

2018년 산업 전망  
**인터넷/게임**

Set Innovation in 2018



## Top Picks

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	190,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
필어비스(263750)	Buy(신규)	250,000원

## 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	1,000,000원
넷마블게임즈(251270)	Buy	220,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	100,000원

2018년 산업 전망

# 인터넷/게임

Overweight

Set Innovation in 2018



인터넷/게임 Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr



# Contents

---

<b>Summary</b>	6	
<b>Part I</b>	<b>Prologue</b>	7
<b>Part II</b>	<b>Shopping Innovation - 결제, 커머스, 광고까지</b>	21
<b>Part III</b>	<b>Gaming Innovation - 플랫폼 르네상스</b>	37
<b>Part IV</b>	<b>IOT Innovation - 로봇의 등장</b>	61
<b>기업분석</b>	<b>카카오(035720) 소셜 플랫폼의 ‘나비 효과’</b>	74
	<b>NAVER(035420) 기업가치의 ‘Wave’를 기다리며</b>	77
	<b>엔씨소프트(036570) IP의 보물창고</b>	80
	<b>넷마블게임즈(251270) 이제 본 게임이다</b>	83
	<b>펄어비스(263750) 플랫폼 프론티어</b>	86
	<b>NHN엔터테인먼트(181710) 터닝포인트</b>	89

# Summary

## I

### Shopping Innovation – 결제, 커머스, 광고까지

- 글로벌 전자상거래의 지난 10년간 평균 성장률은 20%로 고속 성장 영위하고 있으나, 전체 소매시장 내 침투율은 10%에 불과한 성장의 초입
- "Who wants to sell you Blue Jeans?(알리바바 마윈 회장)" 쇼핑과 빅데이터의 결합으로 수요를 만들어내는 커머스가 필요 예시) '텐센트-JD.com', '알리바바-앤티파이낸셜(알리페이)', '아마존-에코+클라우드' 등으로 구체화
- 플랫폼의 기회: 1) 쇼핑 시장 성장의 수혜를 '채널링'으로 만끽, 2) 결제를 통한 빅데이터와 광고, 3) 금융서비스(카카오뱅크)로 창출되고 있음
- Paypal 신고가의 의미 : 페이팔이라는 '보석'은 독립, 성장 이후 더욱 진가를 발휘. 이베이 외 사이트와의 제휴 활발. 벤모 등 모바일 상거래의 수혜
- 국내 간편결제의 가치 평가 본격화: 네이버페이 1.6조원, 카카오페이 1.1조원, 페이코 5,252억원으로 평가

## II

### Gaming Innovation – 게임 르네상스

- PC/콘솔 게임의 부활 : 콘솔게임은 디바이스/패키지 구매의 진입장벽 있었으나 게이머들의 구매력과 객단가 우수하다는 장점 디지털 다운로드 확대, 네트워크 구축, Free to Play/아이템 판매로 온라인/모바일 개발사의 진입/성공 가능성 높아져
- 양질의 IP를 보유한 국내 PC게임사에 주목. 블루홀의 '배틀그라운드'와 펠어비스의 '검은사막'이 각각 17년 12월, 18년 2분기 X Box에 출시 예정
- 게임은 핵심 수출 컨텐츠, 2017년 국내 게임사의 수출액 규모는 42% YoY 증가한 5.5조원 예상. 2018년에는 중국 시장, 북미/유럽의 콘솔게임 시장 등에 진출하며 성장의 폭 더욱 확대될 것

## III

### IOT Innovation – 로봇의 등장

- 인공지능 활용 디바이스/서비스 확산. 챗봇, AI 스피커 등을 통해 은행계좌 관리부터 대화형 상거래까지 가능. 2018년 인공지능 로봇은 더욱 다양한 형태로 다채로운 디바이스에 탑재되며 성장할 것
- 아마존 에코의 진화: 아마존 에코는 글로벌 누적 2천만대 판매, 알렉사 스킬은 2만개 이상으로 증가. 알렉사 사용 가능 기기 역시 93개로 확대
- 에코 룩(Eco Look) : AI스피커가 쇼핑과 결합. 내가 입은 옷을 찍는 순간, 나의 머리부터 발끝, 앞뒤 모습까지 면밀히 분석해 내게 맞는 최적의 옷 추천, 기존 AI스피커 '에코'에 카메라 추가한 제품으로 AI비서로 진화되고 있음
- 국내 AI스피커의 흥수 속에서 '하드웨어 판매보다는 소프트웨어 판매, 빅데이터 확보, IoT 시장을 선점하기 위한 것' 이라는 전략적 특성을 이해해야

## IV

### Top Picks: 카카오(035720), 엔씨소프트(036570), 펠어비스(263750)

Part I  
2018년 산업 전망  
인터넷/게임

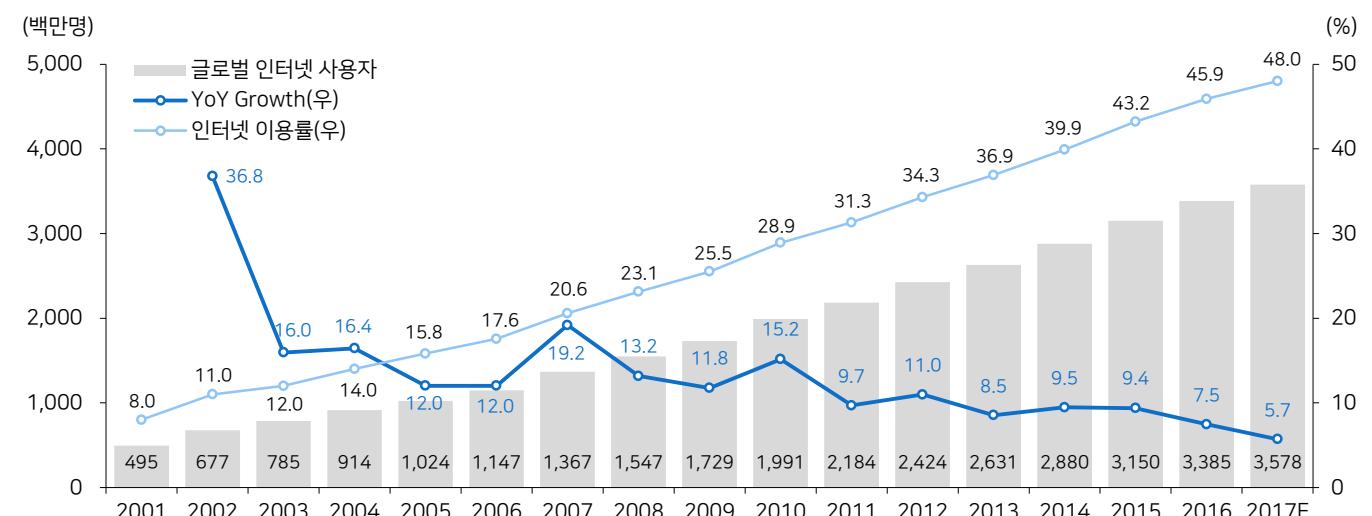
Prologue

*Solid Growth, but Slowing*

경제활동이 가능한 인구는  
이미 대부분 인터넷 사용

- 2017년 글로벌 인터넷 이용자수 36억명, 침투율 48%, 지난 10년간 연평균 증가율 11%로 견조
- 글로벌 인구 75억 명 중에서 경제활동이 가능한 인구의 대부분은 인터넷을 이미 사용
- 2017년 글로벌 스마트폰 생산대수 3% 증가, 2014년 28%, 2015년 10% 증가율 대비 하락세
- 한국 인터넷 이용률은 88%, 이용자수 4,363만명으로 글로벌 2위 국가

## 인터넷 이용자수 – Solid, But Slowing



자료: ITU Statistics 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

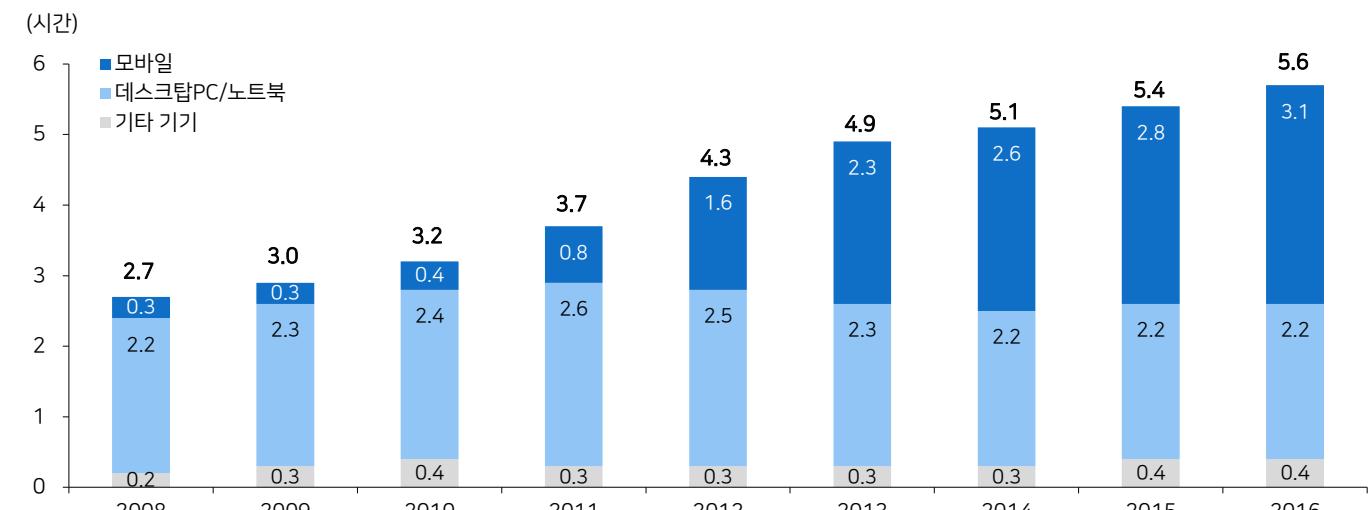
# 모바일의 성장으로 지지

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 인터넷 이용시간에서 모바일 점유율은 55%

- 인터넷 이용 시간에서 모바일 디바이스의 점유율 55%
- 미국 디지털 미디어 일간 소비시간은 데스크탑/노트북 2.2시간, 모바일 3.1시간, 기타 0.4시간
- 지난 5년간 모바일 기기를 통한 인터넷 이용시간 : 2012년 1.6시간 대비 2016년 3.1시간으로 2배 증가

일간 디지털 미디어 소비시간(미국 기준) – 일간 모바일 미디어 3시간 사용, 5년전 대비 2배로 증가



자료: eMarketer, 메리츠종금증권 리서치센터

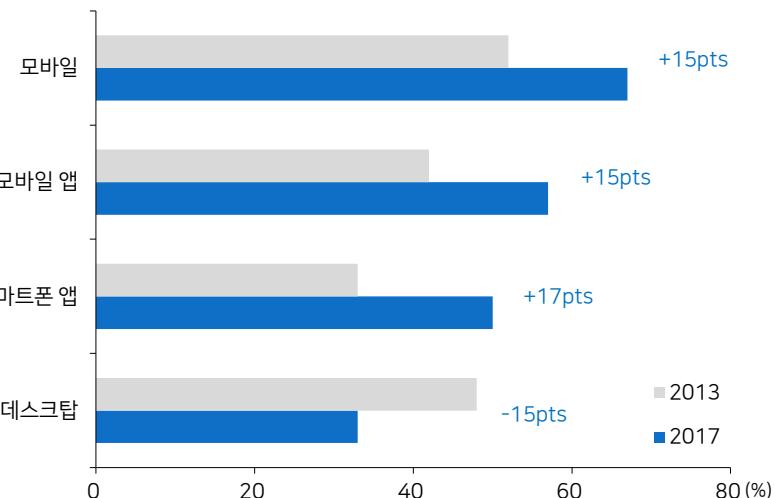
# 2017년 디지털 광고 시장 리뷰

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 모바일, 수익화하기 어려운 롱테일 플랫폼

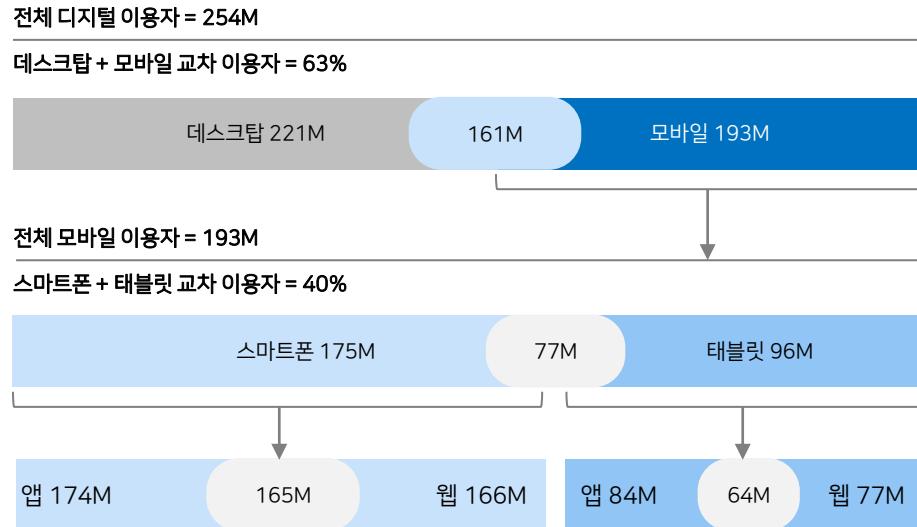
- Monetizing Mobile : 모바일은 디지털 미디어 시간 소비의 3분의 2 이상을 차지하나 수익화하기는 PC/태블릿보다 더 어려운 플랫폼  
1) 화면이 작아 광고게재 공간이 풍부하지 않음. 2) 롱테일 마케팅 필요. 이용자의 니즈(좋아하는 앱, 웹, 이용시간 제각각)가 많이 다름. 불균등한 노출이 필요한 제로섬 마켓으로 인식되기도
- **마케팅은 적정한 시간과 적당한 플랫폼을 통해서 적정한 소비자에게 광고를 노출해줘야 효과 극대화.**  
현재 다양화된 크로스플랫폼 사용자에게는 너무 어려운 명제

## 디지털 미디어의 시간소비 비중



자료:Comscore, 메리츠종금증권 리서치센터

## 플랫폼 교차 이해



자료:Comscore, 메리츠종금증권 리서치센터

## 앱이 웹을 이기다 – 이용시간의 80% 장악

Mobile Web minutes  
App Minutes



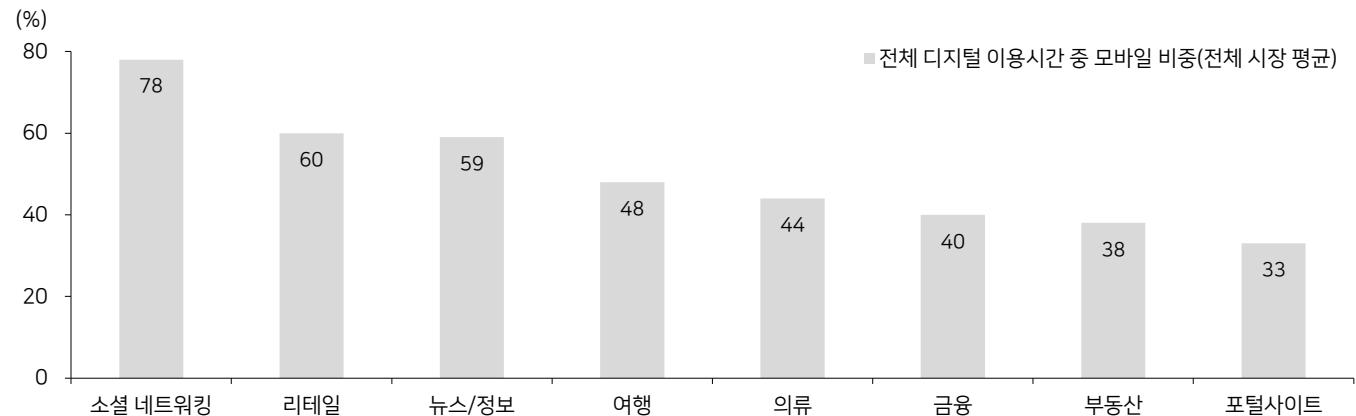
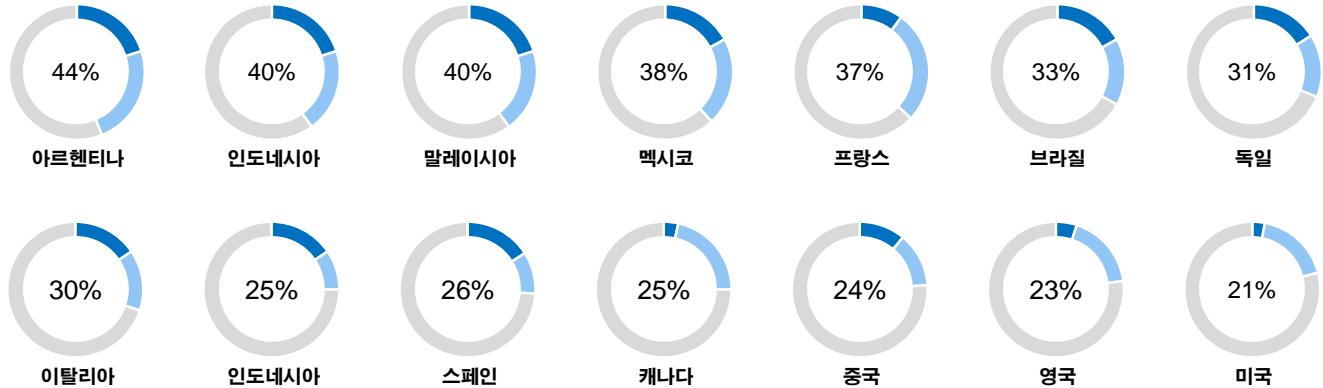
Mobile Only  
Multi-Platform  
Desktop Only



주: 하단 데이터는 전체 디지털 이용자에서 플랫폼별 이용자가 차지하는 비중  
자료: Comscore MMX Multi-Platform, May 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

## 소셜리티(메신저와 SNS)를 위한 활동이 25% 차지

Instant Messaging  
Social Networking  
Other



자료: Comscore MMX Multi-Platform, May 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

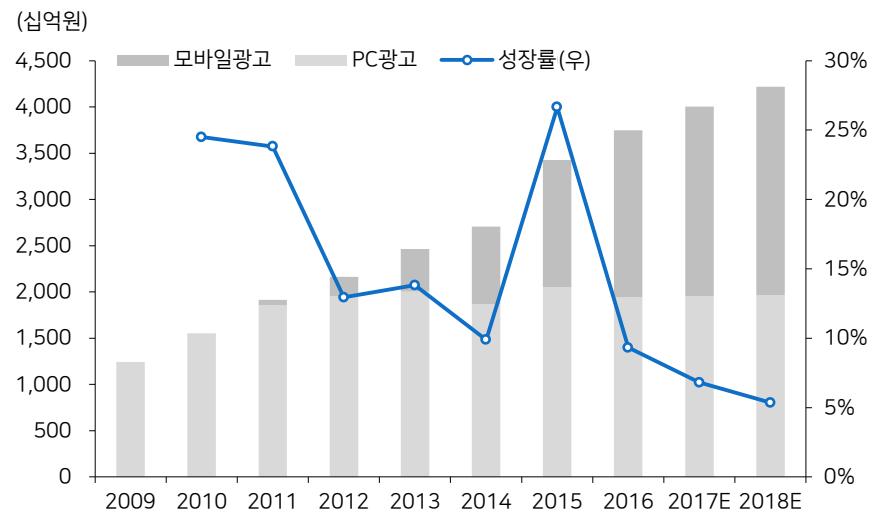
# 2017년 디지털 광고시장 리뷰

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 역전의 시간

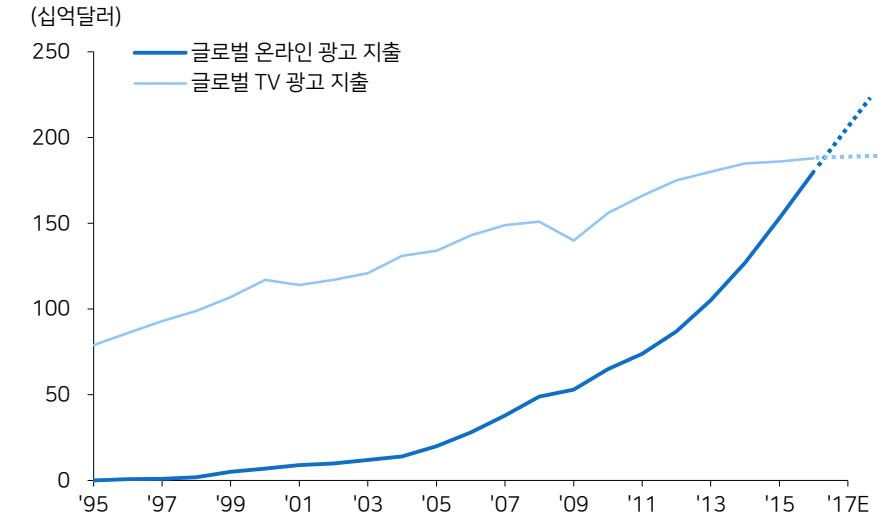
- 2017년 글로벌 광고비 지출 규모 측면에서 인터넷이 TV를 추월하는 역사적 분기점에 위치
- 한편, 2017년 한국 모바일 광고는 데스크톱 시장을 역전. 성장률은 모바일 덕분에 한자릿수로 견조
- 글로벌 인터넷광고 시장의 규모가 가장 큰 나라는 미국으로 미국에서 구글과 페이스북의 시장점유율은 약 60% 수준
- 구글은 검색을 통해 유저와 관련성 높은 정보 파악, 페이스북 역시 SNS를 통해 유저가 관심을 보이는 정보를 수집하며 성장. 빅데이터 분석에 근거한 개인에 최적화된 광고 노출

## 2017년 국내 모바일 광고, 온라인을 역전



자료:Comscore, 메리츠종금증권 리서치센터

## 글로벌 광고 시장, 인터넷이 TV 추월

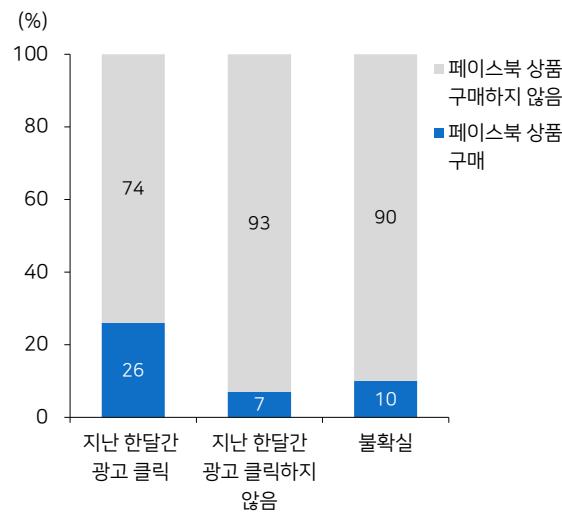


자료:Zenith Advetising Expenditure Forecasts(3/17), 메리츠종금증권 리서치센터

## Contextual Ads(문맥상 광고)

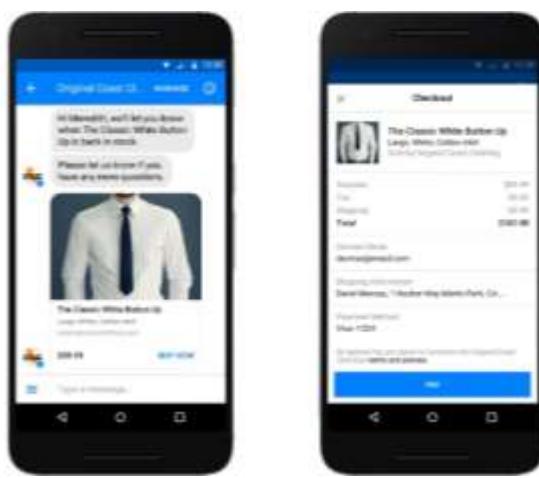
- 페이스북 이용자의 26%는 광고 클릭을 통해 물건 구매 (2017년 3월 USA)
- 최근 한 달 동안 페이스북 광고를 클릭하였는지, 페이스북에서 본 상품을 구매하였는지 설문 조사
- 페이스북 메신저를 통한 대화로 판매물건에 대한 재고유무, 질문사항 해소 후 구매까지 연결
- 페이스북의 모바일광고 매출액은 분기 89억 달러로 전체 매출액 대비 86%에 달함(3Q17 기준).  
인스타그램 광고 게시 본격화와 이용자들의 정교한 타겟팅에 근거한 광고노출이 주효

## 페이스북 사용자 분석



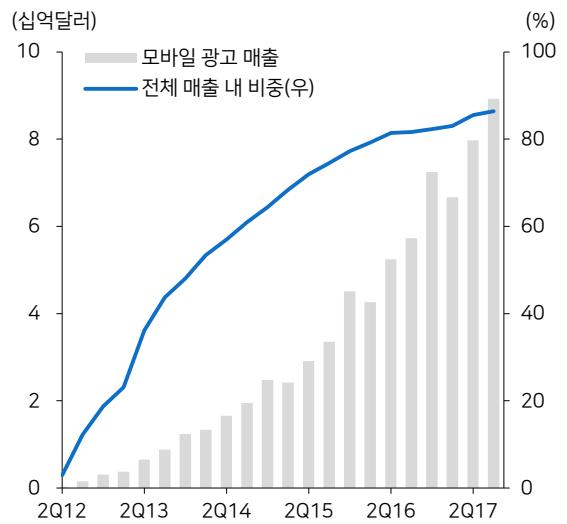
자료: Survanta, 메리츠종금증권 리서치센터

## 페이스북 메신저를 통해 구매 결정



자료: Facebook, 메리츠종금증권 리서치센터

## 페이스북의 모바일 광고 매출

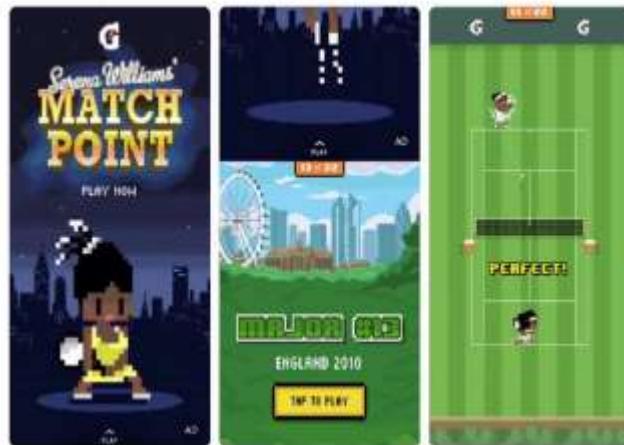


자료: Facebook, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이용자의 행동 유발

- 스냅챗의 게토레이 광고의 경우 이용자가 광고 클릭하면 웹게임으로 이동
  - 이용자들이 게임 플레이에 평균 196초의 시간 소비
- 구글의 위치기반 광고(Location-Based Tagged Ads)의 경우 글로벌 2억개 상점, 50억 누적 이용자 방문
- 성과형 혹은 건너뛸 수 있는 동영상 광고의 효과 우수
  - 온라인 동영상 광고가 노출될 경우 모바일 앱 리워드 있다면 68%가 긍정적인 반응

## 게토레이 캠페인



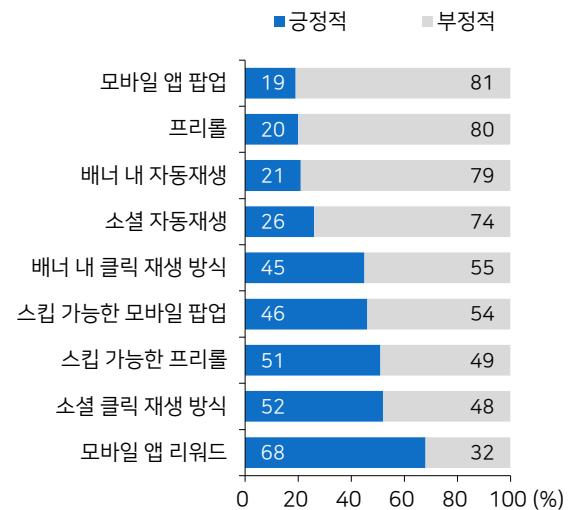
자료:Survanta, 메리츠종금증권 리서치센터

## 구글의 LBS 광고



자료:Survanta, 메리츠종금증권 리서치센터

## '인센티브 + 동영상 광고'의 인기



자료:Survanta, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국내 오디언스 바잉 (Audience Buying)을 개척

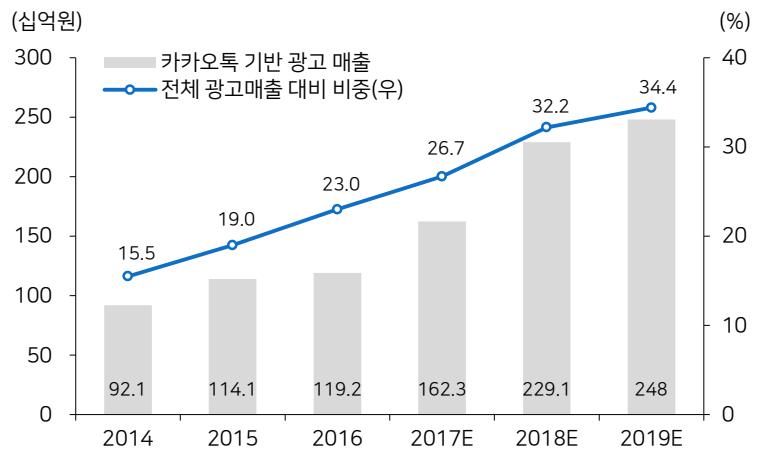
- 카카오의 경우, 카카오톡 기반의 모바일광고가 성장가속화
- 카카오톡 광고의 1차 성장은 '플러스친구'에서 출발. 대기업 위주의 광고성 메시지 전송으로 한계 직면
- 2차 성장은 '모멘트(타겟광고)'와 '뉴플친'이라는 컨텐츠 큐레이션 형태의 광고로 진화되며 성장
  - "내가 좋아하는 정보/컨텐츠를 구독하며 광고도 본다."
- 2018년 카카오 광고 매출액은 7,125억원(+17.2% YoY), 카카오톡 기반의 광고는 2,291억원(+41.2% YoY)으로 전체 광고 성장을 주도
- 카카오톡 기반의 광고 수익 모델은 '뉴플친', '톡채널', '알림톡', '카카오톡 스토어' 등으로 다양하게 진화되고 있음. 특히 알림톡의 경우 2018년 초부터 신용카드, 은행들 들어오며 또 한번의 성장 기대

## 카카오 광고



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

## 카카오톡 기반의 광고가 살아나고 있다 – 18년 41.2% 성장 예상



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2018년에도 지속될까?

- 2017년 11월 나스닥 지수 사상 최고치(6,912pt) 기록. 버블 트라우마 극복하였음
- 2017년 3월 스냅챗과 같이 글로벌 기술기업의 IPO 주목받았음
- 2018년에는 더 큰 글로벌 IPO 시장 오픈. 드롭박스, 스포티파이, 에어비앤비 상장 계획. 2019년에는 우버, 앤트파이낸셜 등 신생 테크기업의 상장 기대는 극대화될 전망
- 2018년 국내에서도 기대되는 IPO로 카카오게임즈, 블루홀, 쿠팡(나스닥 검토) 등이 존재
- 단점 버블을 통한 학습효과로 1) 수익모델(광고와 컨텐츠) 확인, 2) 검증된 기업의 가치 리레이팅은 지속

## 미국 기술기업 IPO 및 VC 자금조달



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

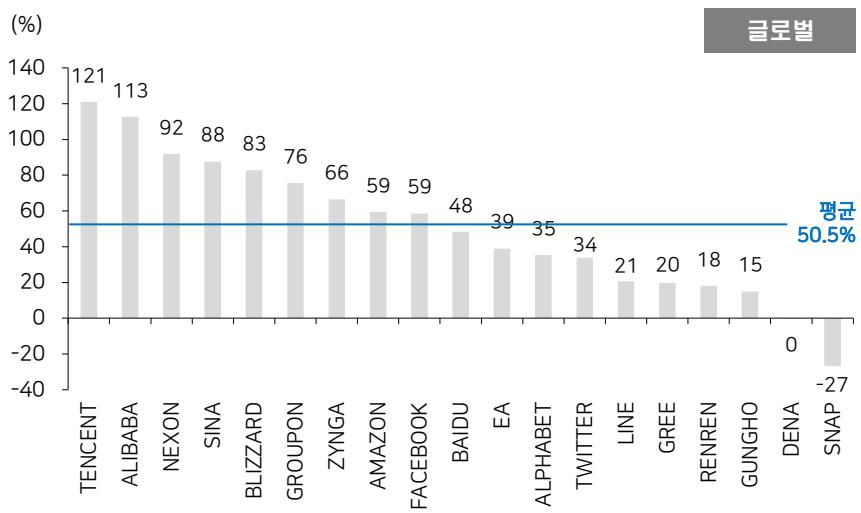
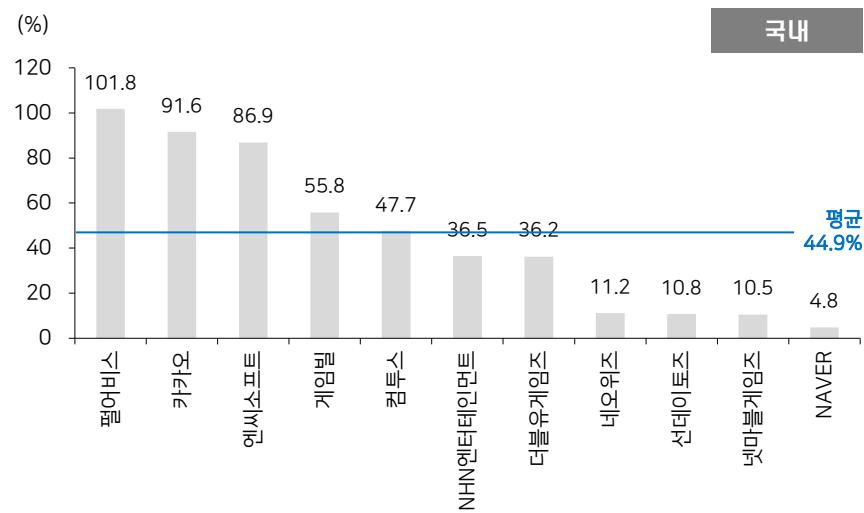
# 국내 인터넷/게임 업종 주가, 이보다 더 좋을 순 없었다

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 평균 44.9% 주가수익률 시현

- 2017년 인터넷/게임 업종의 주가수익률은 44.9%, 글로벌 인터넷/게임 업종 역시 평균 50.5% 기록
- 국내외 인터넷/게임 업체들은 1) 대형 IP 게임들의 흥행 성공으로 시장 확대, 2) 신규 기술(인공지능, AI, 자율주행 등)로 제2의 성장 가능성, 3) 인터넷 전문은행 출범으로 플랫폼 기업의 재평가 진행되었음
- 2018년에도 리레이팅 지속된다고 보는 이유**
  - 1) 국내 플랫폼 기업은 간편결제 → 상거래 → 금융기업(결제, 은행)으로 성장하고 있으며
  - 2) 카카오게임즈, 블루홀 등 신흥강자들의 IPO
  - 3) 문재인 정부 출범 이후 게임은 4차 산업혁명의 핵심 컨텐츠로 부각되고 있기 때문

## 인터넷/게임 업체 주가수익률



주: 2017.11.29 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 기대되는 IPO 시장

- 에어비앤비, 우버와 같은 유니콘 기업들의 상장 가능성 고조되고 있음. 여전히 장외 자금 조달 용이하나 초기 투자한 벤처펀드들의 경우 자금 회수를 원하고 있어 2018년 IPO 가능성 구체화될 것
- 참고로, 17년 우버와 에어비앤비는 외부 펀딩을 통해 각각 86억 달러, 33억 달러의 자금을 조달하였음
- 2018년 상반기 스포티파이, 드롭박스의 상장은 확정. 스포티파이는 음원 스트리밍 서비스로 기업가치 160억 달러에 달함
- 블루홀은 국내 게임업계의 2차 성장을 주도하는 기업. 2017년 장외 기업가치 40배 이상 증가하며 11월 현재 약 5조원으로 평가. 18년 신작 '에어' 등의 출시 앞두고 있어 기업공개 가능성 고조될 것

## 2018년 이후 기대되는 IPO 기업들

시기	기업명	어떤 회사인가?	CEO	설립연도	최근 실적	추정 기업가치
2018	스포티파이	음원 스트리밍 서비스	다니엘 에크	2006년 7월	2016년 매출액 31억달러, 영업손실 6억달러	160억달러
	드롭박스	클라우드 파일 공유 서비스	드류 휴스턴	2007년 6월	2015년 매출 5억달러, 2017E 연간 매출 10억달러	100억달러
	에어비앤비	글로벌 1위 숙박 공유 서비스	브라이언 채스키	2008년 8월	2016년 매출액 17억달러, 영업이익 1억달라(흑자전환)	310억달러
	카카오게임즈	카카오 산하 게임 전문 자회사	남궁훈	2013년 8월	2016년 매출액 1,550억원, 영업이익 310억원	1.1조원
	블루홀	PC게임 '배틀그라운드' 개발사	김효섭	2007년 3월	2016년 매출액 265억원, 영업이익 36억원	5.1조원
	쿠팡(나스닥 검토)	국내 인기 소셜 커머스	김범석	2010년 8월	2016년 매출액 1.9조원, 영업손실 5,653억원	5.7조원
2019	우버	글로벌 1위 차량 공유 서비스	다라 코스 로우사히	2009년 3월	2016년 매출액 65억달러, 영업손실 28억달러	685억달러
	앤틱파이낸셜	알리바바 산하 핀테크 자회사	펑레이	2004년 12월	2017년 세전이익 8.1억달러	600억달러

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터



Part II  
2018년 산업 전망  
인터넷/게임

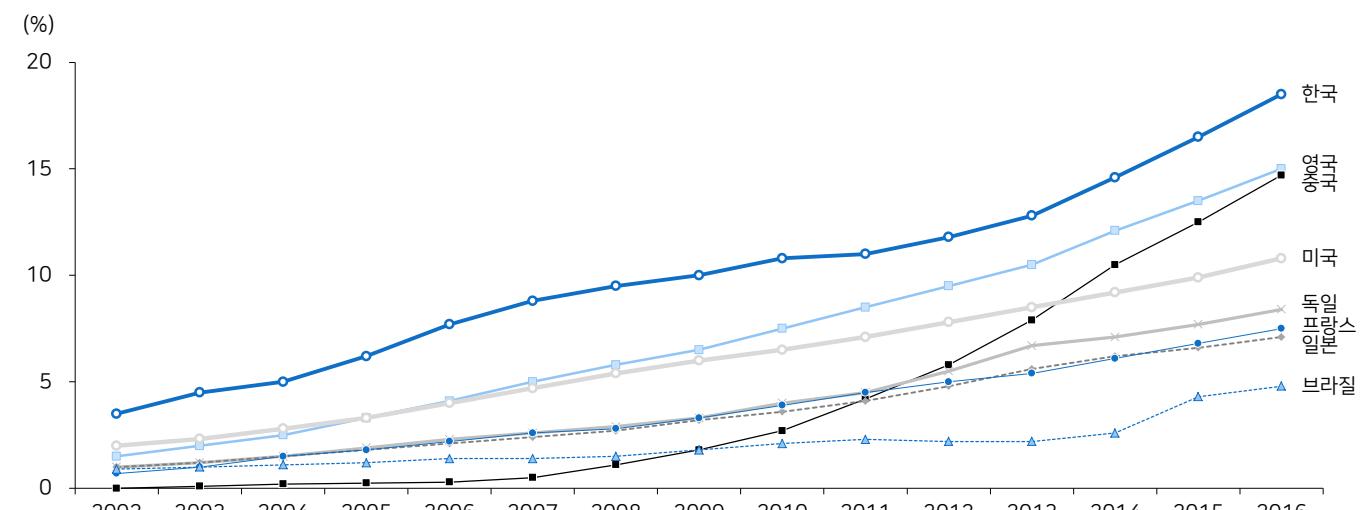
Shopping Innovation – 결제, 커머스, 광고까지

*The E-Commerce takes off*

## 전자상거래 성장은 이제 시작

- 글로벌 전자상거래의 지난 10년간 평균 성장률은 20%로 꽤 양호하였으나, 전체 소매시장 내 침투율은 아직 평균 10%에 불과한 성장 초입에 위치
- 국가별로는 한국이 18%로 우위, 영국 15%, 중국 14.7%로 높은 편. 미국 10%, 일본 7.1%, 프랑스 7.5%이었으며 브라질과 인도는 5% 미만으로 평균보다 낮음
- 한국의 전자상거래 침투율은 글로벌 상위권으로 인터넷 보급과 전자상거래 성장(다양한 상품, 빠른 배송 등)이 앞선 국가 중의 하나

## 국가별 전자상거래 침투율

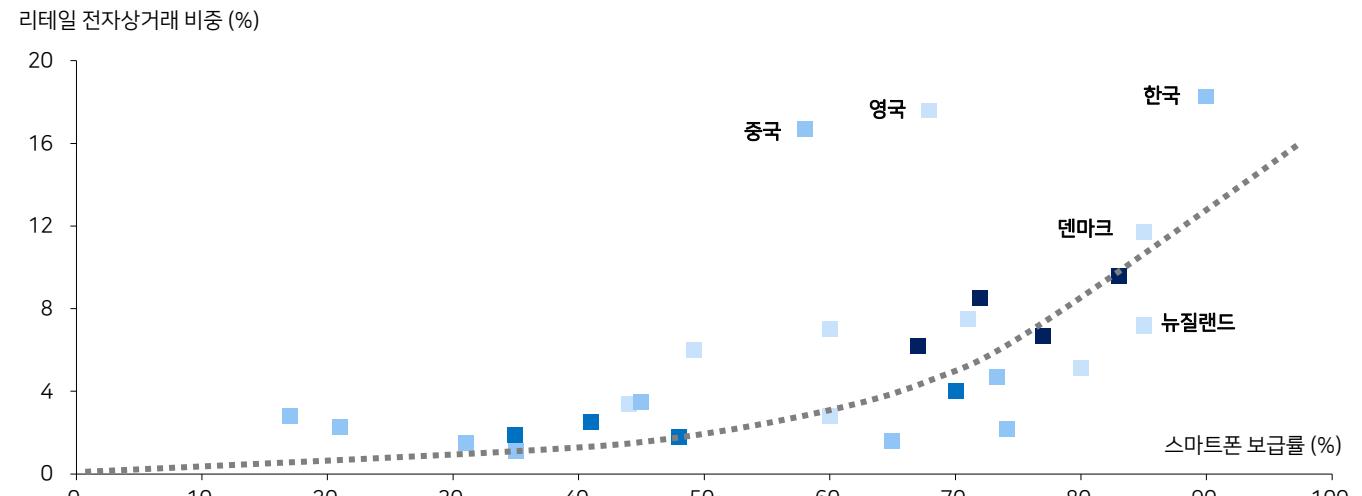


자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

## 스마트폰 보급과 높은 상관관계 보이나 항상 일치하는 건 아님

- 스마트폰 보급과 전자상거래의 상관관계는 높은 상관관계 시현. 그러나 항상 정비례하는 것은 아님
- 스마트폰 보급률과 전자상거래의 발전이 필요충분조건은 아님.  
E-Commerce는 그 국가의 스마트폰 도달율과 동행하는 것처럼 보이나 설명할 수 없는 특이국가 (중국, 영국)도 존재
- 특히 온라인 식료품 쇼핑의 경우 스마트폰 보급과의 상관관계 낮음
  - 식료품의 경우 1) 신선도 2) 상품 퀄리티 3) 배송과 같은 스마트폰 보급률 이외의 요소도 많이 작용하기 때문. 한국이 식료품 배송에 있어서는 글로벌 No.1 국가임

## 전자상거래와 스마트폰 보급률의 상관관계



자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

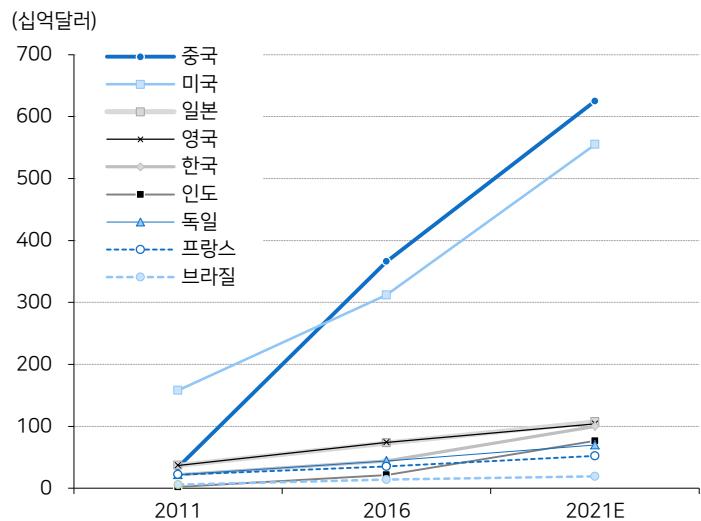
# ‘the New E-commerce’

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 아마존과 알리바바의 시장지배

- *People always ask me, when will you go to the US? Why the US? Amazon did a fantastic job.*  
– Alibaba's CEO Jack Ma.
- Economist에 따르면 온라인쇼핑의 시대는 이제 막 개막  
아마존은 유럽으로, 알리바바는 동남아시아로 영역 확장하며 전자상거래 산업 주도
- 알리바바는 20년 이내에 20억명의 고객 목표. 결제와 쇼핑 결합 위해 Lazada, Paytm 등 공격적 M&A
- 쇼핑과 데이터의 결합 : ‘텐센트-JD.com’, ‘알리바바-알리페이’, ‘아마존-에코+클라우드’ 등으로 구체화

## 온라인 상거래 – 중국이 가장 빠른 성장



자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

## 온라인쇼핑의 잠재적 수요 50% 이상



자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

## 미국, 아마존 왕국



자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

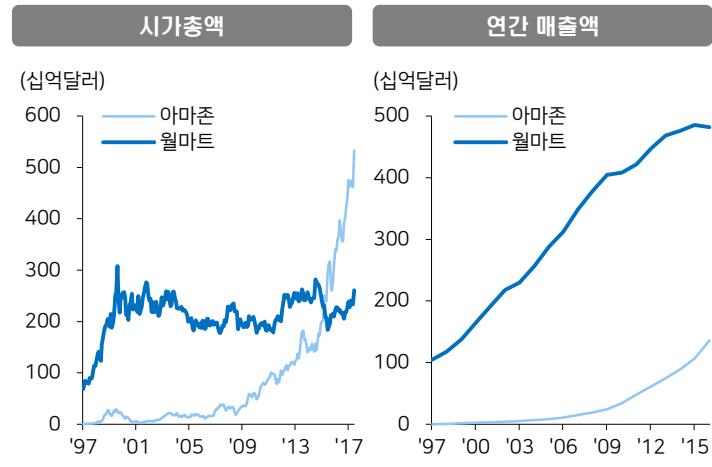
# Who wants to sell you Blue Jeans?

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 청바지를 사고 싶게 만들어라 (쇼핑과 데이터의 결합)

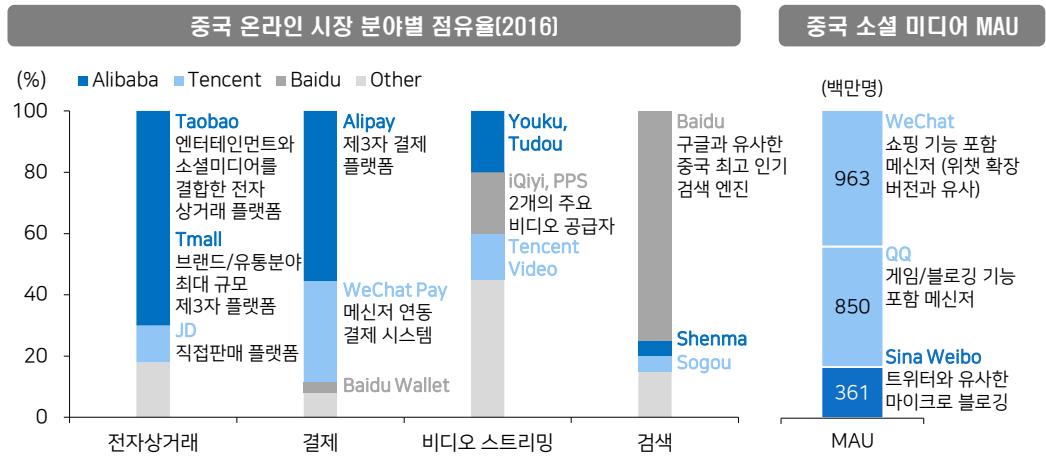
- 마윈 회장 역시 “수요를 찾아가는 것이 아니라 수요를 만들어내는 것이 중요하다”고 천명
- 2017년 중국 전자상거래 거래액 규모는 3,660억 달러 돌파. 미국과 영국의 그것을 합쳐놓은 수준
- 중국 전자상거래 시장은 데이터와의 결합 활발히 진행 중. 텐센트는 JD.com과 연합하여 1위 메신저앱 ‘위챗’, 게임사업 능력과 결합. 텐센트는 소셜미디어, 결제, 온라인을 통해 이용자 정보 취득, 최근 검색엔진 1위 사업자 ‘바이두’ 제휴
- 미국의 유통강자 월마트는 이제 더 이상 점포 오픈으로 성장을 꾀할 수 없음. 이미 미국인의 90%가 월마트와 10 마일 이내에 거주. ‘비용절감과 인터넷에 대한 투자’에 주력하고 있음
- ‘two-day shipping’, ‘Jet.com’(33억 달러) 인수, 8월부터 구글의 voice assistant를 통한 판매를 개시하는 등 아마존을 추격하고 있으나 역부족

## Old money vs. New money



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국 인터넷산업 지배도 – 쇼핑과 데이터(검색,SNS)의 결합



자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

## 간편결제의 필요성

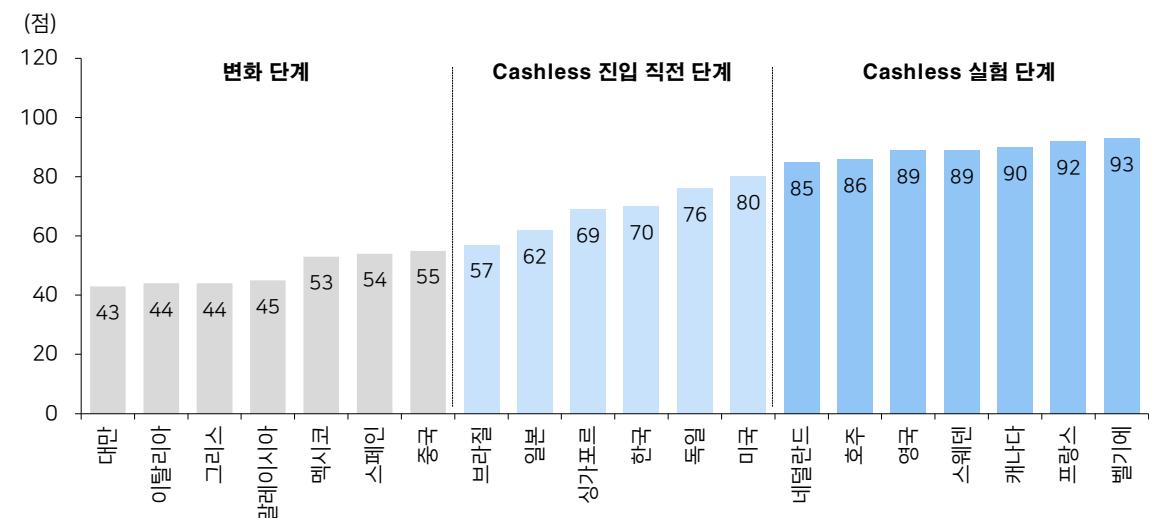
- 정보기술의 발달로 현금 지불 비중은 20%에도 미치지 못함. 카드 등 디지털 머니의 결제 비중 확대
- 2016년 기준 스웨덴 전체 소비의 80%가 카드 결제. 대중교통의 현금결제는 중단. 소매점은 현금결제를 합법적으로 거부할 수 있음. 교회 현금도 카드결제를 이용. 덴마크의 'Mobile Pay' 사용비중 30%
- 디지털 화폐의 증가는 사회적 비용 줄이며 안전성 높일 수 있음
- 한국은행은 2020년까지 '동전없는 사회'를 목표. 참고로 연평균 동전 제조비용은 610억원

## 해외 주요국가의 비현금화 추진현황

국가	내용
스웨덴	대중교통요금의 현금결제 제한, 약 70% 은행에서 현금 수납 불가
덴마크	특정 소매업종(의류판매, 식당, 주유소)에서 현금 수납 거부할 수 있는 법안 발의
이스라엘	현금 없는 사회 추진을 위해 정부 각 부처 관계자가 참여한 위원회 설립
캐나다	전자지불결제 확대를 위한 협의체 구성
홍콩/싱가포르	국가 주도로 비현금 결제기술 연구기관 설립

자료: 여신금융연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국가별 '현금없는 사회' 준비 수준 평가



자료: 여신금융 제50호 논단, '금융산업 빅데이터의 효과적 활용을 위한 제언', 메리츠종금증권 리서치센터

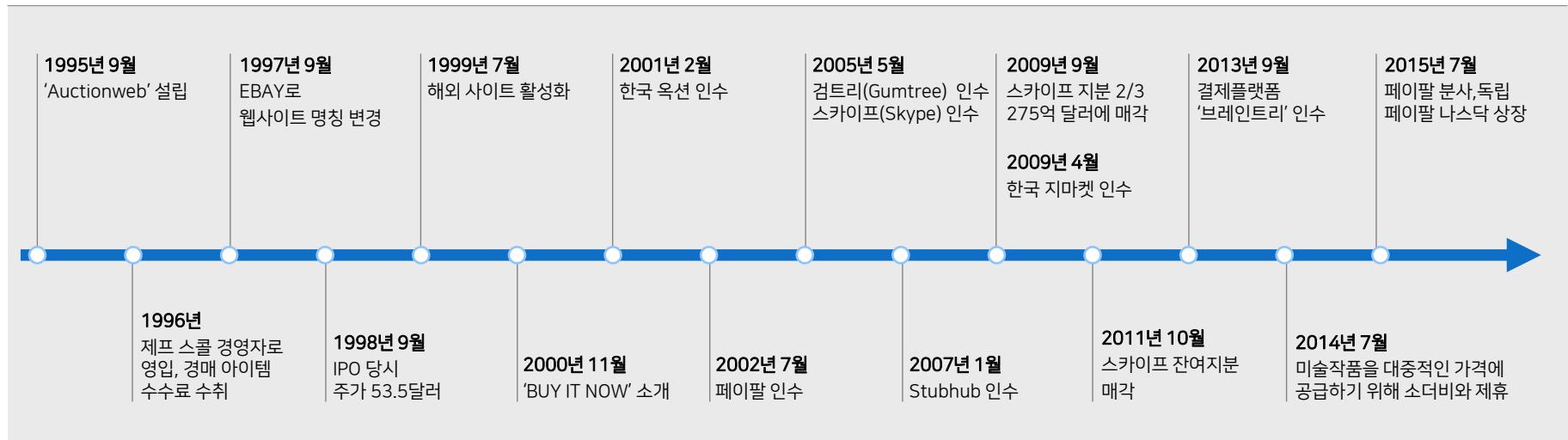
# Paypal Case Study

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 글로벌 1위 결제사업자

- 1995년 9월 컴퓨터 프로그래머였던 이란계 미국인 '피에르 오미디야르'가 '옵션웹' 설립. 인터넷 경매사이트로 출발, 지금은 세계 최대의 전자상거래 사이트로 성장한 미국회사
- 1996년 제프 스콜을 경영자로 영입. 경매 아이템에 대한 수수료를 받기 시작하면서 성장
- 1998년 상장 당시 주가는 53.5달러, 2002년 페이팔 인수하며 전자결제 서비스 운영하기 시작
- 2001년 한국 옥션, 2009년 지마켓, 2005년 인터넷전화 '스카이프', 2013년 결제플랫폼 '브레인트리' 인수
- 이베이의 수익모델은 제품 등록수수료와 판매수수료. 2016년 이베이 매출액과 영업이익은 각각 90억 달러, 23억 달러 규모. 2016년 결제 부문 포함 이베이 전체 거래액 대비 페이팔은 57.4% 비중 차지

## 이베이의 성장 궤적, 페이팔로 가속화

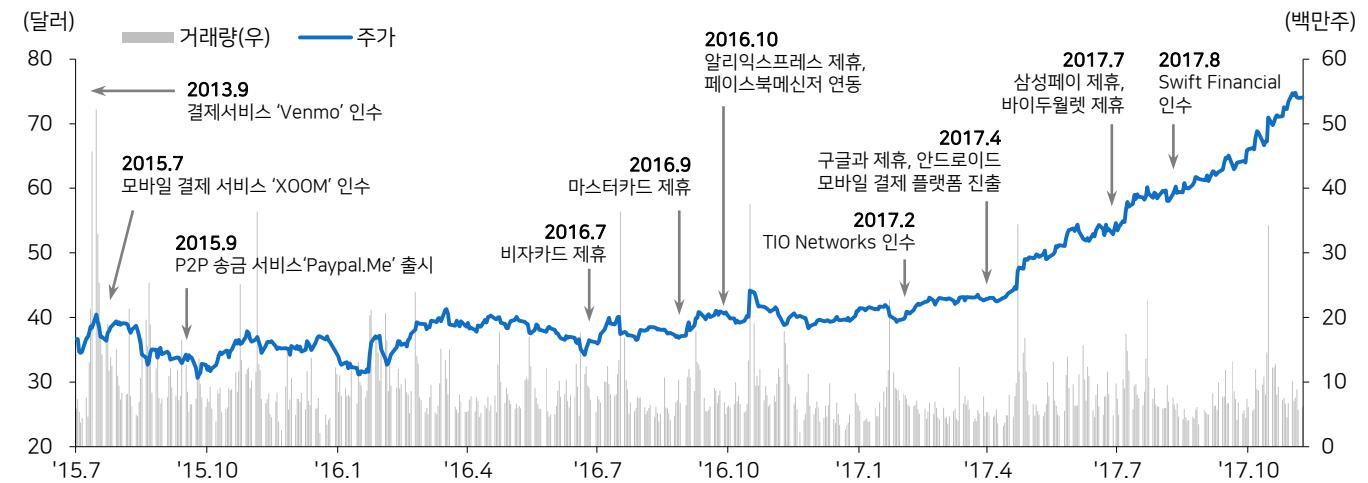


자료: EBAY, 메리츠종금증권 리서치센터

## 분사 독립 이후 본격 성장

- “페이팔이라는 보석이 이베이에 가려져 진가를 발휘하지 못한다. 페이팔을 따로 독립시키기만 해도 성장세 때문에 큰 부가가치를 얻을 것이다.” – 칼 아이칸
- 페이팔 분사는 이베이 수익의 상당부분 차지하고 있어 쉽지 않은 결정. 페이팔에게는 이베이의 경쟁사를 포함하는 성장 기회를 노리고 재평가 받기 위해서는 타당한 결정이었음
- 2017년 페이팔 주가는 84%의 수익률 시현. 성장의 이유는 1) 네트워크 효과, 2) 벤모(Venmo)의 성과, 3) 모바일 커머스의 성장 때문. 올해 애플, 삼성페이 등과 제휴하며 가맹점 늘었고 이용자 지속 증가
- 3Q17 페이팔 매출액은 324억달러(+21% YoY) 기록. 애널리스트의 예상치를 19% 상회. 2016년 3분기의 성장을 18% 대비 성장속도는 오히려 가속화되고 있음

## 페이팔 신고가의 의미



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

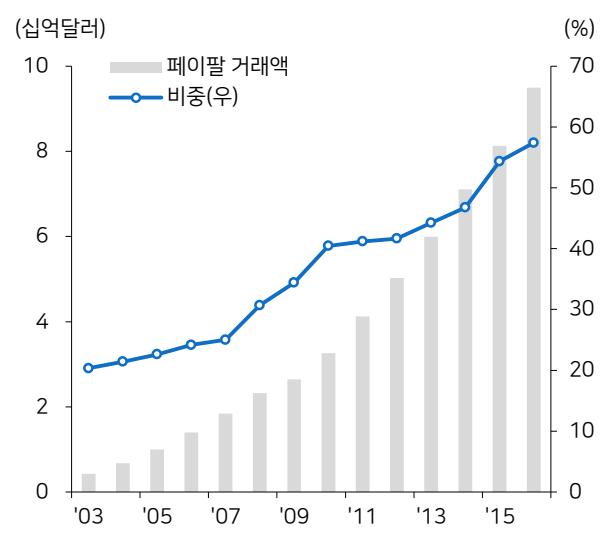
# Paypal 성장의 이유

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 전자상거래의 성장, 간편결제/송금의 수요 증폭

- 페이팔은 2015년 7월 이베이에서 분사한 이후 더욱 가파른 성장세. 2016년 이베이 거래액에서 페이팔 결제금액 비중은 57.4%
- 2016년 거래액은 94.9억 달러(+16.8% YoY), 매출액은 108.4억 달러(+17.2% YoY), 영업이익은 15.8억 달러(8.6% YoY, OPM 14.6%) 기록. 페이팔이 인수한 모바일 금융(결제,송금) 서비스 벤모의 급성장 덕분
- 벤모는 페이팔의 모바일 간편송금 및 결제 서비스로 더치페이 기능을 기반으로 사용자 편의성 강화, 미국내 젊은 층에서 인기
- 벤모 송금거래액은 13년 \$1.9억 → 14년 \$9.1억 → 15년 \$25억 → 16년 \$56억으로 폭발적 성장

## 이베이에서 페이팔 거래액 비중 57.4%



주: 광고 및 기타매출 제외, EBAY 거래액은 결제부문 포함  
자료: EBAY, PAYPAL, 메리츠종금증권 리서치센터

## 페이팔 주요 성과 및 영업지표

(백만달러)	2013	2014	2015	2016
Transaction revenues	5,992	7,107	8,128	9,490
growth(%)	19.2%	18.6%	14.4%	16.8%
Net Revenue	6,727	8,025	9,248	10,842
growth(%)	18.8%	19.3%	15.2%	17.2%
Operating Income	1,091	1,268	1,461	1,586
growth(%)	24.0%	16.2%	15.2%	8.6%
OPM(%)	16.2%	15.8%	15.8%	14.6%
Net Income	955	419	1,228	1,461
growth(%)	22.8%	-56.1%	193.1%	19.0%
NPM(%)	14.2%	5.2%	13.3%	13.5%
Activie customer accounts	143	162	179	197
Number of payment transactions	3,261	3,964	4,928	6,129
Payment transactions per active account	22.9	24.5	27.5	31.1
Total TPV	185,606	234,635	281,764	354,014
Percent of cross-border TPV	24.0%	24.0%	22.0%	22.0%

주: 고객계좌수 및 계좌당 평균거래건수는 해당 연도 말 기준  
자료: EBAY, PAYPAL, 메리츠종금증권 리서치센터

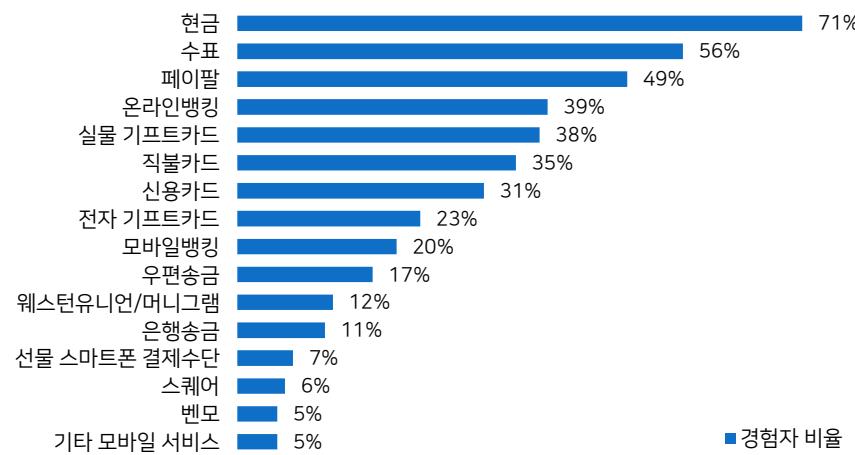
# Paypal 성장의 이유

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## Venmo Me

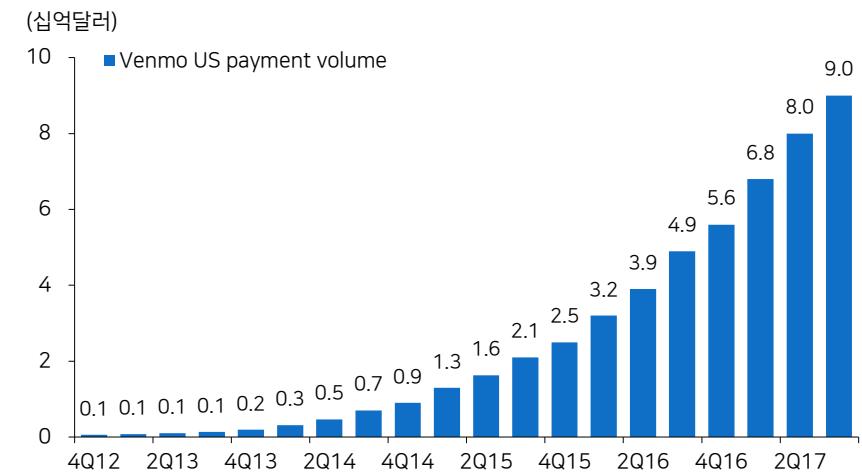
- 2013년 페이팔은 벤모를 8억 달러에 인수. 벤모는 펜실베니아 대학교 동창 두 명이 친구끼리 돈을 주고받는 과정이 필요 이상으로 복잡하다고 생각하여 만들어낸 송금 앱
- 국내 토스, 뱅크월렛카카오 등과 유사. 미국에서는 "Just venmo me(나한테 벤모로 돈 보내줘)"란 신조어가 탄생할 정도로 인기
- 흥행 이유는 SNS 기능, 트위터스러운 화면에 친구들이 누구에게 돈을 보냈는지 확인 가능
- 수수료 기반의 수익구조. 직불/체크카드에는 무료, 신용카드 연동시 2.9% 수수료 과금 페이팔 사용 가능한 온·오프라인 상점에서 벤모 이용
- 국내 간편결제 역시, 신용카드에서 계좌이체/가상계좌 비중 증가 등으로 수수료율 상승 기대

## Venmo Me – 미국 결제 시장의 49%가 Paypal 사용자



자료: Aite Group, 메리츠종금증권 리서치센터

## 벤모 미국 분기별 거래액



자료: Paypal, 메리츠종금증권 리서치센터

# 인터넷 플랫폼의 기회

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

쇼핑/결제/O2O/금융 등  
다양한 수익창출 가능

- 전자상거래의 성장은 인터넷 사업자들에게 신규 수익창출의 기회
- 첫째, 쇼핑 시장의 성장의 수혜를 '채널링'을 통해 만끽. 예) 네이버쇼핑, 카카오 선물하기
- 둘째, 결제를 통한 빅데이터와 광고. 예) 쇼핑 검색광고, iITEMS, LBS 광고
- 셋째, 플랫폼 이용자와 쇼핑사업자(자영업자/중소상공인)를 대상으로 금융서비스. 예) 카카오뱅크

## 플랫폼의 기회 – 쇼핑 / 결제 / O2O / 금융 등 다양한 포트폴리오

쇼핑	결제	O2O	금융
 	  		 kakaobank

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 쇼핑 O2O는 캐쉬카우

- 네이버페이 결제액 규모는 15년 4천억원 → 16년 4조원 → 17년 7조원 → 18년 9조원으로 가파른 성장
- 네이버는 인공지능 개인화 상품 추천 시스템 'AiTEMS(에이아이템즈)' 도입해 이용자가 구매하도록 유도
- 네이버는 AI 기술로 e커머스를 공략하고 있는데, 이용자의 쇼핑, 검색, 뉴스, 네이버TV, 네이버 스포츠 등 여러 서비스에서 사용자의 행동 데이터를 기반으로 관심사나 취향을 분석해 상품 추천 시스템

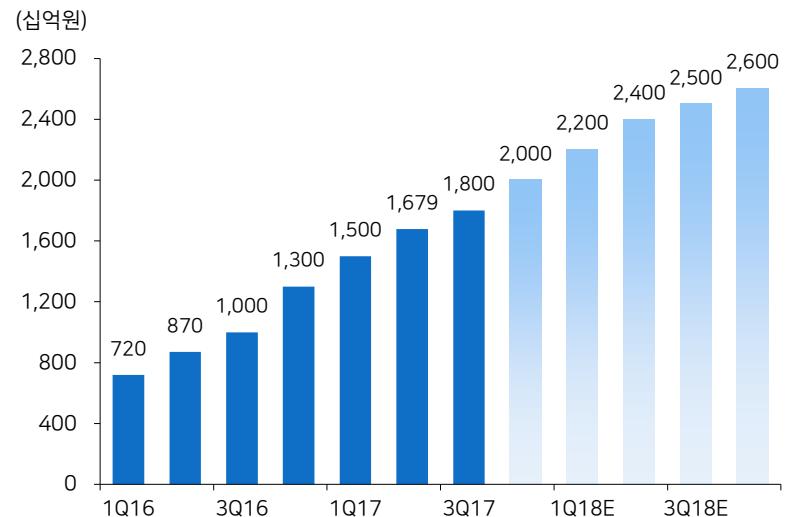
## ITEMS – 네이버 AI가 모바일쇼핑 상품 추천



**크로스오버 추천**  
쇼핑 서비스는 물론 뉴스, 검색, 네이버TV, 네이버 스포츠 등 각기 다른 도메인의 사용자 행동 데이터들을 기반을 사용자의 관심사나 취향을 분석하여 상품을 추천

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## 네이버페이의 월 결제액 – 가파른 성장 지속

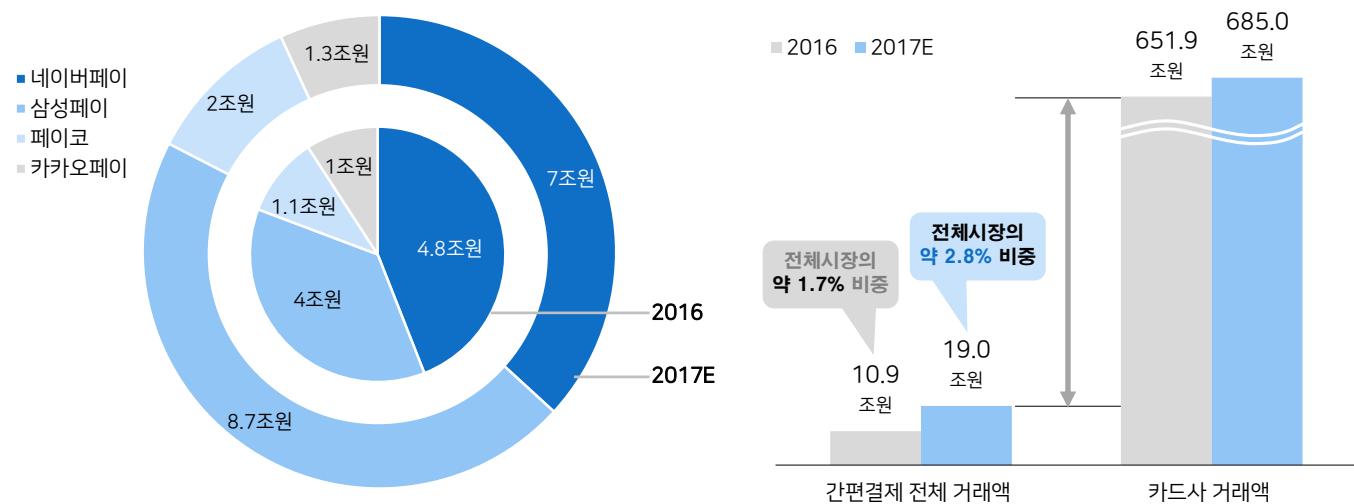


자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## 18년에는 오프라인 결제 성장

- 2018년에도 국내 간편결제 시장은 상위사업자들 위주의 폭발적 성장 예상
  - 네이버페이/삼성페이의 주도하에 카카오페이지, 페이코 등 2등 사업자의 추격
- 2017년 카드사 거래액은 약 700조원 규모. 간편결제 비중은 전년대비 1.1%p 증가한 2.8% 비중
- **2018년은 오프라인 간편결제 본격 개화될 예정**
  - 1) 페이코는 갤러리아, 현대백화점을 시작으로 유통 매장에 본격 진출.
  - 2) 카카오페이지 역시 알리페이 가맹점 위주의 오프라인 결제서비스 시작, 카카오택시 등에 자동결제 탑재,
  - 3) NFC → 바코드(QR코드) 결제로 간편결제 방식의 메가트렌드 변화

## 국내 페이(간편결제) 시장 현황 및 결제 비중 (2016-2017년)

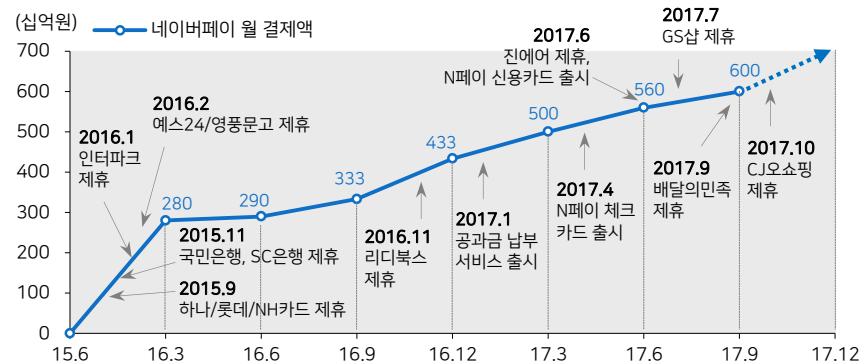


자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

# 주요 간편결제 성장 추이

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 네이버페이 월간 거래액



자료:NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

## 카카오페이지 월간 거래액



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성페이 월간 거래액



자료: 삼성전자, 메리츠종금증권 리서치센터

## 페이코 월간 거래액



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2017년 상반기대비 30% 상승

- 결제는 모바일 Life Log의 핵심으로 쇼핑은 우리 삶의 궤적을 대변
- 빅데이터에 기반한 광고/금융 서비스 용이. 결제사업자들이 추구하는 비즈니스 모델
- **국내 간편결제의 기업가치는 NAVER페이 1.6조원, 카카오페이 1.1조원, 페이코 5,252억원 수준**
- 가치 산정의 근거는 2017년 2월 알리페이의 카카오페이 투자 당시 가입자 가치를 5만 5천원 수준에서 평가. 네이버페이에는 1) 쇼핑 활성화와 2) 높은 시장지배력과 객단가 등을 감안 20% 할증 부여하였음
- 페이코의 경우 지난 9월 3자배정 유상증자로 인한 가치평가를 반영하였음

### 국내 결제서비스별 EV – NAVER페이, 카카오페이, 페이코 순

	가입자수 (만명)	이용자당 가치 (원)	기업가치 (EV) (억원)
NAVER페이	2,400	66,000	15,840
카카오페이	2,000	55,000	11,000
페이코	710	73,972	5,252

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

### 2018년 간편결제, 오프라인 출시 본격화



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터



Part III  
2018년 산업 전망  
**인터넷/게임**

**Gaming Innovation – 플랫폼 르네상스**  
**게임 르네상스 시대**

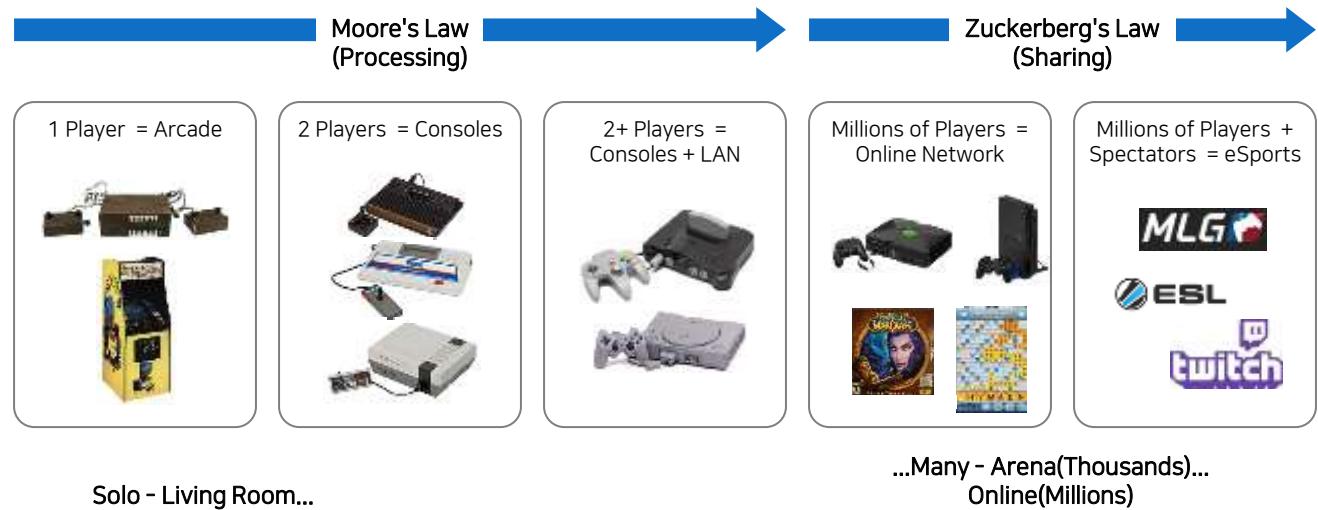
## 1인 플레이에서 글로벌 연합 플레이로 (1967~2017)

- 네트워킹의 중요성

### 무어의 법칙은

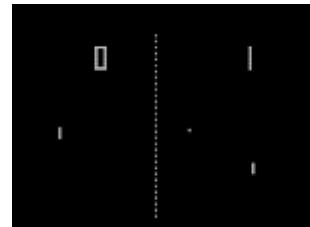
마이크로칩의 성능이 매 2년마다  
두배로 증가한다는 것,  
과거 게임산업은 기술발전의 역사

무어의 법칙 → 주커버그의 법칙으로



### 주커버그의 법칙은

소셜네트워크의 기하급수적 증가,  
현재 게임시장은 네트워크  
(누구와 언제, 어떻게 게임을  
즐길 것인가?)가 중요



45 Years



자료: Kleiner Perkins, 메리츠종금증권 리서치센터

## 장르 다변화

- 양질의 IP는 PC/콘솔/모바일 등 플랫폼을 교차할 것

다양한 장르, 다양한 플레이 기기



자료: Kleiner Perkins, 메리츠종금증권 리서치센터

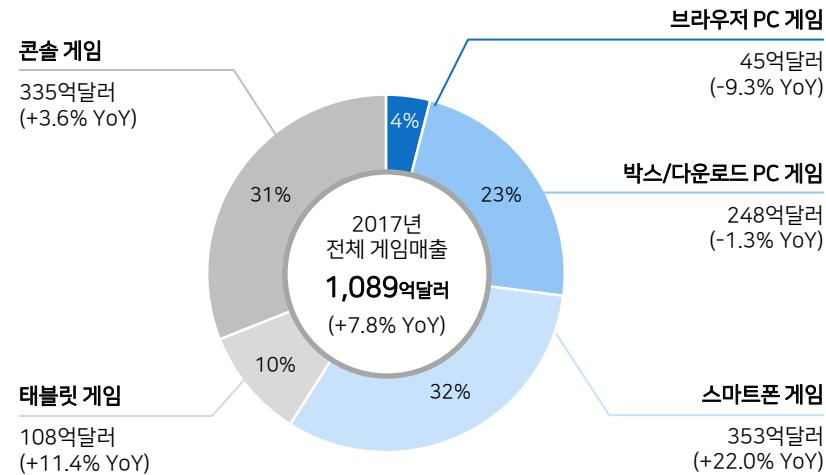
# 글로벌 게임 시장

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 모바일 우위, 콘솔도 견조

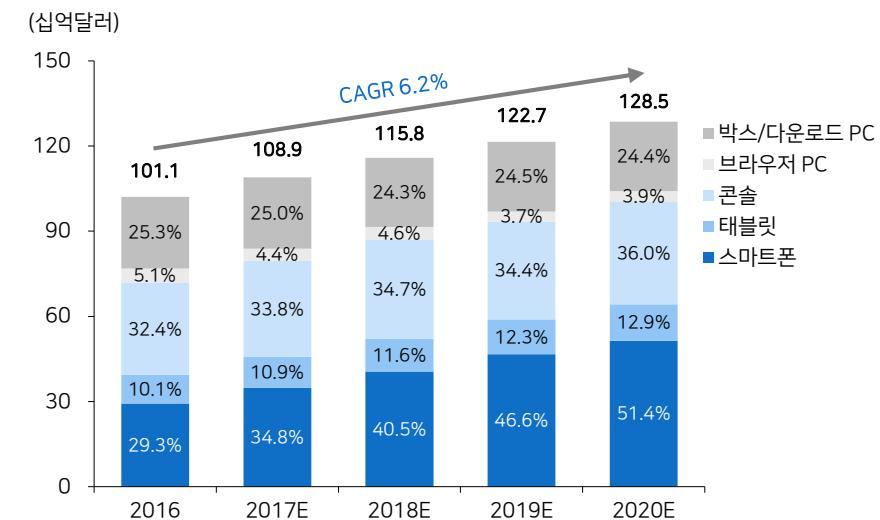
- 2017년 글로벌 게임시장 규모는 1,089억 달러, 모바일 353억 달러, 콘솔 335억 달러, PC파키지/다운로드 248억 달러, 태블릿 108억 달러, 브라우저PC 45억 달러 순
- 모바일게임 시장 비중은 42%로 가장 큰 비중. 모바일게이머들 역시 21억명으로 최다 2020년 모바일게임은 전체 시장에서 50% 비중 차지하며 CAGR(2016~2020) 13.9% 예상
- 콘솔은 두번째로 큰 시장으로 2017년 예상 매출 규모는 335억 달러
- 한편, PC 브라우저 게임은 9.3% 감소한 45억 달러로 게이머들이 모바일로 이동하며 웹게임은 하향세

## 글로벌 게임산업 breakdown



자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

## 글로벌 게임시장, 약 100조원 규모



자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

# PC/콘솔 게임의 부활

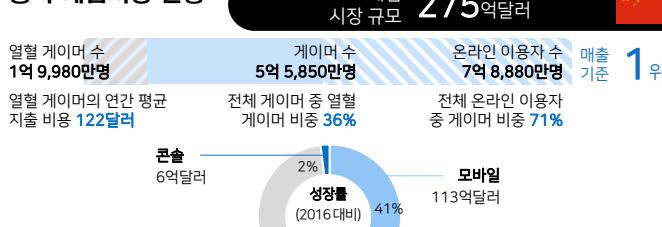
2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 콘솔 게임은 진입장벽이 높은 시장

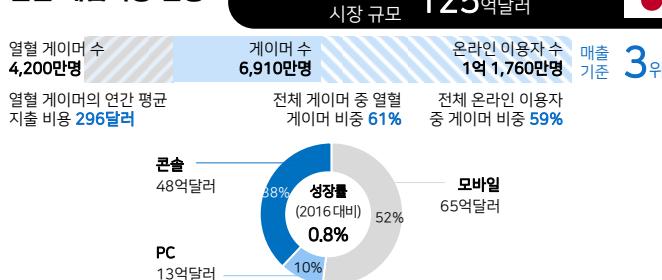
- 콘솔 게임은 기기를 구매해야 하고, 패키지를 사야한다는 점으로 진입장벽이 높은 시장
- 한편으로는 게이머들의 구매력이 우수하고 객단가가 높다는 의미
- 콘솔 게임도 1) 디지털 다운로드 확대, 2) 네트워크 플랫폼 구축, 3) 'Free to Play, Item Sales'의 수익모델 조성
- 미국/영국 게임산업 내 콘솔 시장 비중은 50%로 압도적 우위, 전통적인 콘솔게임 강국인 일본도 모바일 시장이 성장하고 있으나 여전히 38% 비중은 콘솔임

## 국가별 게임이용자 성향 분석

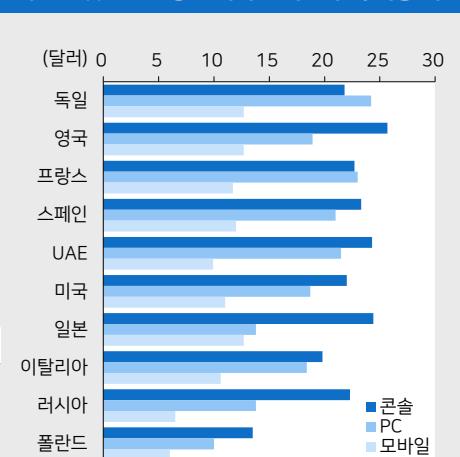
### 중국 게임시장 현황



### 일본 게임시장 현황



### 게임 플랫폼별 월평균 디지털 게임 구매 비용 비교

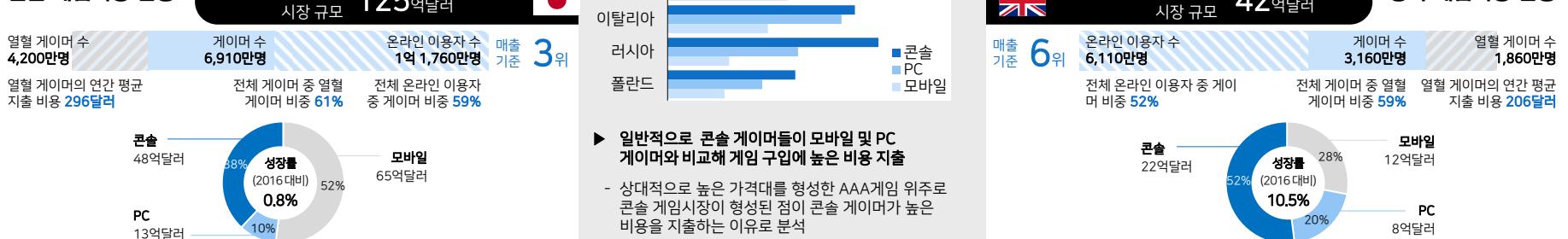


- ▶ 일반적으로 콘솔 게이머들이 모바일 및 PC 게이머와 비교해 게임 구입에 높은 비용 지출
- 상대적으로 높은 가격대를 형성한 AAA게임 위주로 콘솔 게임시장이 형성된 점이 콘솔 게이머가 높은 비용을 지출하는 이유로 분석

### 미국 게임시장 현황



### 영국 게임시장 현황



주: '열혈 게이머'는 게임을 유료로 구매한 경험이 있는 이용자

자료: SuperData, Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

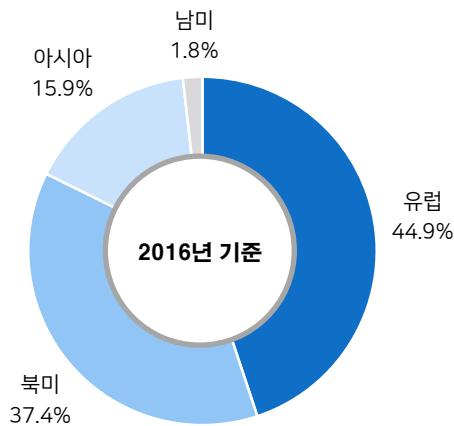
# PC/콘솔 게임의 부활

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 고사양게임, 네트워크 발전, 컨텐츠 다변화로 부활 시작

- 2017E 글로벌 콘솔게임 시장은 335억 달러로 전체 게임시장 내 31% 비중이나 차지
- 유럽이 44.9%로 가장 큰 시장 형성하고 있으며 북미가 37.4%로 2위 비중 차지
- 아시아의 경우 중국 콘솔 시장(5백만 달러, 전체 시장대비 비중 2~3% 수준)은 미미할 정도로 비중 작으나 오히려 성장여력 풍부하다고 판단

## 북미/유럽의 콘솔게임 시장이 압도적



자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

## 콘솔게임기 3개사 비교

게임기	플레이스테이션4	닌텐도 스위치	XBOX ONE X
제조사	소니	닌텐도	마이크로소프트
가격	399달러	300달러	499달러
출시일	2013년 11월	2017년 3월	2017년 11월
누적 판매량	6,760만대	763만대	-
특징	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 가장 많은 게임타이틀</li><li>■ 고사양 게임에 최적화</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 휴대용 게임기 가능</li><li>■ 슈퍼마리오 등 히트 타이틀 보유</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 다른 게임기 대비 고성능</li></ul>

주: 누적 판매량은 2017년 10월 기준 글로벌 누적 판매량

자료: 메리츠종금증권 리서치센터 정리

## MMORPG도 히트되기 시작

- 콘솔 기기에서도 MMORPG가 히트되기 시작. 대표 게임으로 네버윈터 존재
- 네버윈터는 엑스박스원 버전으로 2015년 3월, 플레이스테이션4 버전으로 2016년 7월 출시  
던전앤파이터의 세계관을 기반으로 크립틱 스튜디오가 개발한 X Box 최초의 MMORPG
- F2P(Free-to-Play) 수익모델 적용, X Box 이용자 210만명, PlayStation4 이용자 200만명 돌파.  
월매출 200억 이상 달성 추정

## 콘솔게임에 주력하는 기업들

### 닌텐도

'닌텐도 스위치' 3월 발매.  
연간 판매 목표 1,000만대에서 1,400만대로 확대

### 소니

2013년 1월 출시한 '플레이스테이션', 판매량 6,750만대 돌파  
2017 회계연도 2분기(7~9월) 콘솔게임 부문 36% 성장

### マイクロソフト (MS)

2017년 11월 7일 '엑스박스 원 엑스(Xbox One X)'  
한/미 동시 발매

### 아마존

2014년 게임 생중계 서비스 '트위치' 9억 7,000만달러에 인수  
올해 10월 기준 시청자 1억 8,500만명

## 네버윈터



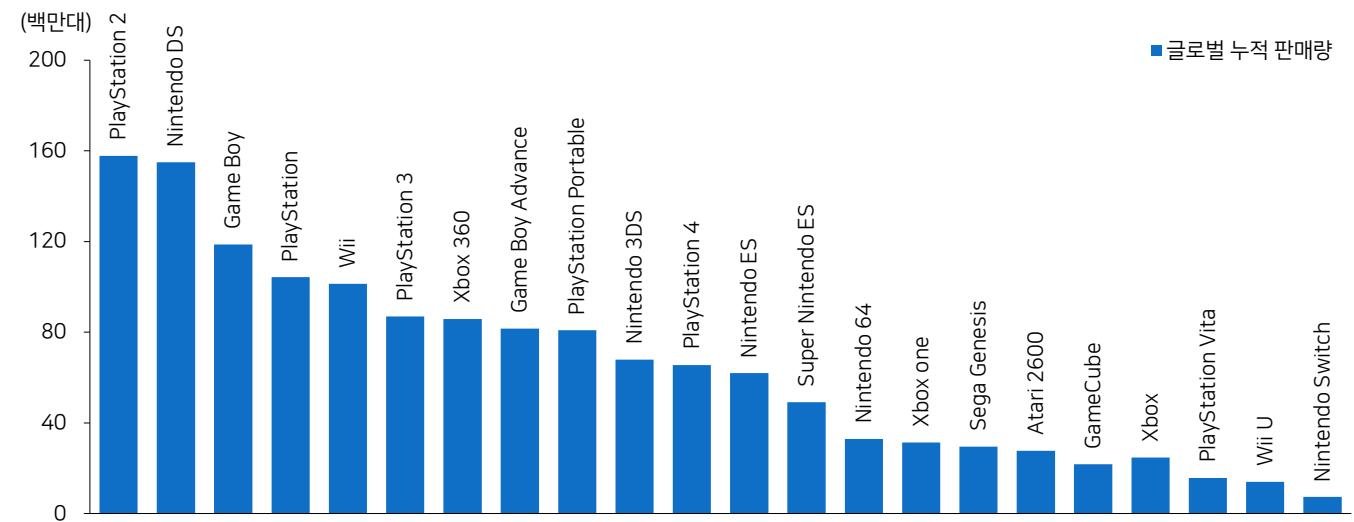
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 소니와 마이크로소프트

- 콘솔 게임의 매력은 1) 높은 그래픽 사양, PC나 모바일 게임에서 구현되지 않은 다양한 조작과 게임 재미를 제공한다는 점, 2) 타 게임 플랫폼과 차별화되는 배타성(독점 타이틀 등) 등에 존재
- X Box는 'X Box Play Anywhere(기존 X Box One의 독점 타이틀을 윈도우PC에서도 동일하게 즐길 수 있도록 지원하는 전략)'로 인해 오히려 게이머들의 신뢰를 잃기도
- 소니의 PlayStation4와 마이크로소프트의 X Box One X는 높은 해상도와 성능을 기반으로 시장 지배력 더욱 공고히 해나갈 전망

## 전세계 콘솔게임기 판매량



주: 2017년 10월 누적판매량 기준  
자료: VGChart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1위 콘솔게임사

- 지난 3년간 소니의 게임/네트워크 서비스 매출액 연평균 성장률(CAGR)은 27.3% 기록
- 2016년 게임/네트워크 매출액은 139억 달러(+17.0% YoY) 성장하며 PS4의 판매 양호
- 소니 게임 비즈니스의 성장 전략은 PlayStation ecosystem 구축으로 7천만 이용자에게 게임, 음악 등 다양한 컨텐츠를 제공하는 환경을 구축하는 것
- 더 나아가는 PSVR을 통해 신규 컨텐츠 에코시스템 개척, 2016년 10월 PSVR 판매 이후 2017년 5월까지 약 100만대를 판매. 관련 소프트웨어도 520만개 이상 판매하였음. 콘솔게임기기는 VR이 결합되며 성능 고도화, 타이틀 다양화되고 있음

## 소니의 연간 실적 추이

(백만달러)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Sales	84,219	82,383	82,092	77,499	74,739	67,497	70,151
YoY growth(%)	-	-2.2%	-0.4%	-5.6%	-3.6%	-9.7%	3.9%
Game & Network Services	-	-	-	9,407	11,697	12,311	14,570
Home Entertainment & Sound	-	-	12,708	9,881	10,491	9,597	9,562
Financial Services	9,376	11,010	11,390	11,650	10,339	8,890	9,978
Motion Pictures Production	7,043	8,322	8,808	8,246	7,924	7,843	8,283
Music Production	5,369	5,461	5,206	4,908	2,215	-	1,519
Semiconductors	-	-	-	-	-	-	1,545
Mobile Communications	-	-	6,682	11,904	12,077	9,310	6,959
Imaging Products & Solutions	-	-	9,087	7,360	6,530	5,829	5,274
Other - Disk Manufacturing, etc	4,425	4,794	16,136	7,799	3,612	2,051	1,868
Corporate	1,282	667	582	521	373	271	158
Components	-	-	-	-	-	-	1,593
Others	56,725	52,130	11,493	5,824	9,480	11,395	8,842
OP	2,143	680	194	-442	595	2,360	2,612
OPM(%)	2.5%	0.8%	0.2%	-0.6%	0.8%	3.5%	3.7%
NP	-3,209	-5,813	366	-1,249	-1,155	1,177	667
NPM(%)	-3.8%	-7.1%	0.4%	-1.6%	-1.5%	1.7%	1.0%

주: 3월 결산 기업, Fiscal Year 기준

자료: 소니, 메리츠종금증권 리서치센터

## 소니 기업가치 - 13년 이후 587% 증가



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 소니 추격위해 배타적 컨텐츠 확보에 주력

- 2017년 마이크로소프트의 게임 매출액은 90억 달러로 X Box 소프트웨어 매출액이 하드웨어 매출 감소를 상쇄. 소프트웨어 매출액은 20% 이상 성장하며 디지털다운로드 증가와 인기 타이틀에 기인
- X Box Live의 MAU(monthly active users)는 약 5,300만명 수준으로 꾸준히 증가하고 있음
- MS는 2002년 처음 콘솔게임에 네트워크 서비스(X Box LIVE)를 도입하였으며, 게임 다운로드, 게임 업데이트, 멀티 플레이, 게임 방송 등이 가능해졌음
- 콘솔게임의 한계(오프라인 판매, 단발성 매출, 네트워크 불가)가 극복되고 있어, 기존 PC게임에서 양질의 IP를 보유한 회사들이 적극적으로 뛰어들며 시장 키울 것

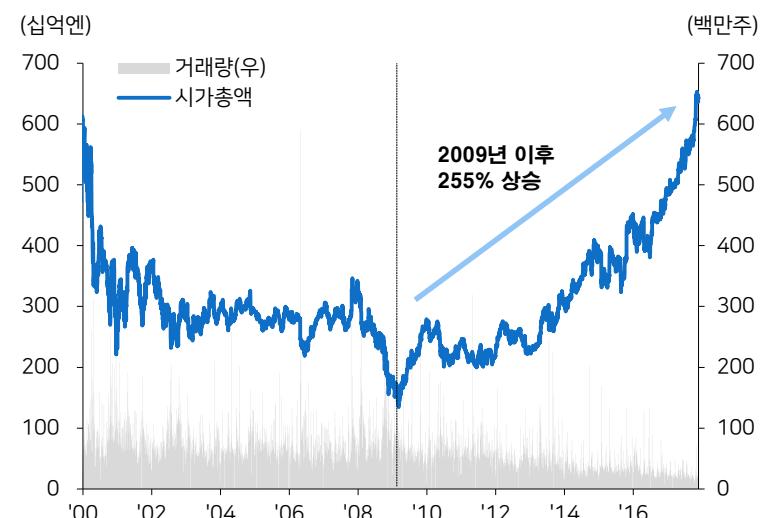
## 마이크로소프트 연간 실적 추이

(백만달러)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Sales	69,943	73,723	77,849	86,833	93,580	85,320	89,950
YoY growth(%)	-	5.4%	5.6%	11.5%	7.8%	-8.8%	5.4%
More Personal Computing	-	-	-	38,407	43,070	40,353	38,874
Productivity and Business Processes	-	-	-	26,972	26,430	26,488	30,222
Intelligent Cloud	-	-	-	21,732	23,715	25,042	27,155
Corporate and other	-	-	-2,899	-278	365	-6,563	-6,311
Others	18,823	18,305	13,467	8,758	4,152	-	-
OP	27,077	19,645	27,988	27,076	16,360	19,765	22,326
OPM(%)	38.7%	26.6%	36.0%	31.2%	17.5%	23.2%	24.8%
NP	23,468	15,459	22,822	20,675	11,710	16,768	21,204
NPM(%)	33.6%	21.0%	29.3%	23.8%	12.5%	19.7%	23.6%

주: 6월 결산 기업, Fiscal Year 기준

자료: 마이크로소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 마이크로소프트 기업가치 - 2009년 이후 255% 이상 증가



## 게임 비즈니스 Breakdown

- 하드웨어 매출액은 콘솔 기기의 인기에 따라 매해 변동성 존재하나, 소프트웨어 매출액은 지속 성장
- **Sony** : 2017년 소니 콘솔 매출액은 1.6조엔(+6.9% YoY), 영업이익은 1,356억엔(+52.9% YoY) 기록  
2017년 소프트웨어 매출액은 29.7% 증가한 9,832억엔(9.6조원) 기록  
2017년을 기점으로 소프트웨어 매출액이 하드웨어를 능가. 수익성 향상에 기여
- **Microsoft**: 2017년 MS의 게임 매출액은 90억 달러 기록. 손익은 따로 공개되고 있지 않음

## 소니와 MS의 게임부문의 실적 추정

소니 (3월 결산)	(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		매출(게임/네트워크)	527.1	946.5	1,292.1	1,479.8	1,581.6
	growth(%)	-6.8%	-29.2%	79.6%	36.5%	14.5%	6.9%
	하드웨어				733.8	721.8	598.4
	소프트웨어				558.3	758.0	983.2
	영업이익(게임/네트워크)	29.3	1.7	-18.8	48.1	88.7	135.6
	영업이익률(%)	3.9%	0.3%	-2.0%	3.7%	6.0%	8.6%
마이크로소프트 (6월 결산)	(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		X Box 플랫폼 수익	8,045	7,100	8,643	9,121	9,395
	growth(%)	-0.7%	-11.7%	21.7%	5.5%	3.0%	-1.5%
	X Box Live active users(백만명)	-	-	-	37	49	53
	Gaming Revenue	-	-	-	-	-	9,051

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

## 한국 게임사들도 놓칠 수 없다

- 모바일게임의 경쟁 심화되고 있어 새로운 플랫폼으로 수익 포트폴리오 다변화 필요성
- 한국 게임 개발사들도 조이시티 등이 시장 진출을 타진한 바 있었으나 이렇다 할 성과 없었음
- 2017년 12월 12일 '배틀그라운드(블루홀)'의 X Box One 버전 출시를 시작으로
- 2018년 2분기 '검은사막(펄어비스)'도 X Box One 버전으로 출시되며 북미/유럽/일본 콘솔게임 시장의 수혜를 본격적으로 누리게 될 것

## 국내 게임사의 콘솔게임 도전기

주요 사업부문	업체명	세부 내용
PC 온라인	조이시티	■ 2016년 12월 PS4 타이틀 '3on3프리스타일' 출시
	블루홀	■ 2017년 PC게임 '배틀그라운드' 출시, 글로벌 1등 PC게임 ■ 12월에는 Xbox 용으로 출시, 2018년에는 PS4, 닌텐도 스위치용으로 출시
	펄어비스	■ 2018년 2분기 '검은사막'의 콘솔 버전 출시 예정
	네오위즈	■ 2017년 7월 펜타비전의 리듬게임인 'DJ MAX RESPECT' PS4로 출시
	엠게임	■ 국내 유명 만화 '열혈강호' IP를 활용한 콘솔게임을 개발 중 ■ 중국에서 '열혈강호' IP 기반 웹게임이 인기를 얻고 있는 점을 고려할 때, 중국 콘솔 게임시장 진출을 고려한 행보로 평가 ■ 육성 시뮬레이션게임 '프린세스메이커' IP 기반 VR게임 역시 콘솔 출시 고려 중
	넥슨	■ 2017년 8월 FPS '로브레이커즈'를 PS4와 PC게임으로 출시
	모바일 게임	■ 2017년 공포게임 '화이트데이: 학교라는 이름의 미궁'을 PS4로 출시
로이게임즈		■ 2017년 공포게임 '화이트데이: 학교라는 이름의 미궁'을 PS4로 출시

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 블루홀, 배틀그라운드 콘솔게임으로 출시 (12월 12일)



자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

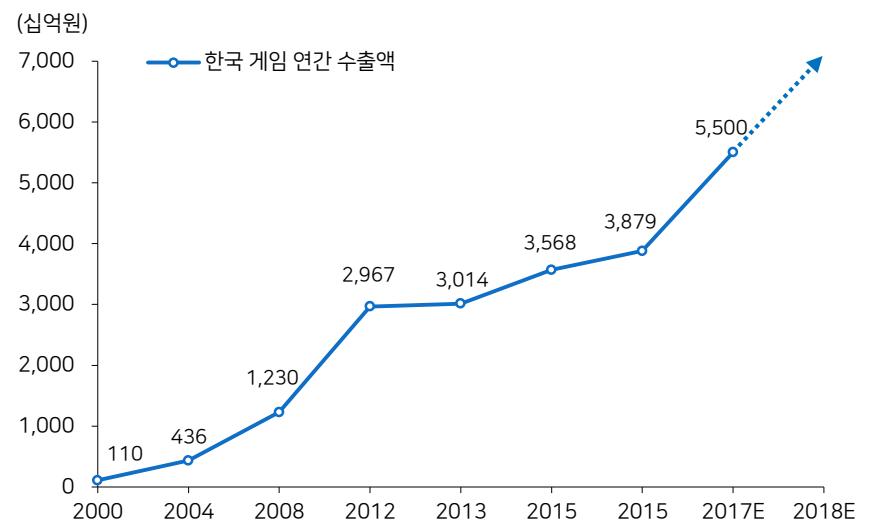
# 게임, 핵심 수출 컨텐츠

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 17년 수출액은 42% 증가 예상

- 2017년 게임 수출액은 5조원 돌파 예상. 배틀그라운드와 리니지2레볼루션의 글로벌 히트에 근거
- 2017년 배틀그라운드는 누적 5,000억원의 매출(11월 누적 2,000만장 판매) 달성. 2018년에는 일본, 중국, 한국 등 로컬 퍼블리셔 선정으로 본격 공략에 나설 전망
- 2017년 리니지2레볼루션 해외 매출액은 약 4,500억원(아시아 2,600억원, 일본 1,600억원, 북미/유럽 300억원)으로 글로벌 확장에 성공하였음

## 2017년 한국게임 수출 총액 5조원 돌파 예상



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

## 성장에 걸맞는 정책 완화가 필요

규제	내용	업계 의견
셧다운 제도	어린이/청소년은 온라인 게임 밤 12시 이후 이용 불가	서버를 해외에 둔 외산 게임은 규제 받지 않음. 국내 게임 기업 역차별
온라인 게임 결제 상한	주민등록번호 하나당 온라인 게임 결제 상한 월 50만원(성인 기준)	모바일 게임은 결제 상한선 없어 형평성 문제
사전 심의 제도	심의기관 절차에 따른 사전 심사 과정을 거쳐야만 게임 유통 가능	해외 주요 국가는 민간 자율 심사

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

## 규제보다는 '육성과 지원'

- 게임 산업 성장의 고질적 문제는 '규제리스크'로 2017년 10월 국정감사에서는 확률형 아이템 규제와 모바일게임 결제를 제한하자는 의견도 제기되었으나 긍정적인 의견도 다수를 이루었음
- 게임산업 진흥원 부활(2009년 한국콘텐츠 진흥원에 통합된 바 있음)과 제2, 3의 '배틀그라운드'를 만들어 낼 수 있는 토양을 만들기 위한 중소게임회사 지원의 필요성 언급
- 아시안게임에 e스포츠가 시범종목으로 채택되었는데 한국도 선수를 파견할 수 있는 기반을 조성해야 한다는 의견 제시되는 등 게임산업 전반에 대한 지원과 규제 완화 기대감이 더 큰 상황

## 2017년 10월 국정감사 '게임산업' 관련 코멘트 – 부정보다는 긍정이 많았음

날짜	국회의원	발언 내용
10월 13일	조승래 의원	<p>▶ 한국게임진흥원 설립(게임 총괄기구) 주장 "자카르타 아시안게임에 e스포츠가 시범 종목으로 채택되었는데 대표선수를 파견할 수 없는 상황"</p>
	이동섭 의원	<p>▶ 한국 게임산업 및 e스포츠 진흥책 마련 당부 "제2, 제3의 배틀그라운드 신화가 쓰여질 수 있도록 문체부가 토양을 만들어 주길 요청한다"</p>
10월 19일	손혜원 의원	<p>▶ 확률형 아이템 규제 및 모바일 게임에도 온라인 게임에 적용되고 있는 월 결제 한도 도입 주장 "확률형 아이템은 완전한 도박, 어린아이들이 모바일을 통해 이를 경험하고 있다"</p>
	강길부 의원	<p>▶ 게임산업진흥원과 같은 게임산업 집중 육성 정부조직의 필요성 제기 "게임산업이 고부가가치 산업으로 각광받고 있는 상황에서 게임산업이 방송, 애니메이션 등과 함께 다뤄지고 있는 만큼 시장 경쟁력을 위한 대응 전문성이 떨어지지 않겠나"</p>

자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

## 과거 'G스타2014'에 깜짝 방문한 문재인 대통령



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

## 한국 게임사의 콘솔 도전

- 2018년 한국게임사들은 X Box, Playstation 등 콘솔 플랫폼에 도전하며 성공하는 원년
- 펠어비스의 '검은사막'은 2016년 MMORPG.com에서 최고의 MMORPG로 선정, 북미/유럽 유료구매자 100만명 넘은 바 있음. 2017년 8월 독일 게임스컴에서 콘솔 버전 공개
- 블루홀의 '배틀그라운드'는 2017년 12월 12일 미국에서 XBOX 버전으로 출시 예정. 가격은 30달러 예상

## 펠어비스의 '검은사막' 콘솔 버전



자료: 펠어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 블루홀의 '배틀그라운드' 콘솔 버전



자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

# 2018년 어떤 게임이 나올까?

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 2017 G스타: PC게임의 부활과 모바일 MMO가 화두

- 올해 G스타에서는 PC게임의 부활로 e스포츠 재부각, 모바일 MMO에 대한 관심 지속되었음
- 블루홀은 '배틀그라운드 아시아 인비테이셔널 2017'을 진행. G스타가 진행되는 3일간 총 상금 3억원을 걸고 경기 진행, 현장 및 인터넷 생중계. 경기 중계 영상을 관람하려는 사람들에게 큰 인기를 얻음
- 액토즈소프트는 e스포츠 브랜드 'WEGL' 출범, 'WEGL 파이널' 경기 개최. 총 상금 2.5억원을 걸고 '스타크래프트: 리마스터', '오버워치', '하스스톤' 등 글로벌 인기 게임 대회 진행, 유저 호응 폭발적
- 모바일 MMORPG의 대세는 지속됨. 넷마블의 신작 MMORPG 4종, 블루홀의 신작 'AIR', 넥슨의 '오버히트' 외 다수의 신작 게임이 공개되었으며 대부분의 신작 게임이 MMORPG 장르

### G스타 2017에 참가한 주요 게임사 부스

▼ 넷마블게임즈 부스



▼ 블루홀 부스



▼ 넥슨 부스



▼ 액토즈소프트(WEGL) 부스



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

## ‘하는’ 게임에서 ‘보는’ 게임으로

- e스포츠 경기와 게임 방송 스트리밍은 효율적인 마케팅 수단으로 활용 가능. 게임의 수명을 연장시킬 뿐만 아니라 스트리밍 수수료, 광고수익 등 부가적인 수익 창출 기대
- 게임 시연을 위해 대기하는 이용자도 많았지만, 직접 플레이하기보다는 다른 사람이 플레이하는 경기를 ‘보기 위해서’ 전광판 앞에 멈추어 경기를 관람하는 이용자도 많았음
- 배틀그라운드 인비테이셔널 2017과 WEGL 파이널이 진행되는 부스는 경기 관람을 위한 관객석을 따로 마련했으며 e스포츠 경기를 관람하려는 인파로 만석
- 자신이 좋아하는 게임방송 스트리머를 만나기 위해 게임 스트리밍 플랫폼인 트위치 부스를 방문하는 사람도 많았으며 ‘다른 사람의 게임 플레이를 보는 것’이 게임을 즐기는 새로운 방식으로 부상함

### 경기 관람자로 가득 메워진 액토즈소프트의 WEGL 파이널 관객석



자료: 액토즈소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

### 트위치 부스에서 인기 스트리머의 게임 방송 스트리밍을 관람하는 사람들



자료: 트위치, 메리츠종금증권 리서치센터

# ‘하는’ 게임에서 ‘보는’ 게임으로

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 배틀그라운드 인비테이셔널 2017

- 11월 17일(금) ~ 11월 19일(일) 3일간 솔로, 듀오, 스쿼드 모드별로 매일 4라운드에 걸쳐 진행
- 아시아 각국에서 선발된 20팀 총 80명이 출전했으며 한국 유저는 아프리카TV가 10월 개최한 국내 대회를 통해 선발된 6팀(24명) 참가
- 현장 생중계는 물론 인터넷을 통해 실시간 경기 중계. 현장에서는 1개의 큰 화면에서만 중계되었으며 게임 속 상황에 따라 각 플레이어의 시점으로 중계영상 전환
- 경기 중계 영상을 관람하려는 인파와 배틀그라운드 퀴즈 등 각종 이벤트에 참여하려는 사람들이 몰리면서 경기가 진행되는 PUBG 아레나에는 이용자의 발길이 끊이지 않았음

## 배틀그라운드 인비테이셔널 2017이 개최된 G스타 PUBG 아레나



자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

## 배틀그라운드 인비테이셔널 2017 경기 중계 장면



자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

# ‘블레이드앤소울 레볼루션’

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 넷마블게임즈의 2번째 레볼루션 시리즈

- 넷마블게임즈는 2018년 초 ‘블레이드앤소울 레볼루션’ 출시 예정. 엔씨소프트의 인기 IP에 기반하며 ‘리니지2 레볼루션’을 잇는 신작이라는 측면에서 큰 관심
- ‘리니지2 레볼루션’보다 더 높은 수준의 그래픽 품질과 이펙트 등 고퀄리티의 컨텐츠
- PC 원작 ‘블레이드앤소울’의 가장 큰 특징이었던 경공 시스템을 모바일 게임에도 그대로 적용. 스킬 사용, 맵 구현 등 PC 게임의 특징을 잘 살림
- 원작의 풍부한 컨텐츠와 자동사냥 등 모바일 플랫폼의 플레이 방식이 조화롭게 결합되었다는 평가

## 넷마블게임즈 ‘블레이드앤소울 레볼루션’



### ‘블레이드앤소울 레볼루션’ 특징

개발	넷마블게임즈
펴블리셔	넷마블게임즈
플랫폼/장르	모바일 / MMORPG
출시 시기	2018년

### 게임 특징

- 언리얼4엔진으로 구현한 최고의 그래픽
- 원작의 스토리와 액션을 모바일로 재해석
- 모든 유저가 함께하는 오픈필드 세력전
- PC버전의 컨텐츠를 그대로 적용, 스킬 사용이나 맵 등 PC의 특징 잘 살림
- 의상이나 모션 등 잘 구현되어 있으며 그래픽도 상당히 높은 수준
- PC ‘블레이드앤소울’의 가장 큰 특징이었던 경공 컨텐츠 그대로 도입
- 원작의 컨텐츠와 자동사냥 등 모바일 플레이 방식이 조화롭게 결합

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권 리서치센터

# ‘세븐나이츠2’

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 넷마블게임즈의 인기 IP '세븐나이츠' 활용

- 넷마블게임즈의 인기 모바일게임 '세븐나이츠' IP 활용, 출시한지 3년여의 방대한 컨텐츠와 충성도 높은 이용자층 보유. MMORPG 버전으로 재탄생해 시장의 주목
- 원작에서 과금을 위해서는 캐릭터의 매력도가 중요. '세븐나이츠2'는 영웅을 수집한 후 스킬만 사용해 전투를 이어가는 원작과 달리 수집한 영웅을 직접 컨트롤할 수 있음
- 퀘스트와 스토리의 진행 과정에서 시네마틱 영상 활용, 마치 영화의 한 장면 같은 느낌이 들게 함

## 넷마블게임즈 '세븐나이츠2' – 풍부한 컨텐츠와 IP 로열티



### '세븐나이츠2' 특징

개발	넷마블게임즈
퍼블리셔	넷마블게임즈
플랫폼/장르	모바일 / MMORPG
출시 시기	2018년

### 게임 특징

- 원작 '세븐나이츠'의 30년 뒤의 세계관을 다룬 실사형 MMORPG
- 원작에 등장하는 영웅을 포함해 수십 종의 영웅 등장
- 기존 모바일 RPG에서 볼 수 없던 새로운 플레이 스타일 제공
- 퀘스트를 진행하는 과정에서 시네마틱 영상으로 스토리 전개
- 마치 영화의 한 장면 같은 느낌이 들게 함
- 영웅을 수집해 스킬만 사용하는 원작과 달리 직접 컨트롤 가능
- 기존 캐릭터가 고퀄리티 그래픽의 8등신으로 구현, 매력도 증가
- 원작의 특징인 화려한 스킬 효과가 2에서도 이어짐

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권 리서치센터

## 스팀펑크라는 신선한 컨셉의 새로운 PC MMORPG

- 블루홀, 자체개발 신작 PC온라인 MMORPG 'AIR' 공개. 2017년 12월 13일부터 17일까지 국내 CBT 예정
- 11월 초 미디어 쇼케이스를 통해 공개했으며 G스타 2017에서 시연. 매 시간 시연 부스에 대기줄이 길게 늘어설 정도로 유저들에게 큰 인기
- 기계와 전투를 벌이는 스팀펑크 컨셉과 비행선을 타고 이동 및 전투를 진행하는 공중 컨텐츠 도입
- 비행 전투 시스템에 대한 유저 호응도가 매우 높았으며 전투 컨텐츠 외에 몬스터를 생성해 펫으로 길들이거나 주거지에서 농작물을 키우는 등 생활형 컨텐츠도 경험 가능

## 블루홀 'AIR' – 스팀펑크 컨셉의 PC MMORPG



### 'AIR' 특징

개발	블루홀
퍼블리셔	카카오게임즈(북미/유럽), 게임온(일본)
플랫폼/장르	PC / MMORPG
출시 시기	2017년 12월 13일~17일 첫 CBT(국내)

### 게임 특징

- 비행선 전투 등 공중에서 플레이하는 컨텐츠 도입, 신선한 경험 가능
- 기계문명과 마법이 공존하는 스팀펑크 세계관
- 캐릭터의 능력, 장비, 스킬 모션 등 유저 취향에 맞게 커스터마이징 가능
- 몬스터를 직접 만들거나 잡아 펫으로 만드는 독창적인 시스템
- 주거지에서는 농장 꾸미기, 농작물을 키우기 등 생활형 컨텐츠도 경험 가능
- 마치 길드전처럼 20:20으로 대결하는 용의 협곡 이벤트로 유저 간 협업/경쟁
- 기존 PC MMORPG에서 보지 못한 스팀펑크 컨셉, 기계와의 대결 등 신선한 컨텐츠

자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

# 모바일 MMO의 인기

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 레볼루션이냐, M 시리즈냐

- 모바일 MMORPG의 인기 지속. 2017년 국내 모바일 게임시장에서 MMORPG 장르의 '리니지M', '리니지2레볼루션', '액스' 큰 인기, 모바일 MMORPG에 대한 이용자 수요 확인
- G스타 2017에서 공개된 주요 신작 게임들도 MMORPG의 비중이 압도적
- 넷마블게임즈는 '테라M', '블레이드앤소울 레볼루션', '세븐나이즈2', '이카루스M' 등 총 4종의 신작 모바일 MMORPG 공개
- 넥슨은 모바일 MMORPG '오버히트' 외 다수 신작 게임 출품

## 2018년 기대되는 신작 라인업

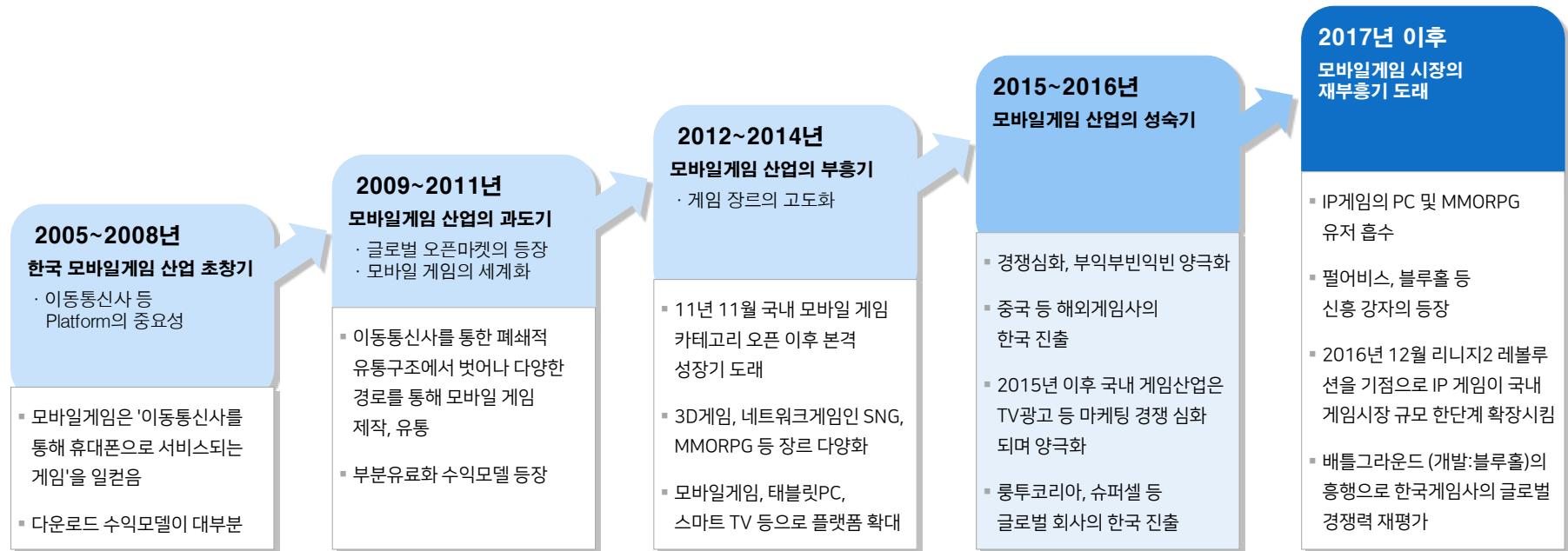
기업	플랫폼	게임	개발사	장르	특징
넷마블게임즈	모바일	테라M	블루홀	MMORPG	사전예약 200만명 돌파, 11월 28일 출시
		세븐나이즈2	넷마블넥서스	MMORPG	자사 인기 모바일게임 '세븐나이즈' IP 활용해 개발한 MMORPG
		이카루스M	위메이드아이오	MMORPG	인기 PC온라인게임 '이카루스' IP 활용
		블레이드앤소울 레볼루션	넷마블게임즈	MMORPG	인기 PC온라인게임 '블레이드앤소울' IP 활용
엔씨소프트	모바일	프로젝트 TL	엔씨소프트	MMORPG	2016년 11월 '리니지이터널'의 부정적 CBT 반응 이후 전면 개편한 컨텐츠
		리니지2M	엔씨소프트	MMORPG	자사 인기 PC온라인게임 '리니지2' IP 활용
		아이온 템페스트	엔씨소프트	MMORPG	자사 인기 PC온라인게임 '아이온' IP 활용
		블레이드앤소울 2	엔씨소프트	MMORPG	자사 인기 PC온라인게임 '블레이드앤소울' IP 활용
넥슨	모바일	오버히트	넷게임즈	RPG	'히트'의 차기작. 11월 28일 출시
	PC/모바일	타이탄풀 온라인	넥슨지티	FPS	일렉트로닉아츠, 리스폰엔터테인먼트와 제휴를 맺고 개발
	PC온라인	배틀라이트	미공개	AOS	11월 8일 스팀 플랫폼에서 F2P 과금 방식으로 전환
블루홀	PC온라인	에어(AIR)	블루홀	MMORPG	카카오게임즈(북미/유럽), 게임온(일본) 퍼블리싱 계약. 12월 13~17일 CBT 예정
그라비티	모바일	라그나로크M	그라비티	MMORPG	'선경전설RO'라는 이름으로 중국/대만 선출시. 1Q18 국내 및 동남아 출시 예정
		요지경	그라비티	RPG	3D 동양 판타지. 11월 CBT 시작, 12월 출시 예정
KOG	PC온라인	커츠펠	KOG	액션	기존 '그랜드체이스'와 '엘소드'의 액션성을 계승해 개발 중
	모바일	그랜드체이스 for Kakao	KOG	RPG	카카오게임하기 플랫폼용 게임으로 10월 CBT 진행
		엘소드M 루나의 그림자	KOG	액션 RPG	3월 안드로이드 시범 테스트 실시. '엘소드' IP 활용

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

# Appendix. 게임 르네상스

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## 한국 모바일게임의 역사



자료: 메리츠종금증권 리서치센터



Part IV  
2018년 산업 전망  
인터넷/게임

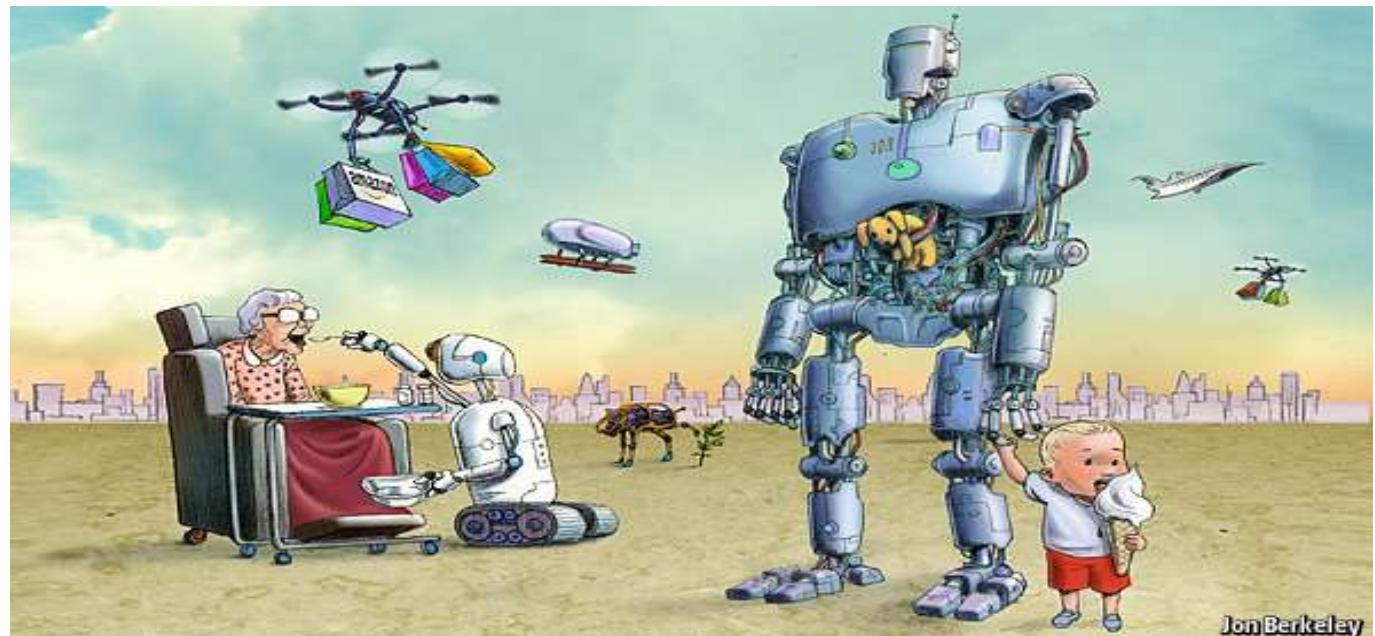
IOT Innovation – 로봇의 등장

*Rise of Robots*

## 로봇릭스 보편화

- "Prepare for a robot invasion. It will change the way people think about technology."
- 지금까지 로봇은 자동차나 컴퓨터 칩을 제조하는 등에 사용하였음
- 글로벌 로봇 시장 규모는 2020년까지 2배 이상의 규모로 성장
- 이코노미스트에 따르면 1개의 로봇은 노동자 5.6명의 일자리를 감소시킨다고 함

## 로봇, 20세기 초반의 영화 속 등장인물이 아니다

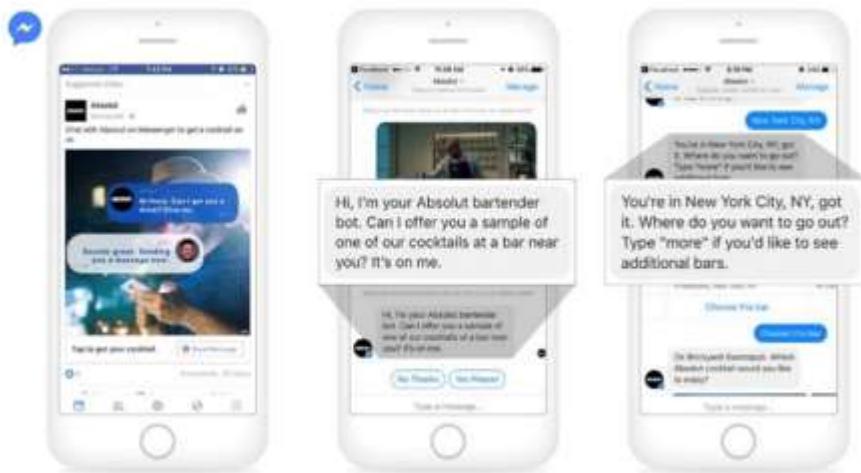


자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

## 은행계좌 관리부터 대화형 상거래까지

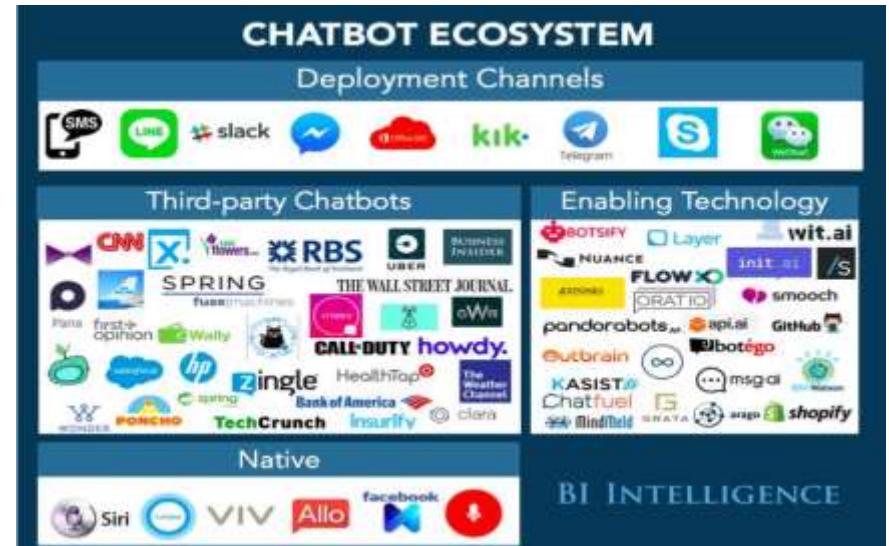
- “현재 \*\* 은행 계좌의 잔액은 200만원입니다. 이번 달 아파트 관리비가 10만원 청구되었는데 계좌에서 10만원 출금할까요?” “\*\* 마켓 관심상품으로 등록한 린넨 셔츠가 입고되었습니다. 바로 주문할까요?”
- 마치 인간과 대화를 하는 것처럼 대화를 통해 정보 검색과 쇼핑 가능
- 챗봇은 1994년 카네기멜론대학 마이클 몰딘 박사의 음성인식프로그램 ‘채터봇’에서 유래
- 대화형 상거래 : 위챗은 게임, 온라인쇼핑, 진료예약, 택시, 지급결제, 부동산 등의 ‘인라인봇’ 운영  
구글은 ‘구글어시스턴트’, 마이크로소프트는 ‘조’ 운영

## 페이스북의 앱솔루트 보드카 봇 - 무료 음료 레스토랑이나 바 소개, 코드 생성을 통해 할인이나 이벤트 참여 가능



자료: Facebook, 메리츠종금증권 리서치센터

## 챗봇 에코시스템



자료: BI Intelligence, 메리츠종금증권 리서치센터

## 아마존 에코의 진화

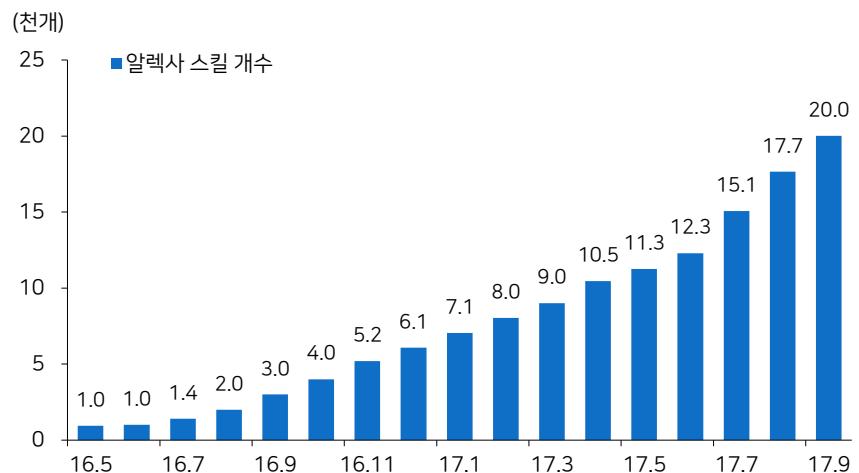
- Gartner에 따르면 2018년 각종 기기와의 상호작용 중 30%가 음성 대화 기반 인터페이스를 통해 이루어질 것. 이러한 보이스 컴퓨팅(Voice Computing)이 가장 활발하게 이용될 것으로 예상되는 기기는 AI스피커
- 2017년 9월 30일 미국 시장 기준으로 아마존 에코는 2천만대, 구글홈은 7백만대 판매되어 각각 73%, 27%의 시장점유율 기록
- 아마존 알렉사 앱이라 할 수 있는 알렉사 스킬 개수는 17년 2월 1만여개 → 7월 1만 5천여개 → 9월 2만개 돌파. 경쟁 AI 플랫폼과의 격차를 보여주는 Indicator
- 2017년 11월 기준 알렉사 사용 가능 기기는 93개. 스피커, 시계, 스마트홈 기기(가전, 자동차, 로봇) 등으로 다양화될 것

## 아마존 에코 기기들



자료: Amazon, Consumer Intelligence Research, 메리츠종금증권 리서치센터

## 알렉사 스킬 개수의 증가추세

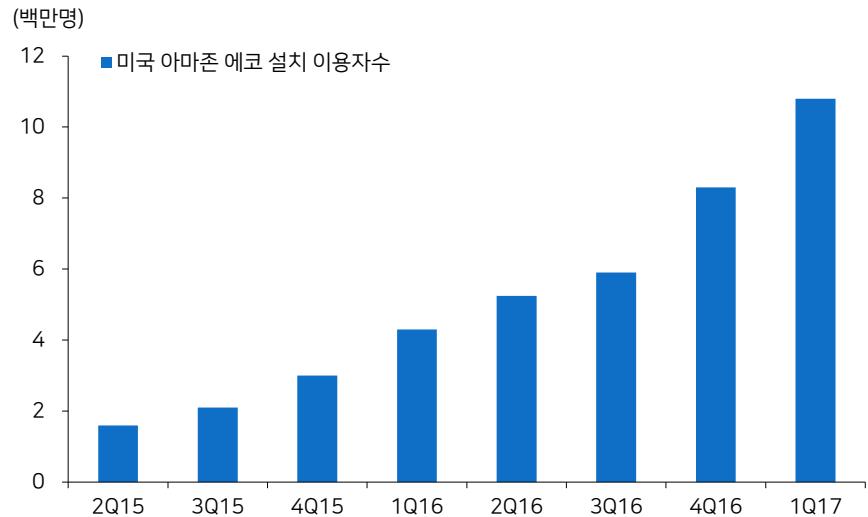


자료: Amazon, 연합뉴스, 메리츠종금증권 리서치센터

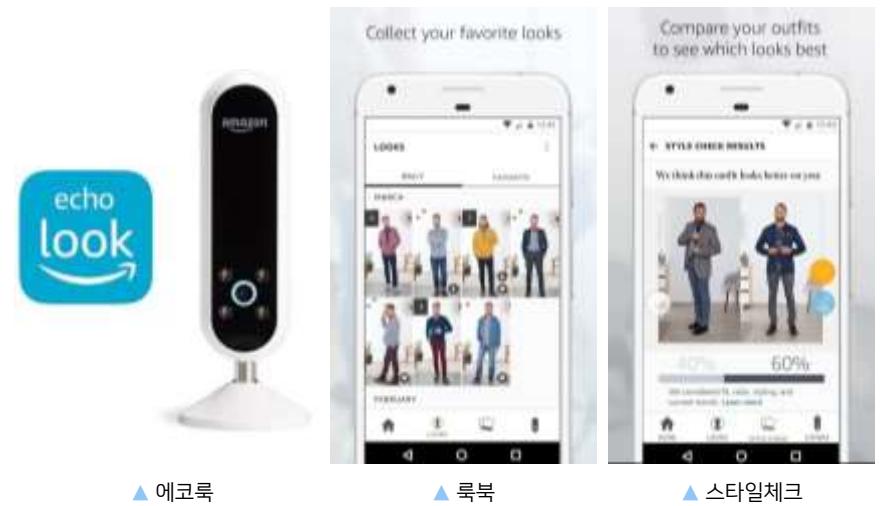
## AI스피커가 진화의 대표 사례

- 아마존은 '에코'(쇼핑+미디어), '에코룩'(쇼핑+추천), '에코쇼'(음성+음성전화) 등 3가지 디바이스 출시
- 음성 인식 정확성은 계속 진화. 인공지능 + 딥러닝을 활용한 자연어 처리, 이미지 인식 등 인공지능 기술이 발달하면서 인간의 질문이나 명령에 맥락을 파악하여 응답하는 능력이 점점 더 정교해짐
- **2017년 4월 소개된 '에코룩'은 내가 입은 옷을 찍는 순간, 나의 머리부터 발끝, 앞뒤 모습까지 면밀히 분석해 내게 맞는 최적의 옷 추천. 기존 AI스피커 '에코'에 카메라를 추가한 제품**
- 내가 입었던 옷들의 목록이 자동으로 저장되어 이를 바탕으로 의상 제안. AI비서로 진화

## 아마존 에코 설치 이용자수, 1천만명 상회



## 아마존 에코룩



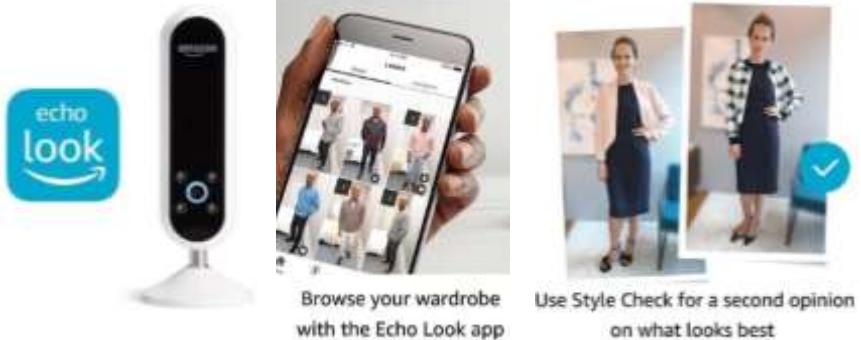
자료: Amazon, Consumer Intelligence Research, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Amazon, 연합뉴스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 패알못(패션을 알지 못하는 사람)을 위한 인공지능 스피커

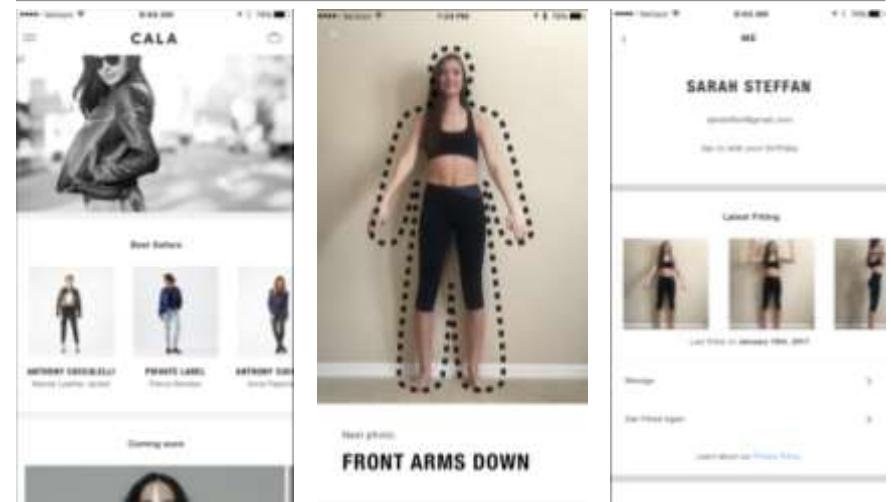
- 2017년 4월 아마존은 '에코룩'이라는 인공지능 스피커를 출시(가격은 199달러)
- 타원형의 스탠드형 핸즈프리 카메라 형태이며 인공지능 알렉사의 기능을 모두 지원
- 심도인식 기능과 함께 컴퓨터 비전 기술을 활용해 배경을 흐릿하게 처리한 전신 셀카 촬영 가능
- 아마존의 비즈니스 모델의 방향성을 명확하게 보여줌. 증강현실의 생태계 강화
- 이미지나 동영상을 업로드해 자신만의 룩북(lookbook) 만들수 있으며 지인과 공유하거나 전문 스타일리스트의 조언을 받을 수도 있음
- 아마존은 온디맨드 의류생산 시스템 특히 취득, 이용자 치수에 기초한 의상 제작, 배송까지도 가능

## 아마존 에코룩 – 이용자의 취향 파악, 어울리는 코디 추천



자료: Amazon, 메리츠종금증권 리서치센터

## Cala – 3D 바디스캐닝 기술 활용해 매장 방문 없이 맞춤형 의류 제작, 판매

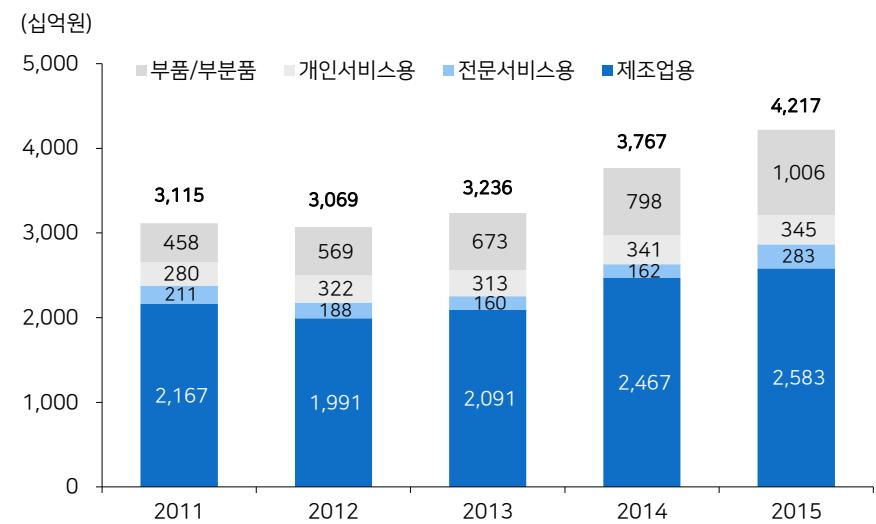


자료: Amazon, 메리츠종금증권 리서치센터

## 본격 성장의 초입

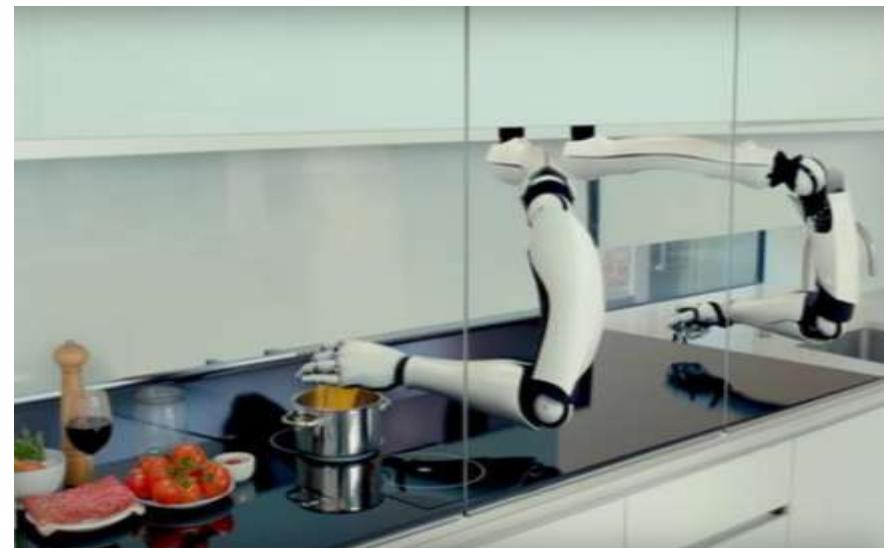
- 국내 로봇시장 규모는 4.2조원 규모(2015년 기준)이라고 하나 산업용 로봇이 대부분
- 2017년부터 통신사, 인터넷 회사들의 다양한 AI스피커 출현하며 개인서비스용 로봇 시장 개화
- 2018년 인공지능 로봇은 더욱 다양한 형태로 다양한 디바이스에 탑재되어 성장할 것
- 글로벌 로봇 스타트업 사례
  - **유비텍**은 2012년에 설립된 중국 선전의 로봇 스타트업. 아이들을 위한 놀이 및 교육용 로봇 제작
  - **필로**는 가족의 건강관리에 특화된 홈 헬스 로봇. **몰리**는 영구의 마스터쉐프 우승자인 팀 앤더슨의 동작을 기반으로 각종 요리방법을 학습한 로봇. 시더스에서 크라우딩 펀딩 받음

## 국내 로봇시장 규모



자료: 한국로봇산업협회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 로봇 셰프 – 몰리의 작동 화면



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

## NAVER가 주도

- 네이버랩스는 2017년 1월 네이버로부터 분사된 생활환경지능을 연구하는 기술과 제품 개발회사
- NAVER는 매해 Devview 행사를 통해 그동안의 연구 성과들을 공개. 자율주행 로봇 M1의 대중화 제품 '어라운드' 공개. 위치측위에 특화된 생활환경지능 디바이스 'AKI' 공개
- AKI는 아이의 위치를 정확히 파악하고, 아이의 이동중인 상황을 인지, 생활패턴(장소, 시간, 상황) 학습하여 이동상태 확인, 비정상 알림과 같이 부모가 아이에 대해 알고 싶은 정보를 적시에 제공

## 네이버랩스 기업개요

### 개요

설립 목적 NAVER의 자회사로 생활환경지능 연구

설립일 2017년 1월

대표 송창현

### 연혁

- |           |                               |
|-----------|-------------------------------|
| 2017년 1월  | NAVER로부터 분할하여 자회사 설립          |
| 2017년 2월  | 국토부로부터 자율주행차 임시운행 허가          |
| 2017년 3월  | 3D기술 보유기업 '에피플라' 인수           |
| 2017년 4월  | 차량용 인포테인먼트 플랫폼 'M플랫폼' 공개      |
| 2017년 6월  | 제록스리서치센터유럽(XRCE) 인수           |
| 2017년 8월  | 커넥티드 카 구현하는 '어웨이' 플랫폼 공개      |
| 2017년 10월 | DEVIEW 2017에서 생활환경지능 로봇 9종 공개 |
| 2017년 11월 | 위치 데이터 분석 기업 '로플랫'에 30억 투자    |

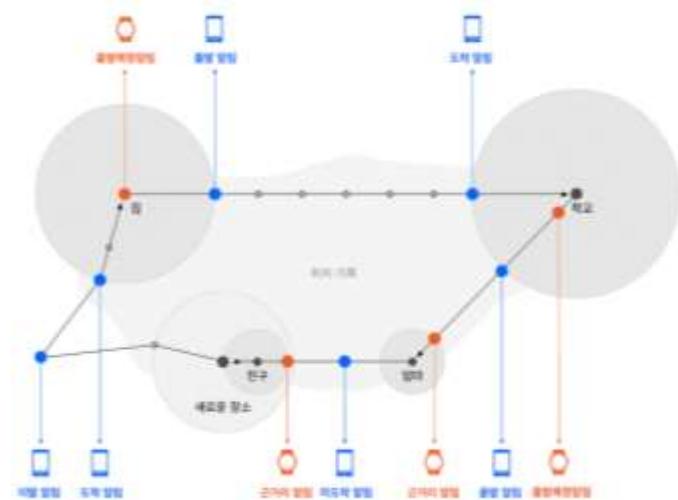
자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

## M1 – 자율주행 로봇의 대중화 선도



자료: 네이버랩스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이동에 따른 알림 시나리오 예시



자료: 네이버랩스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 오프라인 베타테스트 진행중

- 2017년 10월부터 NAVER는 예스24가 운영하는 오프라인 중고서점에서는 자율 주행 서비스 로봇 '어라운드'와 전동 카트인 '에어카트'를 시범운영하고 있음
- '어라운드'는 매장 내 도서 수거를 돋는 생활환경지능 기반의 자율주행 로봇. 고객들이 다 읽은 책을 어라운드의 상단부 적재공간에 넣으면 일정 무게가 넘어간 후 자동으로 지정된 장소로 가져다 놓음
- '에어카트'는 다량의 책들을 직원들이 쉽게 운반하도록 도와줌. 충돌방지 기능

## 전자상거래가 사람의 역할 축소, 로봇 비중 증가



자료: Economist, 메리츠종금증권 리서치센터

## 부산 예스24 오프라인 서점에서 활동 중인 네이버 로봇



자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

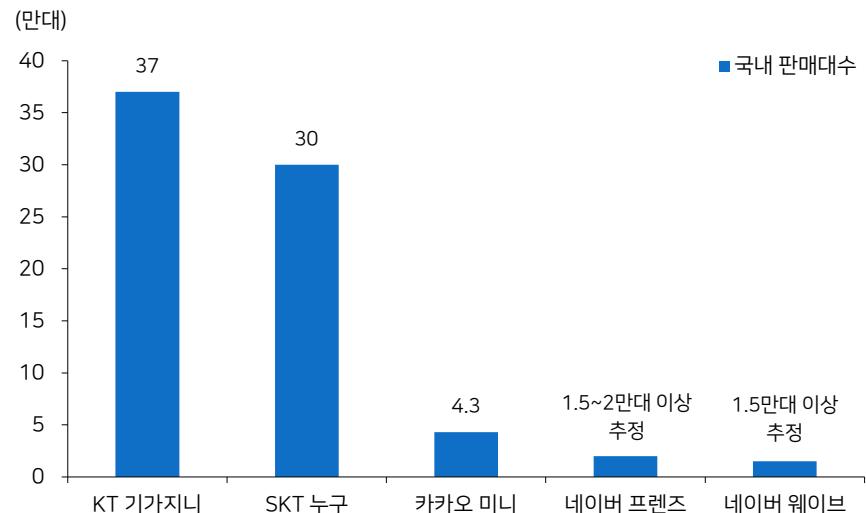
# 왜 AI스피커를 뿐만 아니라 카카오와 네이버가 AI스피커에 전략적 특성을 이해하는가?

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## NAVER와 카카오의 전략적 특성을 이해

- 2014년 아마존 에코에서 시작된 음성인식 스피커 열풍이 한국에서도 일어나고 있음
- KT와 SKT의 '기가지니'와 '누구'를 시작으로 얼마전 네이버와 카카오에서도 AI스피커를 거의 기기값은 무료인 조건으로 판매 시작. 11월에는 프렌즈와 미니는 각각의 캐릭터를 얹어 인기를 끌고 있음
- AI스피커는 하드웨어 판매 수익보다는 1) 소프트웨어 판매, 2) 빅데이터 확보, 3) 시장 선점을 위한 것

## 국내 AI스피커 판매대수



주: 'KT 기가지니'와 'SKT 누구' 판매량은 2017년 10월 기준 누적 판매량

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

## AI스피커에 담긴 전략적 특성

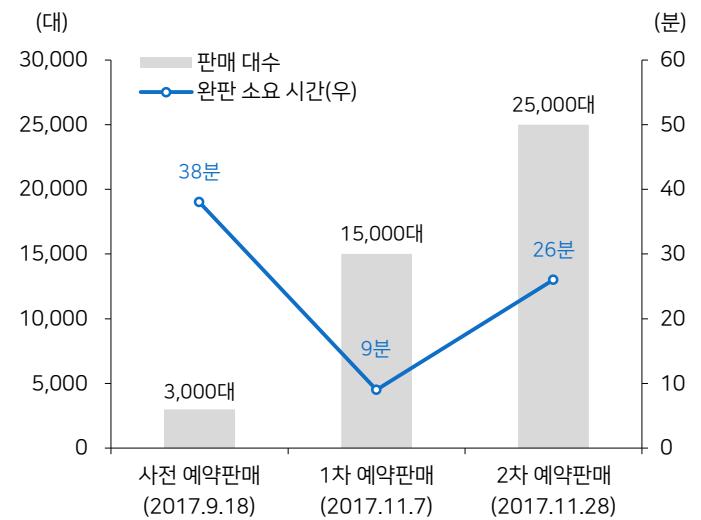
구분	내용
음악과 결합된 자연스러운 접근	<ul style="list-style-type: none"><li>유료음악 서비스 정도의 비용 지불하면 AI스피커 구입 가능</li><li>낮은 진입비용</li></ul>
음악시장 점유율을 늘리는 도구	<ul style="list-style-type: none"><li>네이버뮤직과 멜론, 지니 등의 시장점유율을 높이기 위한 수단</li></ul>
컨텐츠 플랫폼의 전략적 시작점	<ul style="list-style-type: none"><li>뉴스, 팟캐스트 등 다양한 분야로 확장될 것</li></ul>
하드웨어를 주고 소프트웨어를 얻는 전략	<ul style="list-style-type: none"><li>컨텐츠를 팔고 빅데이터를 얻기 위한 것</li></ul>
홈 IoT 시장을 장악하기 위한 첨병 역할	<ul style="list-style-type: none"><li>다양한 AI 디바이스의 허브역할</li></ul>

자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

## 컨텐츠(멜론)의 중요성 재확인

- 카카오미니는 2차례의 한정판매에서 준비된 물량이 수분 내에 조기 완판되는 등 히트
- 카카오미니의 경쟁력은 음악플랫폼 멜론과 연계되어 있다는 점 + 카카오프렌즈 피규어 등의 혜택
- 카카오미니는 멜론 음악 DB, 카카오I의 추천형 엔진, 메시지 전송과 재생중인 음악/뉴스 공유 등 카카오톡 연동, 실제 대화처럼 앞에 대화한 내용을 기억하고 답변하는 맥락 이해가 특징
- 향후 택시 호출, 길안내, 음식주문, 금융 등의 다양한 기능을 추가 예정

## 카카오 미니 완판 사례



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터



2018년 산업 전망  
인터넷/게임

## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	190,000원
NAVER(035720)	Buy	1,000,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
넷마블게임즈(251270)	Buy	220,000원
펄어비스(263750)	Buy(신규)	250,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	100,000원

## Buy

적정주가(12개월)	190,000원
현재주가(11.29)	145,000원
상승여력	31.0%
KOSPI	2,512.90pt
시가총액	98,430억원
발행주식수	6,790만주
유동주식비율	59.92%
외국인비중	22.89%
52주 최고/최저가	161,000원 / 74,700원
평균거래대금	1,136.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
김범수	18.44
(주)케이큐브홀딩스	14.61
MAXIMO PTE	8.25
국민연금	5.05

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.0	0.4
6개월	46.2	36.9
12개월	81.7	43.1

## 주가그래프



## 이보다 더 좋을 순 없다

- 광고:** 카카오 '뉴플러스친구', '오토뷰' 등의 모바일광고의 호조. 카카오 플랫폼이 '모멘트' 본격화로 '오디언스 바잉'이 가능한 매력적인 타겟 광고 플랫폼으로 진화
- 게임:** 2017년 '프렌즈레이싱', '프렌즈마블'로 프렌즈 IP 기반의 게임 다양화. 11월 배틀그라운드의 국내 서비스 시작하였으며 2018년 1분기 15세 이용가버전 론칭으로 본격 수익화. 카카오게임즈의 IPO 기대
- 컨텐츠:** 카카오페이지와 멜론 등 VOD 서비스 제휴를 통해 '기다리면 무료'의 컨텐츠 소비의 방식을 웹툰/웹소설에서 드라마/영화로 확장시킬 계획
- 커머스:** 카카오 선물하기는 꾸준히 성장하고 있으며 카카오 프렌즈 매출액은 플래그쉽 스토어 오픈과 프렌즈 상품 다양화로 꾸준한 캐쉬카우

## 투자의견 Buy, 적정주가 19만원 유지

- 인터넷 업종 Top Pick. 7월 뱅크로 촉발된 카카오톡 플랫폼의 성장 잠재력이 다른 사업부로도 빠르게 이전되고 있어. 광고/게임/컨텐츠/커머스 등 모든 사업부의 성과 본격 성장궤도에 진입
- 2018년 상반기 기대 이벤트로는 '카카오게임즈의 상장'과 '모빌리티의 수익화'

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	932.2	88.6	75.7	1,269	-78.4	33,252	91.2	3.5	39.3	3.0	23.3
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-25.0	29,108	88.1	2.6	24.3	1.9	48.1
2017E	1,978.6	189.5	129.2	1,907	118.7	32,238	75.5	4.5	32.0	3.7	45.3
2018E	2,354.8	267.4	143.9	2,122	19.2	34,474	67.8	4.2	26.9	4.0	43.0
2019E	2,616.5	371.2	235.6	3,474	45.1	37,054	41.5	3.9	21.9	6.4	41.4

# 카카오 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>443.8</b>	<b>468.4</b>	<b>515.3</b>	<b>551.0</b>	<b>546.6</b>	<b>574.1</b>	<b>598.1</b>	<b>636.1</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,978.6</b>	<b>2,354.8</b>
광고	133.3	151.4	151.4	171.9	164.7	177.3	180.2	190.5	534.0	608.0	712.5
온라인	63.1	69.9	63.8	70.2	61.6	59.9	64.2	58.5	276.1	266.9	244.1
모바일	70.2	81.5	87.7	101.7	103.1	117.3	116.0	132.0	258.9	341.1	468.4
컨텐츠	221.8	236.3	261.5	273.5	282.5	302.8	320.1	335.9	701.9	993.1	1,241.3
게임	79.9	78.7	93.9	106.6	106.9	120.6	131.1	139.9	320.3	359.1	498.5
뮤직	110.9	118.1	122.1	119.1	123.1	127.0	131.1	135.3	296.3	470.2	516.4
기타	46.3	47.2	59.2	69.1	52.5	55.2	57.9	60.8	85.3	164.8	226.4
기타	88.7	80.8	102.4	105.6	99.4	94.1	97.8	109.7	228.4	377.4	401.0
커머스	51.4	46.8	58.4	61.2	61.0	62.9	71.4	25.8	133.6	217.8	221.2
<b>영업비용</b>	<b>405.5</b>	<b>423.8</b>	<b>468.0</b>	<b>491.8</b>	<b>492.1</b>	<b>505.3</b>	<b>528.2</b>	<b>561.9</b>	<b>1,348.1</b>	<b>1,789.1</b>	<b>2,087.5</b>
인건비	98.2	101.1	98.2	103.3	105.5	107.7	110.0	126.7	352.6	400.7	449.9
지급수수료	160.4	178.8	189.8	199.2	205.2	211.4	217.7	224.2	516.5	728.2	858.6
광고선전비	25.0	21.9	33.5	38.5	25.7	25.5	34.5	39.6	83.8	118.8	125.2
무형자산상각비	16.8	16.4	16.4	16.8	17.3	17.8	18.3	18.9	57.6	66.3	72.3
외주가공비	24.9	28.3	33.7	35.0	36.4	37.9	39.4	41.0	79.7	121.9	154.6
기타	80.2	77.4	96.6	99.1	102.0	105.1	108.3	111.5	257.9	353.2	426.9
<b>영업이익</b>	<b>21.1</b>	<b>26.6</b>	<b>30.3</b>	<b>38.2</b>	<b>38.3</b>	<b>44.6</b>	<b>47.4</b>	<b>59.2</b>	<b>116.1</b>	<b>189.5</b>	<b>267.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>16.7</b>	<b>21.1</b>	<b>21.1</b>	<b>43.1</b>	<b>18.2</b>	<b>36.0</b>	<b>63.1</b>	<b>52.8</b>	<b>100.3</b>	<b>153.9</b>	<b>238.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>13.2</b>	<b>8.8</b>	<b>12.2</b>	<b>27.0</b>	<b>53.7</b>	<b>11.3</b>	<b>32.1</b>	<b>32.2</b>	<b>57.7</b>	<b>129.2</b>	<b>143.9</b>

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>932.2</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,978.6</b>	<b>2,354.8</b>	<b>2,616.5</b>
매출액증가율(%)	86.9	57.1	35.1	19.0	11.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>932.2</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,978.6</b>	<b>2,354.8</b>	<b>2,616.5</b>
판매비와관리비	843.6	1,348.1	1,789.1	2,087.5	2,245.3
<b>영업이익</b>	<b>88.6</b>	<b>116.1</b>	<b>189.5</b>	<b>267.4</b>	<b>371.2</b>
영업이익률(%)	9.5	7.9	9.6	11.4	14.2
금융손익	26.2	0.7	-18.2	-11.2	-9.5
증속/관계기업관련손익	-4.5	-10.4	-10.9	-11.5	-12.0
기타영업외손익	-0.8	-6.2	-6.5	-6.8	-7.1
세전계속사업이익	109.5	100.3	153.9	238.0	342.6
법인세비용	30.8	34.8	23.2	56.0	81.2
<b>당기순이익</b>	<b>78.8</b>	<b>65.5</b>	<b>146.9</b>	<b>175.3</b>	<b>254.4</b>
지배주주지분 순이익	75.7	57.7	129.2	143.9	235.6

## 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>1,340.0</b>	<b>1,375.3</b>
현금및현금성자산	397.2	641.6	838.0	870.2	945.4
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>5,866.3</b>	<b>6,061.2</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>
자본잉여금	2,274.2	3,105.0	3,235.7	3,235.7	3,235.7
기타포괄이익누계액	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	256.3	304.0	357.8	466.8	651.8
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>4,102.2</b>	<b>4,287.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>162.2</b>	<b>317.3</b>	<b>360.8</b>	<b>295.5</b>	<b>388.2</b>
당기순이익(손실)	78.8	65.5	146.9	175.3	254.4
유형자산감가상각비	49.1	56.2	59.1	49.4	39.2
무형자산상각비	26.3	57.6	65.7	64.3	63.2
운전자본의증감	-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>
차입금증감	230.0	776.9	106.9	3.4	20.1
자본의증가	16.2	834.6	130.7	0.1	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-54.1</b>	<b>244.5</b>	<b>196.4</b>	<b>32.1</b>	<b>75.2</b>
기초현금	451.2	397.2	641.6	838.0	870.2
기말현금	397.2	641.6	838.0	870.2	945.4

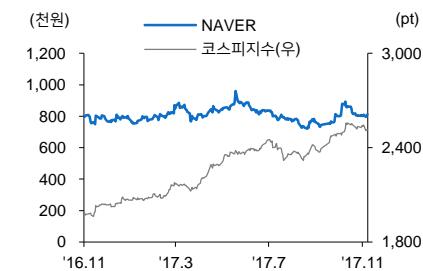
## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	15,635	22,178	29,200	34,721	38,578
EPS(지배주주)	1,269	874	1,907	2,122	3,474
CFPS	2,627	3,340	3,785	1,754	1,296
EBITDAPS	2,750	3,482	4,639	5,619	6,982
BPS	33,252	29,108	32,238	34,474	37,054
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	75.5	67.8	41.5
PCR	44.1	23.1	38.0	82.1	111.1
PSR	7.4	3.5	4.9	4.1	3.7
PBR	3.5	2.6	4.5	4.2	3.9
EBITDA	164.0	229.9	314.3	381.1	473.6
EV/EBITDA	39.3	24.3	32.0	26.9	21.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.0	1.9	3.7	4.0	6.4
EBITDA이익률	17.6	15.7	15.9	16.2	18.1
부채비율	23.3	48.1	45.3	43.0	41.4
금융비용부담률	0.1	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	105.9	8.1	14.1	18.3	28.2
매출채권회전율(x)	9.5	11.1	11.3	12.7	12.8
재고자산회전율(x)	253.0	163.5	140.9	149.4	161.2

## Buy

적정주가(12개월)	1,000,000원	
현재주가(11.29)	812,000원	
상승여력	23.2%	
KOSPI	2,512.90pt	
시가총액	267,657억원	
발행주식수	3,296만주	
유동주식비율	78.69%	
외국인비중	59.26%	
52주 최고/최저가	960,000원 / 720,000원	
평균거래대금	872.4억원	
주요주주(%)		
국민연금공단	10.41	
Aberdeen Asset Management	5.04	
BlackRock Fund Advisors	5.03	
이해진	4.31	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-7.6	-8.2
6개월	-5.1	-11.2
12개월	1.4	-20.2

### 주가그래프



## 네이버쇼핑, 성장의 견인차 역할 지속

- 2016년 이후 쇼핑의 성장이 광고 성장을 주도했으며 비즈니스 플랫폼(검색광고)과 IT플랫폼(네이버페이) 매출 성장도 이끌었음
- 2018년 쇼핑광고 매출액은 8,415억원으로 국내 광고매출 대비 25% 비중으로 성장할 것으로 추정
- 쇼핑 검색광고의 성장은 'AiTems(Ai+items, 딥러닝 개인화 상품추천)'의 빅데이터 기반한 정교한 타겟팅으로 신규 성장동력 탑재

## 꾸준한 성장, 기업가치의 'wave'에는 제한적

- 2018년 매출액과 영업이익은 각각 5.3조원(+14.1% YoY), 1.3조원(+9.5% YoY) 예상. 이의 성장이 매출 성장을 하회하는 레버리지 약화국면 지속됨. 신규 기술에 대한 인력채용, 투자비용 증가 등에 기인
- 참고로, 2017년 네이버의 전체 인력은 29% 증가한 1만 2천명 예상. 신규기술 관련 개발자 채용 지속될 것

## 투자의견 Buy, 적정주가 100만원 유지

- 성장을 위한 과도기 지속. 글로벌 Peer 대비 낮은 밸류에이션 메리트 부각되고 있으나(평균 44.2배 vs. 네이버 32.1배) AI스피커, 자율주행, 로봇틱스 등의 신규 성장에 대한 확신이 필요

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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	15,737	14.4	64,452	41.8	10.2	20.7	26.5	93.2
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	22,732	46.8	109,055	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017E	4,642.4	1,188.1	829.1	25,152	10.2	127,931	32.1	6.3	17.3	21.2	56.7
2018E	5,298.4	1,301.4	977.6	29,658	17.6	156,471	27.2	5.2	15.9	20.9	47.5
2019E	6,042.0	1,528.5	1,150.8	34,913	17.8	190,232	23.1	4.2	13.8	20.1	40.5

# NAVER 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,229.7	1,237.2	1,310.8	1,342.5	1,407.9	4,022.6	4,642.4	5,298.4
광고	99.7	117.7	114.2	132.8	114.3	127.1	131.8	147.1	399.5	464.4	520.2
비즈니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	551.0	551.2	590.0	590.0	618.2	1,865.6	2,129.8	2,349.5
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	64.5	70.9	78.0	85.8	94.4	120.5	215.9	329.1
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.2	28.6	30.0	31.5	33.1	103.2	101.8	123.3
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	454.3	472.2	485.7	503.3	515.1	1,533.8	1,730.5	1,976.3
영업비용	791.4	844.4	888.6	929.8	923.6	987.3	1,016.1	1,069.9	2,920.7	3,454.2	3,997.0
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	158.0	169.1	180.9	193.6	207.1	537.2	594.9	750.6
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	217.5	220.1	235.5	235.4	246.9	660.5	817.3	937.8
인프라	49.3	54.4	57.3	63.9	65.2	70.5	73.2	80.5	188.1	224.9	289.4
마케팅	40.3	50.5	64.3	68.5	54.4	75.5	65.5	70.5	148.3	223.6	265.7
LINE 및 기타플랫폼	374.9	394.8	401.8	421.9	415.0	425.0	448.5	465.0	1,386.6	1,593.4	1,753.5
영업이익	290.8	285.2	312.1	300.0	313.6	323.5	326.4	337.9	1,102.0	1,188.1	1,301.4
세전이익	306.8	305.1	321.0	348.3	326.4	374.6	379.9	393.1	1,131.8	1,281.2	1,474.0
지배순이익	205.5	173.1	214.1	236.4	217.0	248.2	251.8	260.7	749.3	829.1	977.6

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>3,253.9</b>	<b>4,022.6</b>	<b>4,642.4</b>	<b>5,298.4</b>	<b>6,042.0</b>
매출액증가율(%)	18.0	23.6	15.4	14.1	14.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>3,253.9</b>	<b>4,022.6</b>	<b>4,642.4</b>	<b>5,298.4</b>	<b>6,042.0</b>
판매비와관리비	2,423.7	2,920.6	3,454.2	3,997.0	4,513.5
<b>영업이익</b>	<b>830.2</b>	<b>1,102.0</b>	<b>1,188.1</b>	<b>1,301.4</b>	<b>1,528.5</b>
영업이익률(%)	25.5	27.4	25.6	24.6	25.3
금융손익	14.2	28.9	81.8	106.2	111.6
증속/관계기업관련손익	-1.7	-9.4	-9.9	-10.4	-10.9
기타영업외손익	-19.6	10.3	95.6	93.5	98.1
세전계속사업이익	823.2	1,131.8	1,281.2	1,474.0	1,734.7
법인세비용	229.0	360.9	442.5	489.9	576.5
<b>당기순이익</b>	<b>517.0</b>	<b>759.1</b>	<b>836.1</b>	<b>983.4</b>	<b>1,158.2</b>
지배주주지분 순이익	518.8	749.3	829.1	977.6	1,150.8

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>2,639.4</b>	<b>4,199.9</b>	<b>4,701.2</b>	<b>5,143.2</b>	<b>5,706.8</b>
현금및현금성자산	813.4	1,726.2	1,865.1	2,169.9	2,589.3
매출채권	406.0	475.4	827.2	914.7	1,008.8
재고자산	15.5	10.4	10.9	11.4	12.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,746.5</b>	<b>2,170.7</b>	<b>2,804.1</b>	<b>3,321.1</b>	<b>3,937.1</b>
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	1,195.4	1,434.5	1,721.4
<b>자산총계</b>	<b>4,385.9</b>	<b>6,370.6</b>	<b>7,505.3</b>	<b>8,464.3</b>	<b>9,643.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,683.7</b>	<b>1,803.9</b>	<b>2,199.0</b>	<b>2,157.5</b>	<b>2,157.5</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	412.8	227.3	225.4	225.4	225.4
유동성장기부채	105.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>432.7</b>	<b>437.1</b>	<b>516.2</b>	<b>567.9</b>	<b>624.7</b>
사채	150.0	150.0	165.0	181.5	199.7
장기차입금	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
<b>부채총계</b>	<b>2,116.3</b>	<b>2,241.0</b>	<b>2,715.2</b>	<b>2,725.4</b>	<b>2,782.2</b>
<b>자본금</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>
자본잉여금	133.1	1,217.2	1,452.2	1,452.2	1,452.2
기타포괄이익누계액	30.6	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4
이익잉여금	3,069.4	3,810.2	4,613.2	5,562.1	6,684.8
비지배주주지분	145.1	534.9	573.1	581.2	591.1
<b>자본총계</b>	<b>2,269.6</b>	<b>4,129.6</b>	<b>4,790.1</b>	<b>5,738.9</b>	<b>6,861.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>851.4</b>	<b>1,164.0</b>	<b>1,015.0</b>	<b>1,358.8</b>	<b>1,449.3</b>
당기순이익(손실)	517.0	759.1	836.1	983.4	1,158.2
유형자산감가상각비	142.5	145.7	180.2	180.6	148.4
무형자산상각비	13.5	17.3	15.4	0.0	0.0
운전자본의증감	63.4	88.3	113.6	276.8	336.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-785.9</b>	<b>-941.7</b>	<b>-979.8</b>	<b>-668.7</b>	<b>-644.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-120.8	-153.8	-305.6	-320.9	-336.9
투자자산의감소(증가)	-178.6	-366.8	-398.5	-239.1	-286.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5.9</b>	<b>697.9</b>	<b>654.3</b>	<b>19.8</b>	<b>60.6</b>
차입금증감	211.9	-290.4	14.3	16.5	18.2
자본의증가	-0.0	1,084.1	235.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>90.9</b>	<b>912.8</b>	<b>138.8</b>	<b>304.8</b>	<b>419.4</b>
기초현금	722.5	813.4	1,726.2	1,865.1	2,169.9
기말현금	813.4	1,726.2	1,865.1	2,169.9	2,589.3

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	98,716	122,036	140,837	160,739	183,299
EPS(지배주주)	15,737	22,732	25,152	29,658	34,913
CFPS	31,081	41,966	44,413	50,637	58,327
EBITDAPS	29,919	38,377	41,980	44,957	50,871
BPS	64,452	109,055	127,931	156,471	190,232
DPS	1,100	1,131	1,131	1,131	1,131
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	41.8	34.1	32.1	27.2	23.1
PCR	21.2	18.5	18.2	15.9	13.8
PSR	6.7	6.4	5.7	5.0	4.4
PBR	10.2	7.1	6.3	5.2	4.2
EBITDA	986.2	1,265.0	1,383.8	1,481.9	1,676.9
EV/EBITDA	20.7	18.2	17.3	15.9	13.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.5	26.2	21.2	20.9	20.1
EBITDA이익률	30.3	31.4	29.8	28.0	27.8
부채비율	93.2	54.3	56.7	47.5	40.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	144.6	181.5	3,394.0	5,328.4	6,256.4
매출채권회전율(x)	9.0	9.1	7.1	6.1	6.3
재고자산회전율(x)	203.2	311.2	437.8	475.8	516.8

## Buy

적정주가(12개월)	550,000원	
현재주가(11.29)	462,500원	
상승여력	18.9%	
KOSPI	2,512.90pt	
시가총액	101,468억원	
발행주식수	2,194만주	
유동주식비율	84.52%	
외국인비중	41.18%	
52주 최고/최저가	478,500원 / 218,000원	
평균거래대금	1,165.9억원	
주요주주(%)		
국민연금공단	12.34	
김택진 외 7인	12.01	
넷마블게임즈	8.89	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	9.6	8.9
6개월	22.0	14.3
12개월	72.3	35.6



## IP의 보물창고

- 2018년 매출액과 영업이익은 각각 2.1조원(+20.6% YoY) 8,074억원(+33.0% YoY)으로 예상
- 2017년 리니지M을 시작으로 2018년 '블레이드앤소울2', '아이온템페스트', '리니지2M' 등 동사가 인기 PC게임이 연이어 모바일로 재탄생되고 있어
- 글로벌게임시장의 경쟁은 더욱 치열해지고 있으며, 유저로열티 보유한 IP는 더욱 희소성 부각

## 대세상승의 초입!

- 2017년 엔씨소프트는 '리니지IP'의 모바일화에 성공하며 큰 폭의 성장을 시현
- 12월초 '리니지M'의 대만 출시를 끝으로 올해 보여줄 수 있는 것들은 다 달성하였으나 이제 시작일뿐
- 2018년을 대비한 투자전략 고민해야 하는 시점. 2018년 상반기 '블레이드앤소울2', 하반기 '아이온템페스트', '리니지2M'의 출시를 염두에 둔 중장기 비중확대 전략 유효

## 투자의견 Buy, 적정주가 55만원 유지

- 게임업종 Top Pick 유지. 적정주가의 2018E Target PER은 18.8배 수준으로 글로벌 평균, 동종업계 대비 18% 할인 받는 수준. 밸류에이션 메리트 부각

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	838.3	237.5	165.4	7,542	-26.9	77,764	28.2	2.7	13.7	10.6	24.1
2016	983.6	328.8	272.3	12,416	63.1	83,552	19.9	3.0	12.7	14.9	24.5
2017E	1,793.9	607.1	487.8	22,239	79.7	100,604	20.1	4.4	14.6	23.5	22.5
2018E	2,163.2	807.4	634.2	28,907	30.0	124,329	15.5	3.6	10.8	25.1	20.0
2019E	2,523.3	974.8	773.3	35,249	21.9	154,182	12.7	2.9	8.7	24.8	17.8

# 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>239.5</b>	<b>258.6</b>	<b>727.3</b>	<b>568.5</b>	<b>434.4</b>	<b>374.0</b>	<b>523.2</b>	<b>831.6</b>	<b>983.6</b>	<b>1,793.9</b>	<b>2,163.2</b>
PC	141.9	113.9	119.4	111.0	109.8	111.2	116.9	112.9	789.3	486.1	450.8
리니지	51.5	33.8	35.4	36.3	31.2	33.9	37.4	36.4	375.5	157.0	139.0
리니지2	18.4	16.7	15.6	14.8	13.9	13.7	13.4	13.1	77.1	65.5	54.1
아이온	13.3	10.8	10.2	8.8	10.9	10.8	10.7	10.6	71.7	43.1	43.1
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	40.3	42.1	42.7	42.8	41.5	188.3	161.9	169.1
길드워2	14.2	13.6	20.1	10.8	11.6	10.1	12.6	11.3	76.6	58.8	45.6
<b>로열티</b>	<b>63.5</b>	<b>36.1</b>	<b>43.6</b>	<b>66.1</b>	<b>77.2</b>	<b>79.6</b>	<b>67.3</b>	<b>60.4</b>	<b>118.4</b>	<b>209.4</b>	<b>284.5</b>
리니지2레볼루션	36.8	18.4	26.2	32.2	-	-	-	-	15.3	111.6	94.8
<b>모바일</b>	<b>23.4</b>	<b>93.7</b>	<b>551.0</b>	<b>373.0</b>	<b>234.4</b>	<b>168.8</b>	<b>324.4</b>	<b>644.0</b>	<b>18.5</b>	<b>1,041.2</b>	<b>1,371.5</b>
리니지M	-	80.0	533.6	368.0	184.0	119.6	92.0	92.0	-	981.6	487.6
블레이드앤소울2	-	-	-	-	-	-	184.0	92.0	-	-	276.0
리니지2M	-	-	-	-	-	-	-	184.0	-	-	184.0
아이온템페스트	-	-	-	-	-	-	-	73.6	-	-	73.6
기타	10.6	14.9	13.3	13.9	10.2	10.7	11.3	11.8	52.8	52.7	44.0
<b>영업비용</b>	<b>158.3</b>	<b>176.0</b>	<b>346.0</b>	<b>300.4</b>	<b>249.5</b>	<b>208.8</b>	<b>296.2</b>	<b>381.5</b>	<b>467.2</b>	<b>980.7</b>	<b>1,136.0</b>
인건비	64.9	61.2	81.9	83.9	87.8	69.4	78.1	84.5	213.6	291.9	319.8
경상연구개발비	50.7	39.8	52.3	53.3	53.2	42.1	45.0	50.2	119.6	196.1	190.5
지급수수료	19.0	39.6	176.5	123.1	81.5	61.8	130.2	204.4	53.4	358.1	477.9
광고선전비	12.1	23.7	21.1	25.5	12.1	20.2	27.4	26.5	32.4	82.3	86.2
기타	11.6	11.7	14.3	14.6	14.9	15.2	15.6	15.9	48.1	52.2	61.6
<b>영업이익</b>	<b>30.4</b>	<b>37.6</b>	<b>327.8</b>	<b>211.3</b>	<b>137.1</b>	<b>120.3</b>	<b>174.7</b>	<b>375.3</b>	<b>328.8</b>	<b>607.1</b>	<b>807.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>24.1</b>	<b>43.5</b>	<b>365.5</b>	<b>218.6</b>	<b>141.0</b>	<b>124.3</b>	<b>178.8</b>	<b>379.5</b>	<b>346.1</b>	<b>651.7</b>	<b>823.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>17.5</b>	<b>30.7</b>	<b>275.1</b>	<b>164.5</b>	<b>108.6</b>	<b>95.7</b>	<b>137.7</b>	<b>292.3</b>	<b>271.4</b>	<b>487.8</b>	<b>634.2</b>

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>838.3</b>	<b>983.6</b>	<b>1,793.9</b>	<b>2,163.2</b>	<b>2,523.3</b>
매출액증가율(%)	-0.1	17.3	82.4	20.6	16.6
매출원가	202.7	187.6	206.1	219.8	302.8
매출총이익	635.6	796.0	1,587.8	1,943.4	2,220.5
판매비와관리비	398.2	467.2	980.7	1,136.0	1,245.6
<b>영업이익</b>	<b>237.5</b>	<b>328.8</b>	<b>607.1</b>	<b>807.4</b>	<b>974.8</b>
영업이익률(%)	28.3	33.4	33.8	37.3	38.6
금융손익	20.1	10.7	19.5	24.5	25.2
증속/관계기업관련손익	-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	651.7	823.5	991.3
법인세비용	73.2	74.7	81.3	95.9	109.7
<b>당기순이익</b>	<b>166.4</b>	<b>271.4</b>	<b>487.7</b>	<b>634.1</b>	<b>773.2</b>
지배주주지분 순이익	165.4	272.3	487.8	634.2	773.3

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>1,082.8</b>	<b>1,191.6</b>	<b>1,607.7</b>	<b>2,123.0</b>	<b>2,775.0</b>
현금및현금성자산	248.1	144.8	489.4	771.5	1,139.2
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>1,176.3</b>	<b>1,235.1</b>	<b>1,296.8</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>2,784.0</b>	<b>3,358.0</b>	<b>4,071.8</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>510.5</b>	<b>560.2</b>	<b>614.9</b>
<b>자본금</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
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	1,922.0	2,446.5	3,105.8
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>2,273.5</b>	<b>2,797.8</b>	<b>3,456.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>241.3</b>	<b>112.0</b>	<b>553.3</b>	<b>675.3</b>	<b>803.9</b>
당기순이익(손실)	166.4	271.4	487.7	634.1	773.2
유형자산감가상각비	28.5	26.5	27.0	24.7	21.3
무형자산상각비	6.5	5.9	2.5	1.1	1.1
운전자본의증감	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>
유형자산의증가(CAPEX)	-17.7	-16.6	-16.4	-17.3	-18.1
투자자산의감소(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>
차입금증감	0.0	148.7	-15.3	-15.3	-15.3
자본의증가	218.8	-9.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>45.3</b>	<b>-103.3</b>	<b>344.6</b>	<b>282.1</b>	<b>367.7</b>
기초현금	202.8	248.1	144.8	489.4	771.5
기말현금	248.1	144.8	489.4	771.5	1,139.2

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	38,228	44,852	81,785	98,600	115,013
EPS(지배주주)	7,542	12,416	22,239	28,907	35,249
CFPS	13,226	17,610	27,057	33,481	40,205
EBITDAPS	12,424	16,470	29,021	37,978	45,455
BPS	77,764	83,552	100,604	124,329	154,182
DPS	2,747	3,820	5,000	5,000	5,200
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.1	1.1	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	28.2	19.9	20.1	15.5	12.7
PCR	16.1	14.1	16.5	13.4	11.1
PSR	5.6	5.5	5.5	4.5	3.9
PBR	2.7	3.0	4.4	3.6	2.9
EBITDA	272.4	361.2	636.6	833.2	997.2
EV/EBITDA	13.7	12.7	14.6	10.8	8.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.6	14.9	23.5	25.1	24.8
EBITDA이익률	32.5	36.7	35.5	38.5	39.5
부채비율	24.1	24.5	22.5	20.0	17.8
금융비용부담률	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	7,379.3	110.4	190.0	252.2	304.5
매출채권회전율(x)	9.4	8.0	10.3	10.3	10.0
재고자산회전율(x)	1,202.6	1,455.7	2,448.9	2,458.7	2,387.8

## Buy

적정주가(12개월)	220,000원	
현재주가 (11.29)	179,000원	
상승여력	22.9%	
KOSPI	2,512.90pt	
시가총액	152,195억원	
발행주식수	8,503만주	
유동주식비율	28.14%	
외국인비중	27.73%	
52주 최고/최저가	192,500원 / 127,500원	
평균거래대금	610.8억원	
주요주주(%)		
방준혁 외 9인	25.23	
CJ E&M	22.02	
HAN RIVER INVESTMENT PTE.	17.71	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.8	0.2
6개월	21.8	14.0
12개월	-	-

## 주가그래프



## 2018년이 오고 있다

- 2018년 매출액과 영업이익은 각각 3.5조원(+41.6% YoY), 1.1조원(+78.1% YoY) 예상. 2018년은 동사가 준비하는 신규게임 라인업들의 가동이 마무리되는 한해. 2018년 넷마블게임즈의 본게임에 베팅할 필요
- 1) 레볼루션 시리즈의 완성, 18년 1분기 '블레이드앤소울레볼루션'의 출시 예상
- 2) 넷마블게임즈의 주력 IP '세븐나이츠'의 MMO 버전인 '세븐나이츠2' 기대
- 3) M&A나 적극적 IP 확보를 통해 한단계 도약할 수 있는 풍부한 현금(18E 순현금 2.6조원) 등을 감안시 2018년에도 긍정적 관심 유료

## 신작라인업 본격 가동

- 11월 15일 '리니지2레볼루션'이 북미, 유럽 54개국에서 출시되며 미국 매출 순위 15위권 기록하는 등 양호
- 11월 21일에는 국내 '페이트/그랜드오더' 출시되었으며 국내 매출순위 5위권 기록하며 양호
- 11월 28일에는 국내 '테라M'이 출시되어 2017년 신규 게임 출시 일정의 대장정 일단락
- 2018년초에는 지난 G스타에서 게이머들의 관심을 독차지한 '블소레볼루션'과 '세븐나이츠2' 등이 대기하고 있어 기대가 큰 상황. '리니지2레볼루션'의 중국은 '추가 성장'이라는 옵션

## 투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지

- 국내 게임 컨텐츠의 해외진출을 주도하는 대표 모바일게임사로 적정주가의 2018E Target PER은 23배 부여

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,072.9	225.4	120.5	2,049	211.5	17,786	-	-	-0.7	14.8	23.5
2016	1,500.0	294.7	174.0	2,719	14.1	17,946	-	-	-0.1	15.3	49.4
2017E	2,466.0	622.7	392.8	4,945	70.3	49,787	36.0	3.6	19.7	14.4	19.0
2018E	3,492.4	1,041.6	704.2	8,282	68.5	57,822	21.5	3.1	11.9	15.4	13.4
2019E	4,106.5	1,399.9	1,056.2	12,422	42.9	69,686	14.3	2.6	8.3	19.5	11.7

# 넷마블게임즈 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>581.7</b>	<b>657.0</b>	<b>767.7</b>	<b>1,003.7</b>	<b>887.6</b>	<b>833.4</b>	<b>1,500.0</b>	<b>2,466.0</b>	<b>3,492.4</b>
리니지2레볼루션	378.0	199.8	261.8	276.0	244.8	252.3	227.0	224.1	-	1,115.6	948.1
모두의 마블	34.4	32.4	34.9	31.8	30.4	30.0	29.7	29.4	120.5	133.5	119.5
세븐나이츠	55.0	48.6	34.9	40.9	39.9	40.2	40.5	40.9	233.8	179.4	161.5
마블컨테스트오브챔피언	27.5	70.2	69.8	73.3	77.0	80.8	84.8	89.1	-	240.8	331.7
쿠키잼	34.4	32.4	34.0	35.7	37.5	39.4	41.4	43.4	-	136.5	161.7
블소 레볼루션	-	-	-	-	120.0	184.0	92.0	46.0	-	-	442.0
세븐나이츠2	-	-	-	-		138.0	110.4	73.6	-	-	322.0
기타	158.1	156.6	146.3	199.3	218.2	239.0	261.8	287.0	1,146.4	660.2	1,005.9
<b>영업비용</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>470.3</b>	<b>479.3</b>	<b>544.5</b>	<b>670.2</b>	<b>621.9</b>	<b>596.2</b>	<b>1,205.3</b>	<b>1,843.3</b>	<b>2,450.8</b>
인건비	90.0	86.8	92.4	90.0	110.5	116.0	121.8	127.9	246.2	359.2	476.3
지급수수료	283.8	223.9	232.9	244.5	285.7	373.5	330.4	310.2	603.6	985.1	1,299.8
마케팅비	78.4	82.4	101.0	98.5	99.8	120.4	106.5	91.7	255.6	360.3	418.4
기타	34.9	41.9	44.0	46.2	48.5	60.2	63.2	66.4	99.9	167.0	238.3
<b>영업이익</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>111.8</b>	<b>177.8</b>	<b>223.2</b>	<b>333.4</b>	<b>265.7</b>	<b>237.3</b>	<b>294.7</b>	<b>622.7</b>	<b>1,041.6</b>
<b>지배순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>74.3</b>	<b>118.2</b>	<b>148.3</b>	<b>221.6</b>	<b>176.6</b>	<b>157.7</b>	<b>174.0</b>	<b>392.8</b>	<b>704.2</b>

자료: 넷마블게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,500.0</b>	<b>2,466.0</b>	<b>3,492.4</b>	<b>4,106.5</b>
매출액증가율(%)	196.1	39.8	64.4	41.6	17.6
매출원가	588.5	751.5	1,282.3	1,781.1	1,971.1
매출총이익	484.5	748.5	1,183.7	1,711.3	2,135.4
판매비와관리비	259.1	453.9	561.0	669.7	735.5
<b>영업이익</b>	<b>225.4</b>	<b>294.7</b>	<b>622.7</b>	<b>1,041.6</b>	<b>1,399.9</b>
영업이익률(%)	21.0	19.6	24.1	30.3	34.1
금융손익	13.4	0.3	24.5	19.4	17.4
증속/관계기업관련손익	-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	593.5	1,052.3	1,389.7
법인세비용	60.2	66.3	142.5	252.6	333.5
<b>당기순이익</b>	<b>168.6</b>	<b>209.3</b>	<b>442.3</b>	<b>798.0</b>	<b>1,140.6</b>
지배주주지분 순이익	120.5	174.0	392.8	704.2	1,056.2

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	497.5	721.5	2,917.6	3,093.7	3,921.7
현금및현금성자산	215.9	272.7	379.2	405.4	812.2
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>	960.9	1,236.0	2,100.7	2,156.0	2,215.6
유형자산	25.7	122.9	136.6	124.9	114.1
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>5,179.3</b>	<b>5,733.8</b>	<b>6,800.5</b>
<b>유동부채</b>	244.5	421.2	421.1	252.3	267.0
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>	33.2	225.8	260.0	260.0	260.0
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>
자본금	1.5	6.8	26.8	26.8	26.8
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	686.7	1,390.8	2,421.6
비지배주주지분	121.5	94.1	120.1	141.1	163.0
<b>자본총계</b>	<b>1,180.7</b>	<b>1,310.4</b>	<b>4,353.2</b>	<b>5,057.4</b>	<b>6,088.1</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>224.3</b>	<b>197.1</b>	<b>283.2</b>	<b>728.3</b>	<b>1,076.9</b>
당기순이익(손실)	168.6	209.3	442.3	798.0	1,140.6
유형자산감가상각비	7.3	8.2	8.6	9.0	9.5
무형자산상각비	15.4	22.4	23.5	24.7	26.0
운전자본의증감	-7.6	-82.3	-258.3	-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>
유형자산의증가(CAPEX)	-18.7	-89.9	-94.3	-99.1	-104.0
투자자산의감소(증가)	-424.6	-104.3	-217.7	-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>
차입금증감	16.0	263.7	-66.0	0.3	0.3
자본의증가	380.4	276.2	1,170.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>116.6</b>	<b>56.8</b>	<b>106.5</b>	<b>26.3</b>	<b>406.8</b>
기초현금	99.3	215.9	272.7	379.2	405.4
기말현금	215.9	272.7	379.2	405.4	812.2

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	18,242	23,445	31,052	41,075	48,297
EPS(지배주주)	2,049	2,719	4,945	8,282	12,422
CFPS	4,512	5,301	6,270	10,233	14,168
EBITDAPS	4,217	5,084	8,246	12,647	16,881
BPS	17,786	17,946	49,787	57,822	69,686
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	--		0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	-	36.0	21.5	14.3
PCR	-	-	28.4	17.4	12.6
PSR	-	-	5.7	4.3	3.7
PBR	-	-	3.6	3.1	2.6
EBITDA	248.0	325.3	654.8	1,075.3	1,435.3
EV/EBITDA	-0.7	-0.1	19.7	11.9	8.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.8	15.3	14.4	15.4	19.5
EBITDA이익률	23.1	21.7	26.6	30.8	35.0
부채비율	23.5	49.4	19.0	13.4	11.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	178.6	149.2	225.6	7,355.1	9,885.3
매출채권회전율(x)	9.9	8.1	10.1	14.3	16.8
재고자산회전율(x)	7,121.8	1,374.8	1,307.9	1,852.2	2,177.9

## Buy (신규)

적정주가(12개월)	250,000원
현재주가(11.29)	199,600원
상승여력	25.3%
KOSDAQ	781.72pt
시가총액	24,084억원
발행주식수	1,207만주
유동주식비율	40.82%
외국인비중	1.87%
52주 최고/최저가	200,000원 / 98,900원
평균거래대금	366.0억원
주요주주(%)	
김대일 외 7인	51.94

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	44.3	27.4
6개월	-	-
12개월	-	-



### 검은사막이 가는길 - PC에서 모바일, 그리고 콘솔까지

- 검은사막은 국내, 일본, 러시아, 북미/유럽, 대만을 거쳐 중동/터키/동남아까지 글로벌 서비스 완료
- 2018년에는 중국 진출(퍼블리셔: 스네일게임즈)도 앞두고 있어. 지역 확장 마무리 국면으로 진입
- 검은사막은 2018년 1분기 모바일, 2분기 콘솔 플랫폼(X Box) 출시 예정으로 국내 상장 게임사 중에서 IP 다각화에 성공하는 프론티어적인 회사가 될 것

### 2018년 눈부신 성장 기대

- 2018년 매출액은 4,471억원(+265.9% YoY), 영업이익은 2,086억원(+180.4% YoY) 예상(Calendar Year 기준)
- 검은사막의 PC 매출액은 1,174억원(-3.2% YoY), 모바일 2,979억원, 콘솔 319억원 예상(Calendar Year 기준)
- 모바일게임은 국내, 일본, 동남아 등 지역 확장 가정하여 일평균 매출 33억원 추정. 콘솔 매출액은 81만장 패키지 판매에 75억원의 아이템 매출 가정

### 투자의견 Buy, 적정주가 25만원 제시

- 투자의견 Buy, 적정주가 25만원 제시. 적정주가의 2018년 실적기준 Target PER은 16.6배 예상
- 국내 게임업종 평균 PER 적용한 값으로, 단일게임 IPO이나 글로벌 플랫폼 다각화에 성공하는 프론티어라는 점에서 타당한 밸류에이션

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	92.7	59.6	50.9	5,208	-	7,651	-	-	-1.1	64.8	29.5
2018E	447.1	208.6	181.2	15,449	196.6	26,704	12.2	7.0	9.3	90.4	8.0
2019E	467.4	235.6	186.6	15,462	0.1	40,872	12.2	4.6	7.6	45.8	3.8
2020E	521.1	269.6	213.2	17,667	14.3	55,434	10.6	3.4	6.0	36.7	3.2

# 펄어비스 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>31.8</b>	<b>33.0</b>	<b>27.6</b>	<b>32.8</b>	<b>59.4</b>	<b>130.5</b>	<b>130.9</b>	<b>126.3</b>	<b>61.6</b>	<b>122.2</b>	<b>447.1</b>
PC	31.8	33.0	26.7	32.8	29.4	29.2	29.3	29.5	61.6	121.3	117.4
퍼블리싱	14.9	19.5	17.1	22.3	15.4	15.6	15.4	15.1	-	67.2	61.5
직접 서비스	16.6	15.2	9.6	10.6	14.0	13.6	13.9	14.4	-	55.5	55.9
모바일	-	-	-	-	30.0	92.3	90.5	85.1	-	-	297.9
콘솔	-	-	-	-	-	9.0	11.1	11.8	-	-	31.9
<b>영업비용</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>12.5</b>	<b>13.1</b>	<b>32.8</b>	<b>61.7</b>	<b>67.3</b>	<b>76.8</b>	<b>17.0</b>	<b>47.8</b>	<b>238.6</b>
인건비	4.1	4.6	5.8	5.9	6.9	7.3	7.6	8.0	10.7	21.1	29.8
지급수수료	3.2	2.3	1.9	2.3	15.3	33.6	33.7	32.5	0.0	9.6	115.2
광고선전비	1.3	1.2	1.5	1.5	7.1	17.3	22.3	32.5	0.0	5.4	79.1
주식보상비용	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.9	5.3	6.1
감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.0	1.2
기타	1.0	1.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	3.9	5.5	7.2
<b>영업이익</b>	<b>20.9</b>	<b>22.2</b>	<b>15.1</b>	<b>19.7</b>	<b>26.6</b>	<b>68.8</b>	<b>63.6</b>	<b>49.5</b>	<b>44.6</b>	<b>74.4</b>	<b>208.6</b>
<b>세전이익</b>	<b>18.0</b>	<b>22.9</b>	<b>16.0</b>	<b>20.5</b>	<b>27.5</b>	<b>69.6</b>	<b>64.5</b>	<b>50.4</b>	<b>45.9</b>	<b>73.9</b>	<b>211.9</b>
<b>지배순이익</b>	<b>15.2</b>	<b>19.6</b>	<b>13.4</b>	<b>17.5</b>	<b>23.5</b>	<b>59.5</b>	<b>55.1</b>	<b>43.1</b>	<b>40.4</b>	<b>62.8</b>	<b>181.2</b>

주: Calendar Year 기준(6월 결산 기업)

자료: 펄어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 펄어비스(263750)

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

## Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>92.7</b>	<b>447.1</b>	<b>467.4</b>	<b>521.1</b>
매출액증가율(%)	-	382.2	4.5	11.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	92.7	447.1	467.4	521.1
판매비와관리비	33.2	238.6	231.8	251.5
<b>영업이익</b>	<b>59.6</b>	<b>208.6</b>	<b>235.6</b>	<b>269.6</b>
영업이익률(%)	64.2	46.6	50.4	51.7
금융손익	-1.0	0.4	0.6	0.8
증속/관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	58.4	208.9	236.2	270.3
법인세비용	7.5	30.7	52.6	60.1
<b>당기순이익</b>	<b>50.9</b>	<b>181.2</b>	<b>186.6</b>	<b>213.2</b>
지배주주지분 순이익	50.9	181.2	186.6	213.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>93.3</b>	<b>334.0</b>	<b>497.1</b>	<b>675.1</b>
현금및현금성자산	46.9	293.7	456.5	624.9
매출채권	22.7	22.7	22.7	22.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>8.4</b>	<b>7.1</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>
유형자산	3.0	2.1	1.5	1.0
무형자산	1.0	0.7	0.5	0.3
투자자산	1.9	1.9	1.9	1.9
<b>자산총계</b>	<b>101.7</b>	<b>348.0</b>	<b>511.8</b>	<b>690.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>19.9</b>	<b>19.9</b>	<b>19.9</b>	<b>19.9</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.1	1.1	1.1	1.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>23.1</b>	<b>25.8</b>	<b>18.6</b>	<b>21.7</b>
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	70.4	108.4	147.3	186.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>78.5</b>	<b>322.2</b>	<b>493.2</b>	<b>668.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>46.6</b>	<b>50.2</b>	<b>180.7</b>	<b>181.5</b>
당기순이익(손실)	50.9	181.2	186.6	213.2
유형자산감가상각비	0.8	0.9	0.6	0.4
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	-10.6	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-27.5</b>	<b>-15.9</b>	<b>-14.3</b>	<b>-19.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-2.0	-1.8	-1.6	-1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-3.4</b>	<b>182.2</b>	<b>-7.6</b>	<b>-5.3</b>
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	7.7	181.0	2.0	1.8
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>15.6</b>	<b>246.8</b>	<b>162.8</b>	<b>168.4</b>
기초현금	31.3	46.9	293.7	456.5
기말현금	46.9	293.7	456.5	624.9

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	9,495	38,121	38,740	40,835
EPS(지배주주)	5,208	15,449	15,462	17,667
CFPS	6,551	15,930	15,863	16,607
EBITDAPS	6,208	17,885	19,598	20,563
BPS	7,651	26,704	40,872	55,434
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0

## Valuation(Multiple)

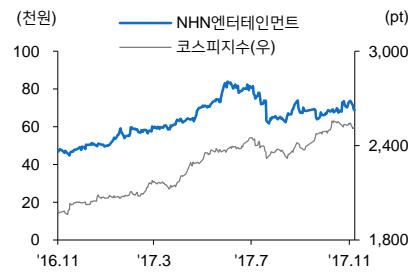
	PER	PCR	PSR	PBR	EBITDA	EV/EBITDA
	-	12.2	12.2	10.6		
	-	11.8	11.9	11.3		
	-	4.9	4.9	4.6		
	-	7.0	4.6	3.4		
	60.6	209.8	236.5	248.1		
	-1.1	9.3	7.6	6.0		

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	64.8	90.4	45.8	36.7
EBITDA이익률	65.4	46.9	50.6	50.4
부채비율	29.5	8.0	3.8	3.2
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	395.8	21,907.4	24,751.7	26,001.4
매출채권회전율(x)	4.1	19.7	20.6	21.7
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

## Buy

적정주가(12개월)	100,000원	
현재주가(11.29)	68,700원	
상승여력	45.6%	
KOSPI	2,512.90pt	
시가총액	13,441억원	
발행주식수	1,957만주	
유동주식비율	50.28%	
외국인비중	13.23%	
52주 최고/최저가	84,000원 / 44,800원	
평균거래대금	76.5억원	
주요주주(%)		
이준호	17.38	
제이엘씨(주)	14.05	
제이엘씨파트너스(주)	10.22	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.1	-0.8
6개월	-2.1	-8.4
12개월	46.2	15.1
주가그래프		



## 게임규제 완화의 최대 수혜주

- 문광부는 업계, 시민단체 등의 의견을 수렴해 빠르면 2018년초 향후 2년동안 적용될 웹보드게임 규제안을 발표할 전망. 게임당 베팅한도 및 10만원 손실시 24시간 접속제한 등의 규제 완화 예상
- 2018년 웹보드 매출액은 1,584억원으로 14.4% YoY 증가 예상. 2012년 Peak 시점대비 50.2% 수준에 불과.

## 눈부신 페이코의 성장

- 2018년 페이코 거래액은 4.8조원(+140% YoY) 예상. 유통/금융 기업 등 3자와의 파트너쉽 활발한데 비플랫폼 기업이기 때문에 오히려 자유로운 성장 가능
- 2018년 쇼핑검색광고 도입 예상. 현재 수수료 기반 수익에서 광고 비즈니스 본격화될 것
- 2017년 9월 페이코의 월간 결제액은 3,000억원으로 16년 12월 월 1,000억원 대비 200% 성장. 11월 갤러리아, 12월 현대백화점에 결제서비스 오픈하며 간편결제 Top 3(삼성페이, NAVER페이)에 안착 기대

## 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

- 긍정적 투자의견 유지. 2018년 웹보드 규제완화의 방향성과 페이코의 성장 및 수익화(광고 등 채널링 사업)를 염두에 둔 비중확대 전략 추천

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	644.6	-54.3	164.0	8,836	177.4	72,935	6.4	0.8	-47.3	13.4	22.0
2016	856.4	26.4	12.5	639	-95.9	74,766	78.7	0.7	9.3	0.9	21.7
2017E	903.4	35.1	44.4	2,268	369.2	76,268	30.7	0.9	15.0	3.0	23.4
2018E	1,031.3	64.4	82.7	4,229	110.8	80,929	16.5	0.9	11.5	5.4	24.6
2019E	1,140.6	97.9	106.0	5,417	33.0	86,964	12.9	0.8	8.3	6.5	25.5

# NHN 엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 인터넷/게임  
Set Innovation in 2018

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>226.7</b>	<b>224.9</b>	<b>219.7</b>	<b>232.1</b>	<b>240.8</b>	<b>248.9</b>	<b>260.3</b>	<b>281.2</b>	<b>856.4</b>	<b>903.4</b>	<b>1,031.3</b>
PC	55.6	49.0	48.5	49.1	50.4	51.2	53.3	58.1	195.6	202.2	212.9
웹보드	37.5	33.3	33.0	34.7	36.4	37.5	40.1	44.4	110.5	138.5	158.4
퍼블리싱	18.1	15.7	15.0	14.4	14.0	13.7	13.3	13.6	85.7	63.2	54.6
모바일	71.0	73.8	63.8	63.5	65.7	68.0	71.4	75.1	277.3	272.1	280.3
기타	100.1	102.1	107.4	119.6	124.7	129.7	135.5	148.0	383.5	429.2	538.0
<b>영업비용</b>	<b>217.5</b>	<b>215.0</b>	<b>214.2</b>	<b>221.6</b>	<b>224.1</b>	<b>231.8</b>	<b>247.9</b>	<b>263.0</b>	<b>830.1</b>	<b>868.3</b>	<b>966.8</b>
인건비	68.6	69.5	68.7	73.2	70.2	72.3	81.1	88.5	263.3	280.1	312.2
지급수수료	97.5	93.8	92.9	92.4	95.7	99.0	104.0	109.3	366.2	376.6	408.1
광고선전비	20.4	20.9	20.7	23.2	24.4	25.6	26.9	28.2	69.3	85.2	105.0
감가상각비	8.2	8.7	7.7	8.0	8.2	8.4	8.7	9.0	37.0	32.6	34.3
통신비	5.7	5.9	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	24.3	23.5	26.0
기타	16.9	16.3	18.3	18.9	19.4	20.0	20.6	21.2	70.0	70.4	81.3
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>5.5</b>	<b>10.4</b>	<b>16.7</b>	<b>17.1</b>	<b>12.4</b>	<b>18.2</b>	<b>26.4</b>	<b>35.1</b>	<b>64.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>20.9</b>	<b>19.2</b>	<b>14.2</b>	<b>20.1</b>	<b>26.6</b>	<b>27.1</b>	<b>22.7</b>	<b>28.6</b>	<b>26.0</b>	<b>75.2</b>	<b>105.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>8.5</b>	<b>4.1</b>	<b>4.7</b>	<b>20.8</b>	<b>21.2</b>	<b>18.3</b>	<b>22.4</b>	<b>12.5</b>	<b>44.4</b>	<b>82.7</b>

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>644.6</b>	<b>856.4</b>	<b>903.4</b>	<b>1,031.3</b>	<b>1,140.6</b>
매출액증가율(%)	15.8	32.9	5.5	14.1	10.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>644.6</b>	<b>856.4</b>	<b>903.4</b>	<b>1,031.3</b>	<b>1,140.6</b>
판매비와관리비	698.9	830.1	868.3	966.8	1,042.6
<b>영업이익</b>	<b>-54.3</b>	<b>26.4</b>	<b>35.1</b>	<b>64.4</b>	<b>97.9</b>
영업이익률(%)	-8.4	3.1	3.9	6.2	8.6
금융손익	299.6	29.3	49.8	49.7	51.2
증속/관계기업관련손익	-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	75.2	105.0	139.7
법인세비용	63.9	18.9	41.8	34.7	46.1
<b>당기순이익</b>	<b>165.2</b>	<b>7.1</b>	<b>33.4</b>	<b>70.4</b>	<b>93.6</b>
지배주주지분 순이익	164.0	12.5	44.4	82.7	106.0

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>682.7</b>	<b>749.5</b>	<b>740.1</b>	<b>775.7</b>	<b>816.2</b>
현금및현금성자산	260.4	301.5	261.8	299.1	342.4
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>1,136.5</b>	<b>1,191.7</b>	<b>1,251.0</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>1,904.3</b>	<b>2,010.7</b>	<b>2,144.0</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	2.3	2.3	2.3
유동성장기부채	11.6	21.4	9.0	9.0	9.0
<b>비유동부채</b>	<b>97.9</b>	<b>60.2</b>	<b>71.6</b>	<b>75.8</b>	<b>80.3</b>
사채	17.4	0.0	6.1	6.1	6.1
장기차입금	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6
<b>부채총계</b>	<b>330.8</b>	<b>327.7</b>	<b>360.5</b>	<b>396.6</b>	<b>436.2</b>
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-33.0	14.2	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	250.9	262.6	296.0	366.4	460.0
비지배주주지분	75.5	47.7	51.6	30.8	6.3
<b>자본총계</b>	<b>1,502.5</b>	<b>1,510.5</b>	<b>1,543.8</b>	<b>1,614.2</b>	<b>1,707.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-107.5</b>	<b>83.4</b>	<b>47.6</b>	<b>85.7</b>	<b>111.7</b>
당기순이익(손실)	165.2	7.1	33.4	70.4	93.6
유형자산감가상각비	22.7	24.4	22.0	18.7	13.7
무형자산상각비	15.5	12.6	8.7	1.3	1.3
운전자본의 증감	-106.3	61.7	-40.8	1.9	2.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-117.6</b>	<b>36.7</b>	<b>33.4</b>	<b>70.4</b>	<b>93.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-69.8	-35.6	-36.6	-37.7	-38.9
투자자산의 감소(증가)	-142.7	115.3	-38.2	-41.1	-44.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>277.1</b>	<b>-79.2</b>	<b>19.6</b>	<b>20.6</b>	<b>22.6</b>
차입금증감	6.0	-29.6	-4.3	0.0	0.0
자본의증가	271.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>52.2</b>	<b>41.1</b>	<b>-39.7</b>	<b>37.3</b>	<b>43.3</b>
기초현금	208.2	260.4	301.5	261.8	299.1
기말현금	260.4	301.5	261.8	299.1	342.4

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	34,725	43,773	46,176	52,709	58,295
EPS(지배주주)	8,836	639	2,268	4,229	5,417
CFPS	139	3,682	4,184	6,147	7,449
EBITDAPS	-869	3,238	3,359	4,319	5,772
BPS	72,935	74,766	76,268	80,929	86,964
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## Valuation(Multiple)

PER	6.4	78.7	30.7	16.5	12.9
PCR	408.5	13.7	16.7	11.3	9.4
PSR	1.6	1.1	1.5	1.3	1.2
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EBITDA	-16.1	63.4	65.7	84.5	112.9
EV/EBITDA	-47.3	9.3	15.0	11.5	8.3

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	13.4	0.9	3.0	5.4	6.5
EBITDA이익률	-2.5	7.4	7.3	8.2	9.9
부채비율	22.0	21.7	23.4	24.6	25.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0
이자보상배율(x)	-45.1	13.2	99.5	124.2	188.7
매출채권회전율(x)	7.2	8.0	5.3	4.3	4.4
재고자산회전율(x)	-	78.3	39.8	42.1	43.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여

지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

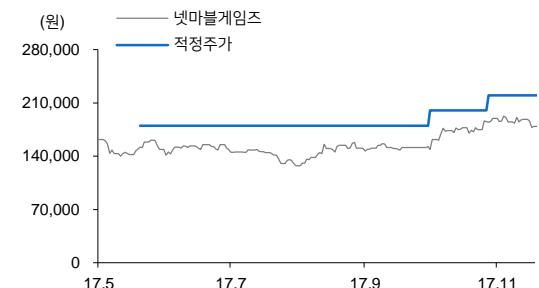
투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

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

## 카카오(035720) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

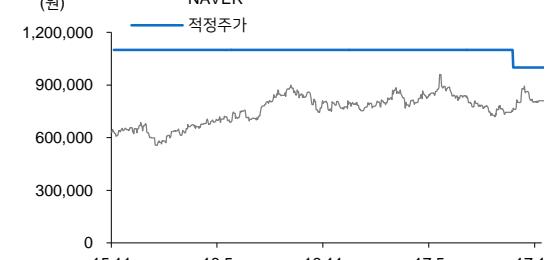
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.01.12	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-28.4	-24.5	
2016.01.15	산업브리프	Buy	160,000	김동희	-29.1	-24.5	
2016.02.11	기업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.0	-13.4	
2016.04.07	산업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.1	-13.4	
2016.04.22	기업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.0	-13.4	
2016.05.13	기업브리프	Hold	110,000	김동희	-12.2	-4.2	
2016.07.12	산업브리프	Hold	110,000	김동희	-13.5	-4.2	
2016.08.12	기업브리프	Hold	100,000	김동희	-17.4	-10.5	
2016.10.12	산업브리프	Hold	100,000	김동희	-19.1	-10.5	
2016.11.11	기업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-19.3	-10.5	
2016.11.23	산업분석	Trading Buy	100,000	김동희	-20.1	-10.5	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-20.1	-10.5	
2017.02.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-18.7	-10.5	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-17.8	-4.8	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	110,000	김동희	-11.4	-9.4	
2017.05.31	산업분석	Buy	120,000	김동희	-14.4	-8.5	
2017.07.07	산업분석	Buy	120,000	김동희	-12.5	0.0	
2017.08.11	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.1	-6.2	
2017.08.31	기업분석	Buy	150,000	김동희	-10.3	0.3	
2017.10.12	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-11.5	-6.2	
2017.11.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-18.6	-15.3	
2017.11.30	산업분석	Buy	190,000	김동희	-	-	



## NAVER(035420) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

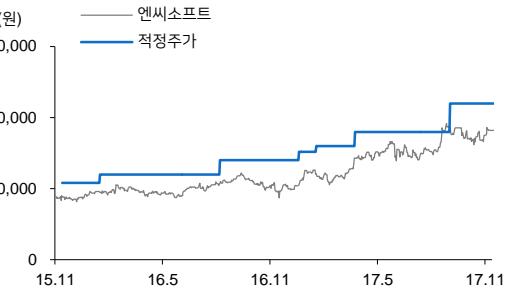
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.01.15	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-41.3	-37.5	
2016.01.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-43.2	-37.5	
2016.03.28	기업분석	StrongBuy	1,100,000	김동희	-43.0	-37.5	
2016.04.07	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-42.5	-37.5	
2016.04.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-41.2	-34.4	
2016.06.13	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-40.2	-31.5	
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-39.8	-31.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-37.3	-20.2	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-36.5	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-35.8	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-35.2	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-34.9	-18.2	
2016.12.03	1년 경과				-29.2	-26.9	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.0	-26.4	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-26.4	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-19.5	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.4	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.4	-19.5	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-19.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.6	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.7	-12.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.0	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-	-	



## 엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

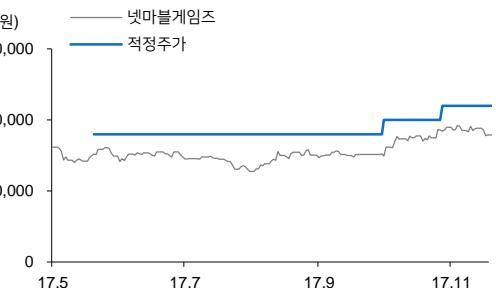
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균 최고(최저)	
2016.01.15	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-17.3	-10.9	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-20.9	-17.7	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.5	-12.2	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.7	-12.2	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	-20.4	-12.2	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.5	-10.3	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.8	-8.8	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-18.9	-12.9	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김동희	-20.2	-12.9	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-21.2	-12.9	
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	-22.3	-12.9	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-23.6	-12.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김동희	-21.9	-16.8	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-25.7	-10.4	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	-19.5	-15.9	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-18.7	-15.0	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.5	-7.6	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-16.4	-7.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.8	-7.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-14.5	6.3	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.1	-15.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.5	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-	-	



## 넷마블게임즈(251270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

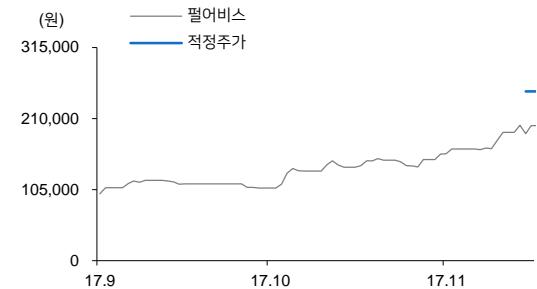
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균 최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Buy	180,000	김동희	-15.8	-10.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-14.8	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-	-	



## 펄어비스(263750) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.30	산업분석	Buy	250,000	김동희	-	-	



## NHN엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.15	산업브리프	Hold	70,000	김동희	-23.9	-14.4	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김동희	-23.2	-14.4	
2016.04.07	산업브리프	Hold	70,000	김동희	-21.8	-12.4	
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	-28.7	-17.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.7	-17.6	
2017.11.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.5	-17.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-	-	

