

2017. 11. 27

Analyst 김민정

(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

Analyst 오대식

(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

In-depth Report

2018년 인터넷/게임 전망

왕관을 쓰려는 자, 투자의 무게를 견뎌라

■ 2018년 주가 전망

2018년은 AI 시대가 본격적으로 개화되는 원년이 될 것이며, 인터넷 사업자는 소프트웨어와 하드웨어의 융합을 통해 AI 생태계를 적극적으로 확대해 나갈 것이다. 더불어 카카오택시의 본격 수익모델 형성 등 O2O 사업에서 수익 창출이 가시화되면 이익이 개선되면서 주가 상승을 견인할 것이다. 게임 업종은 올해에 이어 내년에도 IPO가 추진될 예정이다. 내년 상장 예정인 카카오게임즈는 최근 퍼블리싱 사업을 확대하면서 외형을 키우고 있으며 글로벌 흥행작 '배틀그라운드'의 개발사 블루홀은 당장 내년에 상장을 기대하고 있지는 않지만 상장 기대감이 꾸준히 유지될 것으로 판단한다. 또한 빠르게 변화하고 있는 게임 시장에 적응하지 못하거나 마케팅 역량이 부족한 게임 업체가 등장하고 있고, 게임 분야 스타트업에 지분을 투자한 업체가 자금회수를 하면서 게임 업종의 M&A가 내년에 활발히 진행될 것으로 보인다.

■ Top picks: 넷마블게임즈, NHN엔터테인먼트

모바일 MMORPG 시장의 경쟁이 심화됨에 따라 게임 업종은 1) 유명 IP 보유, 2) 게임 개발 및 운영 노하우, 3) 퍼블리싱 역량을 보유한 업체에, 인터넷 업종은 ICT 산업이 'Mobile-first'에서 'AI-first'로 변모함에 이용자 접점을 확대하고 데이터 확대 기반의 플랫폼 성능을 향상시키는 업체에 투자하는 것이 유리하다. 이에 따라 넷마블게임즈와 NHN엔터테인먼트를 선호 종목으로 제시한다.

투자의견

Overweight

Table of Contents

[산업분석]

- 4 I. Investment Summary
 - 1. 인터넷·게임 업종 수익률 추이
 - 2. 인터넷·게임 업종 2018년 추가 전망
 - 3. 투자 전략
- 10 II. 인터넷 산업 전망
 - 1. 2018년에도 디지털 광고는 장밋빛
 - 2. 데이터 기반의 타겟팅광고 고도화
 - 3. 콘텐츠 플랫폼으로의 진화 가속화
 - 4. 소프트웨어와 하드웨어의 통합
- 18 III. 게임 산업 전망
 - 1. 대형사 위주의 양극화 구조 고착화
 - 2. M&A와 IPO 기대감 강화
 - 3. e스포츠, '관람하는 게임' 트렌드 확산

[기업분석]

- 28 넷마블게임즈 (251270) _믿고 즐기는 게임
- 32 NHN엔터테인먼트 (181710) _페이코의 반전 드라마 기대

[산업분석]

I. Investment Summary

II. 인터넷 산업 전망

III. 게임 산업 전망

I. Investment Summary

1. 인터넷·게임 업종 수익률 추이

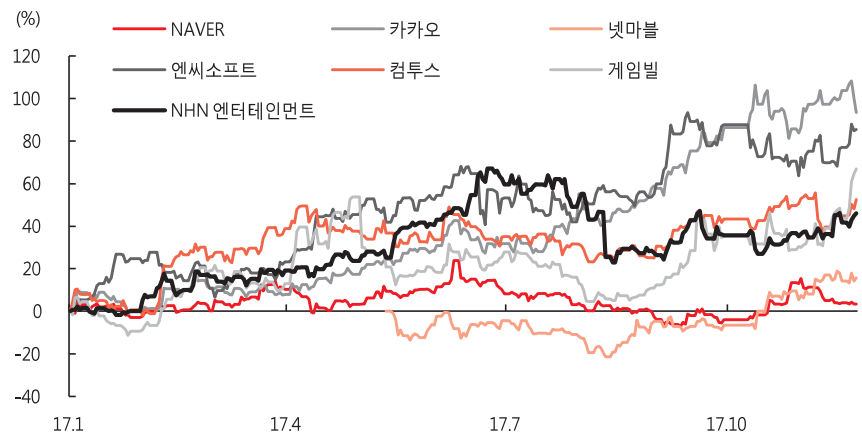
인터넷·게임 업종의 연초 대비 수익률은 27.9%로 KOSPI를 2.7%p 초과 상승하며 양호한 주가 흐름을 보이고 있다. 현재 인터넷·게임 업종의 12MF PER은 30.6배, KOSPI 대비 valuation premium은 228.2%인데 과거 5개년 평균 12MF PER과 KOSPI 대비 valuation premium은 각각 27.1배, 177.3%로 역사적 평균 valuation을 소폭 상회하고 있다. 올해는 모바일 MMORPG의 등장에 따른 게임 시장 파이 확대, 한국 게임의 해외 진출 확대로 valuation premium의 정당성이 부여됐음에도 불구하고 신작 게임의 매출이 상당히 높게 반영되면서 PER multiple 부담은 크게 증가하지 않았다. 인터넷은 카카오가 높은 주가 수익률을 기록하며 2018년 예상 PER이 65배까지 상승했지만 시가총액 비중이 높은 네이버가 안정적인 이익 성장에도 불구하고 부진한 주가의 모습을 보이면서 전반적으로 인터넷 업종의 valuation 또한 부담이 크지 않은 상황이다.

〈그림 1〉 연초 대비 인터넷·게임 업종과 KOSPI 수익률 추이



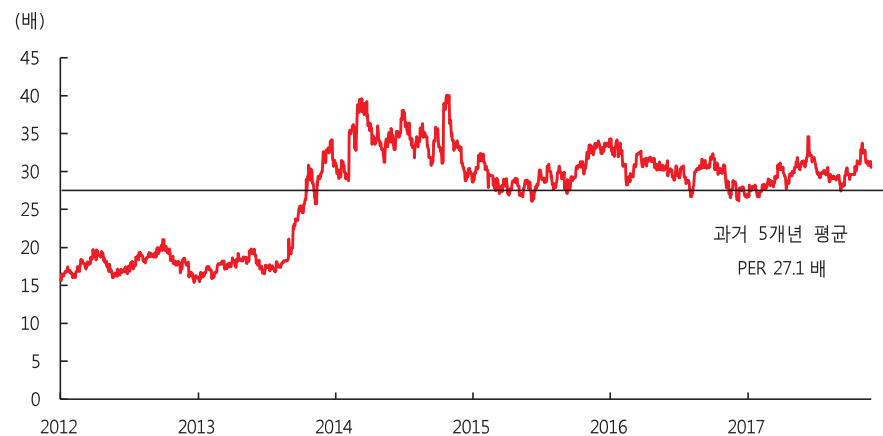
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림 2〉 인터넷·게임 업종 커버리지 업체의 연초대비 수익률



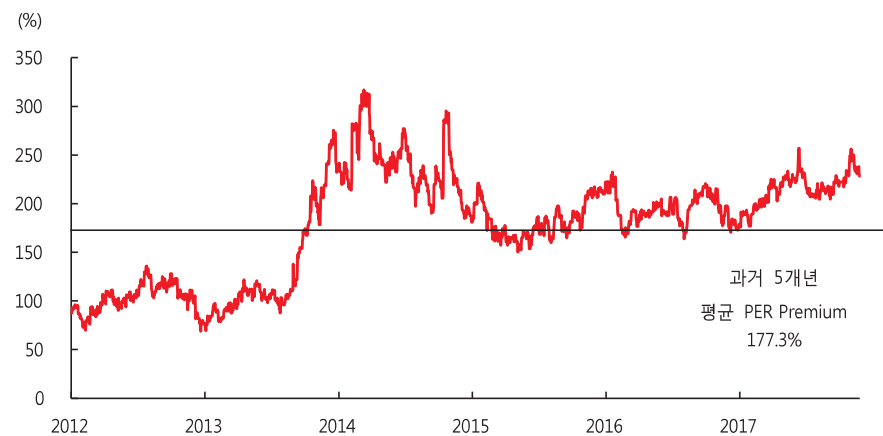
자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림 3〉 인터넷·게임 업종의 12개월 Forward PER



자료: Quantwise, 하이투자증권

〈그림 4〉 인터넷·게임 업종의 KOSPI 대비 PER Premium



자료: Quantwise, 하이투자증권

2. 인터넷·게임 업종 2018년 주가 전망

올해 인터넷·게임 업종의 주가 상승은 인터넷 업종보다 게임 업종의 기여도가 컸다. 넷마블과 펠어비스가 IPO에 성공하면서 게임 업종의 시가총액을 키웠으며, 모바일 MMORPG의 등장으로 시장의 판이 상당히 커졌다.

인터넷 업종의 경우 실적 성장폭보다 주가 상승폭이 더 컸던 배경은 인터넷은행의 흥행 및 간편결제 서비스의 거래 활성화 등이다. 이러한 서비스들은 단기간에 수익을 창출하기는 어렵기 때문에 기대감에 따른 밸류에이션 상승이 주가 상승을 견인한 것이다. 2018년은 AI 시대가 본격적으로 개화되는 원년이 될 것으로 예상하고 있으며, 인터넷 사업자는 소프트웨어와 하드웨어의 융합을 통해 AI 생태계를 적극적으로 확대해 나갈 것으로 밸류에이션 프리미엄 정당성은 유지될 전망이다. 더불어 카카오택시의 본격 수익모델 형성 등 O2O 사업에서 수익 창출이 가시화되면 이익이 개선되면서 주가 상승을 견인할 것이다.

게임 업종은 올해에 이어 내년에도 IPO가 추진될 예정이다. 내년 상장 예정인 카카오게임즈는 최근 퍼블리싱 사업을 확대하면서 외형을 키우고 있으며 글로벌 흥행작 ‘배틀그라운드’의 개발사 블루홀은 당장 내년에 상장을 기대하고 있지는 않지만 상장 기대감이 꾸준히 유지될 것으로 판단한다. 또한 빠르게 변화하고 있는 게임 시장에 적응하지 못하거나 마케팅 역량이 부족한 게임 업체가 등장하고 있고, 게임 분야 스타트업에 지분을 투자한 업체가 자금회수를 하면서 게임 업종의 M&A가 내년에 활발히 진행될 것으로 보인다.

〈그림 5〉 인터넷·게임 업종의 시가총액 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하이투자증권

3. 투자 전략

2018년 인터넷·게임 업종 커버리지 업체의 합산 매출액과 영업이익은 각각 14조 7,814억원(+18.9% YoY), 3조 8,294억원(+35.8% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 광고 사업이 주요 수익원인 인터넷 업종보다는 풍부한 대규모 신작 라인업을 보유하고 있는 게임 업종의 실적 성장세가 가파를 것으로 예상한다. 더불어 내년에는 게임 업종의 M&A가 활발히 진행될 것으로 예상되어 M&A에 따른 비유기적 성장 또한 기대한다. 모바일 MMORPG 위주로 시장이 재편되면서 대형사 위주의 양극화 현상은 더욱 가속화될 것이고 M&A를 진행하기 위해서는 풍부한 자금력을 확보하고 있어야 하기 때문에 대형 게임 업체의 투자 매력도가 높다고 판단한다. 모바일 MMORPG 시장의 경쟁이 심화됨에 따라 1) 유명 IP 보유, 2) 게임 개발 및 운영 노하우, 3) 퍼블리싱 역량을 보유한 업체에 대해 valuation premium은 정당하다. 대형 업체 외에 현금이 꾸준히 쌓이고 있는 게임 업체간의 M&A 경쟁이 치열해질 것으로 피인수 가능성이 있는 게임 업체에도 함께 주목할 필요가 있다.

인터넷 업종은 단기간의 실적 개선보다 신규 수익원을 창출할 수 있는 AI 생태계 확보에 주목할 필요가 있다. ICT 산업이 'Mobile-first'에서 'AI-first'로 변모함에 이용자 접점을 확대하고 데이터 확대 기반의 플랫폼 성능을 향상시키는 업체에 투자하는 것이 유리하다. 이에 따라 넷마블게임즈와 NHN엔터테인먼트를 선호 종목으로 제시한다.

〈표 1〉 인터넷·게임 업종 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

업종	종목	2016		2017E		2018E		YoY (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	4,022.6	1,101.9	4,666.6	1,209.4	5,392.7	1,522.2	15.6	25.9
	카카오	1,464.2	116.1	1,939.6	180.4	2,257.3	260.9	16.4	44.6
게임	엔씨소프트	983.6	328.8	1,739.8	599.8	1,937.5	749.9	11.4	25.0
	넷마블게임즈	1,500.0	294.7	2,506.3	596.6	3,383.1	985.8	35.0	65.2
	NHN엔터테인먼트	856.4	26.4	914.2	36.1	1,040.8	79.4	13.9	120.1
	컴투스	513.0	192.0	515.6	199.3	597.6	224.9	15.9	12.9
	게임빌	162.2	4.6	148.7	-1.2	172.4	6.3	15.9	흑전
인터넷/게임 업종 합계		9,502.1	2,064.4	12,430.8	2,820.4	14,781.4	3,829.4	18.9	35.8

자료: 하이투자증권

〈표 2〉 인터넷·게임 업종 실적 현황 및 전망

업종	기업명	FY	Sales (십억원)	OP (십억원)	NP (십억원)	EPS (원)	OPM (%)	NPM (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
인터넷	NAVER	16	4,023	1,102	749	22,732	27.4	18.6	34.1	7.1	18.2
		17E	4,667	1,209	807	24,476	25.9	17.3	31.2	5.8	15.7
		18E	5,393	1,522	994	30,169	28.2	18.4	25.3	4.8	12.3
	카카오	16	1,464	116	58	874	7.9	3.9	88.1	1.5	24.3
		17E	1,940	180	126	1,860	9.3	6.5	84.7	3.0	28.1
		18E	2,257	261	164	2,419	11.6	7.3	65.1	2.9	24.5
게임	엔씨소프트	16	984	329	272	12,416	33.4	27.7	19.9	2.9	12.7
		17E	1,740	600	453	17,100	34.5	26.0	22.5	3.8	13.9
		18E	1,937	750	576	26,314	38.7	29.7	14.6	3.0	8.8
	넷마블 게임즈	16	1,500	295	174	2,719	19.6	11.6	-	-	-
		17E	2,506	597	391	4,915	23.8	15.6	37.7	9.4	24.0
		18E	3,383	986	665	7,826	29.1	19.7	23.7	6.6	14.3
	NHN 엔터테인먼트	16	856	26	13	639	3.1	1.5	78.7	0.7	9.3
		17E	914	36	42	2,133	3.9	4.6	34.6	0.9	13.4
		18E	1,041	79	83	4,249	7.6	8.0	17.4	0.9	8.7
	컴투스	16	513	192	152	11,796	37.4	29.6	7.4	1.8	2.8
		17E	516	199	153	11,854	38.7	29.6	11.5	2.3	5.0
		18E	598	225	175	13,594	37.6	29.3	10.0	1.9	3.4
	게임빌	16	161	4	29	4,516	2.6	18.2	10.8	1.4	39.0
		17E	149	(1)	28	4,206	(0.8)	18.6	16.8	1.8	124.0
		18E	172	6	31	4,744	3.7	18.1	14.9	1.6	45.0

자료: 각사, 하이투자증권

〈표 3〉 글로벌 인터넷/게임 업종의 추가 수익률 및 밸류에이션

업종	업체명	통화	증가	시가총액 (백만USD)	절대수익률				PER	
					1W	1M	3M	YTD	FY17	FY18
국내	KOSPI		2537.2	1,461,845	0.9	2.0	7.5	25.8	10.9	10.9
	KOSDAQ		796.8	246,542	1.7	16.0	21.2	23.7	25.7	25.7
	소프트웨어와 서비스(십억원)	KRW	370.2	105,629	0.5	4.4	14.1	24.6	29.4	21.0
	인터넷 소프트웨어와 서비스(십억원)		1278.0	38,087	(0.8)	0.1	7.8	14.5	37.5	30.1
	게임 소프트웨어와 서비스(십억원)		4714.7	39,204	2.4	9.6	27.0	53.7	27.1	16.6
인터넷/소프트웨어	NAVER		801,000	24,284	(0.5)	0.0	4.4	3.4	31.3	24.6
	카카오		149,500	9,644	0.3	3.0	33.8	100.6	78.1	60.5
	인터파크		9,340	282	(4.3)	0.2	(0.4)	(9.1)	22.2	17.8
	포스코ICT		7,920	1,106	2.7	18.6	25.8	36.9	22.5	19.6
	더존비즈온		34,150	921	(1.2)	9.2	2.1	57.3	27.4	22.4
	한글과컴퓨터	KRW	17,400	367	2.4	4.8	8.1	4.5	-	-
	KG이니시스		17,850	435	8.6	54.3	41.4	46.7	141.1	11.0
	NHN한국사이버결제		18,650	324	(3.0)	17.6	3.4	40.6	23.3	18.0
	KG모빌리언스		8,120	221	9.3	25.7	9.6	(4.4)	-	-
	다날		5,110	219	0.4	6.5	(3.8)	(6.2)	-	-
게임	넷마블게임즈		187,500	14,467	(3.9)	6.6	28.0	n/a	39.0	22.8
	엔씨소프트		459,000	9,231	10.0	7.3	21.8	84.8	20.0	14.9
	NHN엔터테인먼트		73,500	1,312	(0.1)	10.3	11.1	44.9	29.9	17.8
	컴투스		133,000	1,530	1.4	(0.7)	13.2	48.3	11.0	9.6
	게임빌		81,300	486	11.5	20.6	55.1	64.7	25.5	12.2
	더블유게임즈		57,800	922	0.0	12.8	4.9	44.0	19.6	11.8
	웹젠		29,100	939	(5.2)	9.5	60.6	93.3	32.2	14.0
	위메이드		36,900	586	(3.8)	18.4	12.0	70.0	77.2	25.3
	네오위즈		12,850	261	(5.5)	11.6	14.6	14.1	-	-
	파티게임즈		13,050	291	11.5	28.6	22.0	42.2	-	-
	조이시티		15,700	167	(1.0)	19.3	17.0	(24.6)	-	-
	통투코리아		8,350	179	(5.2)	(25.7)	(2.8)	(13.1)	-	-
해외	인터넷/소프트웨어									
	Alphabet	US	1,051.9	724,923	1.5	4.7	11.9	32.7	24.5	20.9
	Facebook	US	180.9	527,856	1.6	3.4	6.6	57.2	25.8	24.9
	Amazon	US	1,156.2	557,121	2.6	17.6	19.6	54.2	99.3	71.8
	Alibaba	CH	189.8	486,209	4.6	7.1	8.8	116.2	52.8	37.3
	Tencent	CH	419.6	518,970	11.4	22.1	31.7	125.5	51.6	39.8
	Baidu	CH	249.7	86,347	6.6	(5.8)	10.4	51.8	29.4	27.0
	Gree	JN	756.0	1,639	4.7	(4.4)	(12.0)	23.8	14.0	20.6
게임	Activision Blizzard	US	65.1	49,252	3.6	4.0	1.4	81.5	29.1	25.4
	Electronic Arts	US	107.3	33,047	(3.7)	(5.5)	(9.8)	36.3	28.0	25.1
	Netease	CH	347.7	45,256	15.0	25.7	25.9	63.1	22.6	19.3
	Take Two Interactive Software	US	117.9	13,451	0.5	12.4	24.2	139.3	60.6	39.1
	Nexon	JN	3,265.0	12,918	1.4	12.1	20.5	92.7	20.7	17.4
	Zynga	US	4.1	3,534	5.7	3.0	11.2	58.0	43.7	31.0
	Sega	JN	1,363.0	3,252	(1.1)	(16.5)	(5.4)	(19.6)	11.4	24.0
	Nintendo	JN	45,010.0	57,148	4.5	3.2	25.1	86.9	59.1	48.8

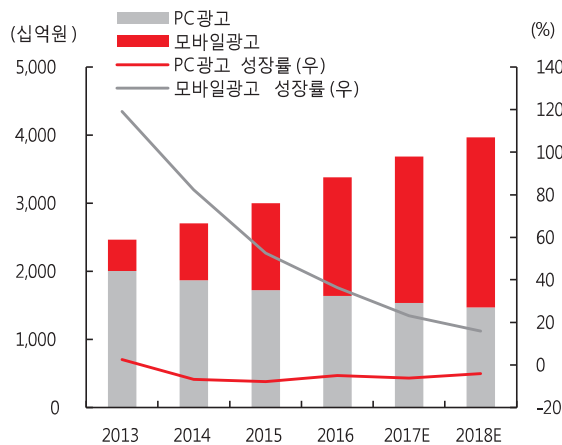
자료: Bloomberg, 하이투자증권

II. 인터넷 산업 전망

1. 2018년에도 디지털 광고는 장밋빛

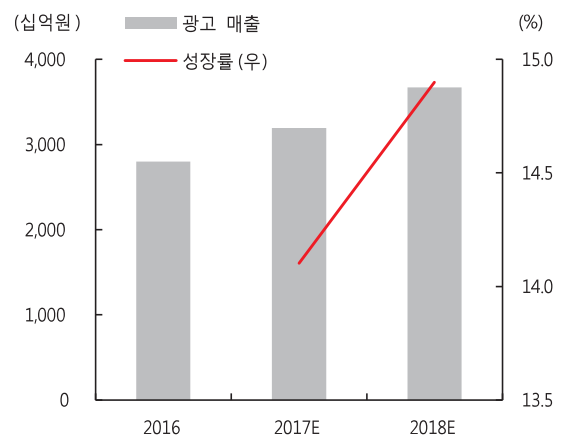
포털 사업자의 주요 수익원은 광고 사업은 모바일광고 성장에 힘입어 올해에 이어 내년에도 성장이 지속될 전망이다. 2018년 디지털 (PC+모바일) 광고시장 규모는 7.7% 증가한 3.9조원을 기록할 것으로 전망한다. 2016년 PC광고 시장 규모를 넘어섰던 모바일 광고 시장은 2018년에도 고성장을 이어가 2.5조원에 이를 것으로 추정한다. 모바일광고는 동영상 콘텐츠 소비 증가와 네이티브 광고, 타겟팅 광고를 기반으로 디지털광고 시장 파이를 키우고 있다. 국내 포털 사업자는 모바일 브라우저와 메신저를 활용해 이용자의 패턴을 분석하여 이용자에 따라 광고를 노출시키는 타겟형 광고를 확대시키고 있다. 글로벌 인터넷 사업자인 구글과 페이스북이 타겟팅 광고를 기반으로 모바일 광고 시장에서 지배력을 강화시키고 있는 행보와 유사하다. 네이버의 CPM, CPC/CPS 상품 매출이 55%, 카카오의 전체 매출액 대비 광고 매출액 비중은 30% 수준으로 높은 비중을 차지하고 있기 때문에 광고 시장의 지속적인 성장은 국내 포털 업체의 실적 성장을 견인할 수 있다.

〈그림6〉 PC광고와 모바일광고 시장 규모 추이



자료: 제일기획, 하이투자증권

〈그림7〉 네이버와 카카오의 합산 광고 매출액 전망



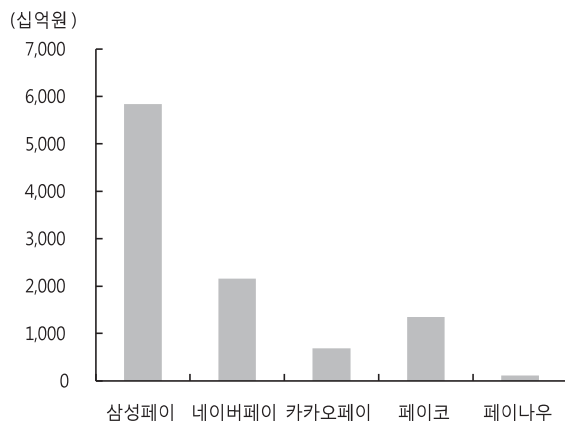
주: 네이버는 광고와 비즈니스플랫폼 매출액 합산

자료: 각 사, 하이투자증권

2. 데이터 기반의 타겟팅광고 고도화

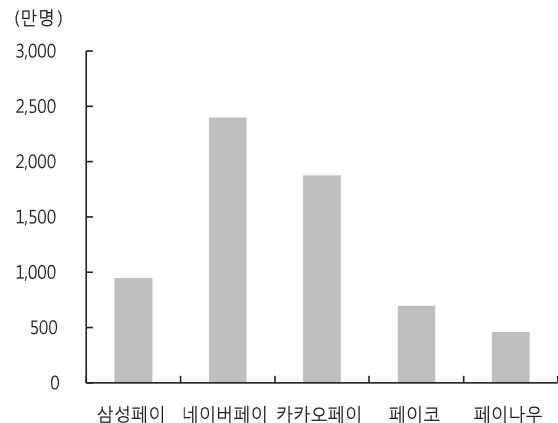
인터넷 사업자가 페이 사업에 집중하는 근본적인 이유 또한 결제 데이터 확보이다. 카카오는 올해 안에 카카오페이와 알리페이의 시스템을 통합하여 알리페이의 해외 가맹점에서 카카오페이를, 알리페이 사용자는 국내 카카오페이 가맹점에서 결제 서비스를 이용할 수 있도록 할 것이다. 카카오는 자사 서비스인 멜론, 카카오페이, 카카오택시 등에 카카오페이를 연동시켜 거래액이 크게 증가하고 있다. 네이버페이 또한 가맹점 확대 및 검색-쇼핑-결제까지 한번에 진행할 수 있는 편리함을 기반으로 간편결제 시장에서 입지력을 강화시키고 있다. 현재 간편결제 서비스 사업은 고객 저변을 확대하기 위해 현금 포인트 적립 등 프로모션을 적극적으로 하고 있는 단계로 이익 기여는 없지만 간편 결제로부터 수집한 결제 데이터는 결국 주요 수익원인 광고 사업 매출을 높일 것으로 기대한다. 이용자가 방문한 사이트나 결제한 내역을 기반으로 한 타겟팅 광고는 광고 효율성이 높기 때문에 일반 광고보다 단가가 높다. 타겟팅 광고 단가는 광고주가 의도한대로 이용자가 행동을 실행한 비율로 측정되기 때문에 네이버와 카카오의 타겟팅 광고 단가는 일반 광고보다 약 20% 높다. 전체 광고 시장 파이 성장이 제한적인 가운데 광고 매출 성장을 위해서는 광고 단가 상승이 필요하다. 또한 글로벌 포털 사업자는 기술 진화를 위해 공격적인 투자 사이클에 진화한 만큼 광고 사업에서 안정적인 성장이 요구된다.

〈그림8〉 국내 주요 간편결제 서비스 누적 거래액 현황



주: 2017년 8월 기준
자료: 금융감독원, 하이투자증권

〈그림9〉 국내 주요 간편결제 서비스 가입자수 현황



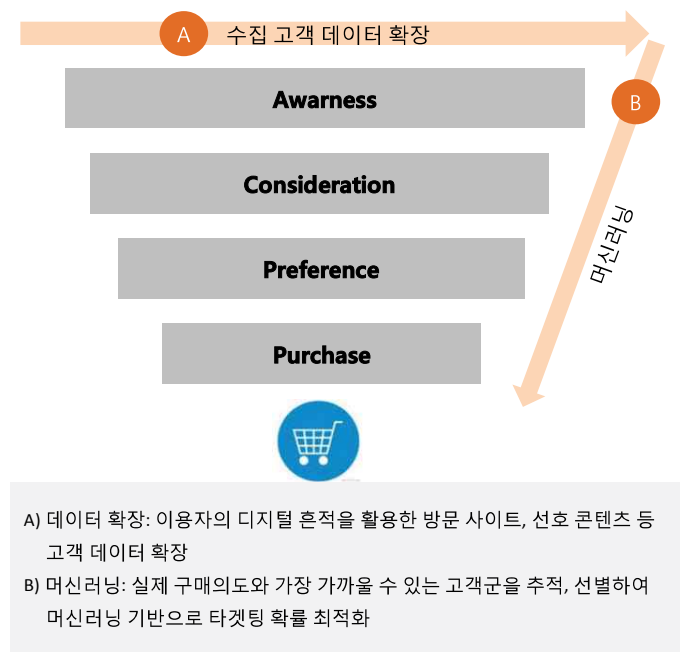
주: 2017년 8월 기준
자료: 금융감독원, 하이투자증권

〈표 4〉 주요 간편 결제 서비스의 결제 수수료율

간편결제 서비스명	수수료율
네이버페이	3.4~3.5%
카카오페이	3.50%
페이코(NHN엔터)	3.3~3.7%
스마일페이(옥션·G마켓)	3%대 추정
11페이(11번가)	3%대 추정

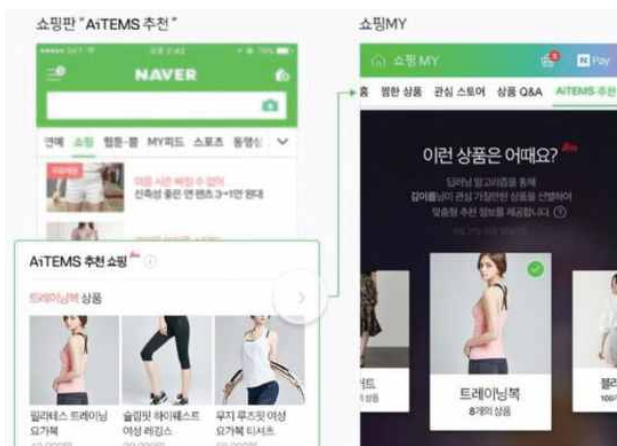
자료: 각사, 하이투자증권

〈그림 10〉 데이터 확장을 통한 고객 타겟팅 고도화



자료: 메조미디어, 하이투자증권

〈그림 11〉 네이버의 맞춤형 상품 추천 서비스 '에이아이템즈'



자료: 네이버, 하이투자증권

〈그림 12〉 카카오의 액션형 타겟 광고 플랫폼 '카카오모먼트'



자료: 카카오, 하이투자증권

3. 콘텐츠 플랫폼으로의 진화 가속화

온라인을 통한 콘텐츠 소비는 이제 일상화가 되었다. 이러한 트렌드에 맞춰 인터넷 사업자는 콘텐츠 사업을 신성장 동력으로 삼고 투자를 강행하고 있다. 차별화된 콘텐츠 제작 및 콘텐츠 플랫폼 구축을 위한 자체적인 투자뿐만 아니라 콘텐츠 제작 업체와의 협업도 적극적으로 진행하고 있다. 네이버는 지난 3월 연예기획사인 YG엔터테인먼트에 1000억 원을 투자하고 한류 콘텐츠를 핵심 콘텐츠로 내세우고 있다. 네이버의 온라인 생방송 플랫폼인 V라이브는 인기 아티스트들의 일상생활이나 콘서트, 에피소드 등을 담은 콘텐츠를 제공하는 서비스이다. V라이브는 글로벌 서비스로 전세계 249개국에서 MAU 1800만명을 기록하고 있다. 또한 네이버의 자회사 스노우는 콘텐츠 제작 스튜디오 '플레이스튜디오'를 운영하고 있는데 '연애 플레이리스트', '열일곱' 등의 웹드라마를 유튜브, 페이스북 채널, 네이버TV를 통해 방영했다. 카카오 또한 다음웹툰과 카카오페이지를 활용하여 웹툰 시장에서 입지력을 강화시키고 있으며 카카오TV를 통해서도 라이브 방송과 1인 방송 등의 동영상 콘텐츠를 유통하고 있다.

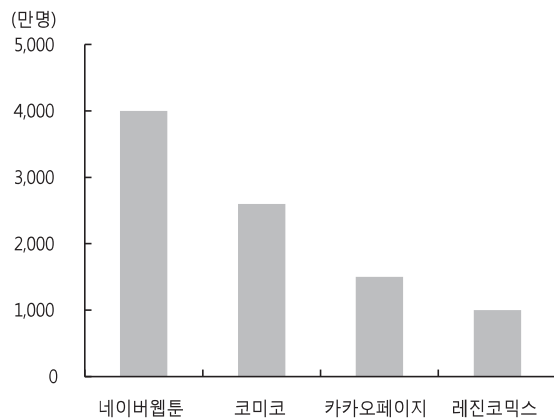
〈표 5〉 국내외 동영상 플랫폼 서비스의 주요 현황

구분	대응현황
네이버	• 1인 방송 창작자가 '네이버TV'를 통해 글로벌 실시간 동영상 콘텐츠 송출 • YG엔터테인먼트와의 협업으로 K팝 콘텐츠 통한 경쟁력 강화
카카오	• 포털의 '다음 tv팟' 서비스와 카카오톡 영상 채널을 '카카오TV'로 플랫폼 통합 • 다음 앱 전용 영상플레이어 서비스 개시
넷플릭스	• 에프엔씨애드컬처와 드라마 공급계약 체결, 중국 제외 전세계 서비스 예정 • 영화 '옥자' 넷플릭스 서비스 내 상영 • '센스8', '좋아하면 울리는', '킹덤' 등 화제성 높은 콘텐츠에 적극 투자
유튜브	• 글로벌 아이돌 출연 한류 콘텐츠 제작 • 빅뱅 출연하는 '달려라 빅뱅단!' 예능 콘텐츠 제작하여 유튜브 레드 공개
옥수수 (SK브로드밴드)	• '지숙이의 혼밥연구소' 등 자체 제작 콘텐츠 확대 강화 • 1인 방송 전용 채널 '옥수수 크리에이터스' 개설

자료: 하이투자증권

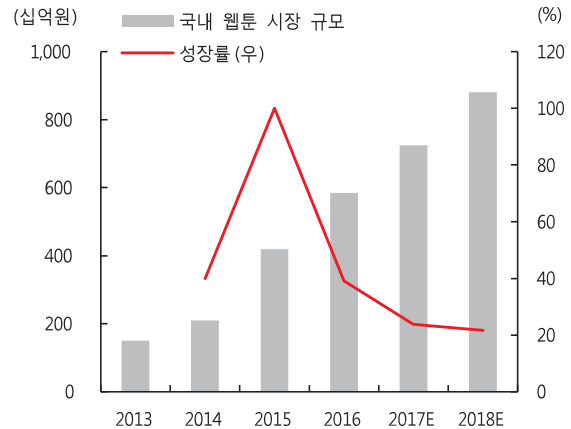
콘텐츠 중에서도 웹툰의 해외 매출 성장세에 주목해야 한다. K팝, K드라마, K게임에 이어 K웹툰이 한류의 시대를 이어가고 있기 때문이다. 카카오페이지의 웹툰 '왕의 딸로 태어났다고 합니다'는 지난 7월부터 중국 텐센트가 현지 서비스를 시작했는데 유료 서비스를 개시한 이후 한 달간 유료 순위 1위를 기록했고 서비스 2개월 만에 2억뷰를 돌파했다. 한국의 웹툰 플랫폼 이용하는 해외 이용자가 1억명에 달하며 글로벌 시장을 빠르게 공략하고 있다. 콘텐츠 수출액 중에서 게임 수출액 비중이 현저히 높는데 게임은 문화적 장벽 등으로 인해 서구권 시장에 진출하기가 어려웠던 것에 반해 웹툰은 탄탄한 스토리를 기반으로 서구권 시장에서도 이용자가 증가하고 있다. 네이버웹툰의 글로벌 MAU는 4000만명이며, 미국 내 MAU는 300만명을 넘어섰다. 카카오의 만화 플랫폼 '픽코마'는 지난해 4월 일본에 진출했는데 하루 평균 거래액이 1억원을 돌파했고 이러한 성과를 기반으로 2020년에는 일본 도쿄 증시 상장 또한 계획하고 있다.

〈그림13〉 웹툰 서비스별 해외 구독자 현황



자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈그림14〉 국내 웹툰 시장 규모



자료: KT경제경영연구소, 하이투자증권

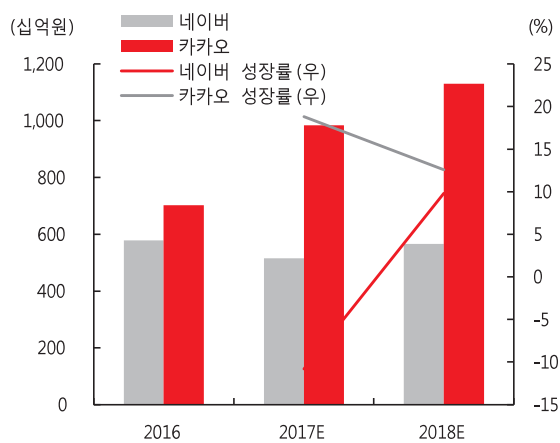
〈표 6〉 주요 웹툰 기업 해외 진출 현황

기업	진출국	대표작
네이버웹툰	미국, 캐나다, 일본, 중국, 대만, 태국	'치즈인더트랩', '노블레스'
코미코 (NHN엔터테인먼트)	일본, 대만, 태국	'어렵풋이', '설레는 기분'
카카오페이지	미국, 일본, 중국, 태국	'왕의 딸로 태어났다고 합니다'
레진코믹스	미국, 캐나다, 일본, 필리핀	'그 끝에 있는 것', '최강왕따'

자료: 각 사, 하이투자증권

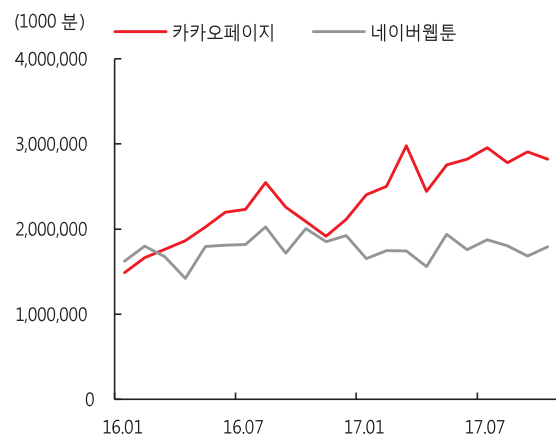
국가별로 이미 검색엔진과 메신저가 확고한 위치를 선점하고 있기 때문에 플랫폼 사업자가 해외 진출을 하는 것은 현실적으로 어렵다. 플랫폼 대신 게임, 웹툰/웹소설, 엔터테인먼트 등의 콘텐츠 사업에서 해외 서비스를 확대할 수 밖에 없다. 콘텐츠 사업의 수익 모델은 콘텐츠를 소비하는 이용자의 트래픽 축적이 광고로 이어지는 구조에서 벗어나 유료 콘텐츠 판매와 IP 사업으로 다각화될 전망이다. 마블 코믹스가 ‘어벤저스’ 시리즈를 통해 영화, 게임, 캐릭터 상품으로 부가가치를 창출하는 것처럼 한국 웹콘텐츠도 다양한 콘텐츠 영역에서 핵심 IP로 활용될 가능성이 높다.

〈그림15〉 웹툰 서비스별 해외 구독자 현황



자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

〈그림16〉 카카오페이지와 네이버웹툰 국내 월별 이용시간 추이



자료: 코리안클릭, 하이투자증권

〈표 7〉 웹툰/웹소설 IP 기반 모바일 게임 현황

종류	IP명	게임명	개발사(서비스사)
웹툰	무림수사대	무림수사대	가니타니(모모)
	와라편의점	와라편의점 for kakao	뉴에프오(NHN엔터테인먼트)
	갯오브하이스쿨	갯오브하이스쿨 with 네이버웹툰	와이디온라인
	삼국전투기	삼국전투기	위레드소프트(스마일게이트 메가포트)
	신의탑	신의탑 with 네이버웹툰	라이즈(네오위즈에이블스튜디오)
	아메리카노 엑소더스	아메리카노 엑소더스	비디게임즈
	카페드쇼콜라	카페드쇼콜라 with 네이버웹툰	로커스게임즈
	갯오브하이스쿨	갯오브하이스쿨2016 with 네이버웹툰	디디디게임(네오위즈에이블스튜디오)
	히어로메이커	히어로메이커 with 네이버웹툰	슈퍼플래닛
	잉어왕	잉어왕 창업전쟁	V2R
	덴마	덴마 with 네이버웹툰	앱크로스(뉴에프오)
	신과함께	신과함께(가칭)	아카이브팩토리
	외모지상주의	외모지상주의 with 네이버웹툰	와이디온라인
	노블레스	노블레스(가칭)	와이디온라인
	노블레스	노블레스(가칭)	네오위즈에이블스튜디오
	네이버웹툰 유명캐릭터	툰팝 모바일(가칭)	NHN픽셀큐브
	하이프	하이프(가칭)	비누스엔터테인먼트
	슈퍼스트링	슈퍼스트링(가칭)	팩토리얼게임즈(4:33)
	치즈인더트랩	치즈인더트랩(가칭)	클리터
	미생	미생(가칭)	로이코미
	복학왕	복학왕(가칭)	뉴에프오
웹소설	달빛조각사	달빛조각사(가칭)	엑스엘게임즈(라인)

자료: 각 사, 하이투자증권

4. 소프트웨어와 하드웨어의 통합

인터넷 업체의 DNA가 소프트웨어 중심에서 소프트웨어와 하드웨어의 통합으로 진화하고 있다. 인터넷 사업자의 하드웨어 사업 진출 배경은 AI스피커 사업 진출에 의한 것으로 파악된다. 네이버와 카카오는 각각 인공지능 스피커 ‘웨이브’와 ‘카카오미니’를 출시했다. 네이버는 AI스피커뿐만 아니라 차량용 인포테인먼트 기기를 비롯하여 웨어러블 기기, 새로운 캐릭터 AI스피커까지 하드웨어 라인업을 확대하고 있다. 네이버는 향후 연구개발 자회사 네이버랩스를 통해 하드웨어 제품 생산 및 판매 영역까지 진출할 가능성이 있다. 국내 인터넷 기업이 기술 개발에 투자를 확대하고 있는 사이클에서 하드웨어 제조 기업을 인수할 가능성도 충분하다고 판단한다. 어린이 위치추적 웨어러블 기기 ‘아키’는 내년 1월에 출시 예정이며, 이미 공개된 9종의 로봇 또한 장기적으로 상용화될 것으로 판단한다. 구글 또한 지난 9월 대만의 스마트폰 벤더인 HTC로부터 스마트폰 사업 부서를 11억 달러에 인수했는데 이 또한 하드웨어 사업 진출을 위한 행보 중의 하나이다. 인터넷 사업자는 기존 핵심 사업인 온라인 검색 광고 시장에서의 헤게모니를 유지하기 위해서라도 다양한 범위의 하드웨어 제품을 출시할 것이다. ICT 산업이 ‘Mobile-first’에서 ‘AI-first’로 변모함에 따라 인터넷 사업자는 소프트웨어뿐만 아니라 하드웨어까지 통제하는 주체자로 진화할 수 있다. 하드웨어 통제의 궁극적 목적은 플랫폼 확대이다. 다양한 하드웨어를 통해 이용자 접점을 확대하고 데이터 확대 기반의 플랫폼 기능은 더욱 강화될 것이다. 하드웨어 제품을 자사의 플랫폼으로 통제하고 자연스럽게 생태계를 확장시키는 사업자가 시장 우위를 점할 수 있을 것이다.

〈그림17〉 구글의 프리미엄 스마트폰 ‘픽셀2’



자료: 구글, 하이투자증권

〈그림18〉 네이버의 블루투스 이어폰 ‘마스’ - AI플랫폼 ‘클로바’ 탑재



자료: 네이버, 하이투자증권

〈그림 19〉캐릭터를 활용한 시 스피커 - 카카오의 '카카오미니' (좌)와 네이버의 '프렌즈'



자료: 각 사, 하이투자증권

〈표 8〉인터넷 사업자와 제조업간의 협업 현황

삼성-카카오-현대차		LG-네이버-도요타	
삼성-카카오	삼성 '빅스비'와 가전에 '카카오아이' 연동 협력	LG전자-네이버	LG '쌍큐 허브'에 네이버 '클로바' 탑재
현대차-카카오	제네시스 G70에 카카오 음성인식플랫폼 적용	KT-LG유플러스	LG유플러스, KT의 지니뮤직에 지분 참여/ 협대역 IoT망 공동 구축
카카오-GS건설- 포스코건설-코맥스 등	홈 IoT 분야 협력	네이버-도요타	도요타 프리우스 기반으로 자율주행차 개발

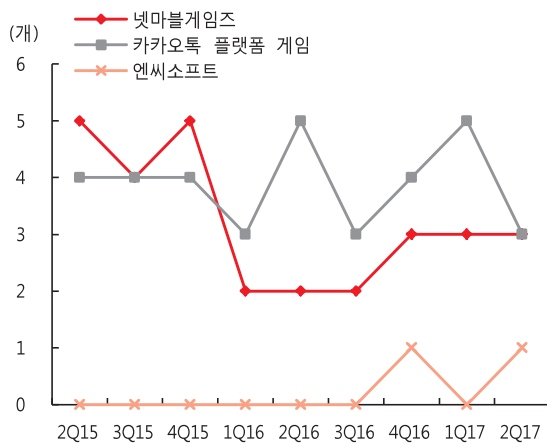
자료: 언론기사 참고, 하이투자증권

Ⅲ. 게임 산업 전망

1. 대형사 위주의 양극화 구조 고착화

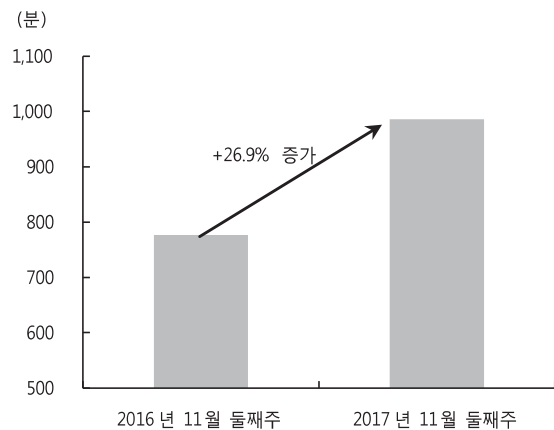
지난해 12월 출시된 ‘리니지2 레볼루션’을 시작으로 개화된 모바일 MMORPG 시장은 대규모 신작의 연이은 출시로 2018년에도 시장파이는 확대될 전망이다. 스마트폰의 대중화로 게임 앱을 설치하여 때와 장소를 가리지 않고 게임을 즐길 수 있는 환경이 마련되면서 ‘애니팡’과 같은 캐주얼 게임이 대규모 흥행을 거두었다. 하지만 네트워크 환경과 디바이스의 진화로 모바일에서도 MMORPG를 구현할 수 있게 되었고 PC 온라인게임을 즐기던 유저까지 모바일로 흡수시켰다. MMORPG는 캐주얼게임에 비해 장시간 게임을 이용해야 즐길 수 있기 때문에 흥행을 위해서는 탄탄한 세계관과 스토리, 유명 IP, 게임 운영 노하우, 대규모 마케팅 비용 등이 흥행 요인으로 작용한다. 또한 모바일로 게임을 즐길 수 있는 시간은 한계가 있기 때문에 특정 게임에 이용자와 매출액이 집중되는 현상은 불가피하여 대형사 위주의 양극화 현상은 가속화될 전망이다.

〈그림20〉 게임업체별 상위 10위 내 게임 수 (매출 기준)



자료: Appannie, 하이투자증권

〈그림21〉 매출 기준 1위 게임의 평균 이용시간 추이



주: 16년 11월 둘째주 1위 게임은 '데스티니차일드 for kakao',
17년 11월 둘째주 1위 게임은 '리니지M'

자료: 코리안클릭, 하이투자증권

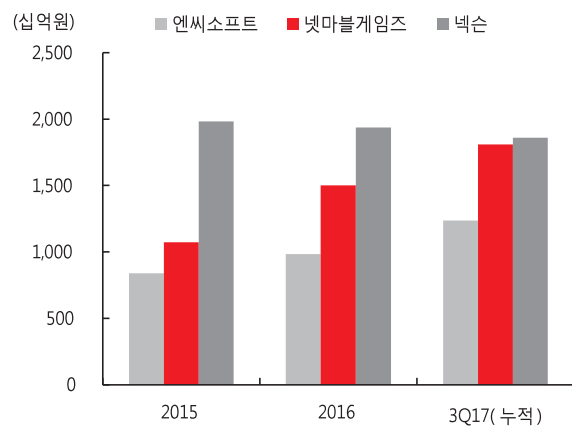
중소형 게임 업체가 대형 MMORPG 신작을 출시하더라도 모바일 게임 특성상 쉽게 이탈할 수 있는 리스크가 존재하며 초기 흥행에 성공했다 하더라도 지속적인 콘텐츠 업데이트 및 과금 밸런스 등의 운영 경험이 부족하여 외면 받는 경우가 많다. 대형사의 대규모 유명 IP 기반의 게임이 흥행하고 창출되는 수익을 기반으로 다시 대형 게임 개발→출시→마케팅으로 이어지는 선순환 구조가 고착화되고 있다.

〈표 9〉 주요 MMORPG 신작 라인업

업체명	게임명	출시 예정일
넷마블게임즈	테라M	2017.11.28
	세븐나이츠2	2018년
	블레이드앤소울 레볼루션	2018년
	이카루스M	2018년 상반기 내
엔씨소프트	프로젝트 TL	2018년
	리니지2M	2018년
	아이온 템페스트	2018년
	블레이드앤소울2	2018년
넥슨	천애명월도	2017.11.28
펄어비스	검은사막 모바일	2018년 1분기
컴투스	서머너즈워 MMO	2018년 하반기
게임빌	로열블러드	2018년 1월

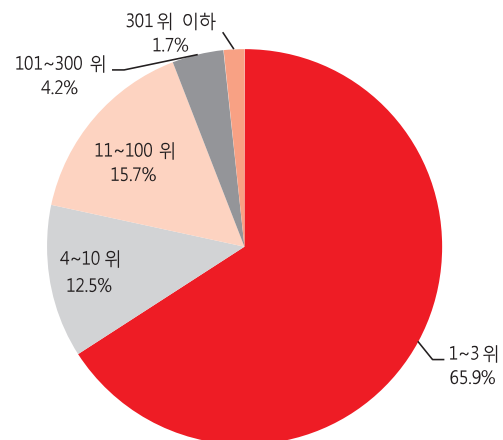
자료: 하이투자증권

〈그림22〉 3N사의 매출액 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

〈그림23〉 3N사의 시장점유율 추이



자료: 모바일인덱스, 하이투자증권

2. M&A와 IPO 기대감 강화

콘텐츠 산업은 완성작을 직접 경험한 이후에 가치를 평가할 수 있기 때문에 흥행의 불확실성이 존재할 수 밖에 없다. 게임업체는 M&A를 통해 규모의 경제를 형성하고 게임의 흥행 불확실성을 상쇄시킬 수 있다. 전 세계적으로 게임 산업 내 M&A는 지속적으로 진행되고 있다. 게임 시장이 성숙화되면서 단순한 아이디어나 소규모 개발인력만으로는 대박 게임을 양산하기 어려워졌으며 이전부터 인지도가 높았던 IP 활용 및 대규모 제작비가 성공 공식으로 자리잡았다. 또한 앱 마켓의 활성화로 국경없는 실시간 경쟁을 해야 하기 때문에 외형 성장을 위해서는 M&A는 필수이다. 중국의 최대 게임업체인 텐센트는 지속적인 M&A를 통해 몸집을 키워왔다. 텐센트는 ‘리그오브레전드’의 개발사 라이엇게임을 비롯해 ‘스타크래프트’의 개발사 블리자드, ‘클래스오브클랜’의 슈퍼셀에 수조원대의 지분투자를 하면서 독보적인 글로벌 1위 업체로 자리매김했다.

〈표 10〉 글로벌 게임 업계의 주요 M&A 사례

인수 업체	피인수 업체	인수 금액(십억 달러)
Tencent (중국)	Supercell (핀란드)	8.6
activision Blizzard (미국)	King (영국)	5.9
Vivendi (프랑스)	Gameloft (프랑스)	0.8

자료: 스트라베이스, 하이투자증권

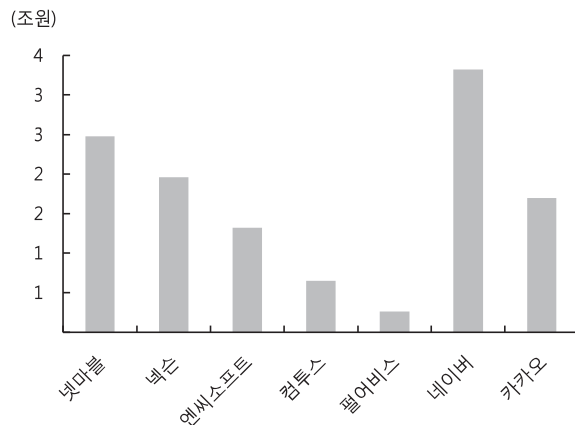
국내 게임 산업의 기존 M&A는 유명 IP를 확보하여 국내 게임시장에서 경쟁력을 향상시키는 것에 초점이 맞춰져 있었다면 향후 M&A는 문화적 장벽이 존재하는 서구권 시장 진출로 초점이 이동할 것으로 판단한다. 빠르게 변화하고 있는 게임 시장에 적응하지 못하거나 마케팅 역량이 부족한 업체가 등장하고 있으며, 게임 분야 스타트업에 지분을 투자한 업체가 자금회수를 하면서 M&A는 내년에도 활발히 진행될 것으로 예상된다. M&A를 통해 게임 포트폴리오 및 글로벌 시장 확대가 가능한 만큼 M&A를 성사시킬 수 있는 풍부한 자금력을 확보하고 있는 게임 업체에 대한 투자 매력이 높다고 판단한다. 더불어 현금이 꾸준히 쌓이고 있는 게임 업체간의 M&A 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 피인수 업체의 밸류에이션이 상승할 수 있다. 이에 따라 피인수될 가능성이 있는 게임 업체에도 함께 주목할 필요가 있다.

〈표 11〉 국내 게임 업계의 주요 M&A 사례

인수 시점	사례	인수 금액(십억원)
2002	엔씨소프트, 아레나넷 인수	19
2012	엔씨소프트, 엔트리브소프트 인수	109
2013	게임빌, 컴투스 인수	70
2014	게임빌, 와플소프트 인수	미공개
2015	넷마블, JAM CITY (구 SGN) 인수	150
2016	넥슨, 빅히즈게임즈 인수	미공개
	넥슨, NSC 인수	미공개
	넥슨, 태국 IDCC 인수	미공개
	넥슨지티, 웹게임즈 인수	미공개
2017	더블유게임즈, 더블다운인터랙티브 인수	943
	넷마블, 카밤 인수	900

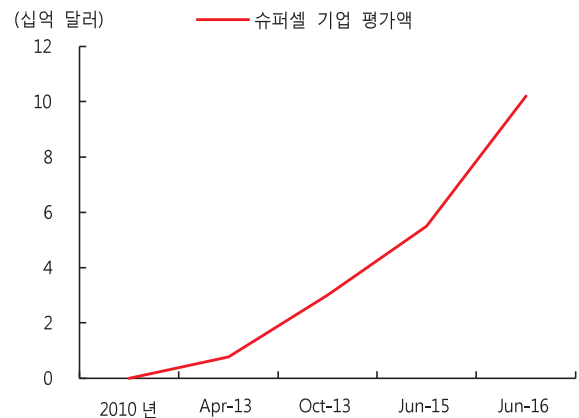
자료: 하이투자증권

〈그림 24〉 국내 주요 게임업체의 현금 보유량



자료: 각사, 하이투자증권

〈그림 25〉 슈퍼셀 기업 평가액 상승 추이

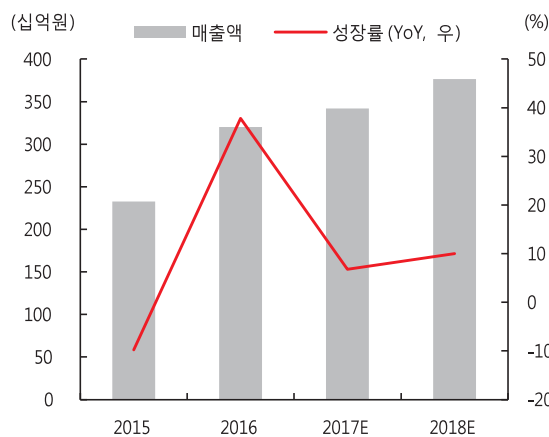


자료: Business Insider, 하이투자증권

올해 넷마블게임즈 이어 펠어비스가 IPO에 성공했으며 상장 이후 주가 흐름 또한 우상향 흐름을 유지하고 있다. 내년에도 게임 업체의 IPO 소식이 이어질 전망이다. 올해 카카오 게임부문을 흡수 통합한 카카오게임즈는 내년에 상장할 예정이다. 카카오게임즈는 합병을 통해 온라인과 모바일 라인업을 모두 구축했고 카카오톡 플랫폼을 기반으로 퍼블리싱 사업을 확대해나가고 있다. '검은사막'의 국내 퍼블리싱을 시작으로 '배틀그라운드'의 국내 퍼블리싱을 담당하고 있으며, 블루홀의 신작 '에어'의 북미·유럽 판권을 확보했다. 카카오게임즈의 2018년 매출액은 4,000억원 수준일 것으로 예상된다. 글로벌 흥행작인 '배틀그라운드'의 개발사 블루홀은 아직 구체적인 상장 계획은 없지만 벤처캐피탈이 15%의 지분을 보유하고 있어 상장을 진행할 것으로 판단한다. 지난 3월 출시된 '배틀그라운드'는 글로벌 게임 플랫폼인 스팀에 출시한지 2개월만에 300만장을 돌파했고 누적 매출 5,000억원 이상의 매출액을 달성하며 온라인게임의 새 활로를 개척했다. 또

한 블루홀은 모바일게임 '테라M'의 개발사로 원작 PC온라인게임인 '테라'는 글로벌 이용자 2,500만명을 확보한 유명 IP이다. '테라M'이 흥행에 성공할 경우 블루홀의 기업가치는 더욱 상승할 것이다. 선데이토즈, 데브시스터즈, 파티게임즈는 단일 게임의 높은 의존도와 해외 시장 진출 한계로 인해 상장 이후 침체기를 겪고 있는 것과 달리 카카오게임즈와 블루홀은 다양한 라인업과 글로벌 히트작을 보유하고 있어 밸류에이션 프리미엄을 적용받을 수 있다. 카카오게임즈와 블루홀의 상장 기대감은 게임 업종에 대한 투자 심리에 우호적일 것으로 기대한다.

〈그림26〉 카카오의 게임 매출액 현황 및 전망



자료: 카카오, 하이투자증권

〈그림27〉 글로벌 플랫폼 '스팀' 내 '배틀그라운드' 순위

현재 가장 플레이어 수가 많은 게임		
현재 플레이어	오늘 최고 기록	게임
577,608	1,462,708	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS
389,412	726,513	Dota 2
258,617	616,808	Counter-Strike: Global Offensive
56,291	60,776	Team Fortress 2
51,544	68,540	Divinity: Original Sin 2
45,325	55,700	PAYDAY 2
40,210	56,891	Warframe
37,903	53,989	Tom Clancy's Rainbow Six Siege
37,681	65,508	Grand Theft Auto V
37,502	54,787	ARK: Survival Evolved
31,552	69,893	H1Z1: King of the Kill
30,200	53,126	Rocket League
26,451	38,128	Garry's Mod

자료: Business Insider, 하이투자증권

〈표 12〉 카카오게임즈의 2018년 주요 신작 라인업

구분	게임명
모바일	드래곤네스트M
	블레이드2
	프렌즈레이싱
PC	에어(북미/유럽)

자료: 카카오, 하이투자증권

〈표 13〉 블루홀의 지분 구조

주주명	지분율
장병규(블루홀 이사회 의장)	20.4%
김강석(블루홀 대표)&김정훈(블루홀픽닉스 공동대표)	7.0%
벤처캐피탈	15.0%
카카오	2.4%
기타	55.2%

자료: 블루홀, 하이투자증권

3. e스포츠, ‘관람하는 게임’ 트렌드 확산

지난해 지스타는 VR/AR 기반의 체험형 게임이 대세였다면 올해 지스타에서는 e스포츠와 개인방송이 두각을 나타냈다. 인터넷방송 채널을 통한 입소문으로 글로벌 흥행을 성공시켰던 ‘배틀그라운드’는 80명이 동시에 참여할 수 있는 부스를 마련하고 이를 현장에서 생중계했다. 액토즈소프트는 e스포츠 대회인 WEGL(월드이스포츠게임&리그) 부스를 300개를 설치하여 ‘오버워치’, ‘하스스톤’, ‘스타크래프트: 리마스터’ 등의 e스포츠 경기를 진행했다. 메인 스테이지에 초대형 LED 화면을 배치해 e스포츠 경기를 중계했고 본 중계 이외에 유명 스트리머들이 현장 상황을 실시간으로 전달하기도 했다. 글로벌 미디어 파트너로 지스타에 참가한 개인방송 플랫폼 트위치TV는 스트리머들의 토크쇼와 방송을 진행할 수 있는 스트리밍 존을 운영했다. 유명 스트리머와 방송을 보기 위한 관람객들이 트위치TV 부스에 계속해서 붐비는 모습을 보였다.

〈그림28〉 ‘배틀그라운드’의 e스포츠 행사



자료: 지스타2017, 하이투자증권

〈그림29〉 액토즈소프트의 WEGL 부스



자료: 지스타2017, 하이투자증권

〈그림30〉 ‘오버워치’ 6:6 맞대결 부스



자료: 지스타2017, 하이투자증권

〈그림31〉 글로벌 개인방송 플랫폼 ‘트위치’ 부스



자료: 지스타2017, 하이투자증권

게임을 직접 플레이하는 것에서 벗어나 보는 것에도 열광하는 밀레니얼세대를 중심으로 e스포츠에 대한 관심이 급증하고 있고 모바일 e스포츠에 대한 기대감이 커지고 있다. 이에 따라 글로벌 대형 게임 업체들은 e스포츠 시장을 확대시키기 위한 행보를 보이고 있다. 블리자드는 e스포츠 전담 부서를 신설하여 운영하고 있으며 넥슨은 자체 e스포츠 경기장인 '넥슨아레나'를 운영하고 있다. PC 온라인 게임과 달리 모바일게임은 정교한 조작의 불편함, 스타 플레이어의 부재, 하드웨어 성능의 제약 등으로 e스포츠 시장으로 확장시키기가 어려웠다. 하지만 2014년 출시된 MOBA 장르의 미국 게임 'Vainglory'를 시작으로 모바일 e스포츠 시장의 판도가 바뀌기 시작했다. 3:3 대전을 구현했고 e스포츠 게임의 구성 요소인 1) 조작의 재미, 2) 풍부한 전략적 콘텐츠, 3) 실시간 대전 요소를 충족시키며 e스포츠 시장의 성장을 가속화시켰다.

〈그림 32〉 인터넷·게임 업종 Overweight로 커버리지 개시



자료: Super Evil Megacorp하이투자증권

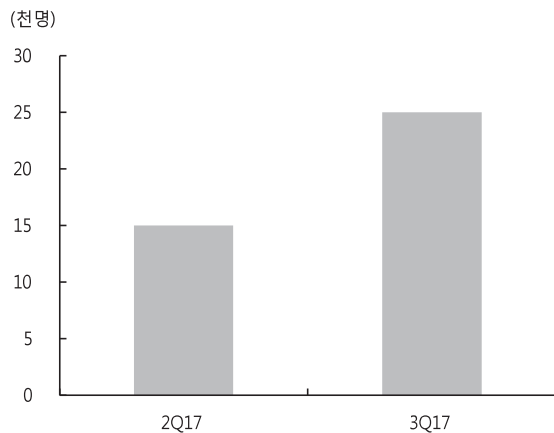
〈그림 33〉 넥슨의 자체 e스포츠 경기장 '넥슨 아레나'



자료: 넥슨, 하이투자증권

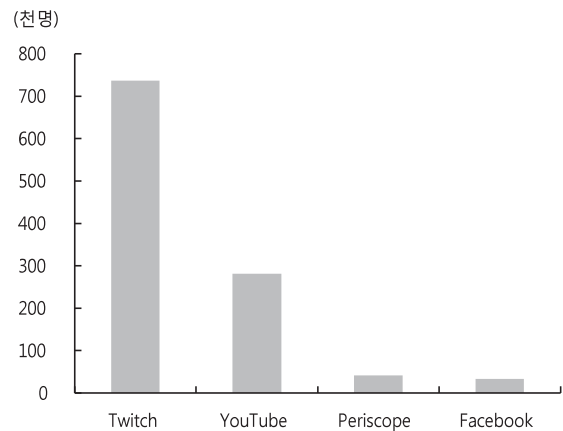
최근 유료방송 시청을 중단하는 코드커팅 현상이 증가하면서 e스포츠는 전세계적으로 새로운 마케팅 수단으로 부상하고 있다. 모바일 게임이 대세를 이루면서 위축되었던 중국 PC방 시장 또한 최근 e스포츠의 성행에 힘입어 재기를 시도하고 있다. 일부 PC방들은 플레이어가 같은 공간에서 게임을 즐길 수 있도록 단독 룸을 설치하고 룸마다 와이파이를 구축하고 모바일 e스포츠를 원활히 즐길 수 있도록 했다. 국내 게임 업체 중에서는 컴투스가 3년이 넘는 모바일게임 ‘서머너즈워’의 글로벌 e스포츠 행사를 진행하여 트위터나 유튜브 등의 글로벌 채널에 게시하고 있다. 게임 소비 행태가 패키지 게임에서 PC 온라인게임과 모바일게임으로 변화했듯이 향후 게임 시장은 e스포츠, 게임 영상, VR 게임 등의 ‘Playable Media’로 진화될 전망이다. 게임 업체들은 대규모 비용이 집행되는 TV광고보다는 e스포츠와 개인방송을 활용한 마케팅을 강화하여 게임의 라이프사이클을 장기화하고 마케팅비용을 효율화할 수 있어 긍정적이다. 더불어 e스포츠는 게임이 원천이지만 추가적인 부가가치를 창출할 수 있다. 영상, 커뮤니티, 프로선수, 광고, 스폰서 등 디지털 콘텐츠와 정통 스포츠 마케팅이 결합되는 거대한 생태계가 형성될 수 있다.

〈그림 34〉 트위치의 동시 접속 스트리머 수 추이

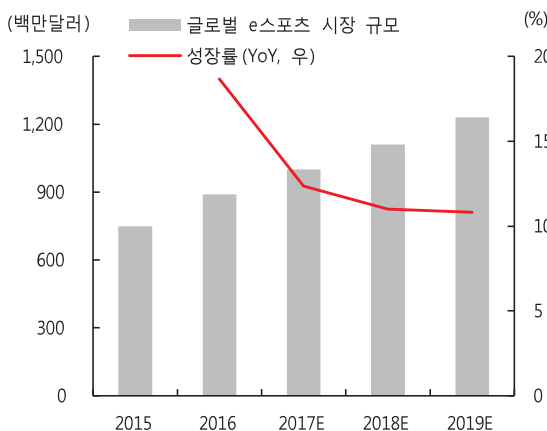


자료: Streamlabs, 하이투자증권

〈그림 35〉 주요 게임 방송 플랫폼별 동시 접속 시청자수

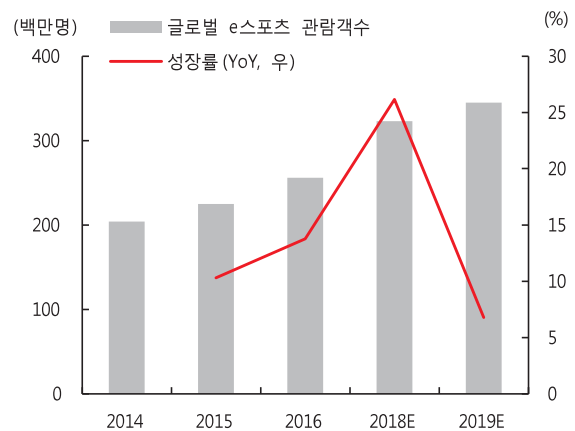
주: 3Q17기준
자료: Streamlabs, 하이투자증권

〈그림 36〉 글로벌 e스포츠 시장 규모 추이



자료: newzoo, 하이투자증권

〈그림 37〉 글로벌 e스포츠 관람객수 추이



자료: newzoo, 하이투자증권

[기업분석]

넷마블게임즈 (251270)

- 믿고 즐기는 게임

NHN엔터테인먼트 (181710)

- 페이코의 반전 드라마 기대

넷마블게임즈 (251270)

믿고 즐기는 게임

■ '리니지2 레볼루션', 벌써 일년

'리니지2 레볼루션'이 출시된지 1년이 되어간다. 출시 초반에는 일매출액 100억 원 수준을 기록하다가 급격하게 매출액이 감소하면서 주가 또한 부진한 모습을 보였다. 국내 평균 일매출액은 10억원 수준까지 하락했으나 동남아, 일본, 북미/유럽 지역에 순차적으로 진출하면서 글로벌 매출액은 증가하고 있는 추세이다. 4분기 '리니지2 레볼루션'의 일본과 북미/유럽 지역의 평균 일매출액은 각각 15억원과 6억원을 기록할 것으로 추정한다. 서비스 지역 확대를 기반으로 출시된지 1년이 되어가는 게임의 매출액이 지속적으로 증가하는 모습을 연출하면서 모바일 게임의 짧은 라이프사이클에 대한 우려가 해소되었다.

■ 개발, 퍼블리싱, 해외 진출 역량 3박자

MMORPG는 캐주얼게임에 비해 장시간 게임을 이용해야 즐길 수 있기 때문에 흥행을 위해서는 탄탄한 세계관과 스토리, 유명 IP, 게임 운영 노하우, 대규모 마케팅 비용 등이 흥행 요인으로 작용한다. 내년 모바일 MMORPG 시장의 경쟁은 치열해질 것으로 이미 MMORPG를 성공시킨 경험과 운영 노하우를 갖춘 업체의 신작이 흥행할 가능성이 높다. 동사는 오는 28일 출시 예정인 '테라M'을 시작으로 '블레이드앤소울 레볼루션', '이카루스M', '세븐나이츠2'까지 국내 게임 업체 중에서 가장 많은 MMORPG 신작 라인업을 보유하고 있다. 최근 출시한 일본 모바일 RPG '페이트그랜드오더'는 양사 마켓에서 매출 기준 상위 10위권에 안착했는데 이로써 퍼블리싱 역량 또한 증명되었다. 더불어 가장 적극적으로 해외 지역 서비스를 확대하면서 지난 3분기 기준 해외 매출액이 71%(+19%p QoQ)까지 상승했다. 1) 자회사 개발 스튜디오를 통한 개발 역량 확보, 2) 퍼블리싱 역량 보유, 3) 적극적인 해외 진출은 실적 개선과 더불어 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용된다.

■ 게임 업종 내 최선호주로 제시

'리니지2 레볼루션'은 텐센트를 통해 퍼블리싱될 예정이며 현재 판호 발급을 대기 중이다. 중국 정부의 판호를 받으면 바로 서비스될 수 있을 것으로 내년 2분기부터 중국 매출이 발생될 전망이다. 2018년 영업이익은 전년대비 65.2% 증가할 것으로 예상된다. 신작 기대감과 가파른 실적 개선세를 감안하여 게임 업종 내 최선호주로 넷마블게임즈를 추천한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

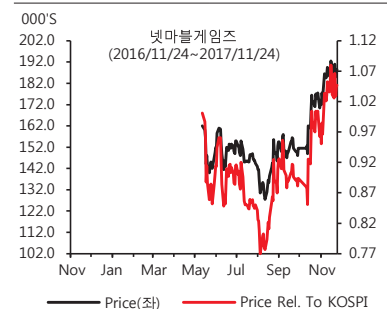
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원
종가(2017/11/24)	188,500원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	8,503만주
시가총액	16,027십억원
외국인지분율	27.8%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	4,915원
BPS(2017E)	19,697원
ROE(2017E)	27.0%
52주 주가	127,500~192,500원
60일평균거래량	358,097주
60일평균거래대금	60.8십억원

Price Trend



〈표 1〉 넷마블게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1500.0	2506.3	3383.1	687.2	540.1	581.7	697.3	811.8	906.4	857.8	807.2
L2R	121.0	1,177.1	1,430.7	378.0	199.8	261.8	337.5	335.3	400.4	366.8	328.1
MCOC	0.0	233.8	252.3	27.5	70.2	69.8	66.3	65.0	63.7	62.4	61.2
세븐나이트	352.5	174.4	126.7	55.0	48.6	34.9	35.9	34.2	32.4	30.8	29.3
모두의마블	203.3	135.9	130.1	34.4	32.4	34.9	34.2	33.5	32.8	32.2	31.5
쿠키잼	143.8	135.9	130.1	34.4	32.4	34.9	34.2	33.5	32.8	32.2	31.5
테라M	0.0	51.0	393.5	0.0	0.0	0.0	51.0	124.2	99.4	89.4	80.5
B&S 모바일	0.0	0.0	209.6	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	73.6	58.9	47.1
기타	0.0	0.0	110.4	158.1	156.6	145.4	138.2	156.1	171.2	185.1	197.9
판관비	1,205.3	1,909.7	2,397.3	487.1	435.0	469.9	517.7	575.9	641.1	605.0	575.2
영업이익	294.7	596.6	985.8	200.1	105.1	111.8	179.6	235.9	265.2	252.8	232.0
세전이익	275.5	576.3	972.7	190.9	108.2	105.7	171.5	234.7	262.1	248.2	227.7
지배주주순이익	174.0	390.6	665.4	130.1	70.2	74.3	116.0	160.5	179.3	169.7	155.8
성장률 (YoY %)											
매출액	39.8	67.1	35.0	110.7	53.5	62.0	50.6	18.1	67.8	47.5	15.8
L2R	n/a	873.0	21.5	n/a	n/a	n/a	179.0	-11.3	100.4	40.1	-2.8
MCOC	n/a	n/a	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	136.4	-9.3	-10.6	-7.8
세븐나이트	98.6	-50.5	-27.4	n/a	n/a	n/a	n/a	-37.9	-33.3	-11.7	-18.5
모두의마블	2.0	-33.2	-4.2	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.4	1.4	-7.8	-7.8
쿠키잼	76.5	-5.5	-4.2	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.4	1.4	-7.8	-7.8
테라M	n/a	n/a	671.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	57.8
B&S 모바일	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-1.2	9.3	27.3	43.2
판관비	n/a	58.4	25.5	82.6	45.4	59.6	50.1	18.2	47.4	28.8	11.1
영업이익	n/a	102.5	65.2	236.9	99.8	73.1	52.1	17.9	152.4	126.1	29.1
세전이익	n/a	109.2	68.8	180.7	111.3	80.4	75.5	22.9	142.3	134.8	32.8
지배주주순이익	n/a	124.5	70.3	216.5	234.3	86.2	61.1	23.4	155.4	128.4	34.3
이익률 (%)											
영업이익률	19.6	23.8	29.1	29.1	19.5	19.2	25.8	29.1	29.3	29.5	28.7
세전이익률	18.4	23.0	28.8	27.8	20.0	18.2	24.6	28.9	28.9	28.9	28.2
지배주주순이익률	11.6	15.6	19.7	18.9	13.0	12.8	16.6	19.8	19.8	19.8	19.3

주: 연결 기준

자료: 넷마블게임즈, 하이투자증권

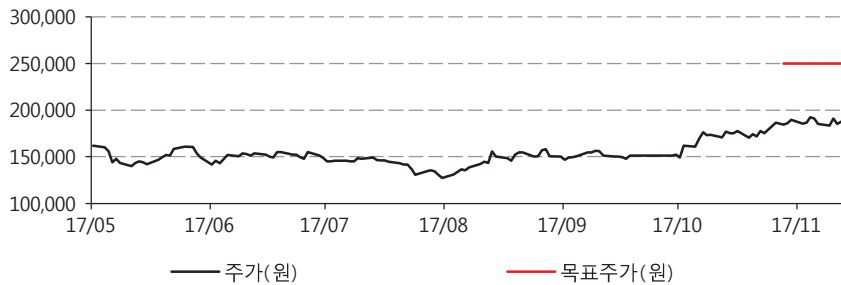
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	721	1,413	2,426	3,586	매출액	1,500	2,506	3,383	3,813
현금 및 현금성자산	273	736	1,520	2,497	증가율(%)	39.8	67.1	35.0	12.7
단기금융자산	147	183	228	283	매출원가	751	-	-	-
매출채권	249	415	561	632	매출총이익	749	2,506	3,383	3,813
재고자산	2	3	4	5	판매비와관리비	454	1,910	2,397	2,666
비유동자산	1,236	1,190	1,153	1,122	연구개발비	7	11	15	17
유형자산	123	110	102	96	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	540	512	489	470	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,957	2,603	3,579	4,709	영업이익	295	597	986	1,147
유동부채	421	560	731	936	증가율(%)	30.8	102.5	65.2	16.3
매입채무	109	181	245	276	영업이익률(%)	19.6	23.8	29.1	30.1
단기차입금	105	105	105	105	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	226	226	226	226	지분법이익(손실)	-3	-3	-3	-3
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-16	-24	-26	-40
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	276	576	973	1,130
부채총계	647	786	957	1,161	법인세비용	66	138	233	271
지배주주지분	1,216	1,675	2,406	3,245	세전계속이익률(%)	18.4	23.0	28.8	29.6
자본금	7	9	9	9	당기순이익	209	439	739	859
자본잉여금	1,200	1,200	1,200	1,200	순이익률(%)	13.9	17.5	21.9	22.5
이익잉여금	294	684	1,350	2,123	지배주주귀속 순이익	174	391	665	773
기타자본항목	-369	-369	-369	-369	기타포괄이익	66	66	66	66
비지배주주지분	94	142	216	302	총포괄이익	275	505	805	925
자본총계	1,310	1,817	2,622	3,547	지배주주귀속총포괄이익	272	500	797	916

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	197	628	939	1,068	주당지표(원)				
당기순이익	209	439	739	859	EPS	2,719	4,915	7,826	9,094
유형자산감가상각비	8	13	9	6	BPS	17,946	19,697	28,299	38,169
무형자산상각비	22	28	23	19	CFPS	3,198	5,426	8,195	9,381
지분법관련손실(이익)	-3	-3	-3	-3	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-207	-12	-20	-31	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-90	-	-	-	PER		38.4	24.1	20.7
무형자산의 처분(취득)	-7	-	-	-	PBR		9.6	6.7	4.9
금융상품의 증감	-29	-36	-45	-56	PCR		34.7	23.0	20.1
재무활동 현금흐름	63	-5	-7	-7	EV/EBITDA	#VALUE!	23.9	14.1	11.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.3	27.0	32.6	27.4
자본의증감	-	2	-	-	EBITDA이익률	21.7	25.4	30.1	30.7
배당금지급	-4	-	-	-	부채비율	49.4	43.3	36.5	32.7
현금및현금성자산의증감	57	463	785	977	순부채비율	-24.0	-44.8	-62.6	-75.4
기초현금및현금성자산	216	273	736	1,520	매출채권회전율(x)	7.9	7.5	6.9	6.4
기말현금및현금성자산	273	736	1,520	2,497	재고자산회전율(x)	1,374.8	995.4	914.0	843.0

자료: 넷마블게임즈, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(넷마블게임즈)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정, 오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3%	11.7%	-

NHN엔터테인먼트 (181710)

페이코의 반전 드라마 기대

■ 페이코의 사업 영역 확대

하드웨어와 플랫폼을 보유하고 있는 삼성페이, 네이버페이, 카카오페이 사이에서 페이코의 입지력은 다소 약해보였지만 공격적인 가맹점 확대와 최근 구글 및 삼성페이와의 제휴로 결제 범용성을 높이고 있다. 페이코의 지난 3분기 거래액은 전년비 2배 증가한 8,000억원, 누적 거래액은 3조원을 돌파하여 누적 거래액은 카카오페이를 넘어이기도 했다. 플랫폼이 없다는 단점이 이커머스 사업자와 상충되지 않는다는 장점으로 전환되며 11번가, SSG닷컴 등의 주요 가맹점을 확보할 수 있었다. 공격적인 오프라인 시장 침투와 더불어 송금, 포인트, ATM 등의 금융 서비스 및 쇼핑, 배달, 기프샵 등의 부가 서비스 기능을 탑재하여 생활플랫폼으로 진화하고 있다. 게임, 음악, 웹툰 등의 다양한 플랫폼에서 발생한 데이터 및 페이코 거래 데이터를 활용하고 자회사 인크로스와 협업을 통해 타겟형 광고 플랫폼으로서의 경쟁력이 강화될 전망이다.

■ 웹툰으로 신성장동력 확보

NHN엔터테인먼트의 주요 수익원인 게임 매출 비중은 지속적으로 감소할 것이며 엔터테인먼트와 기술 분야의 성장세가 두드러질 전망이다. 엔터테인먼트 사업은 음원 사이트 박스와, 웹툰 서비스 코미코 등이 포함된 사업으로 코미코의 실적 개선에 주목해야 할 것이다. 코미코의 글로벌 다운로드수는 2,500만건을 돌파했으며 2013년에 진출한 일본에서는 MAU 200만명을 기록하고 있다. 일본에서 만화 부문 매출 순위 2~4위를 차지하고 있는 코미코의 최근 분기별 매출액은 100억원 수준이다. 아직은 트래픽은 확보하는 단계로 지난해 기준 연간 적자 규모가 400억원 발생했는데 트래픽의 빠른 성장으로 실적 개선 또한 가파를 것으로 전망한다. 올해 연간 예상 영업이익이 361억원점을 감안하면 코미코에서 BEP만 달성하더라도 영업이익이 큰 폭으로 증가할 수 있다.

■ 커버리지 업체 중 이익 성장성 가장 부각

게임 사업의 성장세가 높지는 않지만 신사업에 투자할 수 안정적인 캐쉬카우를 확보하고 있다는 점에서 긍정적이다. 인터넷·게임 업종이 투자 사이클에 진입했기 때문에 투자 부담을 감당할 수 있는 자금력은 중요한 투자 포인트이다. 커버리지 업체 중에서 2018년 영업이익 성장세가 가장 가파른 점과 페이코의 장기적인 성장 잠재력을 감안하여 선호 종목으로 제시한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	91,000원
종가(2017/11/24)	73,700원

Stock Indicator

자본금	10십억원
발행주식수	1,957만주
시가총액	1,442십억원
외국인지분율	13.3%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	2,133원
BPS(2017E)	79,227원
ROE(2017E)	2.8%
52주 주가	44,800~84,000원
60일평균거래량	108,695주
60일평균거래대금	7.5십억원

Price Trend



〈표 1〉 NHN엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	856.4	914.2	1040.8	203.6	210.6	207.5	234.7	226.7	224.9	219.7	242.8
게임매출	472.9	481.8	531.6	121.5	119.6	114.1	117.7	126.6	122.8	112.3	120.0
PC	195.6	203.0	211.0	48.8	49.6	47.2	50.1	55.6	49.0	48.5	49.8
모바일	277.3	278.8	320.6	72.7	70.0	66.9	67.7	71.0	73.8	63.8	70.2
기타매출	383.5	432.4	509.2	82.2	91.0	93.4	116.9	100.1	102.1	107.4	122.8
기술	93.4	83.8	100.6	19.3	20.9	23.4	29.9	22.1	20.4	20.4	20.8
커머스	164.1	154.5	162.2	38.6	40.8	35.5	49.2	38.3	35.6	35.0	45.6
엔터테인먼트	91.1	134.6	175.0	17.5	21.9	24.6	27.3	29.8	34.1	34.9	35.9
기타	34.9	59.5	71.4	6.8	7.5	10.0	10.6	10.0	12.0	17.1	20.5
영업이익	26.4	36.1	79.4	9.2	10.3	2.3	4.6	9.2	9.9	5.5	11.4
세전이익	26.0	74.5	109.4	32.7	39.9	6.8	-53.5	20.9	19.2	14.2	20.1
순이익	7.1	34.2	83.1	24.5	29.8	1.5	-48.6	12.0	5.8	1.3	15.1
성장률 (YoY %)											
매출액	32.9	6.7	13.9	47.4	67.7	27.3	7.8	11.3	6.8	5.9	3.5
게임매출	13.6	1.9	10.3	12.9	32.2	12.5	0.9	4.2	2.7	-1.6	1.9
PC	-3.0	3.7	4.0	-15.4	5.7	-3.8	4.4	14.0	-1.2	2.8	-0.5
모바일	29.2	0.5	15.0	45.7	60.8	27.7	-1.5	-2.4	5.5	-4.7	3.7
기타매출	67.9	12.8	17.8	169.0	158.9	51.6	15.6	21.9	12.2	15.0	5.0
기술	25.4	-10.2	20.0	21.0	18.2	30.6	30.0	14.7	-2.2	-12.5	-30.2
커머스	96.1	-5.9	5.0	340.5	328.4	132.4	-1.8	-0.9	-12.7	-1.3	-7.5
엔터테인먼트	102.6	47.7	30.0	2,129.8	661.4	17.8	33.1	70.5	55.8	42.0	31.7
기타	37.5	70.7	20.0	34.3	47.1	31.3	39.4	46.3	59.8	71.4	93.4
영업이익	흑전	36.8	120.1	흑전	흑전	흑전	흑전	0.4	-4.1	142.2	150.4
세전이익	-88.6	186.3	46.9	흑전	742.5	-96.7	적전	-36.0	-52.0	108.8	흑전
순이익	-92.6	381.4	142.7	흑전	1,160.3	-99.0	적전	-50.9	-80.5	-11.7	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	3.1	3.9	7.6	4.5	4.9	1.1	1.9	4.1	4.4	2.5	4.7
세전이익률	3.0	8.1	10.5	16.1	19.0	3.3	-22.8	9.2	8.5	6.5	8.3
순이익률	0.8	3.7	8.0	12.0	14.1	0.7	-20.7	5.3	2.6	0.6	6.2

주: 연결 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	750	822	933	1,071	매출액	856	914	1,041	1,184
현금 및 현금성자산	301	347	414	501	증가율(%)	32.9	6.7	13.9	13.8
단기금융자산	176	185	194	204	매출원가	-	-	-	-
매출채권	206	220	250	285	매출총이익	856	914	1,041	1,184
재고자산	22	23	27	30	판매비와관리비	830	878	961	1,063
비유동자산	1,089	1,113	1,149	1,193	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	114	92	77	66	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	323	308	298	291	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,838	1,935	2,082	2,264	영업이익	26	36	79	121
유동부채	268	284	303	324	증가율(%)	-148.5	36.8	120.1	52.7
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	3.1	3.9	7.6	10.2
단기차입금	2	2	2	2	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	21	21	21	21	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	60	60	60	60	지분법이익(손실)	-13	-13	-13	-13
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-17	57	46	41
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	26	74	109	151
부채총계	328	345	363	385	법인세비용	19	40	26	36
지배주주지분	1,463	1,550	1,679	1,839	세전계속이익률(%)	3.0	8.1	10.5	12.8
자본금	10	10	10	10	당기순이익	7	34	83	115
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	순이익률(%)	0.8	3.7	8.0	9.7
이익잉여금	263	304	387	502	지배주주귀속 순이익	13	42	83	115
기타자본항목	-61	-61	-61	-61	기타포괄이익	46	46	46	46
비지배주주지분	48	40	40	40	총포괄이익	53	80	129	160
자본총계	1,510	1,590	1,719	1,879	지배주주귀속총포괄이익	52	79	127	159

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	83	60	96	121	주당지표(원)				
당기순이익	7	34	83	115	EPS	639	2,133	4,249	5,875
유형자산감가상각비	24	23	15	10	BPS	74,766	79,227	85,804	94,007
무형자산상각비	13	15	10	7	CFPS	2,529	4,037	5,556	6,772
지분법관련손실(이익)	-13	-13	-13	-13	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	37	-146	-146	-147	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-36	-	-	-	PER	78.7	34.5	17.3	12.5
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-	PBR	0.7	0.9	0.9	0.8
금융상품의 증감	52	-9	-9	-10	PCR	19.9	18.3	13.3	10.9
재무활동 현금흐름	-79	-33	-33	-33	EV/EBITDA	8.4	12.7	8.2	5.5
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	0.9	2.8	5.1	6.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.4	8.0	10.1	11.7
배당금지급	-5	-	-	-	부채비율	21.7	21.7	21.1	20.5
현금및현금성자산의증감	41	46	66	87	순부채비율	-30.1	-32.0	-34.0	-36.3
기초현금및현금성자산	260	301	347	414	매출채권회전율(x)	5.0	4.3	4.4	4.4
기말현금및현금성자산	301	347	414	501	재고자산회전율(x)	78.3	40.4	41.7	41.7

자료 : NHN엔터테인먼트, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(NHN엔터테인먼트)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Hold	63,000	6개월	6.0%	23.5%
2017-06-19	Buy	99,000	6개월	-18.0%	-15.2%
2017-07-17	Buy	99,000	1년	-22.7%	-16.8%
2017-08-14	Buy	91,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 김민정, 오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3%	11.7%	-