	17.7
금융비용부담률	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	7,379.3	110.4	186.7	233.2	261.1
매출채권회전율(x)	9.4	8.0	10.2	10.0	9.6
재고자산회전율(x)	1,202.6	1,455.7	2,424.3	2,392.5	2,291.5

Industry Brief  
2017. 10. 12

# NHN 엔터테인먼트 181710

## 페이코, 비상(飛上)하다

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 부합할 전망. 게임은 비수기이나 결제는 가맹점 증가로 거래액 증가. 마케팅비는 페이코의 11번가 입점 할인프로모션으로 증가하였음
- ✓ 웹보드게임 매출액은 꾸준한 상황. 웹보드게임 규제 일몰 다가오고 있어 10월 정부와 산업계는 규제 재검토, 18년초 새로운 규제안 제시할 것
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

### Buy

적정주가 (12개월) **100,000 원**  
현재주가 (10.11) **68,800 원**  
상승여력 **45.3%**

KOSPI	2,458.16pt
시가총액	13,461억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	50.28%
외국인비중	14.04%
52주 최고/최저가	84,000원/44,800원
평균거래대금	73.6억원

주요주주(%)			
이준호			17.38
제이엘씨(주)			14.05
제이엘씨파트너스(주)			10.22

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	16.4	18.6
상대주가	-1.0	0.6	-1.9



### 3Q17 실적, 기대치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,307억원(+11.2% YoY), 105억원(+356.5% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 2,298억원, 영업이익 127억원)에 부합할 전망이다. 사업부문별로는 웹보드 334억원(+21.9% YoY), 퍼블리싱 152억원(-23.2% YoY), 모바일 761억원(+13.8% YoY), 기타 1,060억원(+13.5% YoY)으로 추정된다. 모바일게임의 경우 9월 15일 신작 '킹스맨' 출시하였으나 본격 마케팅 전으로 매출 기여가 크지 않았으며, 웹보드게임 매출액은 계절적 비수기(여름 휴가 등)로 전분기와 유사하다. 영업이익률은 4.5%로 전분기와 비슷한 수준으로 7월 11번가 입점 프로모션(3만원 이상 결제시 5천원 즉시 할인)으로 페이코 마케팅비 증가하였기 때문이다.

### 웹보드게임 규제 일몰, 다가오다

10월 문광부와 게임업계는 2018년 3월 웹보드게임 규제 일몰을 앞두고 규제안 재검토에 들어갈 예정이다. 2014년부터 시행한 웹보드 규제는 2년 간격으로 재검토되고 있어 2018년 규제안의 변화에 주목한다. 월결제한도 50만원, 2,500원 이하의 소액방 선택 가능 등 현행 규제안의 큰 틀은 유지하되 게임성을 저하시키는 10만원 손실시 24시간 접속제한 규제 완화, 게임당 베티한도의 상향 조정이 기대된다. 참고로 웹보드게임 매출액은 2013년 2,539억원 → 2015년 834억원으로 67% 감소, 2018년 1,785억원으로 과거대비 70% 수준으로 회복할 전망이다.

### 페이코, GS 홈쇼핑/한화로부터 투자유치

9월 29일 NHN페이코는 3자배정 유상증자를 통해 GS홈쇼핑/한화생명으로부터 1,250억원(각각 125/63만주, 지분율 9.5/4.8%) 투자유치를 결정하였다. 페이코의 기업가치가 외부투자를 통해 5,252억원으로 높게 평가받았다는 점에서 긍정적이다. 또한 10월 10일부터 국내 구글플레이에서 '페이코 포인트(총전식 결제)'로 결제 가능해졌으며 구글의 첫 로컬 결제파트너로 하반기 거래액 증가가 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	644.6	-54.3	164.0	8,898	177.4	57,215	6.4	1.0	-47.3	13.4	22.0
2016	856.4	26.4	12.5	364	-95.9	58,258	78.7	0.9	9.3	0.9	21.7
2017E	931.1	45.0	59.0	2,453	574.7	59,886	22.7	1.1	12.8	4.0	23.0
2018E	1,085.2	89.4	99.5	4,452	81.5	63,471	13.4	1.1	8.6	6.4	24.0
2019E	1,197.8	123.9	123.4	5,672	27.4	68,233	10.8	1.0	6.5	7.5	24.7

표21 3Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
<b>매출액</b>	<b>207.5</b>	<b>234.7</b>	<b>226.7</b>	<b>224.9</b>	<b>230.7</b>	<b>11.2</b>	<b>2.6</b>	<b>229.8</b>
PC	47.2	50.1	55.6	49.0	48.6	3.0	-0.8	-
웹보드	27.4	31.8	37.5	33.3	33.4	21.9	0.3	-
퍼블리싱	19.8	18.8	18.1	15.7	15.2	-23.2	-3.2	-
모바일	66.9	67.7	71.0	73.8	76.1	13.8	3.1	-
기타	93.4	116.9	100.1	102.1	106.0	13.5	3.8	-
<b>영업이익</b>	<b>2.3</b>	<b>4.5</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.5</b>	<b>356.5</b>	<b>6.1</b>	<b>12.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>6.8</b>	<b>-53.5</b>	<b>20.9</b>	<b>19.2</b>	<b>19.9</b>	<b>192.6</b>	<b>3.6</b>	<b>19.9</b>
<b>지배순이익</b>	<b>4.4</b>	<b>-47.0</b>	<b>13.8</b>	<b>5.8</b>	<b>13.4</b>	<b>204.5</b>	<b>131.0</b>	<b>15.0</b>

자료: NHN엔터테인먼트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 NHN엔터테인먼트 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>203.6</b>	<b>210.6</b>	<b>207.5</b>	<b>234.7</b>	<b>226.7</b>	<b>224.9</b>	<b>230.7</b>	<b>248.8</b>	<b>856.4</b>	<b>931.1</b>	<b>1,085.2</b>
PC	48.8	49.6	47.2	50.1	55.6	49.0	48.6	50.6	195.6	203.8	235.5
웹보드	23.5	27.8	27.4	31.8	37.5	33.3	33.4	35.7	110.5	139.9	178.5
퍼블리싱	25.3	21.8	19.8	18.8	18.1	15.7	15.2	14.9	85.7	63.8	56.9
모바일	72.7	70.0	66.9	67.7	71.0	73.8	76.1	80.5	277.3	301.3	354.7
기타	82.2	91.0	93.4	116.9	100.1	102.1	106.0	117.8	383.5	426.0	495.0
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>10.3</b>	<b>2.3</b>	<b>4.5</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.5</b>	<b>15.4</b>	<b>26.4</b>	<b>45.0</b>	<b>89.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>32.7</b>	<b>39.9</b>	<b>6.8</b>	<b>-53.5</b>	<b>20.9</b>	<b>19.2</b>	<b>19.9</b>	<b>25.0</b>	<b>26.0</b>	<b>85.1</b>	<b>130.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>24.4</b>	<b>30.6</b>	<b>4.4</b>	<b>-47.0</b>	<b>13.8</b>	<b>5.8</b>	<b>13.4</b>	<b>16.8</b>	<b>12.5</b>	<b>59.0</b>	<b>99.5</b>

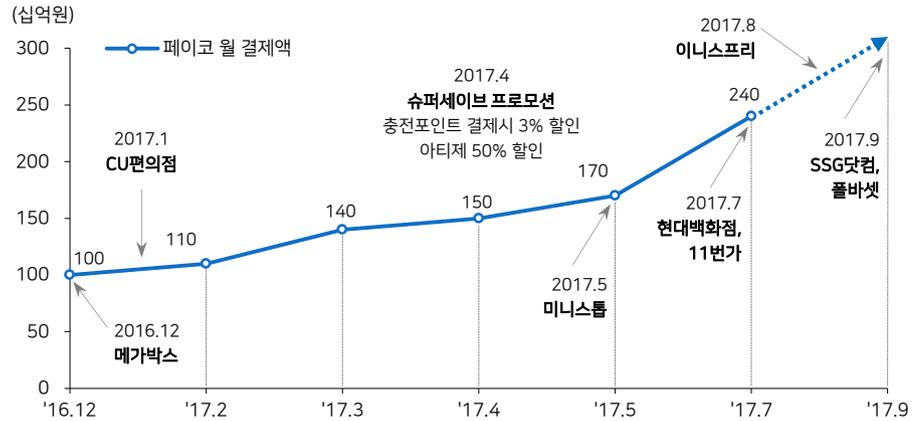
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 NHN페이코, 3자배정 유상증자 결정

제3자배정 대상자	선정 경위	배정 주식 수 (만주)	투자 금액 (억원)	지분율 (%)	비고
이준호	재무구조 개선 및 책임경영	125	500	9.5	NHN엔터테인먼트(주)의 최대주주
GS홈쇼핑	재무구조 개선 및 사업 협력 시너지	125	500	9.5	증자 이후 매출 및 매입 거래 발생 가능
강소신재생에너지 혁신펀드 (한화생명)	재무구조 개선 및 금융분야 협력 기대	62.5	250	4.8	-
<b>합계</b>		<b>312.5</b>	<b>1,250</b>	<b>23.8</b>	<b>NHN페이코 전체 기업가치 약 5,252억원</b>

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 NHN페이코 결제액 증가추이, 주요 가맹점 추가 및 프로모션 히스토리



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 2017년 4월 슈퍼세이브 프로모션

4월 PAYCO 포인트 적립 프로그램

# SUPER SAVE+

이보다 더 풍성할 수 없는 페이코 포인트 적립 혜택을 받아주세요.

온라인 결제 시 기본 적립 **1%** + 오프라인 결제 시 매회 적립 **20P** + 구매심적에 따라 익월 혜택 **VIP\* LOUNGE**

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 7월 11번가 입점 마케팅

11번가 × 페이코

11번가에서 PAYCO로 최고의 쇼핑을 경험하라!

## PAYCO 오픈 이벤트

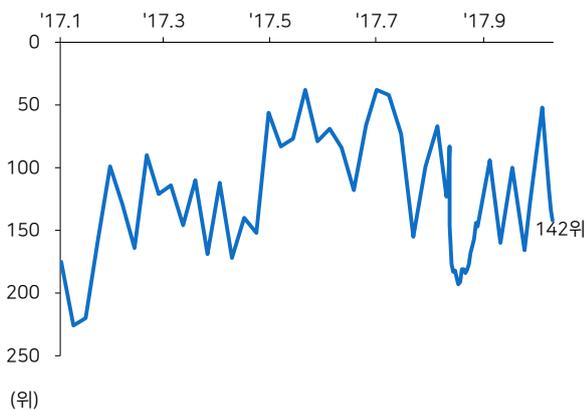
PAYCO 포인트 충전 (간편하게 충전하고, 할인혜택까지!)

모바일 앱 결제

첫결제 3천원할인	등급 1천원할인	포인트 3%할인	결제 1%적립
-----------	----------	----------	---------

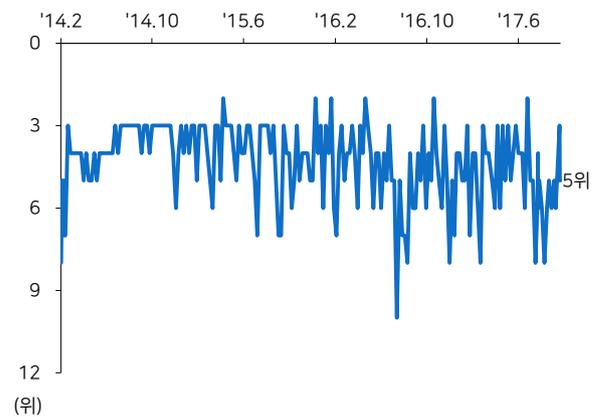
자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 '콤파스' 매출순위 (일본)



주: 2017.10.10 구글플레이 게임 순위, 일본 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 '라인 디즈니즈무즈무' 매출순위 (일본)



주: 2017.10.10 구글플레이 게임 매출 순위, 일본 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

**표24** 페이코, 10월 10일부터 구글플레이 결제수단으로 적용

항목	세부 내용
개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>페이코, 구글의 한국 특화 결제 서비스 파트너로 선정</li> <li>세계 최초로 현지 간편결제 서비스가 구글플레이 결제수단으로 적용된 것</li> </ul>
선정 근거	<ul style="list-style-type: none"> <li>안정성, 편의성, 효율적인 프로세싱 등 서비스 우수성</li> <li>타 선불 상품권과 연동된 개방성, 기업 안정성 등</li> </ul>
결제 방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>구글플레이에서 '결제수단 추가' 설정을 통해 페이코 포인트 추가</li> <li>유료 앱, 인앱 결제, 영화, 도서, 뉴스 콘텐츠 등 페이코 포인트로 결제 가능</li> </ul>
할인 혜택	<ul style="list-style-type: none"> <li>페이코 포인트로 결제시 3% 즉시 할인</li> <li>SC제일은행 간편 계좌로 충전한 포인트를 쓰면 1% 추가 할인</li> </ul>

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림47** 구글, 한국 특화 결제 서비스 파트너로 페이코 선정



자료: 구글, NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림48** NHN엔터테인먼트 하반기 이후 주요 신작



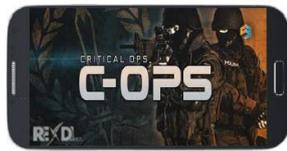
**킹스맨: 골든 서클**  
Puzzle RPG / Global



**한게임 모바일 섯다**  
Card / Korea



**모노가타리 IP 게임**  
Puzzle RPG / Japan



**크리티컬 오퍼스**  
FPS / Asia



**툰팝 with NAVER Webtoon**  
Puzzle / Korea

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

**표25** NHN 엔터테인먼트 Valuation

(십억원)	내용
<b>한게임</b>	<b>1,217.0</b>
2017E 순이익	81.1
Target PE(배)	15.0
<b>페이코</b>	<b>450.0</b>
총 가입자수(만명)	900.0
가입자당 가치(원)	50,000.0
기타 투자자산	319.5
<b>총 기업가치</b>	<b>1,986.5</b>
<b>적정주가(원)</b>	<b>101,535</b>
현주가(원)	68,800
상승여력(%)	45.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	644.6	856.4	931.1	1,085.2	1,197.8
매출액증가율 (%)	15.8	32.9	8.7	16.5	10.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	644.6	856.4	931.1	1,085.2	1,197.8
판매관리비	698.9	830.1	886.1	995.7	1,073.9
<b>영업이익</b>	<b>-54.3</b>	<b>26.4</b>	<b>45.0</b>	<b>89.4</b>	<b>123.9</b>
영업이익률	-8.4	3.1	4.8	8.2	10.3
금융손익	299.6	29.3	49.8	49.7	51.2
중속/관계기업손익	-0.8	-13.1	-13.5	-13.9	-14.3
기타영업외손익	-15.4	-16.6	-17.1	-17.6	-18.2
세전계속사업이익	229.0	26.0	85.1	130.0	142.6
법인세비용	63.9	18.9	37.1	42.9	54.7
<b>당기순이익</b>	<b>165.2</b>	<b>7.1</b>	<b>48.0</b>	<b>87.1</b>	<b>111.0</b>
지배주주지분 순이익	164.0	12.5	59.0	99.5	123.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-107.5</b>	<b>83.4</b>	<b>31.7</b>	<b>74.8</b>	<b>101.9</b>
당기순이익(손실)	165.2	7.1	48.0	87.1	111.0
유형자산상각비	22.7	24.4	22.1	17.8	12.8
무형자산상각비	15.5	12.6	7.1	1.8	1.7
운전자본의 증감	-106.3	61.7	-25.3	1.9	2.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-117.6</b>	<b>36.7</b>	<b>48.0</b>	<b>87.1</b>	<b>111.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-69.8	-35.6	-36.6	-37.7	-38.9
투자자산의감소(증가)	-142.7	115.3	-38.2	-41.1	-44.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>277.1</b>	<b>-79.2</b>	<b>21.0</b>	<b>23.8</b>	<b>26.1</b>
차입금의 증감	59.6	-295.6	-19.6	0.0	0.0
자본의 증가	271.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	52.2	41.1	-25.1	54.1	60.6
기초현금	208.2	260.4	301.5	276.4	330.5
기말현금	260.4	301.5	276.4	330.5	391.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>682.7</b>	<b>749.5</b>	<b>768.8</b>	<b>807.1</b>	<b>864.9</b>
현금및현금성자산	260.4	301.5	276.4	330.5	391.1
매출채권	100.9	113.2	226.7	249.4	274.3
재고자산	0.0	21.9	23.6	25.4	27.4
<b>비유동자산</b>	<b>1,150.6</b>	<b>1,088.7</b>	<b>1,131.1</b>	<b>1,186.2</b>	<b>1,245.5</b>
유형자산	105.6	114.3	108.6	105.7	102.8
무형자산	307.6	323.0	339.1	356.1	373.9
투자자산	607.6	492.3	530.5	571.6	615.9
<b>자산총계</b>	<b>1,833.3</b>	<b>1,838.2</b>	<b>1,899.8</b>	<b>1,993.3</b>	<b>2,110.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>232.9</b>	<b>267.6</b>	<b>294.3</b>	<b>323.8</b>	<b>356.1</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	33.5	1.6	1.6	1.6	1.6
유동성장기부채	11.6	21.4	18.1	18.1	18.1
<b>비유동부채</b>	<b>97.9</b>	<b>60.2</b>	<b>65.5</b>	<b>69.7</b>	<b>74.2</b>
사채	17.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6
<b>부채총계</b>	<b>330.8</b>	<b>327.7</b>	<b>359.8</b>	<b>393.4</b>	<b>430.4</b>
<b>자본금</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>1,237.6</b>	<b>1,237.6</b>	<b>1,237.6</b>	<b>1,237.6</b>	<b>1,237.6</b>
기타포괄이익누계액	-33.0	14.2	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	250.9	262.6	310.6	397.7	508.7
비지배주주지분	75.5	47.7	52.5	44.1	33.6
<b>자본총계</b>	<b>1,502.5</b>	<b>1,510.5</b>	<b>1,563.3</b>	<b>1,642.0</b>	<b>1,742.5</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	34,725	43,773	47,590	55,465	61,220
EPS(지배주주)	8,898	364	2,453	4,452	5,672
CFPS	139	3,682	4,485	6,648	7,996
EBITDAPS	-869	3,238	3,788	5,568	7,069
BPS	57,215	58,258	59,886	63,471	68,233
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.4	78.7	22.7	13.4	10.8
PCR	408.5	13.7	15.2	10.3	8.5
PSR	1.6	1.1	1.4	1.2	1.1
PBR	1.0	0.9	1.1	1.1	1.0
EBITDA	-16.1	63.4	74.1	108.9	138.3
EV/EBITDA	-47.3	9.3	12.8	8.6	6.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.4	0.9	4.0	6.4	7.5
EBITDA 이익률	-2.5	7.4	8.0	10.0	11.5
부채비율	22.0	21.7	23.0	24.0	24.7
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-45.1	13.2	173.0	259.5	359.4
매출채권회전율(x)	7.2	8.0	5.5	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	-	78.3	41.0	44.3	45.4

Industry Brief  
2017. 10. 12

▲ 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) **140,000 원**  
현재주가 (10.11) **120,900 원**  
상승여력 **15.8%**

KOSDAQ	662.31pt
시가총액	15,556억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.67%
외국인비중	27.51%
52주 최고/최저가	130,400원/78,500원
평균거래대금	71.7억원

주요주주(%)	
게임빌	24.54
KB자산운용	22.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	-4.4	22.6
상대주가	-1.9	-10.3	24.2

주가그래프



# 컴투스 078340

## 꾸준하나 한방이 부족

- ✓ 3Q17 실적, 기대치 부합할 전망. '서머너즈워'의 3주년 기념 패키지(6월말~7월 12일) 판매 양호하였기 때문
- ✓ 하반기 '서머너즈워'의 '월드아레나 챔피언십' 프로모션과 공성전 업데이트를 통해 매출 레벨업에 나설 계획
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 14만원 유지, 적정주가의 2018E PER은 9.4배 수준으로 18년 신규게임 기대감과 함께 밸류에이션 메리트 재부각 국면 진입

### 3분기 실적, 양호

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,324억원(+12.1% YoY), 512억원(+24.6% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1,317억원, 영업이익 495억원)에 무난히 부합할 전망이다. '서머너즈워' 매출액이 여전히 전체 매출대비 약 80% 비중 차지하고 있으며 3분기 3주년 기념 패키지 판매 양호하였기 때문이다. 3분기 영업이익률은 38.6%로 0.8%p QoQ 개선되었는데 외형 확대에도 전분기와 유사한 수준의 마케팅비 집행 때문이다.

4분기 실적은 또 한번의 성장이 기대된다. '서머너즈워' 매출액은 9~11월 아레나 챔피언십, 공성전 업데이트, 12월 프로모션 패키지 판매 등으로 인해 또 한번 레벨업된다. 그 밖에 신규게임 출시 일정은 아직 미확정이나 '체인스트라이크', '덴스빌', '버디크러쉬'의 출시를 통해 포트폴리오 다각화 꾸준히 진행된다.

### 기다리는 신작은 내년 상반기에나

컴투스가 기대하는 신규게임 라인업은 '스카이랜더스모바일', '히어로즈워', '서머너즈워 MMORPG' 로 2018년 상반기 출시를 목표로하고 있다. 다만, 1분기보다는 2분기 출시가 진행될 가능성이 높아 기대감을 갖기는 다소 이르다. 여전히 '서머너즈워'의 매출 수준 양호하며, 대작 모바일게임의 경우 CBT 혹은 소프트론칭 등을 통해 콘텐츠 점검에 나선다는 점 감안하면 정식 출시 시점은 2Q18이 될 가능성 높다.

### 밸류에이션 메리트 재부각

컴투스에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 14만원을 유지한다. 적정주가의 2018E PER은 9.4배 수준으로 밸류에이션 메리트 재부각되고 있다.

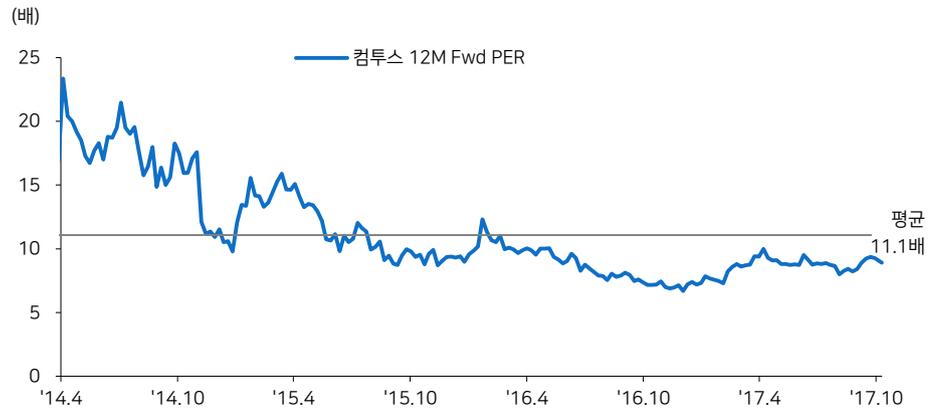
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	433.5	165.9	125.8	10,540	51.1	39,335	11.2	3.0	6.4	35.0	14.4
2016	513.1	192.0	151.8	11,796	11.9	49,153	7.4	1.8	2.8	26.5	12.1
2017E	523.0	204.9	158.4	12,311	4.4	57,861	10.2	2.2	4.3	22.9	10.6
2018E	615.7	240.2	191.1	14,851	20.6	68,393	8.4	1.8	3.0	23.4	9.2
2019E	688.0	273.0	216.1	16,798	13.1	79,403	7.4	1.6	2.0	22.7	8.1

표26 3Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
<b>매출액</b>	<b>118.1</b>	<b>135.7</b>	<b>120.3</b>	<b>126.1</b>	<b>132.4</b>	<b>12.1</b>	<b>5.0</b>	<b>131.7</b>
국내 모바일	17.9	17.7	13.7	12.6	16.2	-9.5	28.6	-
해외 모바일	100.2	118.0	106.6	113.0	115.7	15.5	2.4	-
<b>영업이익</b>	<b>41.1</b>	<b>44.2</b>	<b>50.1</b>	<b>51.1</b>	<b>51.2</b>	<b>24.6</b>	<b>0.2</b>	<b>49.5</b>
<b>세전이익</b>	<b>41.7</b>	<b>44.8</b>	<b>50.0</b>	<b>49.0</b>	<b>52.3</b>	<b>25.4</b>	<b>6.7</b>	<b>53.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.6</b>	<b>30.8</b>	<b>36.7</b>	<b>38.2</b>	<b>40.7</b>	<b>33.0</b>	<b>6.5</b>	<b>38.6</b>

자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 컴투스의 12m Fwd PER 추이



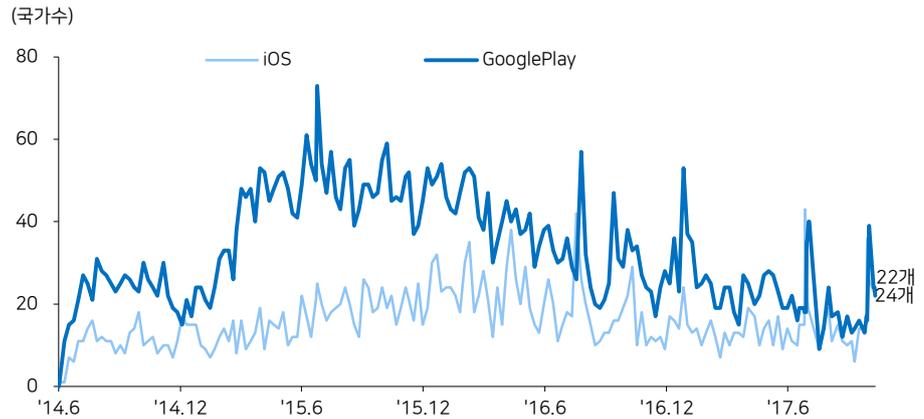
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 컴투스 분기별 실적- 서머너즈워 꾸준하나, 하반기 '신작'의 성과 중요

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>135.1</b>	<b>126.6</b>	<b>118.1</b>	<b>135.7</b>	<b>120.3</b>	<b>126.1</b>	<b>132.4</b>	<b>140.9</b>	<b>513.1</b>	<b>523.0</b>	<b>615.7</b>
국내 모바일	17.5	18.6	17.9	17.7	13.7	12.6	16.2	16.6	71.7	62.4	69.3
해외 모바일	117.2	107.6	100.2	118.0	106.6	113.0	115.7	123.8	440.5	458.4	544.3
<b>영업이익</b>	<b>59.8</b>	<b>48.6</b>	<b>41.1</b>	<b>44.2</b>	<b>50.1</b>	<b>51.1</b>	<b>51.2</b>	<b>54.7</b>	<b>192.0</b>	<b>204.9</b>	<b>240.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>61.0</b>	<b>51.1</b>	<b>41.7</b>	<b>44.8</b>	<b>50.0</b>	<b>49.0</b>	<b>52.3</b>	<b>55.9</b>	<b>198.9</b>	<b>210.4</b>	<b>245.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>44.2</b>	<b>39.6</b>	<b>30.6</b>	<b>30.8</b>	<b>36.7</b>	<b>38.2</b>	<b>40.7</b>	<b>43.5</b>	<b>151.8</b>	<b>158.4</b>	<b>191.1</b>

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수 - 6월 3주년 이벤트, 연내 공성전 업데이트



주: 2017.10.10 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 컴투스의 신규게임 라인업

게임명	장르	출시시기	특징
뉘시의 신 VR	스포츠	2017년 9월	자사 인기 뉘시게임 '뉘시의 신' IP 활용 9월 12일 구글 VR플랫폼 데이드림 출시
체인스트라이크	RPG	4Q17	RPG와 체스 결합한 장르 게임 가로 5칸, 세로 7칸으로 이뤄진 보드판에서 자신의 캐릭터를 움직여 대결하는 게임
버디크러시	스포츠	4Q17	실시간 멀티플레이가 가능한 캐주얼 골프 게임
댄스빌	캐주얼	4Q17	전연령층용 캐주얼 샌드박스 게임. 뮤직비디오 제작, 공유할 수 있는 것이 특징
스카이랜더스 모바일	전략 RPG	1H18	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴
히어로즈워2	RPG	1H18	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	1H18	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표29 2017 서머너즈워 월드아레나 챔피언십 개요

개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>전세계 '서머너즈워' 이용자 대상 글로벌 e스포츠 축제</li> <li>'서머너즈워' 의 브랜드 가치 강화 기대</li> </ul>
지역 본선	<ul style="list-style-type: none"> <li>8월 27일 서울 예선을 시작으로 약 3개월 간 오프라인·온라인 대회를 통해 16명의 지역 대표 선발</li> <li>상하이, 타이페이, 방콕, 홍콩, 로스앤젤레스, 뉴욕, 파리, 도쿄, 서울 등 9개 지역은 오프라인 본선 진행</li> <li>중동, 남미, 호주 지역은 10월 중순 온라인 대회를 통해 지역 대표 선발</li> </ul>
월드 파이널	<ul style="list-style-type: none"> <li>11월 25일 미국 로스앤젤레스에 위치한 '마이크로소프트 씨어터'에서 월드 파이널 결선 개최</li> </ul>

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 2017 서머너즈워 월드 아레나 챔피언십



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	433.5	513.1	523.0	615.7	688.0
매출액증가율 (%)	84.7	18.3	1.9	17.7	11.7
매출원가	44.3	51.5	50.8	60.0	82.6
매출총이익	389.2	461.5	472.2	555.7	605.4
판매관리비	223.3	269.5	267.3	315.6	332.5
<b>영업이익</b>	<b>165.9</b>	<b>192.0</b>	<b>204.9</b>	<b>240.2</b>	<b>273.0</b>
영업이익률	38.3	37.4	39.2	39.0	39.7
금융손익	5.1	6.3	9.5	10.3	10.5
중속/관계기업손익	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.5	-1.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	170.7	198.9	210.4	245.0	283.5
법인세비용	44.9	47.2	52.0	53.9	61.7
<b>당기순이익</b>	<b>125.8</b>	<b>151.8</b>	<b>158.4</b>	<b>191.1</b>	<b>216.1</b>
지배주주지분 순이익	125.8	151.8	158.4	191.1	216.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>138.0</b>	<b>156.0</b>	<b>159.9</b>	<b>193.0</b>	<b>219.1</b>
당기순이익(손실)	125.8	151.8	158.4	191.1	216.1
유형자산상각비	2.2	1.9	1.6	1.0	0.5
무형자산상각비	1.0	1.3	1.2	0.8	0.5
운전자본의 증감	-8.5	4.1	-11.8	-1.1	-1.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-246.4</b>	<b>-131.4</b>	<b>-33.2</b>	<b>-40.7</b>	<b>-21.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1.9	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
투자자산의감소(증가)	2.5	8.0	-3.2	-3.6	-4.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>181.0</b>	<b>-19.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	181.9	0.1	0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	72.8	5.2	117.4	150.7	173.7
기초현금	12.1	84.8	90.0	207.4	358.1
기말현금	84.8	90.0	207.4	358.1	531.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>507.6</b>	<b>654.3</b>	<b>793.2</b>	<b>962.7</b>	<b>1,156.0</b>
현금및현금성자산	84.8	90.0	207.4	358.1	531.8
매출채권	62.4	61.8	75.9	77.4	78.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>74.6</b>	<b>57.7</b>	<b>60.3</b>	<b>63.0</b>	<b>66.7</b>
유형자산	3.4	2.6	2.0	1.0	0.5
무형자산	2.9	2.6	2.6	2.7	2.7
투자자산	30.1	22.3	25.4	29.0	33.1
<b>자산총계</b>	<b>582.2</b>	<b>712.0</b>	<b>853.5</b>	<b>1,025.7</b>	<b>1,222.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>68.4</b>	<b>74.4</b>	<b>75.9</b>	<b>77.4</b>	<b>79.0</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>4.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>73.1</b>	<b>77.0</b>	<b>78.9</b>	<b>80.8</b>	<b>82.8</b>
<b>자본금</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>208.4</b>	<b>208.5</b>	<b>208.6</b>	<b>208.6</b>	<b>208.6</b>
기타포괄이익누계액	13.4	6.8	5.8	5.8	5.8
이익잉여금	283.0	434.8	546.3	681.8	823.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>509.0</b>	<b>635.0</b>	<b>747.1</b>	<b>882.7</b>	<b>1,024.4</b>

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	36,319	39,875	40,646	47,854	53,472
EPS(지배주주)	10,540	11,796	12,311	14,851	16,798
CFPS	14,260	15,166	15,769	18,191	20,054
EBITDAPS	14,168	15,168	16,141	18,807	21,293
BPS	39,335	49,153	57,861	68,393	79,403
DPS	0	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	0.0	1.6	1.1	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.2	7.4	10.2	8.4	7.4
PCR	8.3	5.7	7.9	6.9	6.2
PSR	3.3	2.2	3.1	2.6	2.3
PBR	3.0	1.8	2.2	1.8	1.6
EBITDA	169.1	195.2	207.7	242.0	274.0
EV/EBITDA	6.4	2.8	4.3	3.0	2.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	35.0	26.5	22.9	23.4	22.7
EBITDA 이익률	39.0	38.0	39.7	39.3	39.8
부채비율	14.4	12.1	10.6	9.2	8.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	5,217.6	6,487.4	17,813.3	-	-
매출채권회전율(x)	8.7	8.3	7.6	8.0	8.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief  
2017. 10. 12

# 게임빌 063080

## 반전의 기회

### ▲ 인터넷/게임

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

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

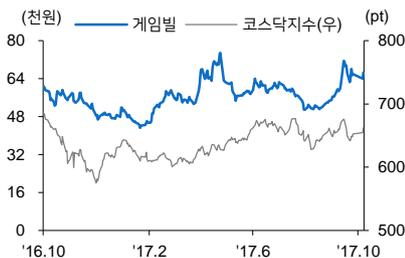
## Buy

**적정주가 (12개월)** 80,000 원  
**현재주가 (10.11)** 66,600 원  
**상승여력** 20.1%

KOSDAQ	662.31pt
시가총액	4,392억원
발행주식수	660만주
유동주식비율	63.95%
외국인비중	6.23%
52주 최고/최저가	74,900원/43,250원
평균거래대금	53.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
송병준	30.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.7	3.3	13.5
상대주가	10.8	-3.1	14.9

### 주가그래프



- ✓ 3Q17 실적, 영업적자폭 축소 전망. 3분기 매출액과 영업손실은 각각 315억원, 21억원 예상. 별이되어라의 시즌5 업데이트(강철의 거인 등)로 매출 회복
- ✓ 기다리는 신작 사이클 본격화. 10월 25일 '아키에이지 비긴즈' 출시를 기점으로 대작 신규게임 본격 론칭. '로열블러드' 역시 연내 출시를 목표로 마지막 조율중
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 8만원 유지. 적정주가의 2018E PER은 6.9배에 불과. 신규게임 라인업 정상 가동시 게임빌의 영업가치 재평가 필요

### 3분기 실적, 적자폭 축소 전망

3분기에도 영업적자는 지속되나 적자폭은 축소될 전망이다. 3분기 매출액과 영업손실은 각각 315억원, 21억원으로 추정된다. MLB 9innings, 크리티카 등 기존 게임 매출이 노후화되고 있으나, '별이 되어라'의 시즌5 업데이트(강철의 거인 등)으로 국내 매출 회복되었다. 영업적자는 마케팅비 감소(3Q 25억원으로 37.3% 감소)로 적자폭 축소되었다.

### 신작 사이클 본격화

게임의 신작 사이클이 본격화되고 있다. 10월 25일 글로벌 기대작 '아키에이지 비긴즈' 출시를 시작으로, 자체개발 게임 '로열블러드' 역시 연내 출시를 목표하고 있다. 아키에이지 비긴즈는 2013년 출시되었던 PC게임 아키에이지(엑스 엘게임즈 개발)에 기반한 IP게임으로 북미/유럽/러시아에서 200만 이상의 이용자 확보하며 높은 인지도 보유하고 있어 글로벌 시장 성공이 기대된다. 로열블러드는 게임빌의 자체개발 게임으로 9월말 CBT에서 하루만에 10만명이 모집되는 등 뜨거운 관심 이끌어냈으며 테스트 리뷰에 근거하여 연내 출시 목표하고 있다.

### 저평가 상태 지속

게임빌의 시가총액 4,392억원에서 컴투스 지분가치 3,817억원을 제외하면 게임빌의 영업가치는 거의 반영안된 저평가 상태 지속되고 있다. 2018년 신작 라인업 정상 가동시 영업가치 정상 궤도에 진입한다면 18E PER은 6.9배에 불과하다. 게임빌의 반전의 기회가 오고 있다는 점에서 주목할 필요 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	152.3	3.2	20.1	3,072	-12.6	30,894	25.2	2.5	69.4	9.9	56.3
2016	161.5	4.3	29.5	4,488	46.1	34,501	10.8	1.4	39.0	13.2	38.7
2017E	134.4	-7.1	28.7	4,354	-3.0	38,656	15.1	1.7	-237.0	11.6	37.4
2018E	197.9	15.9	51.9	7,867	80.7	46,721	8.4	1.4	23.1	18.0	30.6
2019E	233.2	29.0	56.8	8,608	9.4	55,468	7.7	1.2	13.6	16.6	25.5

표30 3Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	39.0	39.2	28.6	30.2	31.5	-19.1	4.6	36.0
국내 모바일	18.9	17.7	12.7	10.7	9.6	-48.9	-10.0	-
해외 모바일	20.1	21.5	15.9	19.5	21.9	8.7	12.6	-
영업이익	0.0	-2.4	-3.0	-4.2	-2.1	적전	적지	-0.5
세전이익	7.0	4.2	4.8	4.3	9.6	37.7	121.5	8.7
지배순이익	5.3	3.3	3.3	5.7	7.5	39.5	31.6	6.2

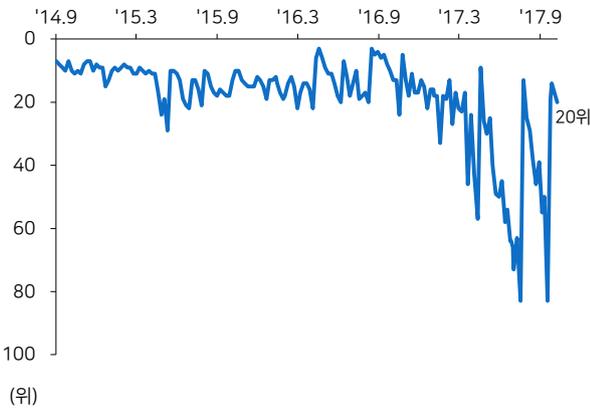
자료: 게임빌, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 게임빌 분기별 실적- 하반기 회복 기대

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	40.8	43.2	39.0	39.2	28.6	30.2	31.5	43.3	161.5	134.4	197.9
국내 모바일	15.2	18.9	18.9	17.7	12.7	10.7	9.6	11.4	70.6	44.4	58.6
해외 모바일	25.6	24.4	20.1	21.5	15.9	19.5	21.9	31.9	91.6	89.2	139.3
영업이익	4.7	2.2	0.0	-2.4	-3.0	-4.2	-2.1	1.5	4.3	-7.1	15.9
세전이익	14.0	11.2	7.0	4.2	4.8	4.3	9.6	13.4	36.4	32.1	67.4
지배순이익	11.2	9.7	5.3	3.3	3.3	5.7	7.5	10.4	29.5	28.7	51.9

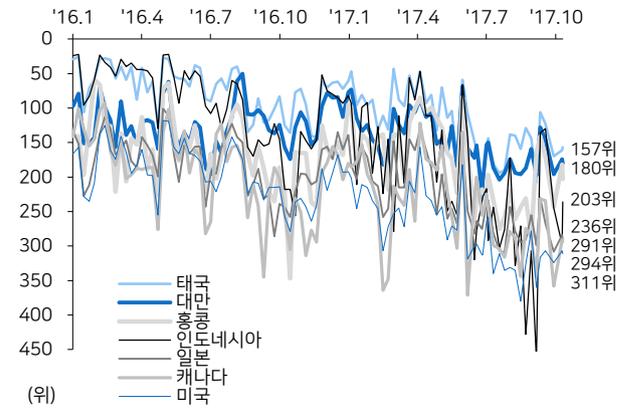
자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 '별이되어라 for Kakao' 매출 순위



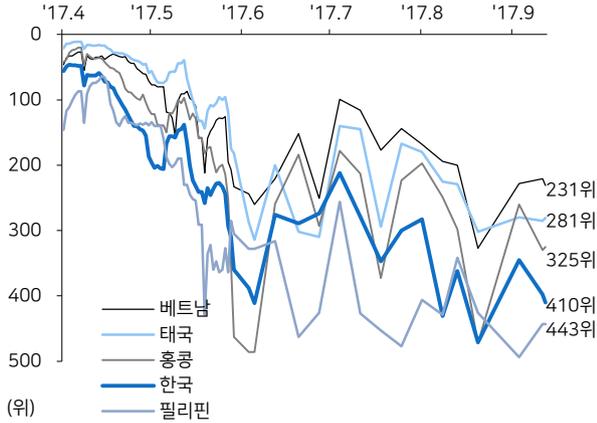
주: 2017.10.10 구글플레이 국내 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 '드래곤 블레이즈' 주요국가 매출 순위



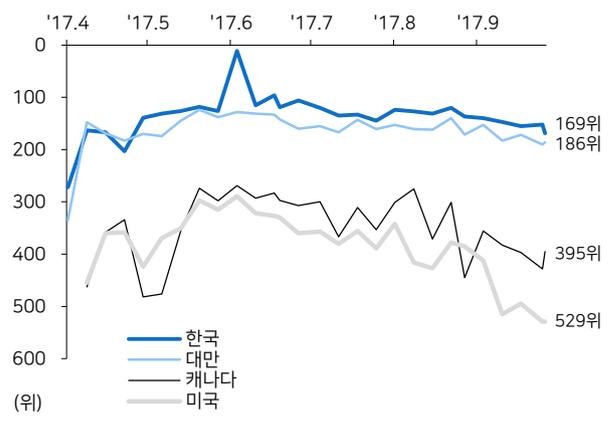
주: 2017.10.10 구글플레이 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 '워오브크라운' 주요 국가 매출순위



주: 2017.10.10 구글플레이 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권리서치센터

그림55 'MLB퍼펙트이닝 Live' 주요 국가 매출순위



주: 2017.10.10 구글플레이 게임 매출 순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권리서치센터

표32 게임빌의 신규게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
애프터필스(Android)	FPS	디지털 레전드	'17.4.5 출시	아이폰 발매 당시 약 30개 국가에서 게임 매출 10위권
MLB퍼펙트이닝 Live	스포츠	공게임즈	'17.4.13 출시	30개의 메이저리그 구단 및 실제 선수들 사실적으로 구현
워오브크라운	전략RPG	애즈원게임즈	'17.4.26 출시	8월 신규컨텐츠 '보스전' 공개했으나 매출 부진 지속
크로매틱소울(중국 Android)	RPG	게임빌(자체개발)	'17.6월	고품질 2D 그래픽을 갖춘 정통 턴제 RPG
아키에이지 비긴즈	RPG	엑스엘게임즈	'17.10.25 출시	유명 PC 온라인게임 '아키에이지'의 IP 활용. 3월과 6월, 2번 CBT
로열블러드	MMORPG	게임빌(자체개발)	4Q17	100:100 대규모 RvR과 레이드 보스, 이벤트 중심의 필드 콘텐츠
A.C.E	전략 RPG	드래곤플레이	1H18	전략시뮬레이션과 롤플레이의 결합
NBA IP 신작	스포츠	-	1H18	NBA 공식 라이선스를 활용한 농구 게임
엘룬	전략 RPG	게임빌(자체개발)	1H18	글로벌 유저 취향에 맞춘 새로운 감각의 수집형 전략 RPG
탈리온	MMORPG	유틸플러스	1H18	구르기 및 점프, 360도 시점 조절이 가능한 FULL 3D MMORPG
빛의 계승자	전략 RPG	올엠	1H18	크리티카 개발사의 차기작, 수집형 전략 RPG, 9월 국내 테스트 진행
자이언츠워	전략 RPG	-	2H18	글로벌 감각의 히어로 육성 게임
게임빌 프로야구(가제)	스포츠	-	2H18	게임빌 프로야구의 후속작
피싱마스터2	스포츠	-	2H18	언리얼4엔진을 활용한 낚시 게임

자료: 게임빌, 메리츠증권리서치센터

표33 4분기 주요 기대작의 CBT 후기 정리

게임명	국가	구분	기간	주요 반응
아키에이지 비긴즈	글로벌	1차 CBT	2017.3.23 ~ 2017.3.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 5만명 유저 참여</li> <li>고퀄리티 그래픽, 실시간 레이드, 생활형 콘텐츠 등 호평</li> <li>북미, 프랑스, 독일, 러시아 등 원작의 인기가 높은 지역에서 상당한 호응</li> </ul>
		2차 CBT	2017.6.21 ~ 2017.7.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>1차 CBT 피드백: 고기(에너지) 소모 및 경험치 획득 방식 변경</li> <li>생활형 콘텐츠 및 하우징 시스템 개선, 기콘텐츠 차별화로 긍정적 반응</li> <li>독특한 전투 방식과 다양한 스토리 연출 호평</li> </ul>
로열블러드	국내	CBT	2017.9.25 ~ 2017.9.29	<ul style="list-style-type: none"> <li>CBT 사전모집 하루만에 10만명 신청</li> <li>파트플레이 중심의 콘텐츠 시스템이 인상적이라는 평가</li> <li>화려한 그래픽·스킬 이펙트와 태세 전환, 거래스 등 신선한 콘텐츠 호평</li> </ul>

자료: 게임빌, 메리츠증권리서치센터

게임빌 (063080)

Income Statement

(십억원)	2015	2016F	2017E	2018E	2019E
매출액	152.3	161.5	134.4	197.9	233.2
매출액증가율 (%)	5.0	6.0	-16.8	47.3	17.9
매출원가	61.5	62.8	57.9	83.3	98.2
매출총이익	90.8	98.7	76.5	114.6	135.0
판매관리비	87.6	94.4	83.6	98.7	106.1
<b>영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>4.3</b>	<b>-7.1</b>	<b>15.9</b>	<b>29.0</b>
영업이익률	2.1	2.7	-5.3	8.0	12.4
금융손익	-0.1	-0.9	-1.3	-0.9	-0.7
중속/관계기업손익	29.8	39.2	41.2	43.2	45.4
기타영업외손익	-4.0	-6.3	-1.2	-2.2	-2.5
세전계속사업이익	29.0	36.4	32.1	67.4	71.2
법인세비용	8.9	7.0	5.5	15.5	16.0
<b>당기순이익</b>	<b>20.0</b>	<b>29.3</b>	<b>28.7</b>	<b>51.9</b>	<b>56.8</b>
지배주주지분 순이익	20.1	29.5	28.7	51.9	56.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016F	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>29.1</b>	<b>52.3</b>	<b>57.0</b>
당기순이익(손실)	20.0	29.3	28.7	51.9	56.8
유형자산상각비	1.8	2.4	2.9	2.4	1.8
무형자산상각비	2.4	2.0	2.2	1.3	0.9
운전자본의 증감	-7.0	-0.7	-4.6	-0.7	-0.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-43.4</b>	<b>-10.6</b>	<b>-25.8</b>	<b>-28.4</b>	<b>-31.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-3.4	-4.1	-4.3	-4.5	-4.7
투자자산의감소(증가)	-71.3	-30.7	13.5	12.6	11.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>87.5</b>	<b>-44.0</b>	<b>-7.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>-7.0</b>
차입금의 증감	875.0	-409.6	100.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.2	-50.4	-1.2	16.5	18.8
기초현금	40.7	81.9	31.5	30.4	46.9
기말현금	81.9	31.5	30.4	46.9	65.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016F	2017E	2018E	2019E
유동자산	107.6	59.5	61.2	80.7	102.9
현금및현금성자산	81.9	31.5	30.4	46.9	65.6
매출채권	13.1	11.4	10.7	10.0	9.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	224.3	266.0	252.6	236.3	221.8
유형자산	23.6	25.6	26.8	24.5	22.7
무형자산	11.0	8.9	7.6	6.2	5.3
투자자산	183.0	216.9	203.4	190.8	179.0
<b>자산총계</b>	<b>331.9</b>	<b>325.5</b>	<b>313.8</b>	<b>317.1</b>	<b>324.6</b>
유동부채	65.6	43.5	52.2	51.1	50.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	52.2	1.2	1.2	1.2	1.2
유동성장기부채	0.0	22.0	32.0	32.0	32.0
비유동부채	54.0	47.4	46.5	45.6	44.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	45.0	33.0	33.0	33.0	33.0
<b>부채총계</b>	<b>119.5</b>	<b>90.9</b>	<b>98.7</b>	<b>96.7</b>	<b>94.8</b>
자본금	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	76.0	76.1	75.9	75.9	75.9
기타포괄이익누계액	3.0	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
이익잉여금	131.8	161.2	190.3	242.2	298.9
비지배주주지분	-0.1	0.7	1.1	1.1	1.2
<b>자본총계</b>	<b>212.4</b>	<b>234.7</b>	<b>263.6</b>	<b>315.5</b>	<b>372.3</b>

Key Financial Data

	2015	2016F	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,350	24,758	20,404	30,007	35,365
EPS(지배주주)	3,072	4,488	4,354	7,867	8,608
CFPS	1,121	1,314	2,607	8,500	9,069
EBITDAPS	1,145	1,331	-299	2,962	4,811
BPS	30,894	34,501	38,656	46,721	55,468
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	25.2	10.8	15.1	8.4	7.7
PCR	69.1	37.1	25.3	7.8	7.3
PSR	3.3	2.0	3.2	2.2	1.9
PBR	2.5	1.4	1.7	1.4	1.2
EBITDA	7.5	8.7	-2.0	19.5	31.7
EV/EBITDA	69.4	39.0	-237.0	23.1	13.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.9	13.2	11.6	18.0	16.6
EBITDA 이익률	4.9	5.4	-1.5	9.9	13.6
부채비율	56.3	38.7	37.4	30.6	25.5
금융비용부담률	0.4	0.8	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.6	3.3	-4.1	8.9	16.3
매출채권회전율(x)	11.6	13.2	12.2	19.1	24.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

**Compliance Notice**

위 조사분석자료와 관련하여 금융투자분석사 김동희는 카카오의 비용으로 '카카오 프레스 T500'에 참여한 사실을 고지합니다. 동 자료는 작성일 현재 사전고지외에 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

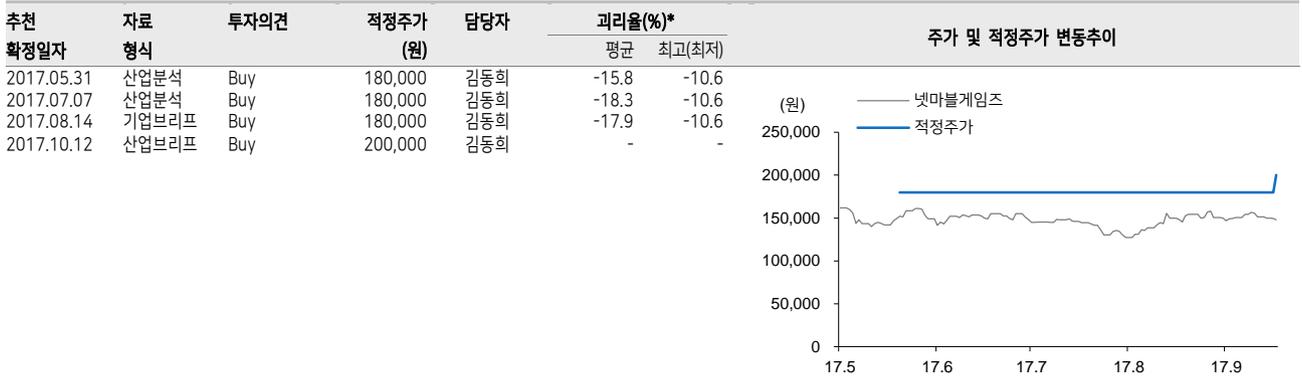
**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.07	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-49.2	-46.2	
2015.10.30	기업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-46.3	-41.2	
2015.12.03	산업분석	Strong Buy	1,100,000	김동희	-44.7	-40.2	
2016.01.15	산업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-44.1	-37.5	
2016.01.29	기업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-44.4	-37.5	
2016.03.28	기업분석	Strong Buy	1,100,000	김동희	-44.2	-37.5	
2016.04.07	산업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-43.7	-37.5	
2016.04.29	기업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-42.6	-34.4	
2016.06.13	산업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-41.7	-31.5	
2016.07.12	산업브리프	Strong Buy	1,100,000	김동희	-41.3	-31.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-39.1	-20.2	
2016.09.24		1년 경과			-20.4	-20.4	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-20.7	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-22.1	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.5	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.6	-18.2	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.4	-18.2	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.7	-18.2	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.6	-18.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.6	-18.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.6	-18.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.3	-18.2	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.6	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.5	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.2	-12.7	
2017.09.24		1년 경과			-32.1	-31.5	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-	-	

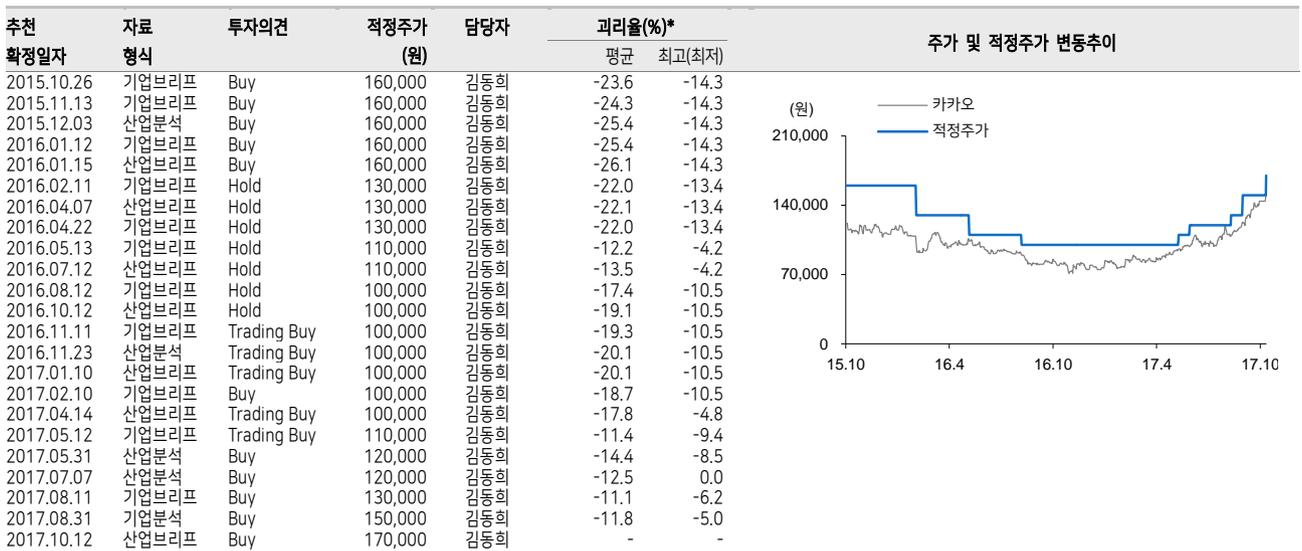
**넷마블게임즈 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년



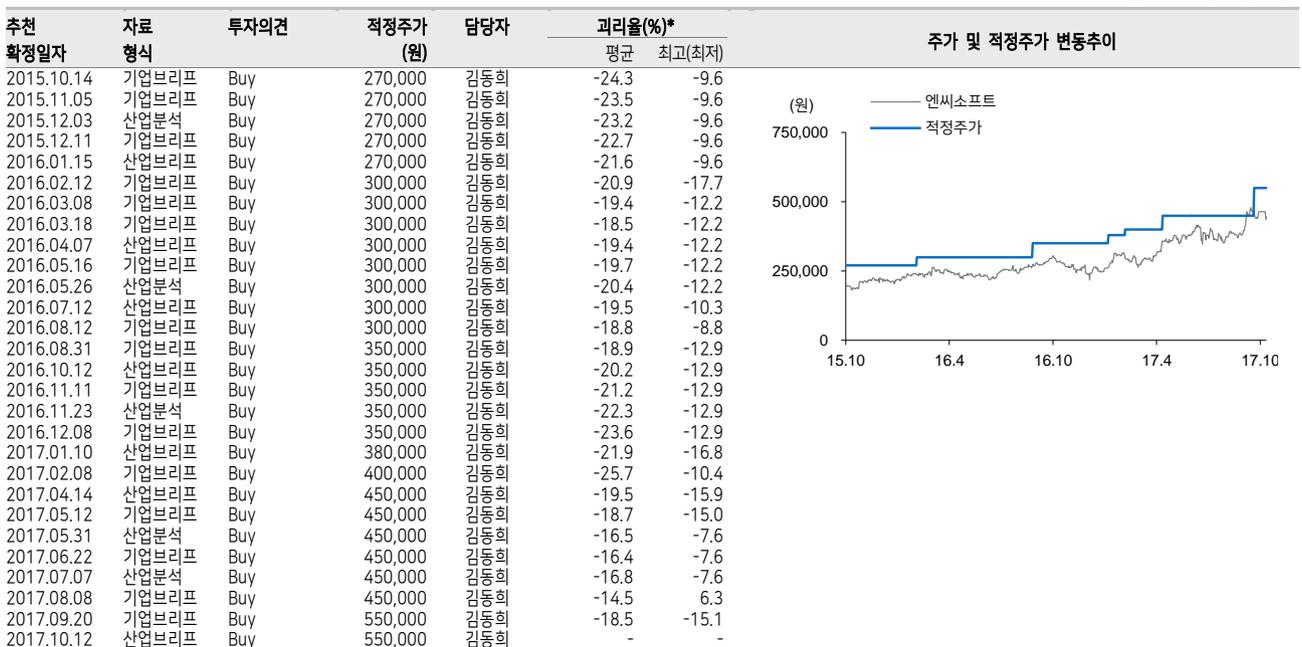
**카카오 (035720) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년



**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년



**NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.13	기업브리프	Hold	70,000	김동희	-18.5	-6.3	
2016.01.15	산업브리프	Hold	70,000	김동희	-20.5	-6.3	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김동희	-20.8	-6.3	
2016.04.07	산업브리프	Hold	70,000	김동희	-20.2	-6.3	
2016.05.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-16.9	-13.1	
2016.06.17	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-15.5	-10.7	
2016.07.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	-14.3	-7.7	
2016.08.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-16.5	-7.7	
2016.10.12	산업브리프	Buy	75,000	김동희	-18.9	-7.7	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	-26.1	-20.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-23.7	-8.9	
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	-17.9	-14.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	71,000	김동희	-16.0	-9.0	
2017.05.15	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-12.5	-10.9	
2017.05.31	산업분석	Buy	80,000	김동희	-5.6	5.0	
2017.07.07	산업분석	Buy	100,000	김동희	-22.7	-17.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.5	-17.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-	

**컴투스 (078340) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.11	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-38.4	-32.2	
2016.01.15	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-37.0	-19.4	
2016.02.04	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-35.2	-19.4	
2016.04.07	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-34.4	-19.4	
2016.05.12	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-32.9	-19.4	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-33.2	-19.4	
2016.08.13	1년 경과				-41.7	-37.5	
2016.10.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-20.5	-17.1	
2016.11.09	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-17.1	
2017.01.10	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-15.9	
2017.02.09	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.2	0.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-13.8	-10.8	
2017.05.15	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-7.1	
2017.07.07	산업분석	Buy	140,000	김동희	-15.7	-7.1	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-16.0	-7.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-	-	

**게임빌 (063080) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.11	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-38.1	-20.9	
2016.01.15	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-37.9	-20.9	
2016.02.04	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-37.5	-20.9	
2016.02.25	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-35.2	-20.9	
2016.04.07	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-34.1	-20.2	
2016.05.12	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-32.3	-17.8	
2016.07.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-32.4	-17.8	
2016.08.11	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-35.0	-28.4	
2016.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-42.6	-28.4	
2017.01.10	산업브리프	Buy	70,000	김동희	-34.2	-29.7	
2017.02.09	기업브리프	Buy	70,000	김동희	-23.4	-2.9	
2017.04.14	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-22.9	-6.4	
2017.07.07	산업분석	Buy	80,000	김동희	-25.6	-6.4	
2017.10.12	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-	-	