



▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

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

Overweight

Top Picks

카카오(035720)	Buy	190,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
펄어비스(263750)	Buy	270,000원

관련종목

NAVER (035420)	Buy	1,100,000원
넷마블게임즈(251720)	Buy	220,000원
NHNE(181710)	Buy	100,000원
게임빌(063080)	Buy	100,000원
컴투스(078340)	Trading Buy	140,000원

인터넷/게임

4Q17 Preview: 플랫폼 ‘맑음’ vs. 게임 ‘흐림’

- ✓ 4분기 인터넷 플랫폼사들의 실적은 예상치에 대체로 부합. 연말 광고성수기, 쇼핑 트래픽 증가 등으로 실적 성장 양호
- ✓ 게임사들의 실적은 대체로 예상보다 부진. 2017년 게임시장을 주도했던 '리니지'IP 게임들의 인기가 한풀 꺾였으며 4분기 인건비(인센티브)와 마케팅비 등 비용 급증
- ✓ 4Q17 어닝모멘텀은 카카오, NAVER의 우세. 다만 엔씨소프트의 경우 2Q18 '블레이드 앤 소울2' 출시를 앞두고 있어 조정은 매수기회

인터넷/게임 업종, Overweight 의견 유지

2018년에도 인터넷/게임 업종에 대한 비중확대 의견 유지한다. 3~4월 스포티파이(음원스트리밍앱), 드롭박스(클라우드서비스)의 뉴욕 증권거래소 IPO로 컨텐츠/클라우드 서비스의 경쟁력 재평가는 카카오와 NAVER에 긍정적이다. 또한 올해 게임업계의 해외시장 진출은 더욱 활발해질 것이며 중국 판호발급 재개 가능성, 배틀그리운드의 Xbox 성공으로 콘솔 플랫폼 진출 본격화, 시장/플랫폼 더욱 다변화된다.

1. 플랫폼, 인터넷광고 성수기 효과 만끽

NAVER와 카카오의 광고 매출액은 10월초 추석으로 인한 영업일수 감소에도 양호한 성장세를 시현할 것으로 기대한다. 12월 크리스마스 등 연말효과, 동계 올림픽을 앞둔 광고비 집행, 쇼핑 트래픽 증가 등에 기인한다.

2. 게임업종, 잠시 쉬어가는 시점

게임업종의 4분기 실적은 대체로 기대보다 부진한데 2017년 상반기를 주도했던 '리니지'IP 게임들의 일매출 수준이 하향 안정화되고 있으며 4Q 성과 인센티브, 마케팅비 등이 급증하며 이익 부담요인으로 작용한다. 그러나 2018년 신작 사이클 본격화, 중국 시장 판호발급 재개에 대한 기대감은 여전히 유효하다

3. 연초 플랫폼 핫이슈는 '비트코인'

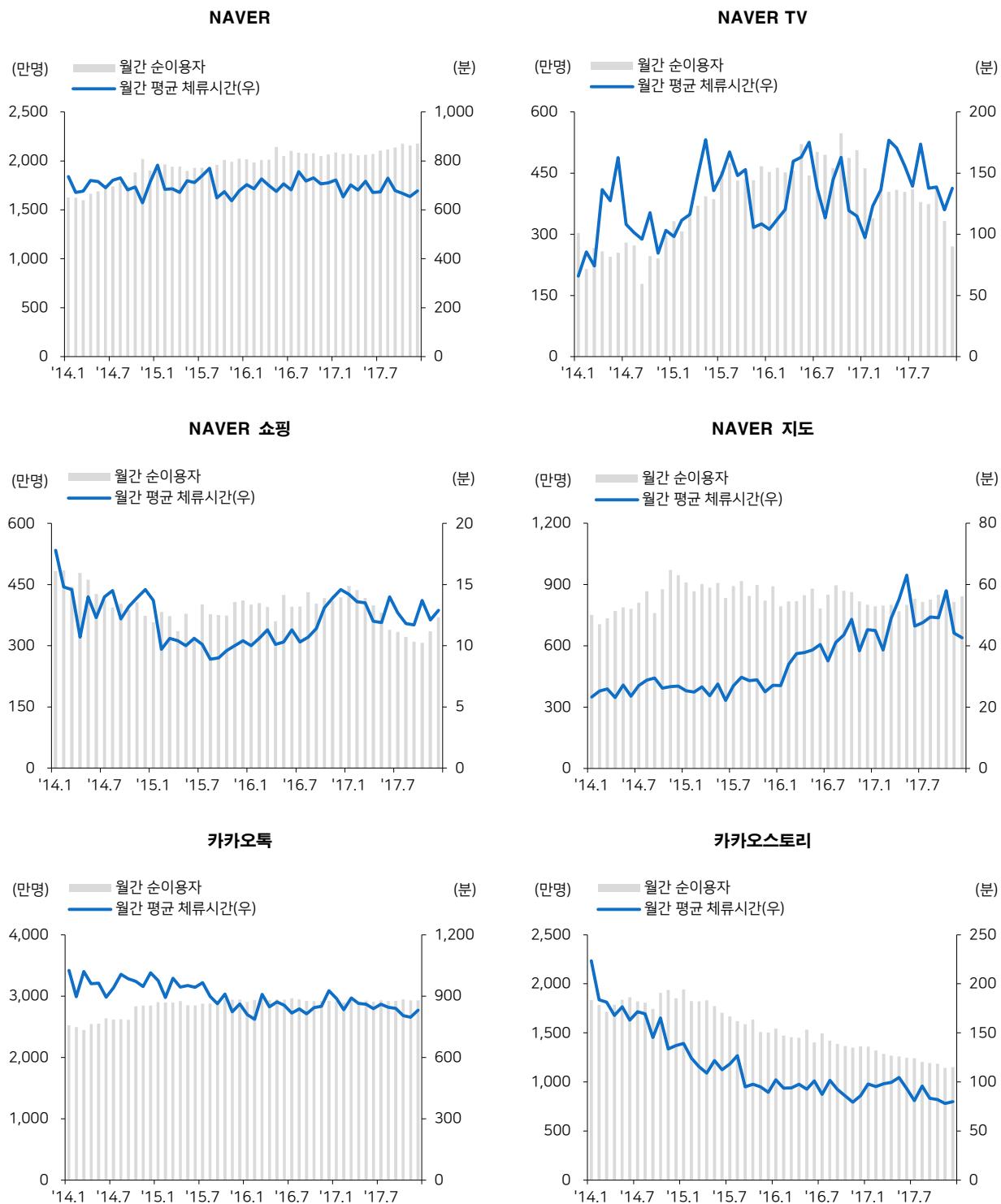
국내 비트코인 거래 활성화로 업비트(두나무가 서비스, 카카오는 두나무의 지분을 25.3% 보유 추정) 일평균 거래액은 5조원(12월 기준)을 기록, 일평균 이용자 100만명 돌파하는 등 가파르게 성장하였다. 2018년 카카오의 업비트로 인한 지분법 수익은 보수적 가정시 461억원으로 추정, 세전이익이 18% 증가하게 된다.

4Q17 어닝모멘텀은 NAVER, 카카오의 우세

4분기 인터넷광고 시장은 계절적 성수기로 카카오, NAVER의 수혜가 기대된다. 다만 엔씨소프트의 경우 2Q18 '블레이드 앤 소울2'를 시작으로 PC IP의 모바일화 지속되며 기업가치 리레이팅 여전히 현재진행형으로 과도한 조정은 매수기회이다.

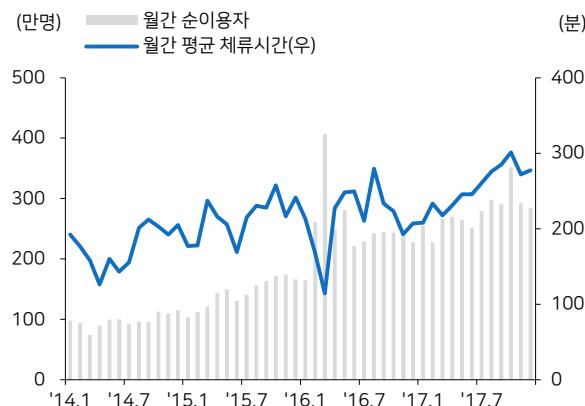
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

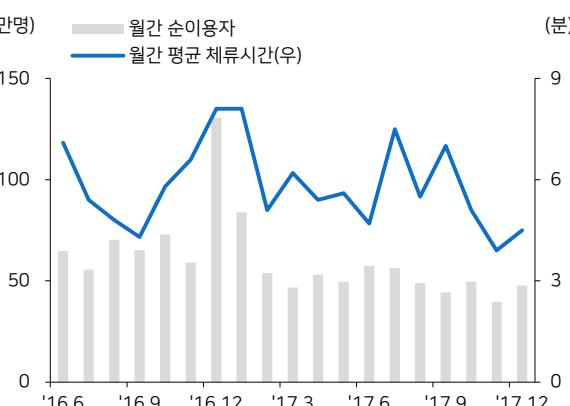


주: NAVER쇼핑은 모바일 웹, 나머지는 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스
자료: 코리안클릭, 메리츠증권리서치센터

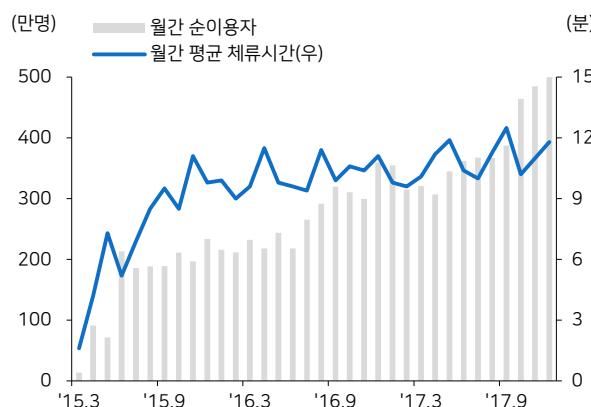
카카오내비



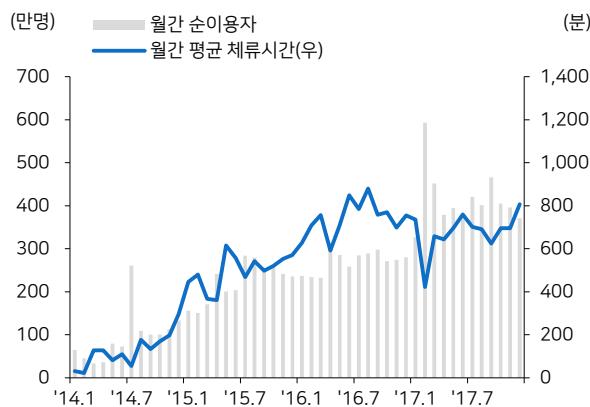
카카오드라이버



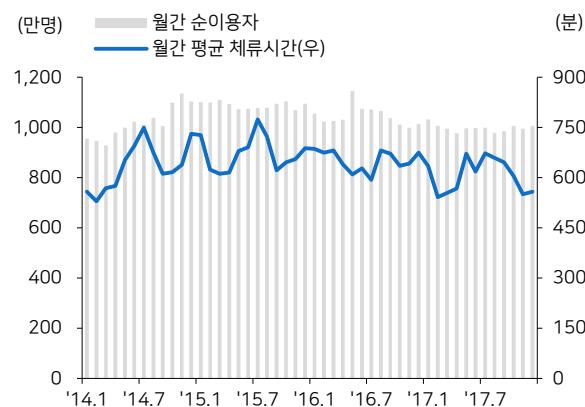
카카오티



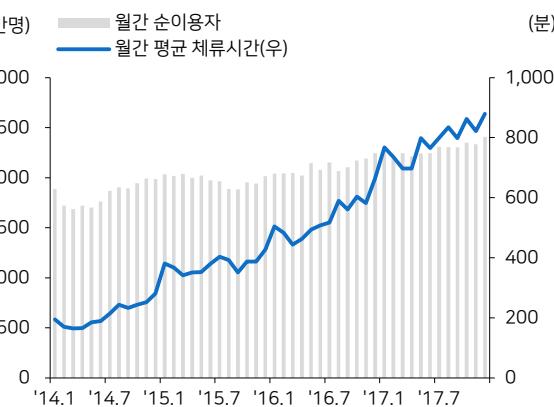
카카오페이지



페이스북



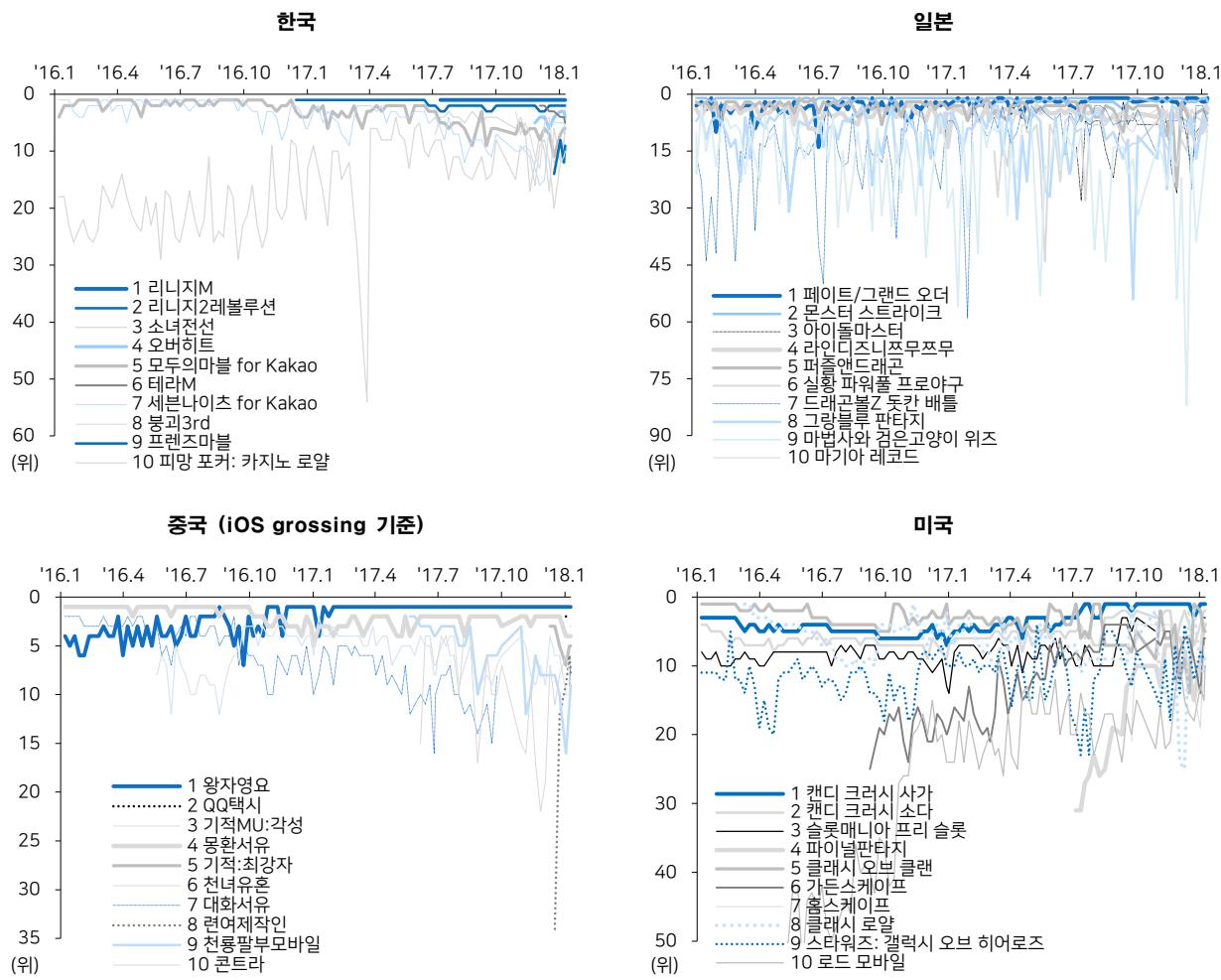
Youtube



주: 모바일 앱 traffic data

자료: 코리안클릭, 메리츠종금증권 리서치센터

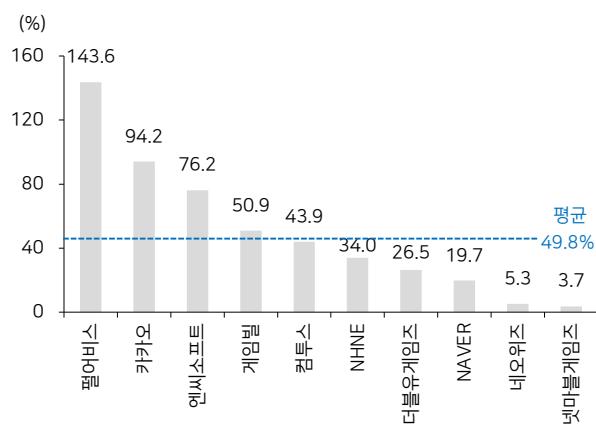
그림2 국가별 게임순위



주: 2018.1.9 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위

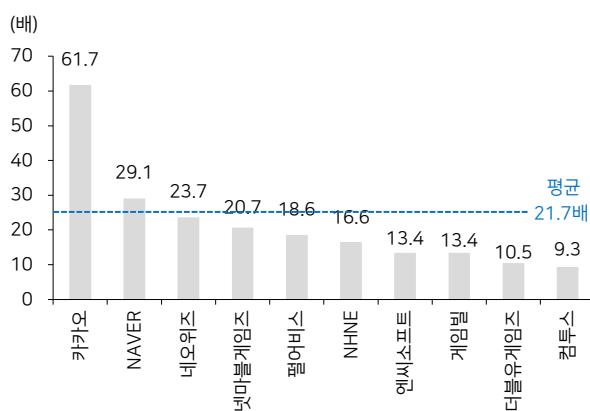
자료: 앱애니, 메리츠증권리서치센터

그림3 2017년 인터넷/게임 업종 주가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



자료: Wisefn, 메리츠증권리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (1/10) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
		2017E	2018E						2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
NAVER	30.6	34.0	26.9	15.3	2.2	19.9	5.7	18.6	4,672.2	5,369.6	1,214.3	1,440.3	834.1	1,024.1
넷마블게임즈	14.3	38.0	22.0	50.4	0.8	15.7	3.9	21.1	2,428.5	3,339.6	564.9	970.4	418.1	756.6
카카오	10.2	76.8	61.6	54.4	1.4	3.7	2.7	32.5	1,964.5	2,303.4	184.5	261.4	143.9	187.5
엔씨소프트	9.6	19.0	14.0	40.0	0.5	22.9	3.8	12.7	1,785.0	2,215.1	620.4	885.2	496.3	698.5
NHN엔터테인먼트	1.3	30.9	18.0	13.3	2.3	2.9	0.9	13.6	917.6	1,009.6	39.7	67.6	39.6	71.4
더블유게임즈	0.9	17.8	10.6	34.0	0.5	12.6	2.0	13.5	323.9	493.4	85.6	151.8	51.5	90.4
펄어비스	2.9	-	17.8	27.0	0.7	-	-	-	-	346.8	-	187.2	-	158.0
컴투스	1.6	10.9	9.5	10.4	1.0	22.0	2.2	4.9	511.6	574.6	197.6	217.2	153.0	171.7
게임빌	0.5	35.4	14.3	16.5	2.1	7.0	2.4	34.9	122.6	187.3	-11.7	13.4	18.2	41.8
Average	9.0	32.8	21.6	29.0	1.3	13.3	2.9	19.0	1590.7	1759.9	361.9	466.0	269.3	355.6

주: 3yrs EPS CAGR은 '17~'20 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (1/10) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
		2017E	2018E						2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Alphabet	742.6	24.7	21.6	19.8	1.2	15.3	4.6	14.6	88.9	105.2	36.8	44.4	22.8	29.4
Amazon	573.0	101.7	75.2	34.4	3.0	9.8	21.8	29.8	177.2	228.1	3.5	6.6	2.1	4.1
Facebook	529.5	25.8	22.0	33.6	0.8	24.3	6.9	19.0	40.2	53.6	19.4	22.9	17.3	19.8
Snap	18.0	-	-	-	-	-34.0	7.0	-	0.8	1.3	-0.8	-0.9	-3.5	-1.4
Twitter	18.2	59.1	53.6	0.6	-	6.1	3.7	19.7	2.4	2.6	0.4	0.5	-0.2	0.0
Tencent	513.0	51.0	39.0	34.3	1.5	31.2	14.1	35.5	36.8	51.2	13.0	15.8	10.2	12.5
Alibaba	470.4	50.5	34.8	36.7	1.4	19.4	10.9	41.2	37.3	50.9	11.3	15.8	9.9	13.2
Baidu	83.8	28.3	26.0	33.6	0.8	17.3	4.9	22.6	12.9	15.9	2.3	3.0	2.8	2.9
Rakuten	13.2	16.6	17.4	16.8	1.0	12.8	2.1	9.1	8.3	9.2	1.3	1.2	0.8	0.7
Yahoo Japan	26.2	21.5	22.1	-4.7	-	15.0	3.1	10.9	8.0	8.7	1.7	1.9	1.7	1.9
LINE	9.2	68.0	59.6	36.2	1.9	9.2	5.6	24.9	1.6	1.7	0.3	0.3	0.1	0.1
Blizzard	48.6	28.6	25.0	13.7	2.1	14.9	4.7	19.0	7.0	7.4	2.4	2.7	1.0	1.2
EA	33.7	28.6	25.7	17.7	1.6	28.0	9.2	17.6	5.2	5.6	1.7	2.0	1.1	1.3
Netease	45.3	22.5	19.2	15.8	1.4	29.2	6.2	18.8	8.2	10.4	2.1	2.4	1.8	2.1
Nexon	12.8	20.8	17.4	43.5	0.5	17.6	3.3	11.8	2.0	2.2	0.8	0.9	0.6	0.7
Cyberagent	5.0	69.2	83.4	-3.9	-	11.4	6.5	14.2	3.6	4.0	0.3	0.4	0.1	0.1
Nintendo	51.9	54.1	43.6	118.8	0.5	7.5	4.1	151.2	9.0	11.4	1.3	2.4	1.5	2.7
Average	187.9	41.9	36.6	25.9	1.4	16.8	6.9	20.6	26.4	33.5	5.7	7.2	4.1	5.4

주: 3yrs EPS CAGR은 '17~'20 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 1. 11

▲인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

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

NAVER 035420

새로운 출발점 위에 서다

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 부합 예상. 10월초 추석연휴로 인한 영업일수 감소 영향 있지만 계절적 성수기, 쇼핑광고의 지속 성장 등으로 양호한 실적 달성
- ✓ 신규기술에 대한 투자는 지속. 지난 12월 29일 네이버랩스에 400억원 출자 발표. 3년간 1,200억원 규모의 기존 투자계획 하에서 이루어진 것
- ✓ 2018년 화두는 1) 핀테크 비즈니스의 확장과 2) 국내 퍼포먼스 광고의 성장에 있음. 투자의견 Buy유지, 적정주가 110만원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월)	1,100,000 원
현재주가 (1.10)	928,000 원
상승여력	18.5%

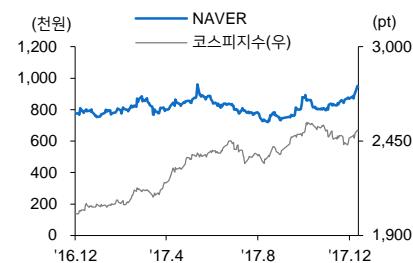
KOSPI	2,499.75pt
시가총액	305,894억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	78.35%
외국인비중	59.79%
52주 최고/최저가	960,000원/720,000원
평균거래대금	924.3억원

주요주주(%)

국민연금공단	10.76
Aberdeen Asset Management	5.04
BlackRock Fund Advisors	5.03
이해진	4.31

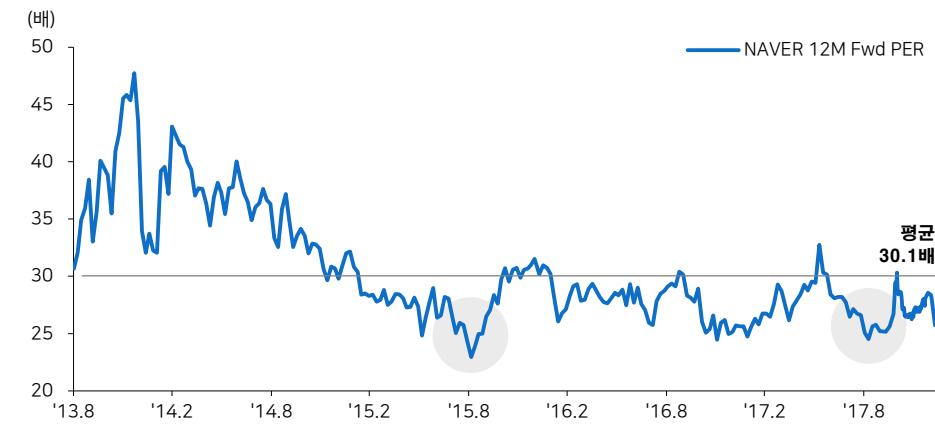
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8	14.1	17.2
상대주가	10.2	8.8	-4.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	4,643.8	1,189.3	829.9	25,177	10.3	127,956	34.6	6.8	18.7	21.2	56.7
2018E	5,296.0	1,298.9	976.0	29,608	17.3	156,446	31.9	6.0	18.7	20.8	47.5
2019E	6,039.2	1,525.8	1,149.0	34,859	17.8	190,152	27.1	5.0	16.3	20.1	40.6
2020E	6,739.3	1,700.6	1,272.5	38,604	10.7	227,663	24.5	4.1	12.7	18.5	37.8

그림5 NAVER의 역사적 PER 추이 - 12개월 Fwd PER은 25.7배로 역사적 저점 수준



자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 4Q17 Preview: 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	1,085.0	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,231.2			
광고	123.0	99.7	117.7	114.2	135.5	10.2	18.7	-
비즈니스플랫폼	491.3	509.7	520.5	548.6	551.0	12.2	0.4	-
IT플랫폼	39.0	43.4	49.4	58.6	64.5	65.3	10.0	-
콘텐츠서비스	22.5	23.5	24.4	26.7	26.6	18.1	-0.5	-
LINE 및 기타플랫폼	409.2	406.0	417.6	452.6	453.7	11.0	0.4	-
영업이익	290.3	290.8	285.2	312.1	301.7			324.7
세전이익	276.1	306.8	305.1	321.0	350.0			337.6
지배순이익	176.7	205.5	173.1	214.1	237.5			233.3

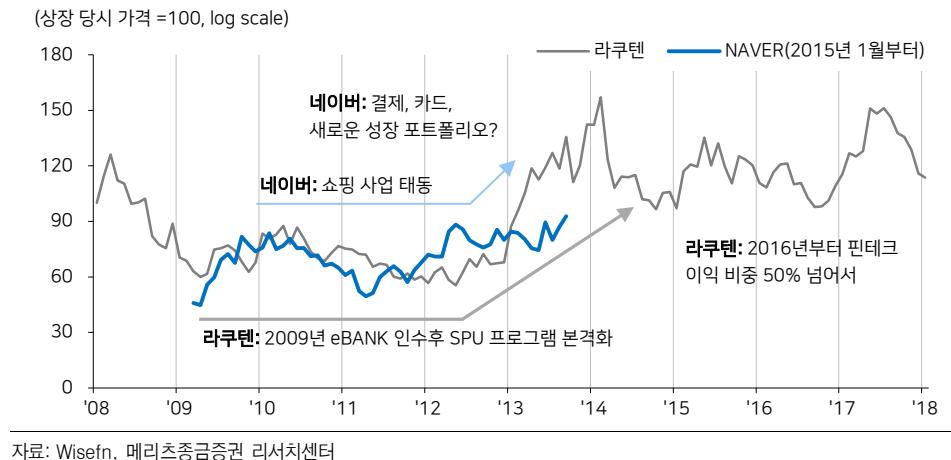
자료: NAVER, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 NAVER 분기별 실적 - 꾸준한 성장

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,231.2	1,236.5	1,310.1	1,341.7	1,410.1	4,022.6	4,643.8	5,296.0
광고	99.7	117.7	114.2	135.5	114.3	127.1	131.8	150.1	399.5	467.1	523.3
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	26.6	27.9	29.3	30.8	32.3	103.2	101.2	120.2
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	453.7	472.2	485.7	503.3	515.1	1,533.8	1,729.9	1,973.9
영업비용	791.4	844.4	888.6	930.1	923.6	987.3	1,016.1	1,070.5	2,920.7	3,454.4	3,997.1
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	217.9	220.1	235.5	235.4	247.4	660.5	817.6	937.9
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	301.7	312.9	322.7	325.6	339.6	1,102.0	1,189.3	1,298.9
세전이익	205.5	173.1	214.1	237.5	216.5	247.7	251.3	261.8	749.3	829.9	976.0
지배순이익											

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 2018년 NAVER = 2009년 라쿠텐



2018년 라인의 성장 두 축은 '광고'와 'AI/핀테크'

4분기 라인 실적은 기대치 대비 하회할 전망이다. 4Q17 라인 매출액과 영업이익은 각각 441억엔(+17.5% YoY), 42억엔(+161.6% YoY)으로 블룸버그 컨센서스(영업이익 49.6억엔) 대비 소폭 하회한다. 4분기 퍼포먼스 광고 매출액은 2~3분기 꾸준한 성장세 유지되며 게임 매출액은 12월 '데스티니차일드', '코코팡타운' 등의 오픈으로 매출 감소폭 완화된다. 커뮤니케이션 매출 역시 꾸준하며 기타 매출의 경우 라인페이 결제액이 대만 중심으로 증가하고 있으며 라인모바일 역시 꾸준히 가입자수 늘어나고 있다.

영업비용에서는 프렌즈(AI스피커) 생산 비용을 일시에 반영하게 되는데 약 10~20억엔으로 추정한다. 최근 언론에서 제기한 카카오 두나무와 비트코인 비즈니스를 같이 할 수 있다는 추측은 결정된 바 없으며 일본의 핀테크 시장 상황이 한국과는 많이 다르기 때문에 지나친 기대는 과도하다. 참고로 라인의 3Q17 말 기준 인력은 4,065명으로 4분기에도 250~300명의 충원을 지속하고 있으며 2018년에도 신규기술과 관련된 개발자 확보 노력은 유지된다.

그림7 라인 주가/거래량 추이 – 2018년 1월 52주 신고가 경신하며 주가 랠리



표5 라인의 분기별 실적

(십억엔)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
영업수익	39.2	50.5	43.0	44.6	47.8	48.7	50.5	51.2	146.6	177.1	198.2
매출	38.9	39.8	42.5	44.1	47.3	48.1	50.0	50.6	140.7	165.1	196.0
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.5	7.7	7.8	7.7	7.5	29.3	30.6	30.7
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	10.3	11.7	11.6	11.9	11.3	44.8	40.7	46.5
라인광고	13.9	15.0	17.6	18.7	20.1	20.9	22.5	23.7	44.5	65.2	87.2
포털광고	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	10.3	10.5	10.6
기타	3.9	4.6	4.7	5.0	5.1	5.1	5.3	5.5	11.9	18.2	21.0
기타 영업수익	0.3	10.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	5.9	12.0	2.1
영업비용	35.2	35.9	37.2	40.4	40.4	41.3	41.5	44.3	126.7	148.6	167.5
Payment Processing and licensing	7.7	7.3	7.3	7.4	7.8	8.2	8.6	8.6	29.8	29.7	33.1
Employee Compensation	9.7	9.5	10.8	11.0	12.0	12.6	13.2	13.0	39.4	41.1	50.8
Marketing	4.0	3.8	2.5	4.0	4.1	3.9	2.6	4.1	11.8	14.4	14.8
Infrastructure and Communication	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	7.8	8.9	9.2
Authentication and other service	5.0	5.8	6.5	6.7	6.5	6.7	6.7	6.9	14.4	23.9	26.8
Depreciation and Amortization	1.5	1.5	1.9	2.0	1.8	1.8	2.0	2.1	1.4	6.8	7.7
기타영업비용	5.2	5.6	5.9	7.0	6.0	5.8	6.1	7.2	18.4	23.8	25.1
영업이익	4.0	14.6	5.9	4.2	7.4	7.4	9.0	6.9	19.9	28.5	30.6
영업이익률(%)	10.3	28.9	13.6	9.4	15.4	15.1	17.9	13.4	13.6	16.1	15.5
당기순이익	1.6	8.9	1.6	3.0	5.3	5.3	6.6	5.0	17.9	24.2	22.2

자료: 라인, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 NAVER valuation

(십억원)	2018E	비고
NAVER (A+B+C)	27,147.9	
검색포탈 (A)	15,272.9	
2018E NP	763.6	
Target PE Multiple(배)	20.0	알파벳, 야후 등과 비교
쇼핑 (B)	10,800.0	
2018E 거래액	9,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
동영상 (C)	1,075.0	
월간 페이지뷰(백만뷰)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	10.0	메이커 스튜디오 등과 비교
라인	5,840.0	
라인 시가총액	10,000.0	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	73.0	
현금성자산	3,534.0	
총 기업가치	36,521.9	
적정주가(원)	1,107,977	
현재주가(원)	928,000	
상승여력(%)	18.5%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,643.8	5,296.0	6,039.2	6,739.3
매출액증가율 (%)	23.6	15.4	14.0	14.0	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,643.8	5,296.0	6,039.2	6,739.3
판매관리비	2,920.6	3,454.5	3,997.1	4,513.4	5,038.7
영업이익	1,102.0	1,189.3	1,298.9	1,525.8	1,700.6
영업이익률	27.4	25.6	24.5	25.3	25.2
금융손익	28.9	81.8	106.2	111.6	117.1
증속/관계기업손익	-9.4	-9.9	-10.4	-10.9	-11.5
기타영업외손익	10.3	95.6	93.5	98.1	103.1
세전계속사업이익	1,131.8	1,282.4	1,471.5	1,732.0	1,917.1
법인세비용	360.9	442.9	489.0	575.6	637.1
당기순이익	759.1	837.0	981.8	1,156.4	1,280.0
지배주주지분 순이익	749.3	829.9	976.0	1,149.0	1,272.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,164.0	1,015.8	1,357.1	1,447.6	1,226.4
당기순이익(손실)	759.1	837.0	981.8	1,156.4	1,280.0
유형자산상각비	145.7	180.2	180.6	148.4	372.9
무형자산상각비	17.3	20.0	22.0	25.0	29.0
운전자본의 증감	88.3	113.6	276.8	336.4	-14.9
투자활동 현금흐름	-941.7	-979.8	-668.7	-644.7	-635.0
유형자산의증가(CAPEX)	-153.8	-305.6	-320.9	-336.9	-353.7
투자자산의감소(증가)	-366.8	-398.5	-239.1	-286.9	-344.3
재무활동 현금흐름	697.9	654.3	19.8	60.6	155.0
차입금의 증감	-290.4	14.3	16.5	18.2	19.9
자본의 증가	1,084.1	235.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	912.8	139.7	303.1	417.7	746.4
기초현금	813.4	1,726.2	1,865.9	2,169.0	2,586.7
기말현금	1,726.2	1,865.9	2,169.0	2,586.7	3,333.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,702.0	5,142.4	5,704.2	6,492.0
현금및현금성자산	1,726.2	1,865.9	2,169.0	2,586.7	3,333.1
매출채권	475.4	827.2	914.7	1,008.8	1,098.2
재고자산	10.4	10.9	11.4	12.0	12.6
비유동자산	2,170.7	2,804.1	3,321.1	3,937.1	4,671.5
유형자산	863.3	1,035.9	1,243.1	1,491.7	1,790.1
무형자산	112.1	134.6	161.5	193.8	232.5
투자자산	796.9	1,195.4	1,434.5	1,721.4	2,065.6
자산총계	6,370.6	7,506.1	8,463.5	9,641.3	11,163.4
유동부채	1,803.9	2,199.0	2,157.5	2,157.5	2,373.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	227.3	225.4	225.4	225.4	225.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	437.1	516.2	567.9	624.7	687.1
사채	150.0	165.0	181.5	199.7	219.6
장기차입금	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
부채총계	2,241.0	2,715.2	2,725.4	2,782.2	3,060.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,452.2	1,452.2	1,452.2	1,452.2
기타포괄이익누계액	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4
이익잉여금	3,810.2	4,614.0	5,561.2	6,682.2	7,926.2
비지배주주지분	534.9	573.1	581.2	591.2	598.7
자본총계	4,129.6	4,790.9	5,738.1	6,859.1	8,103.0

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	122,036	140,881	160,667	183,214	204,453
EPS(지배주주)	22,732	25,177	29,608	34,859	38,604
CFPS	41,966	44,431	50,543	58,217	66,745
EBITDAPS	38,377	42,155	45,550	51,548	63,786
BPS	109,055	127,956	156,446	190,152	227,663
DPS	1,131	1,131	1,131	1,131	1,131
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	34.6	31.9	27.1	24.5
PCR	18.5	19.6	18.7	16.2	14.1
PSR	6.4	6.2	5.9	5.2	4.6
PBR	7.1	6.8	6.0	5.0	4.1
EBITDA	1,265.0	1,389.6	1,501.5	1,699.2	2,102.6
EV/EBITDA	18.2	18.7	18.7	16.3	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	21.2	20.8	20.1	18.5
EBITDA 이익률	31.4	29.9	28.4	28.1	31.2
부채비율	54.3	56.7	47.5	40.6	37.8
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	181.5	3,397.5	5,318.3	6,245.5	2,995.3
매출채권회전율(X)	9.1	7.1	6.1	6.3	6.4
재고자산회전율(X)	311.2	437.9	475.6	516.5	549.0

Industry Brief
2018. 1. 11

▲인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

카카오 035720

모든 사업부의 고른 성장

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 부합할 전망. 광고, 게임, 컨텐츠, 커머스 등 모든 사업부문의 호조, 영업이익률은 9.6%로 전분기와 유사
- ✓ 2018년 기대 이벤트는 '카카오게임즈의 상장'과 '카카오모빌리티의 수익화'
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 19 만원 유지. GDR 발행으로 인한 주가 조정은 매수 기회. 18년 상반기 인터넷 업종 Top Pick

Buy

적정주가 (12개월)	190,000 원
현재주가 (1.10)	149,500 원
상승여력	27.1%

KOSPI	2,499.75pt
시가총액	101,523억원
발행주식수	6,791만주
유동주식비율	59.94%
외국인비중	24.27%
52주 최고/최저가	161,000원/76,100원
평균거래대금	1,410.7억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
김범수	18.46		
MAXIMO PTE	8.25		
Star Invest Holdings Limited	8.19		
국민연금공단	7.14		
주가상승률(%)			
절대주가	7.9	46.6	82.3
상대주가	6.4	39.7	49.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-25.0	50,765	88.1	1.5	24.3	1.9	48.1
2017E	1,979.4	183.3	132.1	1,950	122.9	51,585	70.3	2.7	31.3	3.8	45.3
2018E	2,353.3	258.7	170.0	2,504	34.2	66,868	62.7	2.3	29.1	4.2	34.4
2019E	2,613.7	361.5	262.5	3,866	39.6	67,387	40.6	2.3	23.8	5.8	33.3
2020E	2,877.0	446.0	327.9	4,828	23.4	70,914	32.5	2.2	18.9	7.0	31.9

표7 4Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	453.8	443.8	468.4	515.3	551.7	21.6	7.1	544.0
광고	141.5	133.3	151.4	151.4	169.8	20.0	12.1	-
온라인	53.1	62.7	68.1	63.8	70.2	3.4	10.1	-
모바일	73.6	70.7	83.3	87.7	99.6	34.4	13.6	-
컨텐츠	221.5	221.8	236.3	261.5	276.4	24.8	5.7	-
게임	93.2	79.9	78.7	93.9	106.6	14.4	13.5	-
뮤직	106.9	110.9	118.1	122.1	122.0	14.1	-0.1	-
기타	21.4	31.1	40.5	45.5	47.8	123.2	5.0	-
기타	90.8	88.7	80.8	102.4	105.6	16.2	3.1	-
커머스	50.9	49.7	47.7	58.4	61.2	18.2	4.8	-
영업이익	38.2	38.3	44.6	47.4	53.0	38.8	11.8	53.8
세전이익	41.3	18.2	36.0	63.1	46.6	8.2	-26.1	52.6
지배순이익	25.4	53.7	11.3	32.1	27.5	1.9	-14.3	32.7

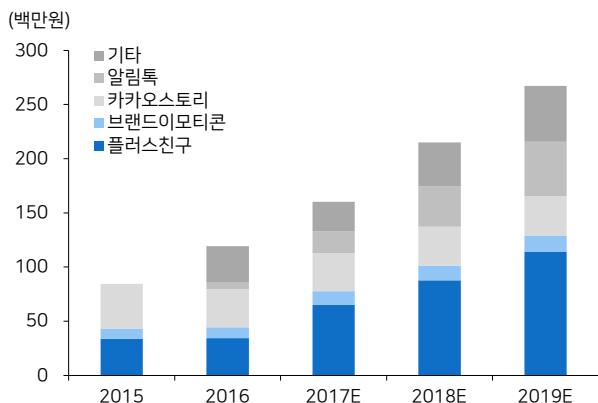
자료: 카카오, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 카카오의 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	443.8	468.4	515.3	551.7	547.2	573.6	597.4	635.1	1,464.2	1,979.4	2,353.3
광고	133.3	151.4	151.4	169.8	162.3	173.6	176.3	186.2	534.0	605.9	698.5
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	99.6	100.8	113.7	112.2	127.7	258.9	339.0	454.4
컨텐츠	221.8	236.3	261.5	276.4	285.5	305.8	323.3	339.2	701.9	996.0	1,253.8
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	122.0	126.1	130.1	134.2	138.5	296.3	473.1	528.9
기타	31.1	40.5	45.5	47.8	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
영업비용	405.5	423.8	468.0	498.8	55.1	68.3	69.3	66.1	1,348.1	1,796.1	2,094.6
인건비	98.2	101.1	98.2	103.3	58.0	69.6	70.6	67.5	352.6	400.7	449.9
지급수수료	160.4	178.8	189.8	199.2	36.1	44.9	45.7	43.3	516.5	728.2	858.6
광고선전비	25.0	21.9	33.5	45.4	547.2	573.6	597.4	635.1	83.8	125.7	132.4
무형자산상각비	16.8	16.4	16.4	16.8	162.3	173.6	176.3	186.2	57.6	66.3	72.3
외주가공비	24.9	28.3	33.7	35.0	61.6	59.9	64.2	58.5	79.7	121.9	154.6
기타	80.2	77.4	96.6	99.1	100.8	113.7	112.2	127.7	257.9	353.2	426.9
영업이익	38.3	44.6	47.4	53.0	285.5	305.8	323.3	339.2	116.1	183.3	258.7
세전이익	18.2	36.0	63.1	46.6	106.9	120.6	131.1	139.9	100.3	173.9	265.7
지배순이익	53.7	11.3	32.1	27.5	126.1	130.1	134.2	138.5	57.7	132.1	170.0

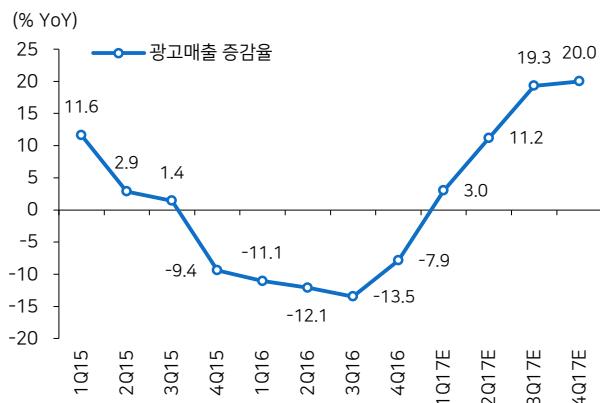
자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 카카오 광고 매출 breakdown



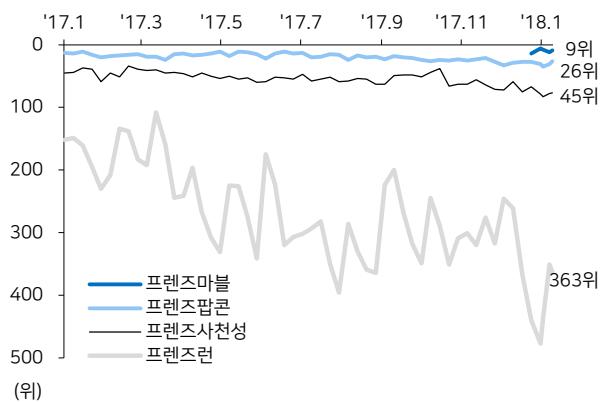
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림9 카카오 광고 매출 증감율



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림10 프렌즈 IP게임 매출 순위



주: 2018.1.9 구글플레이 게임 매출 기준

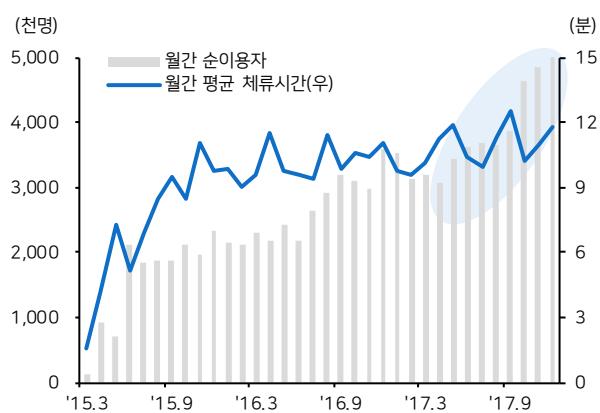
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림11 '프렌즈 레이싱' for Kakao – 18년 상반기 출시예정



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림12 카카오택시 방문자수 – 플랫폼 통합 후 증가



자료: 코리안클릭, 메리츠증권 리서치센터

표9 카카오택시 수익모델 (메리츠 추정)

구분	단위	내용
카카오택시 연간수익(A+B)	(억원)	678
기사 이용료 (A)	(억원)	276
등록 기사회원수	(만명)	23
월간 이용료	(만원)	1
콜 수수료 수익 (B)	(억원)	402
건당 콜비	(원)	200
평균 일콜수	(만콜)	110
수익배분율(50%)	(%)	50%

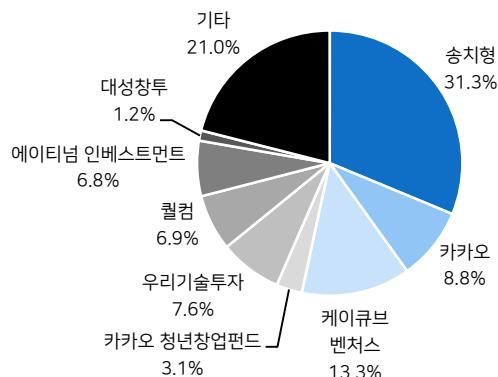
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

비트코인 성장의 수혜

두나무는 카카오스탁 개발 및 운영업체로 2017년 10월 24일부터 비트코인 거래소 '업비트'를 시범운영, 12월 정식 출시하였다. 업비트의 일평균 거래액은 12월 기준 5조원, 최대 10조원까지 기록하는 등 빠르게 증가하고 있다. 수수료율은 원화마켓 기준 0.13%, 비트코인/이더리움/테더 마켓 기준 0.25%이며 오픈 기념 할인 이벤트를 통해 원화마켓은 0.05%의 수수료를 수취하고 있다.

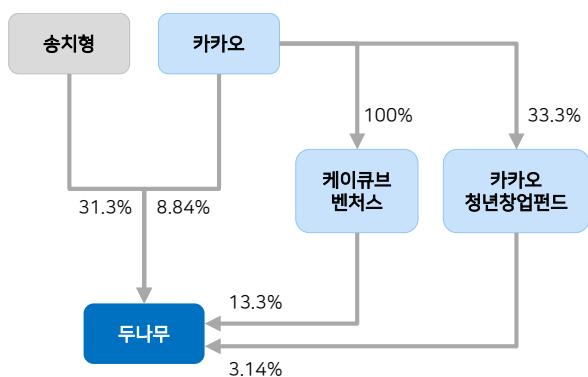
2018년 두나무로 인한 카카오의 지분법이익은 얼마나 될까? 일거래액이 지난 12월 5조원 수준으로 유지된다고 가정시, 평균 거래 수수료율을 0.01%~0.05%로 산정하면 연간 지분법수익은 461억원에서 2,305억원까지 발생 가능하다. 보수적인 가정하에서도 카카오의 연간 세전이익은 기존 추정치대비 18.2% 상향될 수 있다.

그림13 두나무 주주구성



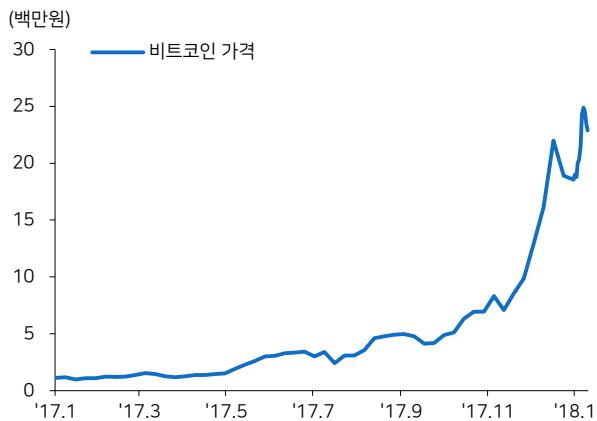
자료: 카카오, 두나무, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 두나무 지배구조



자료: 카카오, 두나무, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 비트코인 가격추이



주: 원화마켓 기준 1코인의 가격

자료: 빗썸, 메리츠종금증권 리서치센터

표10 두나무로 인한 카카오 지분법이익 얼마나 발생하나?

구분	단위	내용
카카오의 연간 지분법 수익	(억원)	461~2,305
카카오의 두나무 지분율	(%)	25.27
업비트 연간 거래액	(조원)	1,825
수수료율	(%)	0.01~0.05%
업비트 일평균 거래액	(조원)	5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표11 업비트의 비트코인 거래 수수료

마켓 형태	거래 방식	수수료율
원화(KRW) 마켓	원화를 이용해 암호화폐 거래	0.139% (오픈 기념 할인 이벤트 진행중, 0.05%)
비트코인(BYC) 마켓	비트코인이나 이더리움을 이용해 다른 코인(암호화폐)를 거래	0.25% (~2017.12 오픈 기념 할인 0.2%)
이더리움(ETH) 마켓	해외거래소인 비터렉스와의 제휴를 통해 이루어짐	
테더(USDT) 마켓	수수료 일부를 비트렉스에 분배, 나머지를 업비트가 수익으로 인식	

자료: 업비트, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 카카오 Valuation – 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치	6,450.0	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	150,000.0	
자회사 가치	6,280.7	
로엔	2,054.0	지분율 76.4%, 시가총액 2.7조원
카카오페이	366.0	지분율 61%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	880.0	지분율 80%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.6조원 가정
카카오페이지	460.8	지분율 57.6%, 8,000억원 가정
카카오뱅크	544.0	지분율 34%, 8,000억원 가정
기타 자회사	846.3	
순현금	114.6	
NAV	12,845.3	
적정주가(원)	189,974	
현주가(원)	149,500	
상승여력(%)	27.1%	

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	1,464.2	1,979.4	2,353.3	2,613.7	2,877.0
매출액증가율 (%)	57.1	35.2	18.9	11.1	10.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,979.4	2,353.3	2,613.7	2,877.0
판매관리비	1,348.1	1,796.1	2,094.6	2,252.2	2,431.0
영업이익	116.1	183.3	258.7	361.5	446.0
영업이익률	7.9	9.3	11.0	13.8	15.5
금융손익	0.7	-18.2	-11.2	-9.5	-8.0
증속/관계기업손익	-10.4	-10.9	-11.5	-12.0	-12.6
기타영업외손익	-6.2	-6.5	-6.8	-7.1	-7.5
세전계속사업이익	100.3	173.9	265.7	371.0	458.0
법인세비용	34.8	24.2	64.3	89.8	110.8
당기순이익	65.5	149.8	201.4	281.3	347.2
지배주주지분 순이익	57.7	132.1	170.0	262.5	327.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	317.3	363.7	321.6	415.1	526.2
당기순이익(손실)	65.5	149.8	201.4	281.3	347.2
유형자산상각비	56.2	60.3	52.6	41.5	70.8
무형자산상각비	57.6	66.0	64.9	63.7	65.6
운전자본의 증감	115.4	191.4	731.1	1,372.8	189.9
투자활동 현금흐름	-1,000.0	-388.9	-254.5	-125.0	-68.1
유형자산의증가(CAPEX)	-81.0	-76.9	-73.1	-69.4	-66.0
투자자산의감소(증가)	-133.1	-28.9	-82.8	-28.7	-31.0
재무활동 현금흐름	923.8	196.4	905.1	-19.4	-18.2
차입금의 증감	776.9	106.2	3.4	20.1	-6.5
자본의 증가	834.6	130.7	1,000.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	244.5	196.4	194.1	29.7	107.4
기초현금	397.2	641.6	838.0	1,032.1	1,061.9
기말현금	641.6	838.0	1,032.1	1,061.9	1,169.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,217.0	1,428.7	1,672.6	1,705.6	1,812.8
현금및현금성자산	641.6	838.0	1,032.1	1,061.9	1,169.3
매출채권	173.9	177.1	194.8	214.3	192.9
재고자산	12.6	15.5	16.0	16.5	17.0
비유동자산	4,267.2	4,490.5	5,662.3	6,595.0	6,832.3
유형자산	253.9	267.0	275.1	283.3	212.5
무형자산	3,733.2	3,713.6	4,456.3	4,590.0	4,727.7
투자자산	255.5	479.8	900.9	1,691.7	1,862.1
자산총계	5,484.1	5,801.8	6,890.9	7,107.4	7,377.6
유동부채	806.0	842.3	843.8	846.5	890.9
매입채무	95.5	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	200.2	297.3	282.4	268.3	254.9
유동성장기부채	0.0	0.5	0.5	0.5	0.0
비유동부채	975.2	1,131.5	1,426.9	1,981.5	2,101.0
사채	795.4	794.3	794.3	794.3	794.3
장기차입금	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,781.2	1,808.7	1,764.1	1,774.1	1,785.5
자본금	33.9	33.9	37.6	37.6	37.6
자본잉여금	3,105.0	3,235.7	4,235.7	4,235.7	4,235.7
기타포괄이익누계액	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	304.0	357.8	487.7	694.3	953.1
비지배주주지분	270.4	490.1	585.9	757.2	776.5
자본총계	3,702.9	3,993.1	5,126.8	5,333.4	5,592.1

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,178	29,205	34,654	38,488	42,365
EPS(지배주주)	874	1,950	2,504	3,866	4,828
CFPS	3,340	4,467	3,782	4,903	8,552
EBITDAPS	3,482	4,567	5,539	6,872	8,577
BPS	50,765	51,585	66,868	67,387	70,914
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	88.1	70.3	62.7	40.6	32.5
PCR	23.1	30.7	41.5	32.0	18.4
PSR	3.5	4.7	4.5	4.1	3.7
PBR	1.5	2.7	2.3	2.3	2.2
EBITDA	229.9	309.5	376.1	466.7	582.4
EV/EBITDA	24.3	31.3	29.1	23.8	18.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	3.8	4.2	5.8	7.0
EBITDA 이익률	15.7	15.6	16.0	17.9	20.2
부채비율	48.1	45.3	34.4	33.3	31.9
금융비용부담률	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(X)	8.1	13.7	17.7	27.4	37.6
매출채권회전율(X)	11.1	11.3	12.7	12.8	14.1
재고자산회전율(X)	163.5	141.0	149.3	161.0	172.1

Industry Brief
2018. 1. 11

▲인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	220,000 원
현재주가 (1.10)	168,000 원
상승여력	31.0%

KOSPI	2,499.75pt
시가총액	142,844억원
발행주식수	8,503만주
유동주식비율	28.16%
외국인비중	27.03%
52주 최고/최저가	199,500원/127,500원
평균거래대금	785.5억원

주요주주(%)

방준혁	24.38
씨제이아이엔엠	22.02
HAN RIVER INVESTMENT PTE.	17.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.4	11.3	-
상대주가	-10.7	6.0	-

주가그래프



넷마블게임즈 251270

Top Line 견조 vs. 마케팅비 증가

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 하회 전망. 4분기 1) 11월 15일 '리니지2레볼루션'의 북미/유럽 54개국 출시, 2) 11월 28일 '테라M' 출시, 3) 11월 21일 '페이트/그랜드오더' 출시 등 신작 출시로 외형 증가
- ✓ 4분기 마케팅비는 20% QoQ 증가한 1,210억원 예상. 이익 회복세 약화
- ✓ 2018년 신규게임 출시 일정은 2월 NTP 행사 이후 가시화될 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지

4Q17, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 6,023억원(+30.1% YoY), 1,005억원(-14.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,737억원, 영업이익 1,524억원)대비 하회한다. 국가별 '리니지2레볼루션'의 일매출액은 한국 8억원, 일본 10억원, 동남아 5억원, 북미/유럽 5억원 수준으로 추정한다. 국내와 일본 매출 수준은 비교적 견조하나, 동남아 매출액은 뚜렷한 감소세 시현하였으며 북미/유럽 매출액은 기대보다 부진하다. 다만 '테라M'과 '페이트/그랜드오더'의 국내 매출순위는 상위 10위권을 기록하며 양호하였다. 1월 9일 기준 '테라M'의 국내 매출 순위는 6위, '페이트/그랜드오더'는 12위로 견조하나 자체개발게임이 아닌 퍼블리싱 게임이기에 이익기여도는 크지 않다. 따라서 4Q17 영업이익률은 북미/유럽 마케팅비의 과다집행으로 2.5%p QoQ 하락한 16.7%로 추정한다.

2018년 신작게임 출시, NTP 이후로 지연

2018년 기대게임인 '블레이드앤소울 레볼루션'과 '세븐나이츠2' 등의 출시 일정이 2월 NTP(Netmarble Together with Press) 이후 구체화될 전망이다. 1분기는 신규게임 출시 부재 등으로 모멘텀 공백기이나, 2018년 2번째 레볼루션 시리즈인 '블레이드앤소울 레볼루션'의 국내와 글로벌 출시로 실적 및 기업가치는 한 단계 레벨업될 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 22 만원 유지

넷마블게임즈에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 22만원을 유지한다. 국내 게임 컨텐츠의 해외진출 주도하는 대표 모바일게임사로 위치 견고, 그에 따른 프리미엄 부여한 2018E Target PER은 35.4배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,500.0	294.7	174.0	2,719	14.1	17,946	-	-	-0.1	15.3	49.4
2017E	2,411.3	517.5	341.4	4,299	47.9	49,182	43.8	3.8	21.8	12.6	19.2
2018E	2,978.2	699.1	464.6	5,465	28.0	54,400	30.8	3.1	13.7	10.6	14.2
2019E	3,506.4	1,150.1	866.3	10,189	75.1	64,031	16.5	2.6	9.7	17.2	12.7
2020E	3,950.5	1,314.9	991.5	11,661	13.0	74,903	14.4	2.2	8.1	16.8	11.4

표13 4Q17 Preview : 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	463.0	687.2	540.1	581.7	602.3	30.1	3.5	673.7
국내	267.7	476.6	261.0	260.7	233.2	-12.9	-10.6	-
해외	195.3	210.6	279.1	321.0	369.1	89.0	15.0	-
영업이익	118.1	200.1	105.1	111.8	100.5	-14.9	-10.1	152.4
지배순이익	72.0	130.1	70.2	74.3	66.8	-7.2	-10.1	104.8

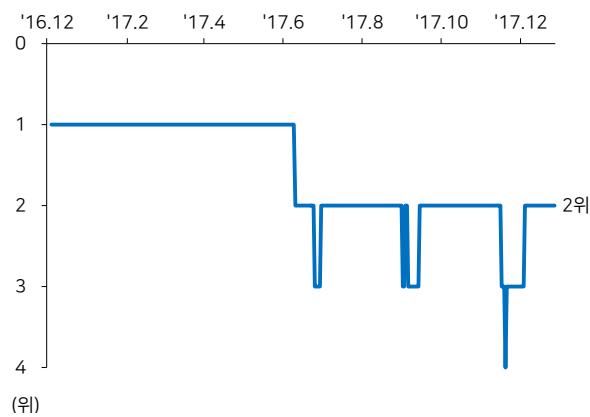
자료: 넷마블게임즈, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 넷마블게임즈 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	687.2	540.1	581.7	602.3	556.1	827.0	831.8	763.3	1,500.0	2,411.3	2,978.2
국내	476.6	261.0	260.7	233.2	131.6	338.8	270.4	117.8	743.7	1,231.5	858.7
해외	210.6	279.1	321.0	369.1	424.5	488.1	561.4	645.6	756.4	1,179.8	2,119.6
게임별 매출											
리니지2레볼루션	378.0	199.8	261.8	276.0	193.2	257.6	219.5	207.2	140.0	1,097.2	877.5
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	-	-	-	-	-	184.0	92.0	46.0	-	-	322.0
세븐나이츠2	-	-	-	-	-	-	110.4	73.6	-	-	184.0
기타	158.1	156.6	146.3	199.3	178.2	195.0	213.4	233.8	1,006.4	623.9	820.3
영업비용	487.1	435.0	470.3	501.8	457.1	611.2	622.6	588.2	1,205.3	1,808.0	2,132.0
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	225.8	335.8	337.7	309.9	603.6	985.1	1,209.2
마케팅비	78.4	82.4	101.0	121.0	72.3	99.2	99.8	84.0	255.6	382.8	355.3
기타	34.9	41.9	44.0	46.2	48.5	60.2	63.2	66.4	99.9	167.0	238.3
영업이익	200.1	105.1	111.8	100.5	99.0	215.7	209.2	175.2	294.7	517.5	699.1
지배순이익	130.1	70.2	74.3	66.8	65.8	143.4	139.0	116.4	174.0	341.4	464.6

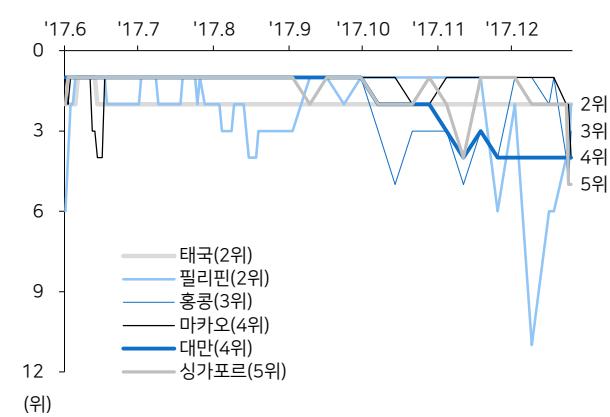
자료: 넷마블게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



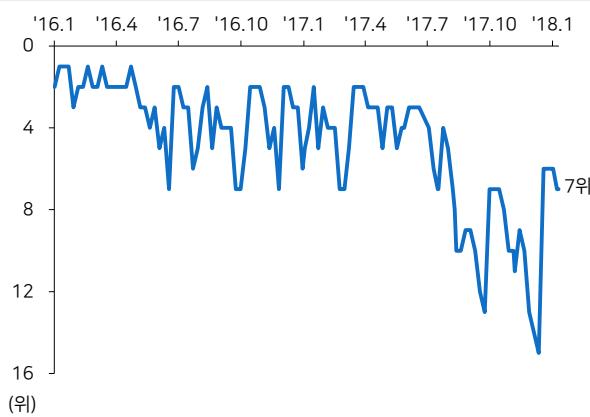
주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림17 '리니지2레볼루션' (아시아 주요 국가) 매출 순위



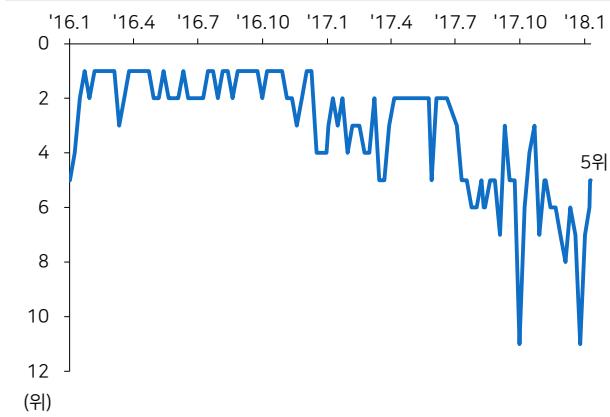
주: 2018.1.9 구글플레이 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림18 '세븐나이츠 for Kakao' (한국) 매출 순위



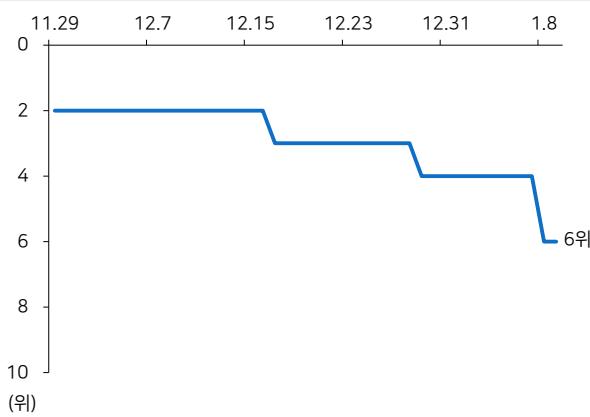
주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림19 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



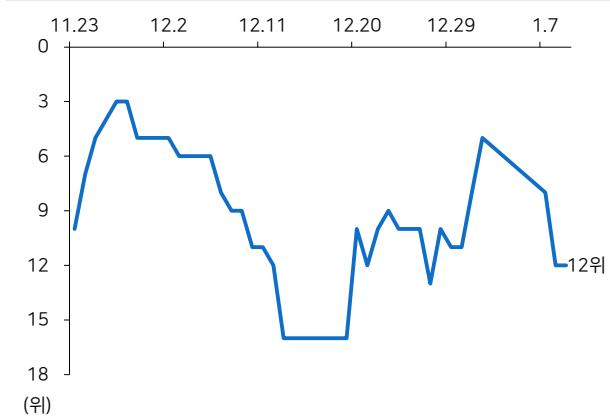
주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림20 '테라M' (한국) 매출 순위



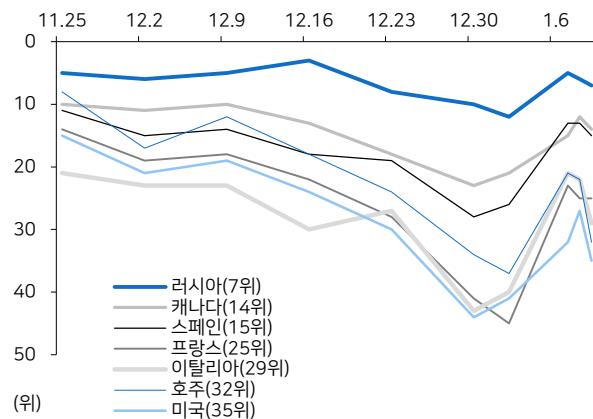
주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림21 '페이트/그랜드오더' (한국) 매출 순위



주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림22 '리니지2레볼루션' 북미/유럽 주요국가 매출순위



주: 2018.1.9 구글플레이 게임 매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 넷마블, 매해 2~3월 연간 출시게임 소개 행사 개최



자료: 넷마블게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

표15 2017~2018년 게임 라인업

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
1Q17	스타워즈포스아레나	넷마블몬스터	글로벌	1월12일 154개국 출시
	나이츠 크로니클	넷마블몬스터	일본	3월2일 출시
2Q17	요괴	플로피게임즈	한국, 일본	4월 4일 한국 출시
	쿠키챔블라스트	챔시티	글로벌	-
	스누피팝		글로벌	-
	퓨처라마		글로벌	-
	트랜스포머:포지드 투 파이트	카밤 밴쿠버	북미, 유럽	4월 7일 155개국 출시
	펜타스톰	팀미스튜디오	한국	4월 25일 출시
	데스티니6	알파카게임즈	글로벌	6월 7일 출시
	리니지2레볼루션	넷마블게임즈	동남아	6월 14일 출시
2H17	리니지2레볼루션	넷마블게임즈	일본	8월 23일 출시
	리니지2레볼루션	넷마블게임즈	북미, 유럽	11월 15일 54개국 출시
	페이트/그랜드 오더	딜라이트웍스	한국	11월 21일 출시
	테라M	블루홀	한국	11월 28일 출시
1H18	블레이드앤소울레볼루션	체리벅스	한국, 중국	엔씨소프트의 대표 IP '블레이드앤소울' 활용
	세븐나이즈2	넷마블넥서스	한국, 일본	넷마블게임즈의 장수 모바일게임 '세븐나이즈' MMORPG 버전
	더킹오브파이터즈 올스타	-	일본	일본 유명 게임 '킹오브파이터즈'의 IP 활용
	스톤에이지 MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 터제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	요괴워치 메달워즈	-	일본	전세계 134개국에 방영된 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용
	팬텀게이트	레벨나인	북미, 유럽	북미 시장 목표로 스토리 중심의 어드벤처 RPG
	테리아사가	넷마블블루	일본	일본 시장 겨냥해 만든 모바일 RPG
	나이츠 크로니클	넷마블몬스터	글로벌	3월 일본에 출시한 '나이츠 크로니클'의 글로벌 론칭
	이카루스M	위메이드엔터테인먼트	한국, 중국	인기 온라인게임 '이카루스' IP 활용한 모바일 MMORPG
	G.I.JOE	-	북미, 유럽	글로벌 인기 영화 시리즈 'G.I.JOE' IP 활용
	트렌디타운	이노스파크	글로벌	실시간 소셜 플레이가 가능한 모바일 MMOSNG

자료: 넷마블게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

표16 Valuation – 적정주가 22만원 유지

항목	단위	2018E
매출액	(십억원)	2,978.2
순이익률	(%)	17.68%
순이익	(십억원)	526.5
EPS(a)	(원)	6,214
3yrs EPS CAGR ('17~'20)	(%)	39.45%
적정 PER(b)	(배)	35.4
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	220,000
적정시가총액	(십억원)	18,640.6

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

넷마블게임즈 (251270)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500.0	2,411.3	2,978.2	3,506.4	3,950.5
매출액증가율 (%)	39.8	60.8	23.5	17.7	12.7
매출원가	751.5	1,253.9	1,518.9	1,683.1	1,896.3
매출총이익	748.5	1,157.4	1,459.3	1,823.3	2,054.3
판매관리비	453.9	554.2	613.1	673.3	739.3
영업이익	294.7	517.5	699.1	1,150.1	1,314.9
영업이익률	19.6	21.5	23.5	32.8	33.3
금융손익	0.3	24.5	19.4	17.4	18.3
증속/관계기업손익	-3.5	-3.6	-3.7	-3.8	-3.9
기타영업외손익	-16.0	-16.5	-17.0	-17.5	-18.0
세전계속사업이익	275.6	516.3	691.8	1,139.9	1,304.6
법인세비용	66.3	123.9	166.0	273.6	313.1
당기순이익	209.3	384.1	526.5	922.0	1,041.7
지배주주지분 순이익	174.0	341.4	464.6	866.3	991.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	197.1	231.8	488.7	887.1	1,018.8
당기순이익(손실)	209.3	384.1	526.5	922.0	1,041.7
유형자산상각비	8.2	8.6	9.0	9.5	9.9
무형자산상각비	22.4	23.5	24.7	26.0	27.3
운전자본의 증감	-82.3	-258.3	-25.4	-35.3	-10.4
투자활동 현금흐름	-207.4	-3,093.6	-362.6	-663.0	-768.3
유형자산의증가(CAPEX)	-89.9	-94.3	-99.1	-104.0	-109.2
투자자산의감소(증가)	-104.3	-217.7	-152.3	-182.7	-219.3
재무활동 현금흐름	63.0	2,140.8	-141.1	42.2	40.6
차입금의 증감	263.7	-66.0	0.3	0.3	0.8
자본의 증가	276.2	1,170.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	56.8	55.2	-61.0	194.1	201.2
기초현금	215.9	272.7	327.8	266.8	460.9
기말현금	272.7	327.8	266.8	460.9	662.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	721.5	2,866.3	2,955.1	3,570.4	4,281.2
현금및현금성자산	272.7	327.8	266.8	460.9	662.0
매출채권	244.2	244.2	244.2	244.2	275.1
재고자산	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1
비유동자산	1,236.0	2,100.7	2,156.0	2,215.6	2,228.7
유형자산	122.9	136.6	124.9	114.1	85.6
무형자산	540.1	1,339.6	1,406.6	1,476.9	1,449.7
투자자산	543.8	543.8	543.8	543.8	612.7
자산총계	1,957.4	5,126.9	5,442.9	6,319.7	7,304.5
유동부채	421.2	421.1	252.3	267.0	300.3
매입채무	108.6	108.6	108.6	108.6	122.4
단기차입금	105.3	5.1	5.4	5.6	5.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	225.8	260.0	260.0	260.0	263.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	647.1	825.1	676.4	712.3	747.9
자본금	6.8	26.8	26.8	26.8	26.8
자본잉여금	1,200.3	2,350.3	2,350.3	2,350.3	2,350.3
기타포괄이익누계액	84.8	84.8	84.8	84.8	84.8
이익잉여금	293.9	635.3	1,099.9	1,940.8	2,890.0
비지배주주지분	94.1	120.1	141.1	163.0	187.8
자본총계	1,310.4	4,301.9	4,766.5	5,607.4	6,556.5

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,445	30,362	35,027	41,239	46,462
EPS(지배주주)	2,719	4,299	5,465	10,189	11,661
CFPS	5,301	5,537	7,040	11,597	15,820
EBITDAPS	5,084	8,001	10,349	13,943	15,903
BPS	17,946	49,182	54,400	64,031	74,903
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	43.8	30.8	16.5	14.4
PCR	-	34.0	23.9	14.5	10.7
PSR	-	6.2	4.8	4.1	3.6
PBR	-	3.8	3.1	2.6	2.2
EBITDA	325.3	635.4	879.9	1,185.5	1,352.1
EV/EBITDA	-0.1	21.8	13.7	9.7	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	12.6	10.6	17.2	16.8
EBITDA 이익률	21.7	26.4	29.5	33.8	34.2
부채비율	49.4	19.2	14.2	12.7	11.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	149.2	218.6	5,975.4	8,121.2	9,265.8
매출채권회전율(X)	8.1	9.9	12.2	14.4	15.2
재고자산회전율(X)	1,374.8	1,278.8	1,579.5	1,859.7	1,970.4

Industry Brief
2018. 1. 11

엔씨소프트 036570

1분기, 바텀피싱 기회

▶ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월)	550,000 원
현재주가 (1.10)	436,000 원
상승여력	26.1%

KOSPI	2,499.75pt
시가총액	95,654억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.72%
외국인비중	44.77%
52주 최고/최저가	488,000원/263,500원
평균거래대금	1,040.1억원

주요주주(%)	주가상승률(%)		
	1개월	6개월	12개월
국민연금공단	12.14		
김택진	11.98		
넷마블게임즈	8.89		

주가그래프



- ✓ '리니지M'은 2017년 6월 21일 출시 이후 2Q17 일매출 80억원, 3Q17 58억원, 4Q17 35억원 수준으로 안정적
- ✓ '리니지M' 대만은 12월 11일 출시 이후 일매출 20~30억원의 양호한 성과 달성
- ✓ 2018년 신규게임 모멘텀은 1월 '라인팡야모바일'(동남아), 1분기 '아이온레기온스'(북미/유럽)가 개시

4Q17, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,216억원(+83.3% YoY), 1,881억원(+84.9% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 5,555억원, 영업이익 2,206억원) 대비 하회한다. '리니지M'은 2017년 6월 21일 출시 이후 2Q17 일매출 80억원, 3Q17 58억원, 4Q17 35억원 수준으로 하향 안정화되고 있다. 대만 '리니지M' 역시 12월 11일 출시 이후 일매출 20~30억원의 양호한 성과 달성 중이다.

영업이익률은 36.1%로 전분기대비 4.0%p QoQ 하락하는데 외형은 감소한 반면 인건비는 인센티브 지급으로 증가하기 때문이다. 4분기에도 3분기와 유사한 수준(약 400억원)의 상여 발생 예상하며 야구단 등 전반적인 인건비 증가한다.

신작 출시일정 점검

2018년 신규게임 모멘텀은 해외에서 먼저 시작된다. 1월 '라인팡야모바일'의 동남아 출시, 1분기 '아이온레기온스'의 북미/유럽 출시가 예상된다. 엔씨소프트의 PC IP 모바일화 작업은 꾸준히 진행, 기업가치 역시 꾸준히 재평가된다. 기대작인 '블레이드앤소울2'는 2분기 출시, '아이온템페스트'와 '리니지2M'은 하반기 출시가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 55 만원 유지

단기 신작모멘텀 부재로 인한 1Q17 주가조정은 바텀피싱 기회로 판단한다. 동사의 로열티 높은 게임 IP(Intellectual Property)들의 모바일 전환에 따른 성장 스토리 유효하나 18E PER은 14.6배 수준으로 글로벌 동종업종 평균 PER 28배 대비 48% 할인받고 있어 지나친 저평가 국면으로 판단한다.

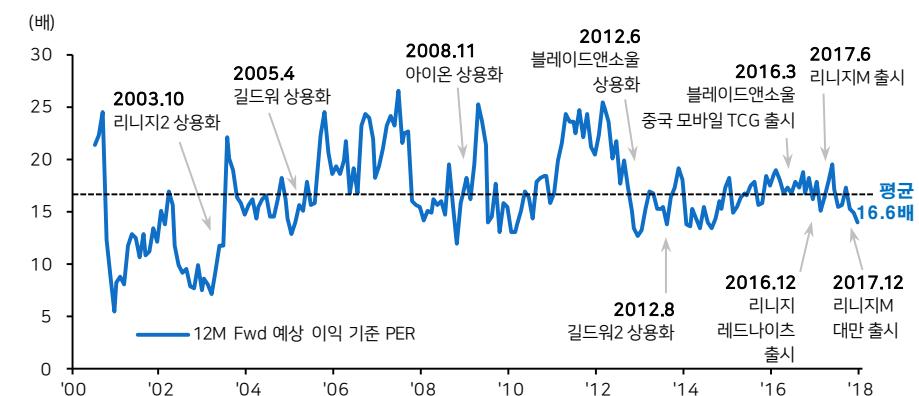
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	983.6	328.8	272.3	12,416	63.1	85,985	19.9	2.9	12.7	14.9	24.5
2017E	1,746.9	583.9	470.3	21,443	73.2	102,313	20.9	4.4	15.2	22.8	22.6
2018E	2,168.8	812.5	638.1	29,087	35.6	126,320	14.6	3.4	10.1	25.4	20.1
2019E	2,530.3	981.1	778.2	35,470	21.9	156,369	11.9	2.7	8.1	25.1	17.8
2020E	2,762.2	1,084.4	859.0	39,156	10.4	189,782	10.8	2.2	6.9	22.6	16.1

그림24 엔씨소프트 주가, 어디쯤 왔을까? – 2017년 12월 고점 이후 10.7% 하락



자료: Wisefn, 메리츠증금증권 리서치센터

그림25 엔씨소프트 밸류에이션, 어디쯤 왔을까? – 역사적 평균 수준하회



자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠증금증권 리서치센터

그림26 '리니지M' 주요 이벤트 및 매출순위



주: 2018.1.9 국내 게임 카테고리 매출순위

자료: 앱애니, 엔씨소프트, 메리츠증금증권 리서치센터

표17 4Q17 Preview – 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	%YoY	%QoQ	Consensus
매출액	284.6	239.5	258.6	727.3	521.6	83.3	-28.3	555.5
PC	211.0	141.9	113.9	119.4	111.0	-47.4	-7.0	-
리니지	118.4	51.5	33.8	35.4	36.3	-69.3	2.5	-
리니지2	20.4	18.4	16.7	15.6	14.8	-27.5	-5.1	-
아이온	17.9	13.3	10.8	10.2	8.8	-50.8	-13.7	-
블레이드앤소울	39.4	44.6	39.0	38.0	40.3	2.3	6.1	-
길드워2	14.9	14.2	13.6	20.1	10.8	-27.5	-46.3	-
로열티	41.5	63.5	36.1	43.6	65.2	57.1	49.5	-
리니지2레볼루션	15.3	36.8	18.4	26.2	25.8	68.6	-1.5	-
모바일	18.5	23.4	93.7	551.0	327.0	1,667.6	-40.7	-
리니지M	-	-	80.0	533.6	322.0	-	-39.7	-
기타	13.6	10.6	14.9	13.3	13.9	2.2	4.5	-
영업이익	101.7	30.4	37.6	327.8	188.1	84.9	-42.6	220.6
세전이익	104.2	24.1	47.2	365.5	195.4	87.5	-46.5	223.8
지배순이익	67.2	17.5	30.7	275.1	147.0	118.8	-46.6	170.7

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 '리니지M'의 흥행 사이클 장기화



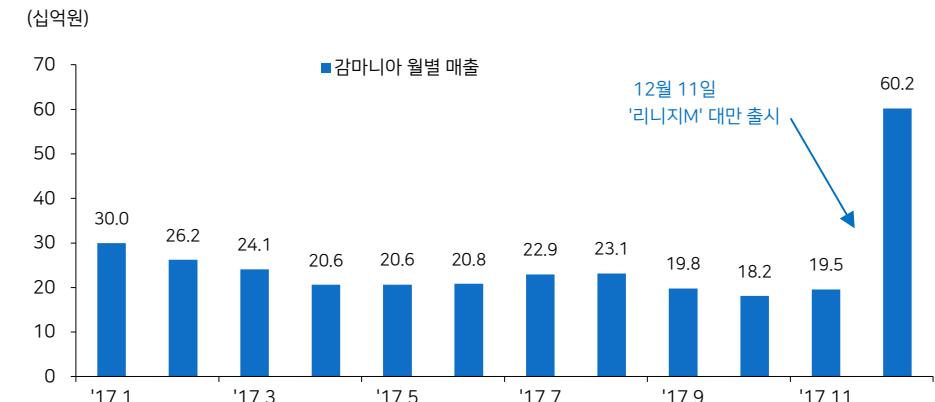
자료: 엔씨소프트, 모바일인덱스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 감마니아, 1월 10일 월별 실적 발표 – '리니지M'의 대만 성과 확인



자료: 감마니아, 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 12월 리니지M의 대만 일매출은 20억원 수준으로 추정



자료: 김마니아, 메리츠종금증권 리서치센터

표18 2017-2018 주요게임 라인업

	1H17		2H17		1H18		2H18	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지M (리니지1 IP, 6.21 출시)	국내	리니지M (리니지1, 12월 11월 출시)	대만	라인팡야모바일 (엔트리브소프트개발)	동남아	아이온 텁페스트 (아이온)	국내
	파이널 블레이드 (스카이피플 개발, 2.14 출시)	국내			아이온 레기온스오브워 (뉴질랜드, 멕시코 등 소프트론칭 상태)	북미 유럽	리니지2M (리니지2)	국내
	H2 (엔트리브소프트 개발, 3.31 출시)	국내			블레이드앤소울2	한국	리니지RK (리니지1, 알파게임즈 퍼블리싱)	중국
PC	MXM(6.21 출시)	북미 유럽	검령홍문굴기 (블레이드앤소울, 텐센트/8월 출시)	중국	MXM	한국 일본 중국	프로젝트TL (CBT 예정)	국내
			길드워2: 패스오브파이어 (9월 22일 출시)	북미 유럽	리니지2: 각성(37게임즈)	중국		

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

표19 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	239.5	258.6	727.3	521.6	430.7	375.6	526.7	835.8	983.6	1,746.9	2,168.8
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
로열티	63.5	36.1	43.6	65.2	73.5	81.2	70.9	64.6	118.4	208.4	290.1
리니지2레볼루션	36.8	18.4	26.2	25.8	19.3	25.8	22.0	20.7	14.0	109.7	146.0
모바일	23.4	93.7	551.0	327.0	234.4	168.8	324.4	644.0	18.5	995.2	1,371.5
리니지M	-	80.0	533.6	322.0	184.0	119.6	92.0	92.0	-	935.6	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
영업이익	30.4	37.6	327.8	188.1	133.8	121.7	177.8	379.1	328.8	583.9	812.5
세전이익	24.1	47.2	365.5	195.4	137.7	125.7	181.9	383.3	346.1	628.5	828.6
지배순이익	17.5	30.7	275.1	147.0	106.0	96.8	140.1	295.2	272.3	470.3	638.1

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

표20 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
			(1/10)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E					
한국	넷마블게임즈	14.3	2,276.0	3,129.9	529.4	909.4	38.0	22.0	50.4	0.8	15.7	3.9	21.1
	엔씨소프트	9.6	1,672.9	2,076.0	581.4	829.6	19.0	14.0	40.0	0.5	22.9	3.8	12.7
	컴투스	1.6	479.5	538.5	185.2	203.6	10.9	9.5	10.4	1.0	22.0	2.2	4.9
미국	Blizzard	48.6	6,990.8	7,389.9	2,381.0	2,718.5	28.6	25.0	13.7	2.1	14.9	4.7	19.0
	EA	33.7	5,154.6	5,589.3	1,675.5	1,974.8	28.6	25.7	17.7	1.6	28.0	9.2	17.6
중국	Tencent	513.0	36,786.0	51,181.0	13,006.7	15,793.7	51.0	39.0	34.3	1.5	31.2	14.1	35.5
	Netease	45.3	8,150.8	10,415.2	2,072.1	2,404.8	22.5	19.2	15.8	1.4	29.2	6.2	18.8
	Perfect World	6.7	1,287.6	1,596.7	246.4	319.8	29.0	23.2	25.3	1.1	18.4	5.3	23.1
일본	Nintendo	51.9	8,965.4	11,434.5	1,263.6	2,398.2	54.1	43.6	118.8	0.5	7.5	4.1	151.2
	Cyberagent	5.0	3,631.7	4,029.5	274.8	350.7	69.2	83.4	-3.9	-17.8	11.4	6.5	14.2
	Bandai Namco	7.3	5,737.8	5,986.2	592.0	659.0	19.4	17.2	17.8	1.1	12.8	2.3	7.5
	Square Enix	5.8	2,302.8	2,503.0	364.4	404.0	32.4	24.3	18.5	1.7	11.3	3.6	14.2
Global Average		61.9	6,953.0	8,822.5	1,931.0	2,413.8	33.6	28.8	29.9	-0.4	18.8	5.5	28.3

주: 3yrs EPS CAGR은 2016~2019년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	983.6	1,746.9	2,168.8	2,530.3	2,762.2
매출액증가율 (%)	17.3	77.6	24.2	16.7	9.2
매출원가	187.6	201.4	220.3	303.6	331.5
매출총이익	796.0	1,545.5	1,948.5	2,226.7	2,430.8
판매관리비	467.2	961.7	1,136.0	1,245.6	1,346.4
영업이익	328.8	583.9	812.5	981.1	1,084.4
영업이익률	33.4	33.4	37.5	38.8	39.3
금융손익	10.7	19.5	24.5	25.2	26.0
증속/관계기업손익	7.4	0.6	1.0	0.9	1.0
기타영업외손익	-0.7	25.7	-2.2	-2.5	-3.5
세전계속사업이익	346.1	628.5	828.6	997.5	1,101.2
법인세비용	74.7	148.1	371.4	1,104.3	657.3
당기순이익	271.4	470.3	638.0	778.1	858.9
지배주주지분 순이익	272.3	470.3	638.1	778.2	859.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	112.0	535.8	679.3	808.8	876.9
당기순이익(손실)	271.4	470.3	638.0	778.1	858.9
유형자산상각비	26.5	27.5	26.0	22.4	41.7
무형자산상각비	5.9	2.8	1.1	1.0	0.6
운전자본의 증감	-154.4	-229.4	26.1	31.4	11.4
투자활동 현금흐름	-138.7	-95.5	-168.6	-83.0	-85.9
유형자산의증가(CAPEX)	-16.6	-23.9	-25.1	-26.4	-27.7
투자자산의감소(증가)	-63.0	-31.5	-33.0	-34.7	-36.4
재무활동 현금흐름	-73.8	-21.7	-22.8	-23.9	-25.1
차입금의 증감	148.7	-15.3	-15.3	-15.3	-15.3
자본의 증가	-9.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-103.3	327.1	286.1	372.5	386.4
기초현금	248.1	144.8	472.0	758.0	1,130.5
기말현금	144.8	472.0	758.0	1,130.5	1,516.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,191.6	1,590.3	2,109.5	2,766.3	3,499.8
현금및현금성자산	144.8	472.0	758.0	1,130.5	1,516.9
매출채권	158.5	190.3	228.6	274.6	299.7
재고자산	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
비유동자산	1,169.2	1,176.3	1,235.1	1,296.8	1,361.7
유형자산	224.7	184.5	193.7	203.4	161.8
무형자산	53.4	56.0	58.8	61.8	61.2
투자자산	629.1	755.6	907.5	1,090.0	1,189.9
자산총계	2,360.8	2,766.5	3,344.5	4,063.1	4,861.4
유동부채	284.4	312.8	344.1	378.5	416.3
매입채무	6.7	8.0	9.6	11.5	12.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	180.9	187.3	194.9	203.9	208.9
사채	149.7	149.8	149.8	149.8	149.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	465.3	510.5	560.2	614.9	674.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	431.7	431.7	431.7	431.7
기타포괄이익누계액	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
이익잉여금	1,543.8	1,904.5	2,433.0	3,097.2	3,835.6
비지배주주지분	10.0	11.4	13.0	17.7	22.9
자본총계	1,895.5	2,256.0	2,784.3	3,448.2	4,186.5

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	44,852	79,644	98,857	115,335	125,905
EPS(지배주주)	12,416	21,443	29,087	35,470	39,156
CFPS	17,610	28,020	46,088	85,584	50,553
EBITDAPS	16,470	27,999	38,270	45,787	51,351
BPS	85,985	102,313	126,320	156,369	189,782
DPS	3,820	5,000	5,000	5,200	5,500
배당수익률(%)	1.5	1.1	1.2	1.2	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	20.9	14.6	11.9	10.8
PCR	14.1	16.0	9.2	4.9	8.4
PSR	5.5	5.6	4.3	3.7	3.4
PBR	2.9	4.4	3.4	2.7	2.2
EBITDA	361.2	614.1	839.6	1,004.5	1,126.6
EV/EBITDA	12.7	15.2	10.1	8.1	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	22.8	25.4	25.1	22.6
EBITDA 이익률	36.7	35.2	38.7	39.7	40.8
부채비율	24.5	22.6	20.1	17.8	16.1
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0
이자보상배율(X)	110.4	181.2	249.5	301.3	2,570.0
매출채권회전율(X)	8.0	10.0	10.4	10.1	9.6
재고자산회전율(X)	1,455.7	2,384.8	2,465.1	2,394.5	2,290.2

Industry Brief
2018. 1. 11

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	100,000 원
현재주가 (1.10)	67,400 원
상승여력	48.4%

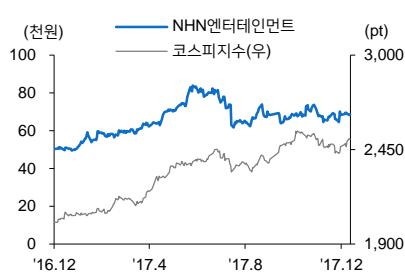
KOSPI	2,499.75pt
시가총액	13,187억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	50.43%
외국인비중	13.25%
52주 최고/최저가	84,000원/49,450원
평균거래대금	70.6억원

주요주주(%)

이준호	17.38
제이엘씨(속)	14.05
제이엘씨파트너스(속)	10.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	-14.7	35.1
상대주가	1.0	-18.7	10.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	33.8	43.5	2,222	356.6	76,223	30.8	0.9	15.0	2.9	23.4
2018E	1,031.3	58.4	78.7	4,021	104.1	80,675	17.1	0.9	12.2	5.1	24.6
2019E	1,140.6	91.2	101.5	5,188	34.5	86,480	13.2	0.8	8.7	6.2	25.7
2020E	1,265.5	135.0	131.7	6,731	33.9	93,211	10.2	0.7	6.4	7.5	26.4

NHN 엔터테인먼트 181710

기대치 부합 예상

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 부합할 전망. 게임은 비수기이나 결제는 가맹점 증가로 거래액 증가. 마케팅비는 페이코의 갤러리아, 현대백화점 입점으로 프로모션 증가
- ✓ 웹보드게임 매출액은 꾸준한 상황. 웹보드게임 규제 일몰(18년 3월 25일) 다가오고 있어 현재 문광부와 게임업계는 규제 재검토, 18년 2월 규제 방향성 확정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지. 페이코의 성장성은 1Q18 삼성페이 가맹점3월까 입점으로 극대화될 것

4Q17 실적, 기대치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,321억원(-1.1% YoY), 91억원(+100.2% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 2,413억원, 영업이익 111억원)에 대체로 부합한다. 사업부문별로는 웹보드 347억원(+9.1% YoY), 퍼블리싱 144억원(-23.4% YoY), 모바일 635억원(-6.2% YoY), 기타 1,196억원(+2.3% YoY)으로 추정된다. 웹보드 게임 매출액은 계절적 성수기로 양호, 모바일게임의 경우 일본 '콤파스' 매출이 애니메이션과의 콜라보레이션 프로모션으로 증가하며 양호하였다. 페이코는 11~12월 갤러리아, 현대백화점에 연이어 입점하며 거래액 증가하였으며 12월 월거래액은 3,500억원 수준으로 추정한다. 페이코의 수익화 본격화 시점은 1분기 삼성페이 가맹점 입점을 전후로 이루어질 전망이다.

웹보드게임 규제 일몰, 다가온다

지난해 10월부터 문광부와 게임업계는 2018년 3월 15일 웹보드게임 규제 일몰을 앞두고 규제안 재검토 작업을 진행하고 있다. 월결제한도 50만원, 2,500원 이하의 소액방 선택 가능 등 현행 규제안의 큰 틀은 유지하되 게임성을 저하시키는 10만원 손실시 24시간 접속제한 규제 완화, 게임당 베팅한도의 상향 조정이 기대된다. 참고로 웹보드게임 매출액은 2013년 2,539억원→2015년 834억원으로 67% 감소, 2018년 1,584억원으로 과거대비 62% 수준으로 회복할 전망이다.

페이코의 눈부신 성장

2018년 페이코 거래액은 4.8조원(+140% YoY)으로 예상. 유통/금융 기업 등 3자와의 파트너쉽 활발한데 비플랫폼 기업이기 때문에 오히려 자유로운 성장이 가능하다. 2018년에는 쇼핑검색광고 도입 계획하고 있어 현재 수수료 기반(약 0.01%) 수익모델에서 광고비즈니스 본격화될 것이다.

표21 4Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	234.7	226.7	224.9	219.7	232.1	-1.1	5.6	241.3
PC	50.1	55.6	49.0	48.5	49.1	-2.0	1.2	-
웹보드	31.8	37.5	33.3	33.0	34.7	9.1	5.2	-
퍼블리싱	18.8	18.1	15.7	15.0	14.4	-23.4	-4.0	-
모바일	67.7	71.0	73.8	63.8	63.5	-6.2	-0.5	-
기타	116.9	100.1	102.1	107.4	119.6	2.3	11.4	-
영업이익	4.5	9.2	9.9	5.5	9.1	100.2	64.7	11.1
세전이익	-53.5	20.9	19.2	14.2	18.7	-135.1	31.7	19.7
지배순이익	-47.0	13.8	5.8	4.1	12.6	-125.8	864.6	12.2

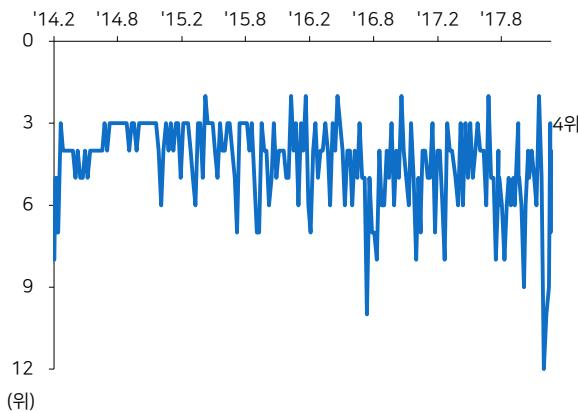
자료: NHN엔터테인먼트, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

표22 NHN엔터테인먼트 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	226.7	224.9	219.7	232.1	240.8	248.9	260.3	281.2	856.4	903.4	1,031.3
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
영업비용	217.5	215.0	214.2	223.0	225.8	233.6	249.2	264.3	830.1	869.7	972.9
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	8.5	8.8	8.5	8.8	37.0	32.6	34.6
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	20.2	20.8	21.4	22.1	22.7	70.0	71.7	87.0
영업이익	9.2	9.9	5.5	9.1	15.0	15.3	11.1	16.9	26.4	33.8	58.4
세전이익	20.9	19.2	14.2	18.7	24.8	25.4	21.4	27.3	26.0	73.9	98.9
지배순이익	12.0	5.8	1.3	12.6	16.6	17.0	14.3	18.3	12.5	43.5	78.7

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

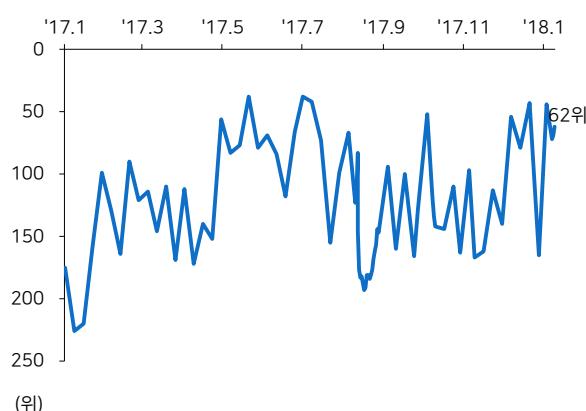
그림30 라인 '디즈니즈무쓰무' 매출 순위 (일본)



주: 2018.1.9 구글플레이 일본 게임 매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

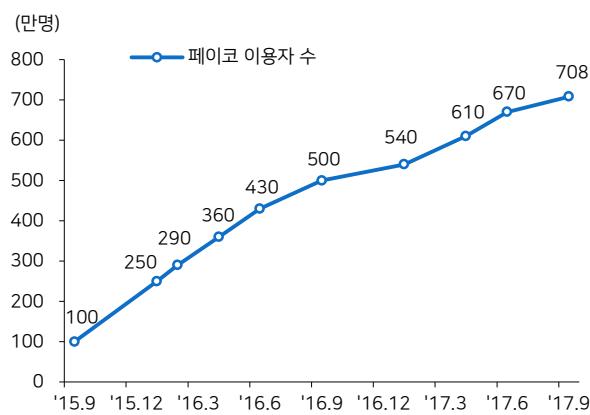
그림31 '콤파스' 매출 순위 (일본)



주: 2018.1.9 구글플레이 일본 게임 매출 기준

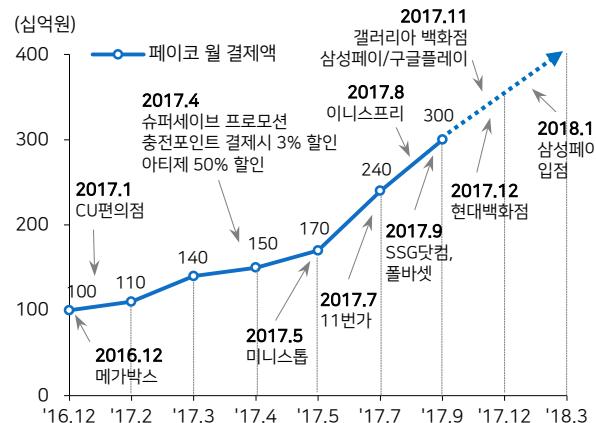
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 페이코 이용자수



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 페이코 월 거래액



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

표23 Valuation – 적정주가 10만원 유지

구분	단위	내용
한게임	(십억원)	1,109.8
2018E 순이익	(십억원)	74.0
Target P/E	(배)	15.0
페이코	(십억원)	450
총 가입자수	(만명)	900
가입자당 가치	(원)	50,000
기타 투자자산	(십억원)	319.5
총 기업가치	(십억원)	1,879.3
적정주가	(원)	96,053
현주가	(원)	67,400
상승여력	(%)	48.4%

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 2018년 1분기 삼성페이 제휴 가시화

PAYCO × SAMSUNG PAY



- 오프라인 결제 범용성 확보
- 국내 최초로 MST, NFC, 바코드 결제 제공 서비스
- 개별 OTC 방식을 통하여 개인정보 유출 위험 차단
- 삼성페이 지원 단말기에 삼성페이 가입만 되어있으면 사용 가능
- 삼성페이, NHN KCP 결제창 연동 및
한게임, 코미코 등 당사의 온라인 컨텐츠 결제 적용

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 웹보드 규제 : 2017년말, 웹보드 규제안 재검토 개시 → 2018년 3월부터 변경된 규제안 시행 예정



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	856.4	903.4	1,031.3	1,140.6	1,265.5
매출액증가율 (%)	32.9	5.5	14.1	10.6	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	903.4	1,031.3	1,140.6	1,265.5
판매관리비	830.1	869.7	972.9	1,049.3	1,130.5
영업이익	26.4	33.8	58.4	91.2	135.0
영업이익률	3.1	3.7	5.7	8.0	10.7
금융손익	29.3	49.8	49.7	51.2	52.7
종속/관계기업손익	-13.1	-13.5	-13.9	-14.3	-14.7
기타영업외손익	-16.6	-17.1	-17.6	-18.2	-18.7
세전계속사업이익	26.0	73.9	98.9	133.0	178.1
법인세비용	18.9	41.4	32.6	43.9	58.8
당기순이익	7.1	32.5	66.3	89.1	119.3
지배주주지분 순이익	12.5	43.5	78.7	101.5	131.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	83.4	46.7	82.0	107.6	140.8
당기순이익(손실)	7.1	32.5	66.3	89.1	119.3
유형자산상각비	24.4	22.0	18.7	13.7	0.3
무형자산상각비	12.6	8.7	1.3	1.3	0.3
운전자본의 증감	61.7	-40.8	1.9	2.1	8.4
투자활동 현금흐름	36.7	32.5	66.3	89.1	119.3
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-36.6	-37.7	-38.9	-40.0
투자자산의감소(증가)	115.3	-38.2	-41.1	-44.3	-67.5
재무활동 현금흐름	-79.2	19.6	20.8	22.9	25.2
차입금의 증감	-29.6	-4.3	0.0	0.0	-9.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.1	-39.7	37.3	43.3	50.1
기초현금	260.4	301.5	261.8	299.1	342.4
기말현금	301.5	261.8	299.1	342.4	392.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	749.5	740.1	775.7	816.2	883.3
현금및현금성자산	301.5	261.8	299.1	342.4	392.5
매출채권	113.2	226.7	249.4	274.3	301.8
재고자산	21.9	23.6	25.4	27.4	30.4
비유동자산	1,088.7	1,135.6	1,186.7	1,241.5	1,308.4
유형자산	114.3	107.7	100.7	93.4	93.1
무형자산	323.0	339.1	356.1	373.9	373.6
투자자산	492.3	530.5	571.6	615.9	683.4
자산총계	1,838.2	1,903.4	2,005.8	2,134.5	2,297.5
유동부채	267.6	294.3	323.8	356.1	385.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	2.3	2.3	2.3	2.3
유동성장기부채	21.4	9.0	9.0	9.0	0.0
비유동부채	60.2	71.6	75.8	80.3	87.2
사채	0.0	6.1	6.1	6.1	6.1
장기차입금	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	327.7	360.5	396.6	436.2	479.8
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	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	262.6	295.1	361.4	450.5	569.8
비지배주주지분	47.7	51.6	30.8	6.3	-6.1
자본총계	1,510.5	1,542.9	1,609.2	1,698.3	1,817.6

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
SPS	43,773	46,176	52,709	58,295	64,682
EPS(지배주주)	639	2,222	4,021	5,188	6,731
CFPS	3,682	4,138	5,939	7,220	8,555
EBITDAPS	3,238	3,291	4,008	5,430	6,933
BPS	74,766	76,223	80,675	86,480	93,211
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	78.7	30.8	17.1	13.2	10.2
PCR	13.7	16.5	11.6	9.5	8.0
PSR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.1
PBR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	63.4	64.4	78.4	106.2	135.7
EV/EBITDA	9.3	15.0	12.2	8.7	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	2.9	5.1	6.2	7.5
EBITDA 이익률	7.4	7.1	7.6	9.3	10.7
부채비율	21.7	23.4	24.6	25.7	26.4
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(X)	13.2	95.8	112.5	175.8	576.2
매출채권회전율(X)	8.0	5.3	4.3	4.4	4.4
재고자산회전율(X)	78.3	39.8	42.1	43.2	43.8

Industry Brief
2018. 1. 11

▲인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

펄어비스 263750

4 분기보단 1 분기

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 하회할 전망. PC게임 '검은사막'의 중동/터키 진출 효과, 기존 출시 지역인 북미/유럽/대만 등은 계절적 성수기로 양호한 매출 성장. 그러나 인력 충원 및 마케팅 증가로 이익은 기대치 대비 하회
- ✓ 4분기 실적보단 1Q18 출시될 '검은사막 모바일'에 대한 기대가 더 큰 상황
- ✓ '검은사막 모바일'은 2월 9~11일 CBT 이후 정식 출시될 예정으로 사전예약자 수는 2월 출시 전까지 무난히 300만 돌파할 것으로 기대

Buy

적정주가 (12 개월)	270,000 원
현재주가 (1.10)	240,900 원
상승여력	12.1
KOSDAQ	834.91pt
시가총액	29,068억원
발행주식수	1,207만주
유동주식비율	46.35%
외국인비중	3.59%
52주 최고/최저가	250,000원/98,900원
평균거래대금	405.3억원
주요주주(%)	
김대일 외 5 인	46.40

주가상승률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	28.8	-	-
상대주가	14.8	-	-

주가그래프



4Q17 실적, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 298억원(+95.8% YoY), 162억원(+102.3% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 332억원, 영업이익 175억원) 대비 하회하나, 당사 추정치 대비로는 무난한 실적 달성을 예상된다. PC게임 '검은사막'의 중동, 터키 진출 효과, 기존 출시 지역인 북미/유럽/대만 등 계절적 성수기 효과로 양호한 매출 성장이 예상된다. 다만 영업비용 중에서 인건비가 빠르게 증가하여 4Q17 인건비는 13.8% QoQ 증가한 66억원, 마케팅비 역시 165% QoQ 증가한 39억원으로 추정한다.

'검은사막 모바일' 출시는 2 월

4분기 실적보단 1분기 출시될 '검은사막 모바일'에 대한 기대가 더 큰 상황이다. '검은사막 모바일'은 2월 9~11일 CBT 이후 정식 출시될 예정으로 사전예약자 수는 2월 출시 전까지 무난히 300만 돌파할 것으로 기대한다. 2018년 '검은사막 모바일' 예상 매출액은 3,367억원으로 일매출 9.2억원으로 추정하였다. 국내 출시를 선두로 일본/동남아/북미/유럽까지 순차적 출시가 예상되어 일매출 9억원의 가정은 상향 조정의 가능성 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 27 만원 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지. 적정주가는 모바일 매출추정치 조정으로 27 만원으로 상향한다. 적정주가의 2018E Target PER은 15.1배 수준으로 '검은사막'이 PC에서 모바일, 콘솔로 플랫폼 다변화되고 있어 글로벌 플랫폼 다각화에 성공하는 프론티어라는 점에서 타당한 밸류에이션이다.

(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	495.1	248.9	215.7	22,077	323.9	31,387	10.2	7.2	9.7	107.6	8.0
2019E	507.0	263.9	208.6	17,787	-19.4	43,730	12.6	5.1	8.4	49.1	3.5
2020E	553.8	292.9	231.4	19,177	7.8	60,119	11.7	3.7	6.9	36.9	3.0

표24 4Q17 Preview : 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	15.2	31.8	33.0	27.6	29.8	95.8	8.2	33.2
PC	15.2	31.8	33.0	26.7	29.8	96.2	11.8	-
퍼블리싱	-	14.9	19.5	17.1	15.8	-	-7.6	-
직접 서비스	-	16.6	15.2	9.6	14.1	-	46.5	-
모바일	-	-	-	-	-	-	-	-
콘솔	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익	8.0	20.9	22.2	15.1	16.2	102.3	7.7	17.5
세전이익	11.0	18.0	22.9	16.0	17.0	54.7	6.5	18.4
지배순이익	9.6	15.2	19.6	13.4	14.6	50.8	8.3	18.2

자료: 펠어비스, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 '검은사막 모바일' 2018년 2월에 뵙겠습니다



자료: 펠어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

표25 실적추정치 조정내역

(십억원)		2018E	2019E
매출액	수정후	495.0	506.9
	수정전	447.1	467.1
	% diff	10.7%	8.5%
영업이익	수정후	248.9	263.9
	수정전	208.6	235.6
	% diff	19.3%	12.0%
지배순이익	수정후	215.7	208.6
	수정전	181.2	186.6
	% diff	19.0%	11.8%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표26 펠어비스 분기별 실적 – 2018년 모바일로 성장성 극대화

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	31.8	33.0	27.6	29.8	61.7	132.5	163.4	137.5	61.6	124.6	495.0
PC	31.8	33.0	26.7	29.8	31.7	31.5	31.6	31.7	61.6	123.6	126.4
퍼블리싱	14.9	19.5	17.1	15.8	17.7	17.9	17.7	17.3	-	69.6	70.6
직접 서비스	16.6	15.2	9.6	14.1	14.0	13.6	13.9	14.4	-	55.5	55.9
모바일	-	-	-	-	30.0	92.0	120.7	94.0	-	-	336.7
콘솔	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업비용	10.9	10.8	12.5	13.6	32.8	61.0	74.1	78.4	17.0	50.4	246.1
인건비	4.1	4.6	5.8	6.6	6.9	7.3	7.6	8.0	10.7	21.1	29.8
지급수수료	3.2	2.3	1.9	2.1	15.3	32.9	40.5	34.1	0.0	9.7	122.8
광고선전비	1.3	1.2	1.5	1.5	7.1	17.3	22.3	32.5	0.0	7.8	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
영업이익	20.9	22.2	15.1	16.2	28.9	71.5	89.3	59.1	44.6	74.2	248.9
세전이익	18.0	22.9	16.0	17.0	29.8	72.4	90.2	60.0	45.9	73.7	252.3
지배순이익	15.2	19.6	13.4	14.6	25.4	61.9	77.1	51.3	40.4	62.7	215.7

주: Calendar Year 기준(6월 결산기업)

자료: 펠어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	92.7	495.1	507.0	553.8
매출액증가율 (%)	-	433.9	2.4	9.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	92.7	495.1	507.0	553.8
판매관리비	33.2	246.2	243.1	260.8
영업이익	59.6	248.9	263.9	292.9
영업이익률	64.2	50.3	52.1	52.9
금융손익	-1.0	3.4	3.6	3.7
증속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	58.4	246.0	263.9	293.0
법인세비용	7.5	36.6	58.8	65.3
당기순이익	50.9	215.7	208.6	231.4
지배주주지분 순이익	50.9	215.7	208.6	231.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	46.6	215.2	203.6	231.5
당기순이익(순실)	50.9	215.7	208.6	231.4
유형자산상각비	0.8	0.4	0.7	0.5
무형자산상각비	0.3	0.1	0.2	0.2
운전자본의 증감	-10.6	-3.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-27.5	-15.9	-14.3	-19.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2.4	-1.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.0	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-3.4	182.2	-7.7	-5.3
차입금의 증감	1.1	-1.0	0.0	0.0
자본의 증가	7.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.6	246.8	197.3	190.5
기초현금	31.3	46.9	293.7	491.0
기말현금	46.9	293.7	491.0	681.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	93.3	373.1	570.9	780.4
현금및현금성자산	46.9	293.7	491.0	681.4
매출채권	22.7	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	8.4	13.1	13.7	14.2
유형자산	3.0	4.4	4.7	4.9
무형자산	1.0	4.3	4.5	4.7
투자자산	1.9	2.0	2.1	2.2
자산총계	101.7	348.0	546.3	747.1
유동부채	19.9	22.4	15.1	17.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.1	0.1	0.1	0.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.2	3.4	3.6	3.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	23.1	25.8	18.6	21.7
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	2.6	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	70.4	83.8	289.3	487.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	78.6	322.2	527.7	725.4

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	9,495	50,670	43,223	45,893
EPS(지배주주)	5,208	22,077	17,787	19,177
CFPS	6,551	22,804	17,995	19,337
EBITDAPS	6,208	25,534	22,580	24,332
BPS	7,651	31,387	43,730	60,119
DPS	-	0	0	0
배당수익률(%)	-	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	-	10.2	12.6	11.7
PCR	-	9.9	12.5	11.6
PSR	-	4.4	5.2	4.9
PBR	-	7.2	5.1	3.7
EBITDA	60.6	249.5	264.8	293.6
EV/EBITDA	-1.1	9.6	8.3	6.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	64.8	107.6	49.1	36.9
EBITDA 이익률	65.4	50.4	52.2	53.0
부채비율	29.5	8.0	3.5	3.0
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	395.8	158,331.0	83,938.8	93,171.2
매출채권회전율(x)	4.1	22.3	22.4	20.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

Industry Brief
2018. 1. 11

▲인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	100,000 원
현재주가 (1.10)	73,500 원
상승여력	36.1%
KOSDAQ	834.91pt
시가총액	4,847억원
발행주식수	660만주
유동주식비율	63.95%
외국인비중	7.36%
52주 최고/최저가	92,500원/43,250원
평균거래대금	135.7억원
주요주주(%)	
송병준 외 4 인	33.56%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	3.1 19.9 53.6
상대주가	-8.1 -5.5 17.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	161.5	4.3	29.5	4,516	46.1	35,865	10.8	1.4	39.0	13.2	38.7
2017E	111.6	-17.3	14.7	2,272	-49.4	37,651	40.6	2.5	-50.9	6.2	36.1
2018E	183.7	16.5	47.5	7,318	222.1	45,079	10.8	1.8	26.5	17.7	30.1
2019E	209.9	31.2	53.0	8,029	9.7	53,187	9.9	1.5	15.0	16.3	25.6
2020E	233.2	42.3	62.5	9,479	18.1	62,760	8.4	1.3	10.1	16.4	21.8

게임빌 063080

‘로열블러드’, 게임빌의 미래

- ✓ 4Q17 실적, 영업적자 확대 전망. 4분기 매출액과 영업손실은 각각 275억원, 62억원 예상. ‘아키에이지 비긴즈’ 등 신작출시 있었으나 기대보다 부진
- ✓ 1월 12일 동사 최대 기대작인 ‘로열블러드’ 국내 출시. ‘로열블러드’의 성과가 게임빌의 개발력과 성장성을 판가름하는 주요 잣대가 될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 10만원으로 상향. 동사의 신작사이를 본격화되고 있다는 점 감안하여 Target PER Multiple 13.5배로 상향

4Q17, 영업적자 확대 전망

게임빌의 4분기 실적은 영업적자가 확대될 전망이다. 4분기 매출액과 영업손실은 각각 275억원(-28.5% YoY), 63억원(적자지속, YoY)으로 예상한다. ‘MLB 9innings’, ‘크리티카’, ‘별이되어라’ 등 기존게임 매출은 노후화되었으며 신작 ‘아키에이지 비긴즈’ 등의 성과가 부진했기 때문이다. 반면 ‘로열블러드’의 출시를 앞두고 TV CF 등 광고비 증가로 영업적자는 확대된다.

‘로열블러드’, 게임빌의 미래

2018년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1,979억원(+47.2% YoY), 159억원(+흑전, YoY)으로 신작 사이를 본격화에 힘입어 지난 2년간의 부진을 떨치고 턴어라운드 기대된다. 게임빌은 2017년 10월 25일 ‘아키에이지 비긴즈’ 출시를 시작으로, 자체개발 게임 ‘로열블러드’ 역시 1월 12일 출시를 앞두고 있다. 또한 2월 ‘빛의 계승자’, 3월 ‘로열블러드’의 글로벌 출시가 예정되어 있는 등 올해 약 10개의 신작 출시를 준비하고 있다.

컴투스의 지분가치, 그 이상의 Value?

게임빌의 시가총액 4,847억원에서 컴투스 지분가치 3,953억원을 제외하면 게임빌의 영업가치는 약 900억원 수준에 불과하다. 이제는 컴투스의 지분가치가 아닌 게임빌의 개발력과 IP Power에 근거한 재평가가 필요한 시점이다. 2018년 신작 라인업이 정상 가동되고 영업가치가 정상 궤도에 진입한다면 18E Target PER 13.5배는 부담스럽지 않다.

표27 4Q17 Preview : 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	39.2	28.6	30.2	25.4	27.5	-28.5	8.3	33.3
국내 모바일	17.7	12.7	10.7	11.4	11.9	-32.6	5.0	-
해외 모바일	21.5	15.9	19.5	14.0	15.6	-27.6	10.9	-
영업이익	-2.4	-3.0	-4.2	-3.8	-6.3	적지	적지	-2.3
세전이익	4.2	4.8	4.3	3.4	4.8	18.8	42.9	7.4
지배순이익	3.3	3.3	5.7	2.3	3.4	17.0	46.3	4.5

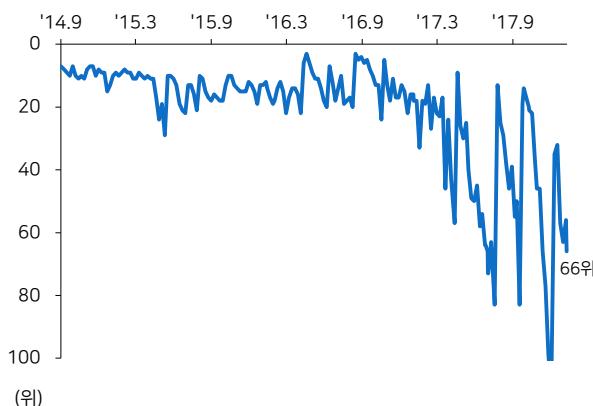
자료: 게임빌, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표28 게임빌 분기별 실적 – 2018년 턴어라운드 기대

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	28.6	30.2	25.4	27.5	36.3	45.6	49.2	52.6	161.5	111.6	183.7
국내 모바일	12.7	10.7	11.4	11.9	20.0	24.4	27.4	30.1	70.6	46.6	101.9
해외 모바일	15.9	19.5	14.0	15.6	16.3	21.2	21.8	22.5	91.6	65.0	81.8
영업이익	-3.0	-4.2	-3.8	-6.3	-0.4	5.0	5.6	6.4	4.3	-17.3	16.5
세전이익	4.8	4.3	3.4	4.8	10.3	17.3	18.2	19.1	36.3	17.3	64.9
지배순이익	3.3	5.7	2.3	3.4	7.5	12.6	13.4	14.0	29.5	14.7	47.5

자료: 게임빌, 메리츠증권 리서치센터

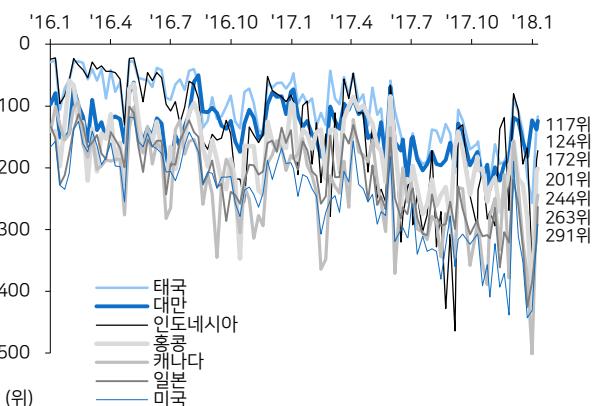
그림37 ‘별이되어라 for Kakao’ 매출 순위



주: 2018.1.9 구글플레이 국내 게임매출 순위

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

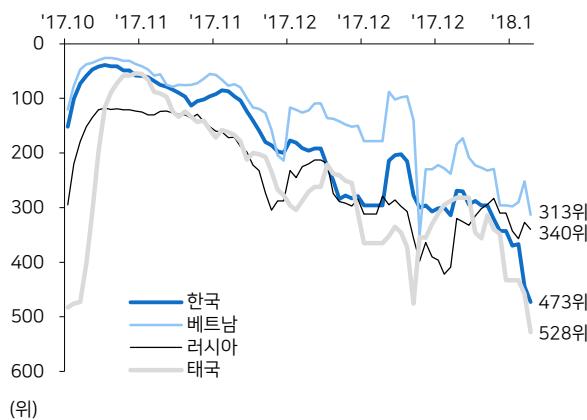
그림38 ‘드래곤 블레이즈’ 주요국가 매출 순위



주: 2018.1.9 구글플레이 게임 매출 순위

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림39 '아카에이지 비김즈' 매출순위



주: 2018.1.9 구글플레이 게임 매출 순위

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림40 '로열블러드', 2018년 1월 12일 출시



자료: 게임빌, 메리츠종금증권 리서치센터

표29 게임빌의 신규게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
애프터펄스(Android)	FPS	디지털 레전드	'17.4.5 출시	아이폰 발매 당시 약 30개 국가에서 게임 매출 10위권
MLB퍼펙트이닝 Live	스포츠	공게임즈	'17.4.13 출시	30개의 메이저리그 구단 및 실제 선수들 사실적으로 구현
워오브크라운	전략RPG	애즈원게임즈	'17.4.26 출시	8월 신규컨텐츠 '보스전' 공개했으나 매출 부진 지속
크로매틱소울(중국 Android)	RPG	게임빌(자체개발)	'17.6월	고품질 2D 그래픽을 갖춘 정통 단체 RPG
아카에이지 비김즈	RPG	엑스엘게임즈	'17.10.25 출시	유명 PC 온라인게임 '아카에이지'의 IP 활용. 3월과 6월, 2번 CBT
로열블러드	MMORPG	게임빌(자체개발)	'18.1.12 출시 '18. 3월 글로벌 출시	100: 100 대규모 RvR과 레이드 보스, 이벤트 중심의 필드 컨텐츠
빛의 계승자	전략 RPG	올엠	'18. 2 출시 예정	크리티카 개발사의 차기작, 수집형 전략 RPG, 9월 국내 테스트 진행
A.C.E	전략 RPG	드래곤플라이	1H18	전략시뮬레이션과 롤플레잉의 결합
NBA IP 신작	스포츠	-	1H18	NBA 공식 라이선스를 활용한 농구 게임
코스모 듀얼	캐주얼 PVP	콩스튜디오	1H18	아바타와 아이템을 전략적으로 조합하는 실시간 대전 퍼즐 게임
자이언츠워	전략 RPG	-	1H18	글로벌 감성의 히어로 육성 게임
탈리온	MMORPG	유티플러스	1H18	구르기 및 점프, 360도 시점 조절이 가능한 FULL 3D MMORPG
엘룬	전략 RPG	게임빌(자체개발)	2H18	글로벌 유저 취향에 맞춘 새로운 감각의 수집형 전략 RPG
게임빌 프로야구(가제)	스포츠	-	2H18	게임빌 프로야구의 후속작
피싱마스터2	스포츠	-	2H18	언리얼4엔진을 활용한 낚시 게임

자료: 게임빌, 메리츠종금증권 리서치센터

게임빌 (063080)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	161.5	111.6	183.7	209.9	233.2
매출액증가율 (%)	6.0	-30.9	64.6	14.2	11.1
매출원가	62.8	50.3	56.9	65.0	72.3
매출총이익	98.7	61.3	126.8	144.8	160.9
판매관리비	94.4	78.6	110.2	113.7	118.6
영업이익	4.3	-17.3	16.5	31.2	42.3
영업이익률	2.7	-15.5	9.0	14.8	18.1
금융손익	-0.9	-1.3	-0.6	-0.3	0.6
증속/관계기업손익	39.2	41.2	43.2	45.4	47.7
기타영업외손익	-6.3	-1.2	-2.2	-2.5	1.0
세전계속사업이익	36.3	17.3	64.9	73.8	91.6
법인세비용	7.0	2.4	16.6	14.9	17.6
당기순이익	29.3	14.7	47.5	53.0	62.5
지배주주지분 순이익	29.5	14.7	47.5	53.0	62.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	4.0	18.6	48.8	53.3	62.6
당기순이익(순실)	29.3	15.0	48.3	53.0	62.5
유형자산상각비	2.4	3.0	2.6	2.0	1.6
무형자산상각비	2.0	1.9	0.7	0.6	0.2
운전자본의 증감	-0.7	-7.6	-0.7	-0.6	-0.3
투자활동 현금흐름	-10.6	-10.5	-26.7	-29.4	-32.3
유형자산의증가(CAPEX)	-4.1	-4.3	-4.5	-4.7	-4.9
투자자산의감소(증가)	-30.7	13.5	12.6	11.8	-19.9
재무활동 현금흐름	-44.0	-5.1	-4.8	-4.4	-4.2
차입금의 증감	-41.0	1.5	4.5	2.5	3.2
자본의 증가	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-50.4	3.0	17.4	19.5	26.2
기초현금	81.9	31.5	34.6	51.9	71.5
기말현금	31.5	34.6	51.9	71.5	97.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	59.5	63.7	84.0	106.8	136.9
현금및현금성자산	31.5	34.6	51.9	71.5	97.7
매출채권	11.4	10.7	10.0	9.4	10.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	266.0	255.2	239.3	224.9	243.0
유형자산	25.6	27.5	24.9	22.9	21.4
무형자산	8.9	6.9	6.2	5.7	5.4
투자자산	216.9	203.4	190.8	179.0	198.9
자산총계	325.5	339.3	387.2	440.3	503.4
유동부채	43.5	51.7	50.6	49.5	19.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
유동성장기부채	22.0	31.5	31.5	31.5	0.0
비유동부채	47.4	38.5	37.6	36.8	38.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	33.0	25.0	25.0	25.0	25.0
부채총계	90.9	90.0	89.6	89.7	90.2
자본금	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	76.1	75.9	75.9	75.9	75.9
기타포괄이익누계액	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
이익잉여금	161.2	176.2	224.4	277.4	339.9
비지배주주지분	0.7	1.1	0.4	-0.2	-0.8
자본총계	234.7	249.4	297.7	350.6	413.1

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
SPS	24,758	16,951	27,855	31,820	35,358
EPS(지배주주)	4,516	2,272	7,318	8,029	9,479
CFPS	1,314	-490	7,745	8,328	12,338
EBITDAPS	1,331	-1,875	3,005	5,109	6,690
BPS	35,865	37,651	45,079	53,187	62,760
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	40.6	10.8	9.9	8.4
PCR	37.1	-188.3	10.2	9.5	6.4
PSR	2.0	5.4	2.8	2.5	2.2
PBR	1.4	2.5	1.8	1.5	1.3
EBITDA	8.7	-12.4	19.8	33.7	44.1
EV/EBITDA	39.0	-50.9	26.5	15.0	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	6.2	17.7	16.3	16.4
EBITDA 이익률	5.4	-11.1	10.8	16.1	18.9
부채비율	38.7	36.1	30.1	25.6	21.8
금융비용부담률	0.8	1.5	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	3.3	-10.6	10.8	20.4	38.0
매출채권회전율(x)	13.2	10.1	17.7	21.6	23.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2018. 1. 11

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

컴투스 078340

거북이처럼 꾸준하다

- ✓ 4Q17 실적, 기대치 부합 전망. '서머너즈워'의 크리스마스 패키지 매출 양호하였고, 마케팅비 역시 월드아레나챔피언쉽 등으로 효율적 프로모션 진행됐기 때문
- ✓ 2018년 신작 출시 일정은 상반기 3개, 하반기 3개로 예상. 기대게임인 '스카이랜더스', '서머너즈워 MMORPG'는 하반기 예정으로 모멘텀 소강기
- ✓ 투자의견 Trading Buy 및 적정주가 14만원 유지. 적정주가의 2018E Target PER은 9.5배 수준

Trading Buy

적정주가 (12개월)	140,000 원
현재주가 (1.10)	125,500 원
상승여력	11.6%
KOSDAQ	834.91pt
시가총액	16,147억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.69%
외국인비중	28.41%
52주 최고/최저가	136,500원/85,500원
평균거래대금	122.8억원
주요주주(%)	
게임빌	24.54
KB자산운용	20.13
국민연금	5.01
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	0.6 8.0 37.0
상대주가	-10.3 -14.9 4.5

주가그래프



4Q17 실적, 기대치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,304억원(-2.1% YoY), 511억원(+20.4% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 1,361억원, 영업이익 491억원)에 무난히 부합할 전망이다. '서머너즈워'의 12월 크리스마스 패키지 매출이 양호하였으며, 마케팅비 역시 '월드아레나 챔피언쉽' 개최되었으나 효율적 마케팅비 집행으로 전년 TV광고 등의 매스 프로모션 대비 비용 감소하였다. 영업이익률 역시 39.2%로 전년동기 31.9% 대비 7.3%p 개선된다.

기대작은 하반기에

컴투스가 기대하는 신규게임 라인업 '스카이랜더스 모바일', '히어로즈워2', '서머너즈워 MMORPG'는 2018년 하반기 출시를 목표로 개발하고 있다. 상반기에도 '체인스트라이크', '버디크러쉬', '댄스빌' 등 3개의 신작 출시 계획하고 있으나 캐주얼, 골프 게임으로 기대감은 크지 않다.

밸류에이션 할인 불가피, 하반기에 투자하자

컴투스에 대한 투자의견 Trading Buy, 적정주가 14만원을 유지한다. 적정주가의 2018E Target PER은 9.5배 수준으로 단일게임 매출포트폴리오에 근거한 밸류에이션 할인 지속되고 있다. 하반기 기대 신작게임 출시로 포트폴리오 다변화시 본격 리레이팅 가능하다.

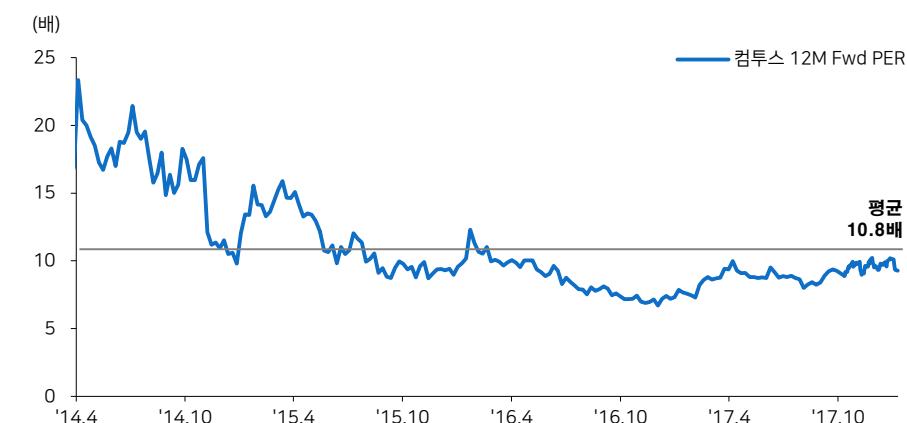
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	513.1	192.0	151.8	11,796	11.9	49,352	7.4	1.8	2.8	26.5	12.1
2017E	505.8	199.7	155.3	12,096	2.5	60,039	11.3	2.3	5.2	22.1	10.2
2018E	579.1	226.9	190.3	14,702	21.5	73,258	8.5	1.7	3.2	22.1	8.5
2019E	647.1	257.7	213.0	16,551	12.6	88,252	7.6	1.4	2.1	20.5	7.2
2020E	710.3	282.6	232.6	18,076	9.2	104,694	6.9	1.2	1.2	18.7	6.2

표30 4Q17 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	135.7	120.3	129.4	125.7	130.4	-2.1	3.7	136.1
국내 모바일	17.7	13.7	16.5	15.6	15.3	-13.5	-2.0	-
해외 모바일	118.0	106.6	112.4	110.1	114.5	-0.8	4.0	-
영업이익	44.2	50.1	49.0	49.6	51.1	20.4	3.1	49.1
세전이익	44.8	50.0	52.1	53.4	54.8	21.7	2.6	52.2
지배순이익	30.8	36.7	37.5	39.8	42.6	38.4	7.0	39.0

자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림41 컴투스의 12m Fwd PER 추이 – 역사적 평균 대비 하회 지속



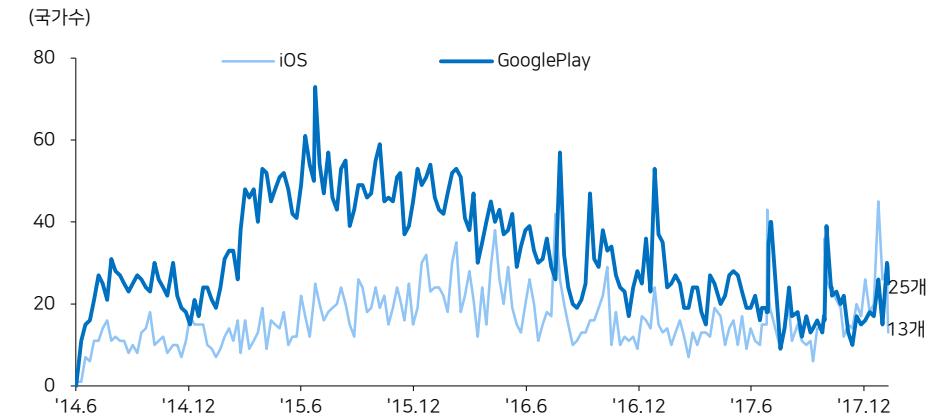
자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표31 컴투스 분기별 실적 – 18년 하반기 신작 성과 기대

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	120.3	129.4	125.7	130.4	131.9	142.0	146.3	158.9	513.0	505.8	579.1
국내 모바일	13.7	16.5	15.6	15.3	15.4	15.7	16.2	17.2	71.7	60.5	64.6
해외 모바일	106.6	112.4	110.1	114.5	115.9	125.8	129.6	141.2	440.5	443.6	512.5
영업이익	50.1	49.0	49.6	51.1	50.7	55.7	57.1	63.4	192.0	199.7	226.9
세전이익	50.0	52.1	53.4	54.8	54.8	59.9	61.4	67.8	199.0	210.7	244.0
지배순이익	36.7	37.5	39.8	42.6	42.7	46.7	47.9	52.9	151.8	155.3	190.3

자료: 컴투스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수 – 크리스마스 패키지, 아레나챔피언쉽 등으로 견조



주: 2018.1.9 게임 매출순위

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표32 컴투스의 신규게임 라인업

게임명	장르	출시시기	특징
낚시의 신 VR	스포츠	2017년 9월	자사 인기 낚시게임 '낚시의 신' IP 활용 9월 12일 구글 VR플랫폼 데이드림 출시
체인스트라이크	RPG	1H18	체스의 이동과 공격을 모티브로 제작된 텐제 RPG 2017년 11월 6일부터 게임 CBT 시작
버디크리시	스포츠	1H18	실시간 멀티플레이가 가능한 캐주얼 골프 게임
댄스빌	캐주얼	1H18	전연령층용 캐주얼 샌드박스 게임. 뮤직비디오 제작, 공유할 수 있는 것이 특징
스카이랜더스 모바일	전략 RPG	2H18	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 텐 방식의 전략 RPG
히어로즈워2	RPG	2H18	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 텐제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	2H18	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG로 소환수를 소환하고 자신만의 던전을 만들어 경쟁

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	513.1	505.8	579.1	647.1	710.3
매출액증가율 (%)	18.3	-1.4	14.5	11.7	9.8
매출원가	51.5	51.2	56.4	77.7	85.2
매출총이익	461.5	454.5	522.7	569.5	625.0
판매관리비	269.5	254.8	295.9	311.8	342.5
영업이익	192.0	199.7	226.9	257.7	282.6
영업이익률	37.4	39.5	39.2	39.8	39.8
금융손익	6.3	9.7	10.3	10.5	10.7
증속/관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	199.0	210.7	244.0	268.2	293.3
법인세비용	47.2	54.7	53.4	60.8	66.4
당기순이익	151.8	155.3	190.3	213.0	232.6
지배주주지분 순이익	151.8	155.3	190.3	213.0	232.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	156.0	157.2	191.1	215.9	235.8
당기순이익(손실)	151.8	155.6	189.2	213.0	232.6
유형자산상각비	1.9	1.6	1.1	0.6	0.2
무형자산상각비	1.3	1.1	1.0	0.6	0.6
운전자본의 증감	4.1	-15.2	-1.1	-1.2	5.6
투자활동 현금흐름	-131.4	-33.2	-40.7	-21.7	-19.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3	-1.4
투자자산의감소(증가)	8.0	-3.2	-3.6	-4.1	-3.2
재무활동 현금흐름	-19.6	-10.2	14.0	21.3	-14.8
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.2	114.6	148.8	170.5	187.8
기초현금	84.8	90.0	204.6	353.4	523.9
기말현금	90.0	204.6	353.4	523.9	711.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	654.3	790.4	958.0	1,148.1	1,357.3
현금및현금성자산	90.0	204.6	353.4	523.9	711.7
매출채권	61.8	75.9	77.4	78.9	80.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	57.7	60.6	63.1	66.7	69.1
유형자산	2.6	2.4	1.2	0.7	0.5
무형자산	2.6	2.6	2.7	2.7	2.1
투자자산	22.3	25.4	29.0	33.1	36.4
자산총계	712.0	851.0	1,022.7	1,217.2	1,430.4
유동부채	74.4	75.9	77.4	79.0	86.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.6	2.9	3.3	3.8	4.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.0	78.5	80.1	81.7	83.3
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.5	208.5	208.5	208.5
기타포괄이익누계액	6.8	5.2	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	434.8	552.4	694.8	845.2	1,060.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	635.0	772.5	942.6	1,135.5	1,347.0

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
SPS	39,875	39,308	45,011	50,296	55,202
EPS(지배주주)	11,796	12,096	14,702	16,551	18,076
CFPS	15,166	15,681	18,233	20,027	21,850
EBITDAPS	15,168	15,737	17,795	20,123	22,022
BPS	49,352	60,039	73,258	88,252	104,694
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.6	1.0	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	7.4	11.3	8.5	7.6	6.9
PCR	5.7	8.7	6.9	6.3	5.7
PSR	2.2	3.5	2.8	2.5	2.3
PBR	1.8	2.3	1.7	1.4	1.2
EBITDA	195.2	202.5	229.0	258.9	283.4
EV/EBITDA	2.8	5.2	3.2	2.1	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.5	22.1	22.1	20.5	18.7
EBITDA 이익률	38.0	40.0	39.5	40.0	39.9
부채비율	12.1	10.2	8.5	7.2	6.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	6,487.4	11,547.0	-	-	-
매출채권회전율(X)	8.3	7.3	7.6	8.3	8.9
재고자산회전율(X)	-	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 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

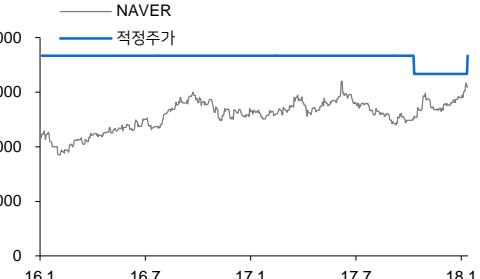
투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

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

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

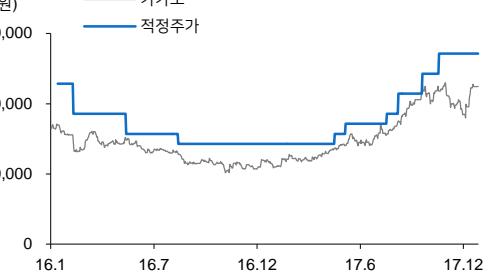
추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-43.9	-37.5	
2016.03.28	기업분석	StrongBuy	1,100,000	김동희	-43.6	-37.5	
2016.04.07	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-42.7	-37.5	
2016.04.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-41.0	-34.4	
2016.06.13	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-39.8	-31.5	
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-39.3	-31.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-36.5	-20.2	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-35.7	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-34.9	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-34.3	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-33.9	-18.2	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-33.5	-18.2	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-33.4	-18.2	
2017.01.15	1년 경과				-29.2	-27.2	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.7	-19.5	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.7	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-19.5	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.2	-19.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.0	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-24.9	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.3	-12.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-17.3	-10.6	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-	-	



카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

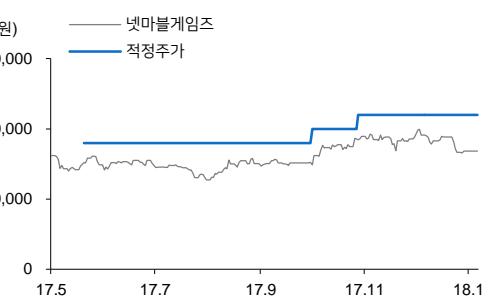
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.11	기업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.0	-13.4	
2016.04.07	산업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.1	-13.4	
2016.04.22	기업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.0	-13.4	
2016.05.13	기업브리프	Hold	110,000	김동희	-12.2	-4.2	
2016.07.12	산업브리프	Hold	110,000	김동희	-13.5	-4.2	
2016.08.12	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	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-11.5	-6.2	
2017.11.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-19.6	-15.3	
2017.11.30	산업분석	Buy	190,000	김동희	-24.5	-15.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-	-	



넷마블게임즈 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

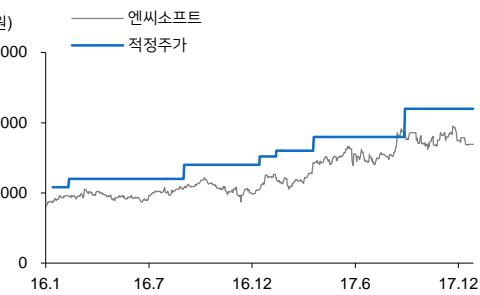
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Buy	180,000	김동희	-15.8	-10.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-15.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-	-	



엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

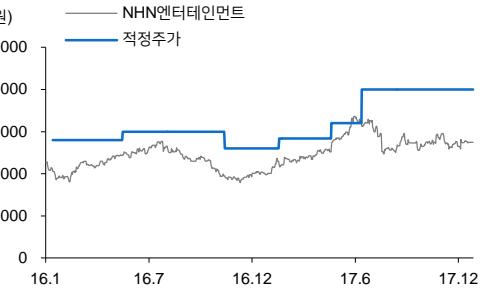
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-20.9	-17.7	
2016.03.08	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.03.18	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.5	-12.2	
2016.04.07	산업분석	Buy	300,000	김동희	-19.4	-12.2	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.7	-12.2	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	-20.4	-12.2	
2016.07.12	기업브리프	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	기업브리프	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	기업브리프	Buy	380,000	김동희	-21.9	-16.8	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-25.7	-10.4	
2017.04.14	기업브리프	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	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.2	-11.3	
2018.01.11	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-	-	



NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.18	기업브리프	Hold	70,000	김동희	-25.4	-17.9	
2016.04.07	산업분석	Hold	70,000	김동희	-22.5	-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	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-14.3	-7.7	
2016.08.16	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-16.5	-7.7	
2016.10.12	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-18.9	-7.7	
2016.11.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	-26.1	-20.9	
2017.01.10	기업브리프	Buy	65,000	김동희	-23.7	-8.9	
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	-17.9	-14.5	
2017.04.14	기업브리프	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	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.7	-17.6	
2017.11.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.6	-17.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.1	-17.6	
2018.01.11	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-	



펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.30	산업분석	Buy	250,000	김동희	-16.5	0.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-	-	

게임빌 (063080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.04	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-35.4	-31.8	
2016.02.25	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-29.7	-21.0	
2016.04.07	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-28.8	-20.2	
2016.05.12	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-27.2	-17.8	
2016.07.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-28.3	-17.8	
2016.08.11	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-35.0	-28.4	
2016.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-42.6	-28.4	
2017.01.10	산업브리프	Buy	70,000	김동희	-34.2	-29.7	
2017.02.09	기업브리프	Buy	70,000	김동희	-23.4	-2.9	
2017.04.14	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-22.9	-6.4	
2017.07.07	산업분석	Buy	80,000	김동희	-25.4	-6.4	
2017.10.12	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-20.2	15.4	
2018.01.11	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-	

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.02.04	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-29.1	-19.4	
2016.04.07	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-29.1	-19.4	
2016.05.12	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-28.2	-19.4	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-31.9	-19.4	
2016.10.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-20.5	-17.1	
2016.11.09	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-17.1	
2017.01.10	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-15.9	
2017.02.09	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.2	0.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-13.8	-10.8	
2017.05.15	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-7.1	
2017.07.07	산업분석	Buy	140,000	김동희	-15.7	-7.1	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-15.9	-7.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-3.0	
2017.11.08	기업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-13.3	-2.6	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-	-	