

인터넷/게임

Infection Point

13

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	190,000원
넷마블(251270)	Buy	220,000원
컴투스(078340)	Buy	230,000원
아프리카TV(067160)	Buy (신규)	65,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	1,100,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	480,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	100,000원



인터넷/게임
Analyst 김동희

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

인터넷/게임 Infection Point

13

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

인터넷/게임

Contents

Part I	Prologue : 변곡점	7
Part II	아시아, e스포츠에 홀릭하다	15
Part III	What에서 How로 - 동영상이 답이다	25
Part IV	혁신은 개방 속에 있다(Innovation in the Open)	43
Part V	한국의 승차공유플랫폼 - 시작이 반이다	59
기업분석	카카오(035720) 회복의 조짐	70
	넷마블(251270) 'Fake Love' 훈풍을 타고	72
	NAVER(035420) Bottom Value에 대한 고민	74
	엔씨소프트(036570) '신작 라인업' 접속오류	76
	컴투스(078340) 변곡점 진입, 후반전 시작된다	78
	아프리카TV(067160) 대세상승의 초입	80
	NHN엔터테인먼트(181710) 삼성페이와의 결합 본격화	82

I Prologue : 변곡점

- 2018년 국내 IT소프트웨어 업종은 10.4% 하락하며 부진
- 회복의 시그널
 - 1) 2018년 하반기 규제리스크 둔화
 - 2) 국내 카카오게임즈/글로벌 디디추싱, 텐센트뮤직 등의 IPO
 - 3) e스포츠에 대한 관심 고조, 중국 판호발급 재개로 게임산업 재평가

III What에서 How로 - 동영상이 답이다

- 2018년 검색 트렌드는 'What'을 넘어 'How'를 알고자 함
- 모바일 인터넷에서 '동영상'을 즐겨본다는 10대 비중 63%
- 5월 중국 최대 게임 실시간 스트리밍 플랫폼 '후야' 상장, 하반기 더우위TV, 아이치이 등의 기업공개로 동영상 플랫폼 가치 재평가

V 한국의 승차공유 플랫폼 - 시작이 반이다

- 북미/유럽 '우버'에서 중국 '디디추싱', 동남아 '그랩'까지 글로벌 차량공유 시장은 가파르게 성장
- 2018년 4월 카카오택시가 스마트호출 서비스 개시하며 유료화 시작
- 하반기 '럭시' 연동하며 본격 승차공유 플랫폼 선보일 전망

II 아시아, e스포츠에 홀릭하다

- 2018년 아시안게임에서 e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택
- 게임이 스포츠로 인정받으며 선택된 게임의 라이프사이클 장기화
- 게임산업 밸류체인이 리그 운영, 스트리밍 플랫폼 등으로 다변화
- 2018년 e스포츠 타이틀은 배틀로얄, 모바일 등으로 본격 다변화

IV 혁신은 개방 속에 있다(Innovation in the Open)

- 2018년 구글 개발자 컨퍼런스 '구글 I/O'의 핵심은 AI 고도화
- 올해 'F8'의 내용은 페이스북, 페이스북메신저, 왓츠앱, 인스타그램 등의 서비스 연결과 오кул러스 GO 출시
- 2018년 글로벌 AI스피커 판매규모는 5,630만대로 예상, 한국은 세계에서 3번째로 큰 시장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

13

인터넷/게임

Part I

Prologue : 변곡점

2018년에도 지속될까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

글로벌 IT기업의 주가밸리

- 2018년 3월 나스닥 지수는 역사상 최고치(7,588pt) 기록하며 IT 기술주 중심의 랠리 지속
- FANG(페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글)의 주가수익률 역시 견조
 - 연초대비 페이스북 9.9%, 아마존 40.4%, 넷플릭스 79.0%, 구글 7.7% 상승
- 2018년 하반기에도 플랫폼 기업에 주목할 필요
- 월드컵, 아시안게임 등 스포츠 이벤트로 동영상 스트리밍 등 기업 지속 재평가
- 신규기술(AI, VR, 자율주행) 대중화의 원년. 대표적인 예는 구글 듀플렉스, 웨이모 로봇택시, 오쿨러스GO

글로벌 소프트웨어 업종의 주가 밸리



주: 2017년 기업별 VC 투자금액은 2017년 5월 누적액 기준

자료: Morgan Stanley, Thomson ONE, Kleiner Perkins, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

회복의 시그널

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

국내 소프트웨어 업종의 부진

- 2018년 국내 IT소프트웨어 업종은 10.4% 하락하며 부진
- 대형주 주가수익률은 NAVER -22.6%, 카카오 -21.2%로 플랫폼의 두드러진 부진
넷마블 -16.6%, 엔씨소프트 -18.8%, 펠어비스 -13.4%, 컴투스 +35.1%로 게임업종의 상대수익률 양호
- 회복의 시그널
 - 2018년 6월 선거 이후 규제리스크 둔화. 정치/선거와 맞물린 댓글 조작 등 뉴스 네거티브 제한적
 - 투자 회수기 진입. 국내 카카오게임즈/글로벌 디디추싱, 텐센트뮤직 등의 IPO
 - 8월 아시안게임에서 e스포츠 시범종목으로 채택, 중국 판호발급 재개로 게임산업 재평가

국내 소프트웨어 업종 지수 - 18년 10.4% 하락



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

The Changer (1) - Mobile Only 강화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

밀레니엄 세대의 변화

- 18~23세의 밀레니엄 세대는 검색, 은행잔고 체크, 소셜네트워킹, 뉴스검색, 게임 플레이까지 대부분의 미디어 활동을 모바일 기기에서 진행
- 2023년까지 스마트폰이 non-PC 활동(집, 사무실, 자동차, 버스, 관공서, 쇼핑, बैं킹)의 대부분을 흡수할 것

활동별 디바이스 선호도

활동	전체	남자	여자	18-24세	25-34세	35-44세	45-54세	55-64세	65세 이상
쇼핑 웹사이트 서핑									
온라인 물품 구매									
온라인 검색									
짧은 영상 감상									
은행 계좌 조회									
영상통화									
소셜 네트워크 확인									
뉴스 조회									
게임 플레이									
인터넷 전화									
사진 촬영									
비디오 촬영									
영화/TV프로그램 스트리밍									
TV 무료 다시보기 서비스 시청									
생방송 시청									

자료: 딜로이트, 메리츠증권증권 리서치센터

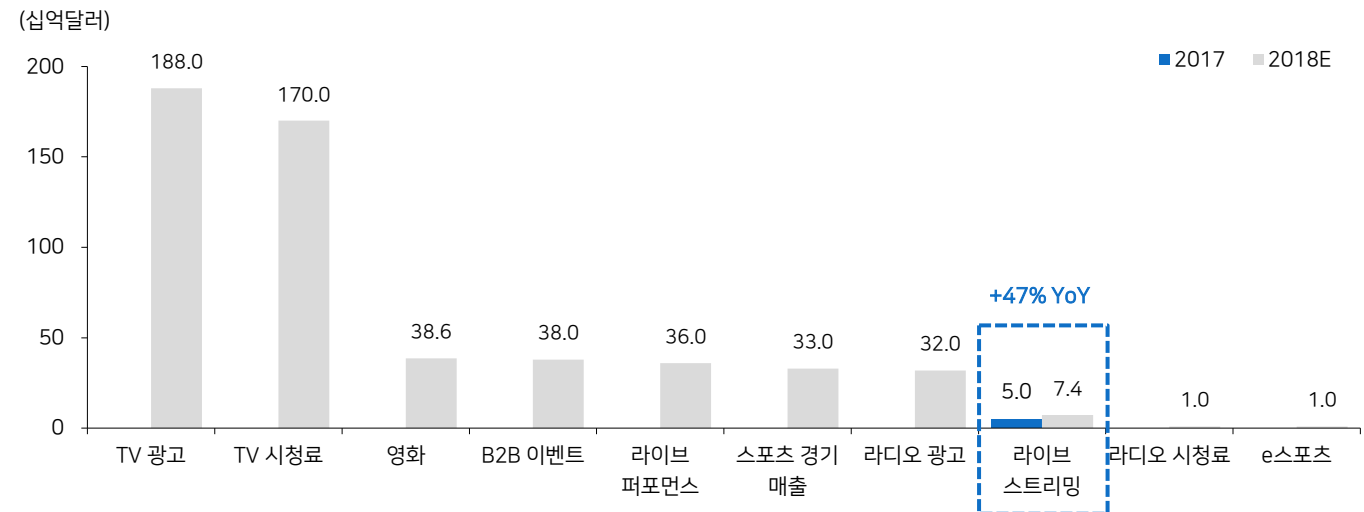
The Changer (2) – Live Streaming의 인기

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

Live thrives in an online world

- “What you want, when you want it, where you want it, the way we want to consume in often “now” because of the thrill and convenience of live delivery.”
- 여전히 라이브 방송 시장의 대부분은 TV광고와 시청료가 차지
- 그러나 라이브스트리밍(특히 e스포츠)의 눈부신 성장. 2018년 라이브 스트리밍 예상 매출액은 74억 달러(+47% YoY)로 예상. 주요 수익 모델은 시청자들이 방송인(BJ)에게 지불하는 현금 리워드 보상

라이브 방송 매출 – 스트리밍이 +47% yoy 빠르게 성장



자료: 딜로이트, 메리츠증권증권 리서치센터

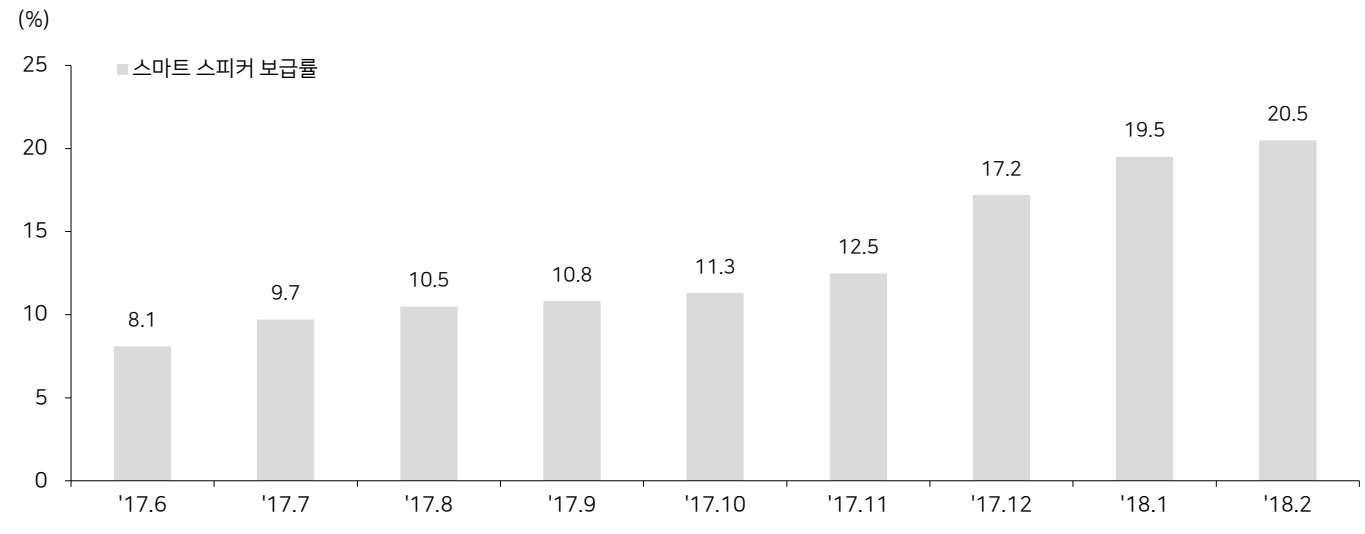
The Changer (3) - AI (인공지능)의 대중화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

Smart Speaker

- 미국 가정내 스마트스피커의 보급율은 20%에 도달(18년 2월 기준). 17년말 Holiday 시즌을 기점으로 보급률 급격히 상승하였는데, 가격접근성도 향상되었기 때문. 연말 '구글홈 미니'의 세일 가격은 29달러, '아마존 에코닷' 역시 29달러부터 entry price 시작
- 2018년 구글 AI스피커의 선전. 1Q18 기준 아마존의 미국 스마트스피커 시장 점유율은 처음으로 50% 이하로 하락. 하반기 구글 AI 플랫폼은 '듀플렉스' 출시로 더욱 고도화
- 올해 글로벌 AI스피커 생산대수는 5,630만대로 폭발적 성장. 한국은 세계에서 3번째로 큰 시장

미국 Wi-Fi 가정의 스마트 스피커 보급율

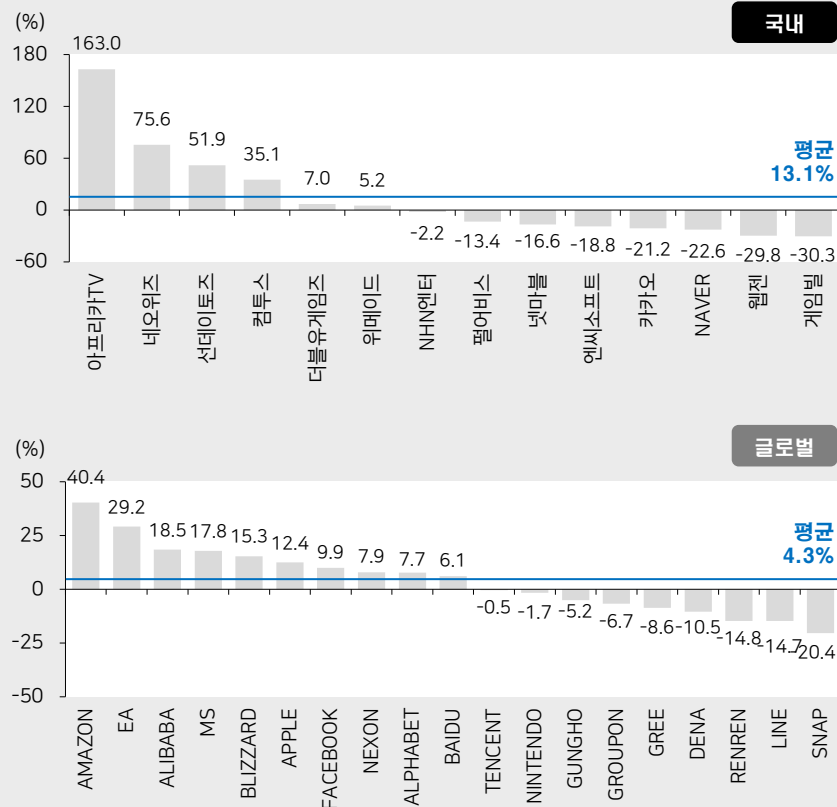


주: 활성화 기기 보유한 가정 기준
자료: COMSCORE, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 국내외 주가수익률과 Valuation

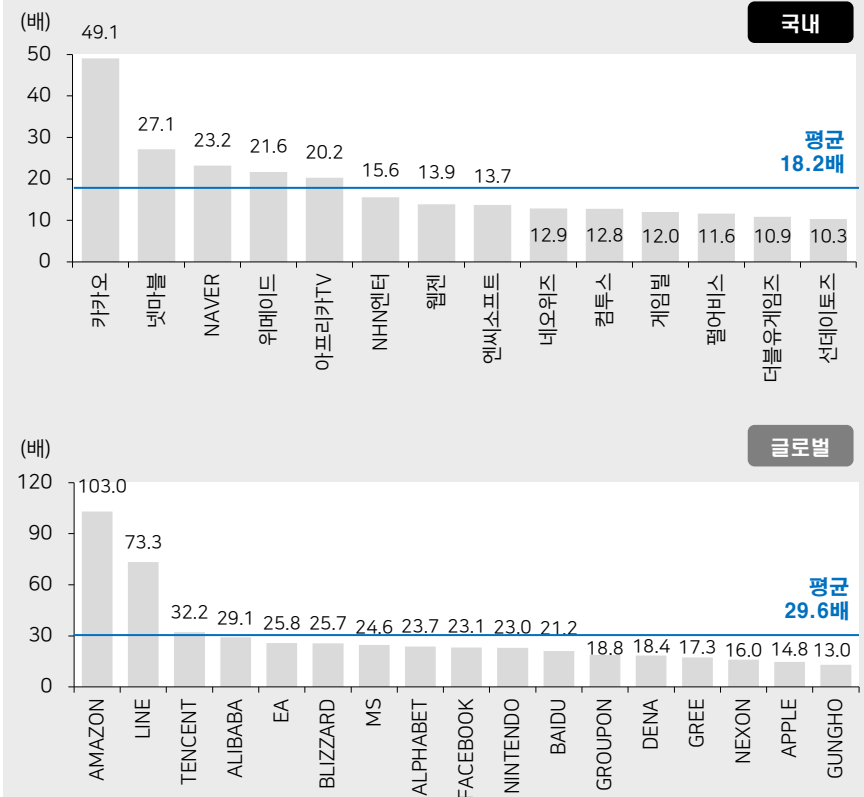
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_Infection Point

인터넷/게임 업종 주가수익률 (2018년)



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

인터넷/게임 업종 12M Fwd PER



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

13

인터넷/게임

Part II

아시아, e스포츠에 홀릭하다

8월 아시안게임에 e스포츠 play

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

e스포츠에 주목할 시점

- 2018년 8월 18일~9월 2일 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 제 18회 아시안게임 개최
- e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택되며 2022년 중국 항저우 아시안게임에서는 정식종목 채택
- 알리스포츠, 텐센트 등 중국 게임사들의 주도로 e스포츠의 스포츠이벤트화 진행중이며 2028년 로스앤젤레스 올림픽에는 정식종목으로 채택될 가능성 대두
- **e스포츠의 아시안게임 play의 의미**
 - 게임이 여가시간용 콘텐츠가 아닌 스포츠로 인정받는다는 것, 선택된 게임의 라이프사이클 장기화
 - 게임산업의 밸류체인이 IP Holder에서 리그 운영, 스트리밍 플랫폼 등으로 다변화된다는 점 긍정적

2018년 자카르타/팔렘방 아시안게임



자료: OCA, 메리츠증권증권 리서치센터

한국, 각종 국제대회에서 금메달 휩쓰는 강국



자료: WESG, 메리츠증권증권 리서치센터

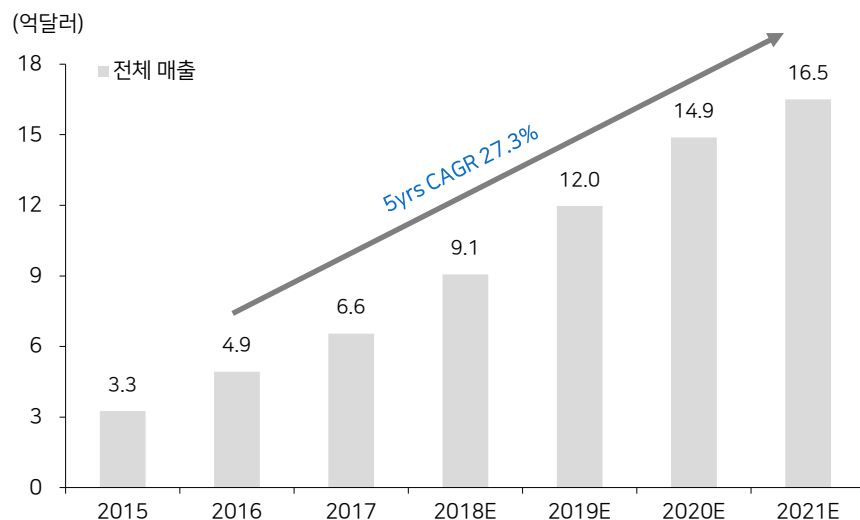
게임 관전, 중계, 커뮤니티 등의 활동 포괄

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

e스포츠는 무엇인가?

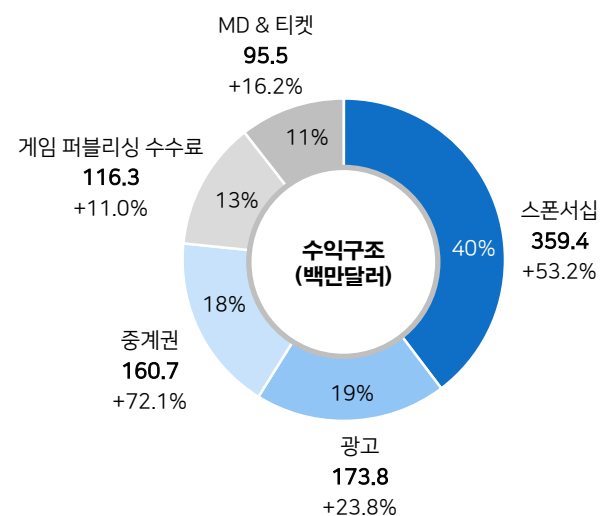
- e스포츠는 온라인에서 이뤄지는 게임대회 혹은 리그에서 출발, 이제는 대회를 온라인으로 중계, 관전, 그리고 이와 관계되는 커뮤니티 활동 포괄하는 개념
- e스포츠 생태계는 IP Holder – 리그 운영권 – 중계 플랫폼의 크게 3가지 축으로 구성
- IP Holder인 게임사의 수익은 게임 퍼블리셔 수수료와 중계권
- 시장의 성장은 관람객(Q)과 ARPU(티켓, 머천다이즈)의 동반 증가에 기인

e스포츠 시장규모 – 5yrs CAGR 27.3%로 고성장



자료: Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

수익구조 – 스폰서십, 광고, MD/티켓으로 다변화



주: 2018년 전망치
자료: Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

신규 타이틀부터 아시안게임까지 다채로운 이벤트

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

e스포츠 성장의 원년

- 2018년 e스포츠 타이틀은 배틀로얄, 모바일 등으로 본격 다변화
- '배틀그라운드'와 '포트나이트'의 글로벌 정식대회 개최. 참고로 '2018 펍지 글로벌 인비테이션'은 7월 독일 베를린에서 개최
- 2018년 롤드컵은 4년만에 한국에서 개최. 2월 28일 라이엇게임즈는 '2018 LOL 월드 챔피언십(롤드컵)'의 한국 개최와 일정을 발표
- 롤드컵은 현재까지 총 7회 진행되었으며 한국은 5번 우승을 차지한 e스포츠 메카

2018 펍지 글로벌 인비테이션 (독일)



자료: 펍지, 메리츠종금증권 리서치센터

2018 롤드컵 (한국)



자료: 라이엇게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

2018 DOTA2 TI (캐나다)



자료: 밸브, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 주류 문화로 성장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

글로벌 e스포츠 대회

- "e스포츠는 이제 혼자 즐기는 것 뿐 아니라 축구처럼 모여서 보기도 하는 스포츠로 자리 잡고 있습니다. 젊은 층에서는 이미 주류 스포츠 종목으로 자리 잡았습니다."
- WESG 2018에서는 모바일게임 '배인글로리'가 정식종목으로 선정. 알리바바는 2015년 알리스포츠를 설립해 2016년부터 WESG 토너먼트를 개최. 그동안 125개국에서 63,000여명의 플레이어들이 참여
- 스포츠로 변모. 2022년 항저우 아시안게임에서는 정식종목, 2028년 LA 올림픽 입성이 목표

2018년 글로벌 대표 e스포츠 대회

대회명	게임	특징	총상금 규모	개최장소
2018 DOTA2 TI (The International)	스팀 운영사인 밸브코퍼레이션의 '도타(DOTA)2'	패키지 상품 '전투패스' 구입 시 금액의 25%가 총상금에 적립. 2017년 역대 최대 상금규모 갱신	2017년 2,477만달러	캐나다 밴쿠버
WESG(World Electronic Sports Games) 2018	스타크래프트2', '하스스톤', '도타2', '카운터 스트라이크', '배인글로리'	최초로 모바일 게임 '배인글로리'를 종목으로 선정, 알리바바 자회사 알리스포츠가 운영	2017년 550만달러	중국
LOL(League of Legends) 2018 World Championship	라이엇게임즈의 '리그 오브 레전드(LOL)'	지역 리그 'MSI', 라이벌 대항전 '리프트 라이벌즈', 연말 이벤트 '2018 LOL 올스타전' 함께 진행	2017년 494만달러	한국
2018 StarCraft2 WCS (World Championship Series) Global Final	블리자드의 '스타크래프트2'	GSL(아프리카TV 운영), SSL 등 하위대회에서 파이널 진출자 선정	2017년 200만달러	한국
2018 Overwatch WorldCup	블리자드의 '오버워치'	프리시즌-정규시즌-포스트시즌(챔피언십 결승전)-올스타전 순서로 진행	2018년 100만달러	미국 LA
FACEIT CS:GO(Counter Strike Global Offensive) Major: London 2018	'카운터 스트라이크'	2017 결승전 중계 트위치TV에서 단일채널 동시 시청자수 110만명 기록, 최고 기록 갱신	2017년 100만달러	영국 런던

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

8월 아시안게임, 시범종목으로 편입

일정	2018년 8월 18일 ~ 9월 2일
개최 도시	인도네시아 자카르타
참가 예정 국가	45개국 참가 예정
특징	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 역사상 최초로 e스포츠를 시범 종목으로 채택 ▪ 6개의 게임을 세부 경기 종목으로 선정 ▪ 아시안게임에 출전할 국가별 대표팀은 각국 올림픽 위원회가 자유롭게 선정 ▪ 각국 올림픽 위원회는 5월 31일까지 OCA에 출전 선수 명단을 제출해야 함

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

전통 스포츠보다 e스포츠를 선호

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

밀레니엄 세대

- 미국의 18세~25세 젊은이들은 야구, 농구, 축구 등의 전통 스포츠보다 e스포츠 시청을 더 선호
- 밀레니엄 세대 중에서 22%는 정기적으로 승부를 겨루는 게임플레이 시청을 하고 있으며 이는 영화 다음으로 높은 비중이었음
- "American millennials, out of 500 Americans polled, say they regularly watch competitive gaming. More interestingly, males between the ages of 18 and 25 in the United States say they prefer esports over traditional sports – coming in second overall in preferred media behind movies."

2017 월드컵 결승 – 중국 베이징국립경기장에 4만명 운집, 8천만명 중계 시청



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 온라인 영상 시청 선호도 – 전통스포츠보다 게임방송 선호

남성	영화	TV	뉴스	스포츠	온라인 비디오 게임 및 이벤트 (e스포츠)	사용자 창작 콘텐츠 (UGC)	기타
18-25세	2.02	1.88	1.45	1.67	1.95	1.58	1.01
26-35세	2.36	2.15	1.87	2.03	1.75	1.61	1.14
34-45세	2.22	1.94	1.76	1.86	1.33	1.45	0.84
46-60세	1.83	1.48	1.49	1.54	0.66	0.94	0.62
60세 이상	1.59	1.34	1.54	1.30	0.40	0.67	0.56
전체	2.04	1.78	1.65	1.72	1.22	1.28	0.84

자료: Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 가장 발전된 국가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

한국, e스포츠 종주국

- 한국은 e스포츠의 탄생지로 이야기될 정도로 아시아에서 가장 발전된 국가
- 1999년 한국에 '스타크래프트'의 성공을 시작으로 국내 PC방, 프로게이머 등이 등장. 2011년 'LOL(리그오브레전드)'의 인기로 한국의 e스포츠 시장은 끊임없이 성장하며 발전
- 페이커는 LOL 프로게이머로 활동하는 이상혁의 게임 닉네임. 한국은 물론 중국, 유럽, 남미, 미국 등에서 러브콜 보내는 월드스타

LOL 챔피언십에 참여한 선수 국적 비율 - 한국이 24%(34명)로 최다



자료: The score esports.com, 메리츠증권증권 리서치센터

페이커(이상혁) - 한국의 LOL 스타 플레이어



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 e스포츠의 위상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

- 2017년 11월 롤챔피언십 결승전에서 페이커 패배 후 4만명의 중국 팬들이 '페이커 울지마' 라며 일제히 연호
- 이상혁 선수는 마이클조던, 호날두 등과 비교되는 글로벌 스타
- 2018년 페이커 중국팬 후원회는 페이커 선수 생일 기념으로 중국 사막지역에 507그루의 나무를 심는 공익행사 진행하기도

2017년 롤챔피언십 준결승전, 페이커 패배, '페이커의 눈물' 화제



자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 주링허우들의 위상



자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

한국도 출전 가능성 열려

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

8월 아시안게임이 온다

- 아시안게임은 '각 나라를 대표하는 체육단체에 소속된 종목, 단체가 선발한 선수'만 출전 가능
- 아시안게임 규정상 한국을 대표하는 체육단체는 대한체육회로 지정
- 한국e스포츠 협회는 대한체육회 회원종목단체 지위를 상실한 상황. 오프라인 조직이 빈약하다는 이유로 시/도 체육회에 가입신청이 번번이 반려. 5월 31일까지 가입 승인 및 선수명단 제출 이뤄지지 않을 경우 아시안게임 출전 불가하였으나,
- 대전광역시체육회에서 한국e스포츠 협회 시도지부의 회원가입을 허가하며 출전 가능하게 됨

2018년 아시안게임에 시범종목으로 채택된 게임

게임	국내명칭	개발사
리그오브레전드(LOL)	리그오브레전드(LOL)	라이엇게임즈
스타크래프트2	스타크래프트2	블리자드
아레나 오브 발러	펜타스톰	티미스튜디오(텐센트)
클래시 로얄	클래시 로얄	슈퍼셀
프로 에볼루션 사커 2018	위닝일레븐 2018	코나미
하스스톤	하스스톤	블리자드

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 e스포츠, 아시안게임 출전 관련 뉴스

스포츠동아

e스포츠 태극전사들, 아시안게임 뚝다

스포츠서울

아시안게임 e스포츠 대표팀 파견 대한체육회 어떤 결정 내릴까?...이번 주중 결론 가능성

OSEN

대전광역시체육회, "e스포츠 아시안게임 출전, 적극 지원하겠다"

아이뉴스24

韓, 아시안게임 e스포츠 출전 불발? ..."이달말까지 초련"

국민일보

세계 최강 '페이커'도 출전 안 돼? 한국 e스포츠, 아시안게임 불발되나

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

성공의 요건

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

e스포츠 성장의 수혜 기업들

- e스포츠로 성공하는 게임이 되기 위해서는 1) 대중적인 인기와 2) 승패를 가릴 수 있어야 함
- 수요와 공급의 균형 : 공급자는 게임회사, 후원 기업, 게임 중계하는 방송사, 프로게이머와 선수들이며 수요자는 PC방에서 게임을 하는 사람들, e스포츠 경기를 관람하러 경기장으로 찾아오는 팬들, 경기 결과에 대해 인터넷 광장에서 토론하는 사람들
- 승패를 가릴 수 있는 게임이어야 함. 참고로 MMORPG는 끝이라는 개념이 모호한 게임 장르로 시간 투자에 따라서 끊임없이 캐릭터를 성장시키고 아이템 구하거나 업그레이드해야 해서 가능성 낮음

수혜 기업

국가	기업	기업개요	시가총액 (억달러)	18E PER (배)	18E Sales (억달러)	18E EBITDA (억달러)	2017년 이후 주가수익률
유럽	Logitech (LOGN.SW)	키보드, 모니터, 마우스 등 게이밍에 특화된 PC 및 주변기기 제조사	71.9	22.9	27.9	3.6	67.7%
	MTG (MTGB.SS)	e스포츠, 동영상 플랫폼 등 뉴미디어 사업 영위하는 디지털 엔터테인먼트 그룹	26.3	19.5	22.5	2.3	29.1%
미국	Blizzard (ATVI.US)	‘스타그래프트’, ‘디아블로’ 등 게임 개발사로 2015년 킹 디지털 엔터테인먼트 인수	555.9	27.5	75.1	27.9	107.1%
	Electronic Arts (EA.US)	1982년 설립된 ‘심시티’, ‘FIFA 게임 시리즈’, ‘NBA 라이브’ 등 게임 개발사	416.3	30.8	56.1	20.5	75.2%
	Twitch	일간 방문자 수 1,500만명에 달하는 세계 최대 게임 스트리밍 서비스 플랫폼	-	-	-	-	2014년 아마존에 9.7억달러에 피인수
중국	Alibaba (BABA.US)	온라인 쇼핑몰, 간편결제 등을 서비스하는 중국 최대 전자상거래 업체	5,233.5	38.2	617.7	220.7	140.9%
	Tencent (700.HK)	인터넷 포털, 메신저, 게임 등을 아우르는 중국 최대 인터넷 플랫폼	4,869.4	37.3	531.1	195.2	113.6%
	Huya (HUYA.US)	중국 최대 게임 스트리밍 서비스 플랫폼으로 1Q18 MAU 9,290만명	48.8	135.9	6.1	0.4	83.0%
일본	넥슨 (3659.JP)	‘메이플스토리’, ‘마비노기’ 등 게임 개발사로 부분 유료화 수익 모델의 선구자	145.3	16.6	24.9	11.2	113.7%
한국	블루홀	출시 13주만에 매출 1억달러 기록한 인기작 ‘배틀그라운드’ 등 게임 개발사	33.1	-	-	-	비상장, 장외 기업가치 약 33.1억달러 (6/4 기준)
	컴투스 (078340.KS)	2014년 출시 후 누적 매출 1조원 달성한 ‘서머너즈워’ 등 모바일 게임 개발사	21.9	13.9	5.4	2.0	102.1%
	아프리카TV (067160.KS)	언제 어디서나 실시간 개인 생방송 및 소통 가능한 국내 최대 개인방송 플랫폼	4.7	20.8	1.1	0.3	118.3%
평균			953.1	36.3	136.8	48.4	95.1%

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

13

인터넷/게임

Part III

What에서 How로 - 동영상이 답이다

유튜브 최초의 영상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

Me at the Zoo

- “All right, so here we are in front of the elephants, the cool thing about these guys is that they have really, really, really long trunks, and that’s, that’s cool. And that’s pretty much all there is to say. (예, 그러니까 우리가 있는 곳은 코끼리 앞인데요, 애네들의 멋진 점은 진짜, 진짜, 진짜로 코가 길어요. 그리고 그게, 그게 멋있어요. 특별히 할 말은 그게 다예요)”
- ‘Me at the Zoo’는 2005년 4월 23일 유튜브에서 처음으로 업로드된 비디오. 약 19초 분량의 영상에서 남자는 미국 샌디에이고 동물원에서 코끼리가 얼마나 멋있는지를 이야기
- 이 남자의 이름은 독일 출신의 자베드 카림으로 유튜브 플랫폼의 공동 설립자. 이 동영상은 글로벌 인터넷 산업의 새로운 패러다임 변화의 시작이었음

최초의 유튜브 영상은? – 자베드카림의 코끼리 본 소감



자료: 유튜브, 메리츠증권증권 리서치센터

The Youtube Flowchart



자료: 유튜브, 메리츠증권증권 리서치센터

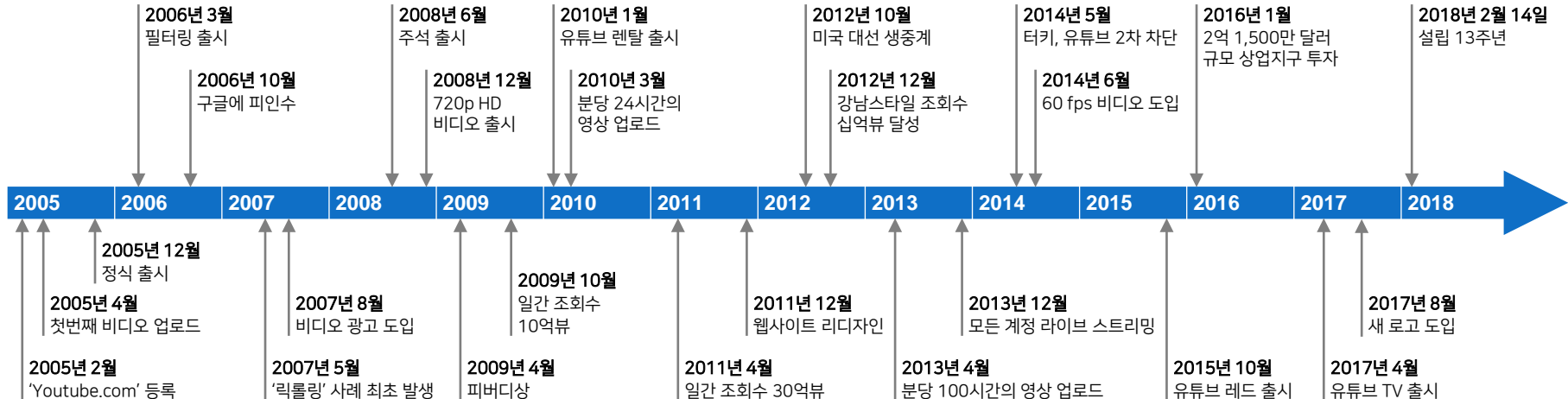
동영상이 답이다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

유튜브의 역사

- 2005년 2월 페이지팔의 직원이었던 채드 헐리, 스티브 첸, 자워드 카림이 공동으로 창립한 동영상 콘텐츠 공유 사이트. 친구들에게 파티 비디오를 배포하기 위해 "모두가 쉽게 비디오 영상을 공유할 수 있는 기술"을 생각해내었음. 이것이 유튜브의 시초
- 2006년 10월 구글이 인수. 2007년부터 국가별 현지화 서비스 시작. 2008년 1월 한국어 서비스 오픈
- 2015년 10월 구글은 월 9.99달러에 광고가 없고 모바일 환경에서 백그라운드 재생과 오프라인 재생이 가능한 유튜브 레드 서비스 발표. 이 서비스는 재생 목록 작성하여 리스트 편집, 관리 가능하도록 함

Youtube History

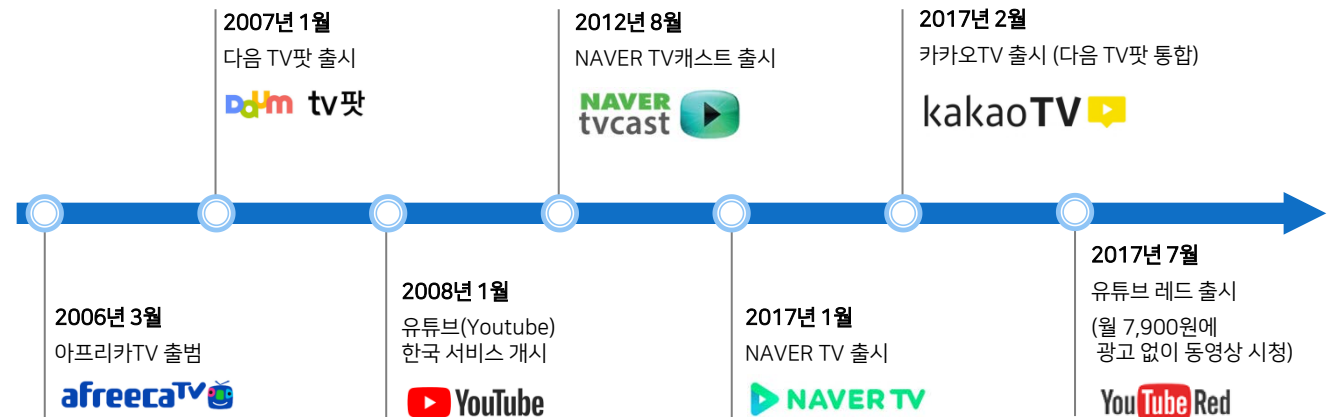


자료:유튜브, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 동영상의 역사

- 2007년 다음TV팟, 2008년 유튜브의 한국 서비스 오픈하며 동영상 콘텐츠 시장 개화
- NAVER의 동영상 서비스는 '네이버 동영상' 이란 서비스로 존재하다가 2010년 종료
- 2012년 한국의 동영상 콘텐츠 수요 증가하며 NAVER 역시 TV캐스트 출시
2017년 1월 'NAVER TV'가 출범, 독립된 서비스 및 앱으로 한단계 발돋움
- NAVER는 올해 동영상과 관련해서 유니버의 키즈영상, 네이버 뮤직, 지식쪽의 하우투 영상 확보를 집중적으로 준비하는 등 킬러 콘텐츠 확보 고심. 크리에이터 육성과 영상 제작 프로그램 지원

국내 동영상 서비스 - 로컬 사업자 vs 유튜브



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

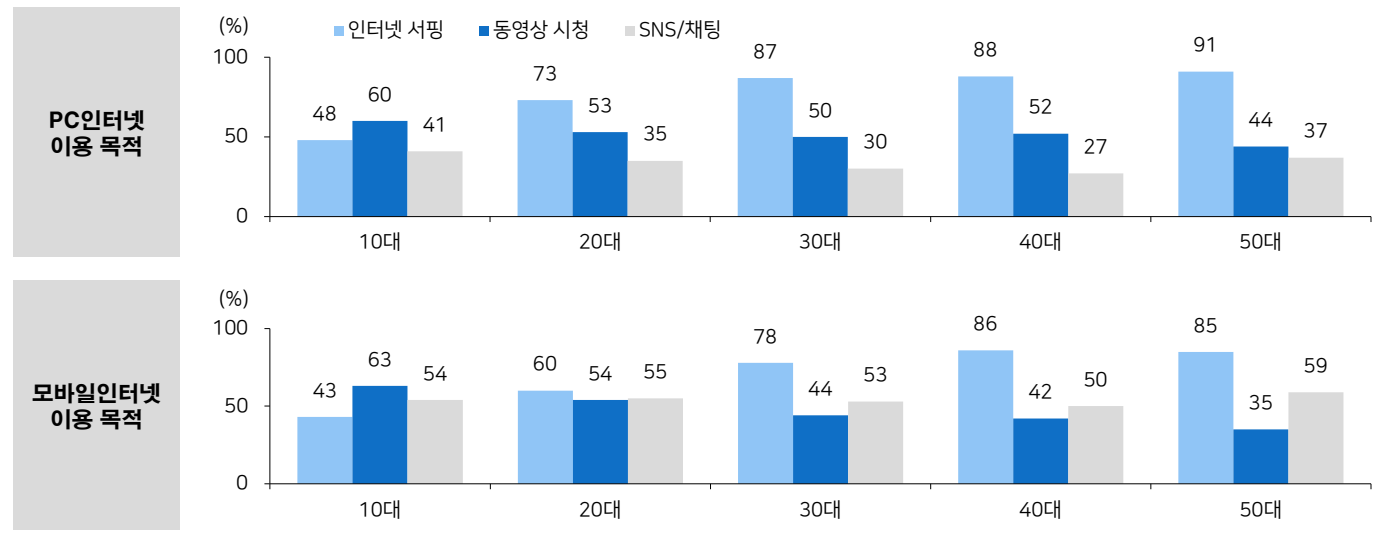
게임과 1인 미디어를 잡아라

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

1020세대의 선호 플랫폼

- “10대 친구들은 검색 자체를 유튜브로 하는 패턴을 보이고 있다. 사용행태가 굳어지면 그 이후 동영상 검색을 당연히 하기 때문에 걱정이 되며 위기라고 생각한다” – NAVER 한성숙 대표
- 모바일 인터넷에서 ‘동영상’을 즐겨본다는 10대는 63%에 달함
- 1020세대는 게임과 1인미디어를 즐겨 보는 것으로 나타남. 10대를 제외한 연령대는 웹서핑을 주로 이용하였으며 40~50대의 동영상 시청 비율은 35~42%로 현저히 낮았음

PC/모바일 인터넷 이용 목적 – 10대는 ‘동영상’ 을 보기위해 인터넷 접속

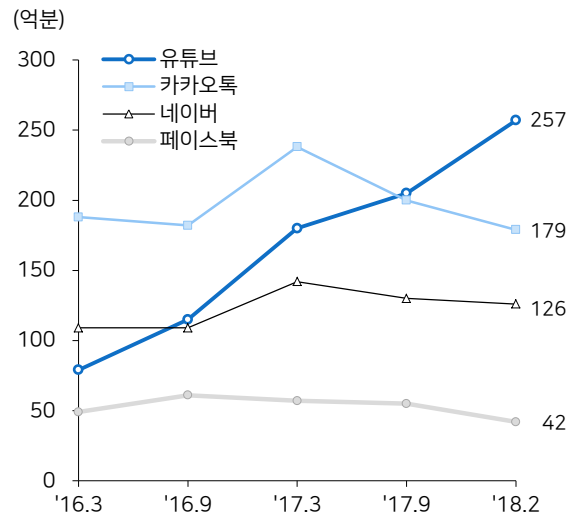


자료:메조미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

유튜브의 인기

- 유튜브 인포그래픽 : 글로벌 15.7억명의 월간 활성 방문자수, 1분마다 300시간 분량의 동영상 업로드
- 유튜브의 수익모델은 콘텐츠에 광고를 붙이고 수익을 유튜브/유튜버가 나누는 프로그램. 유튜브와 유튜버가 45:55대로 수익 배분하는 것으로 알려짐
- 2016년 12월에는 '유튜브 레드'라는 유료 동영상 서비스 출시. 월 7,900원이면 유튜브 콘텐츠 볼 수 있음
- "10대들은 주류 미디어로부터 소외 받아왔다. 저녁 8~9시쯤 10대들이 정말 좋아하는 것은 유튜브에 있다." - 인기 유튜버 도티(구독자 219만명)

국내 모바일 미디어의 월 사용시간



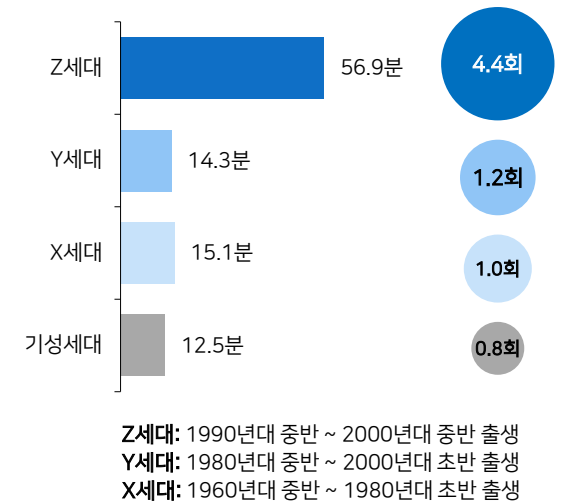
자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

숫자로 보는 유튜브



주: 2017년 말 기준
자료: FORTUNELORDS, 메리츠증권증권 리서치센터

유튜브 일평균 사용시간, 실행횟수



자료: 닐슨, 메리츠증권증권 리서치센터

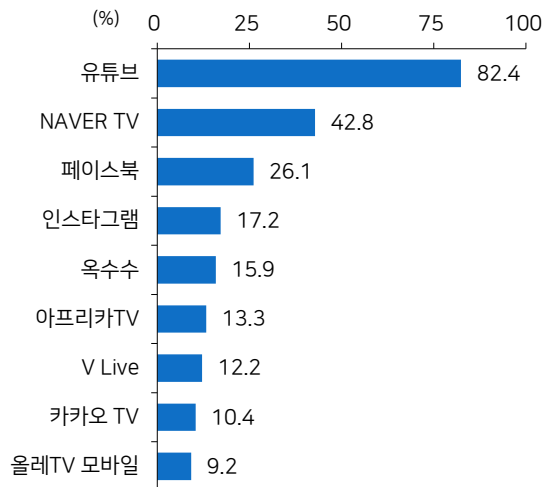
창작자, 스몰비즈니스와의 연결

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

한국의 동영상 플랫폼

- 그동안 NAVER는 동영상 서비스 강화하기 위해 많은 노력과 투자
- 그러나 동영상 창작자, 크리에이터, 개인화 콘텐츠 부재로 유튜브와의 격차는 좁혀지지 않음
- 2018년 NAVER는 그동안의 문제점이었던 '클로즈드 플랫폼'과 '상업성'을 제거하기 위해 '크리에이터 지원'과 '프리즘 스튜디오' 오픈 등에 나섬

가장 많이 이용하는 플랫폼 유튜브로 82.4% 비율



자료: 나스미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER TV (크리에이터 지원과 프리즘 스튜디오)

뷰스타 뷰티 크리에이터 지원/성장 프로그램

뷰티 콘텐츠를 만드는 가능성 있는 창작자를 발굴하고, 스타 뷰티 창작자로 성장할 수 있는 프로그램



비즈니스

스타로 성장한 창작자에게는 업계 파트너 연결 및 비즈니스 기회 창출

성장지원

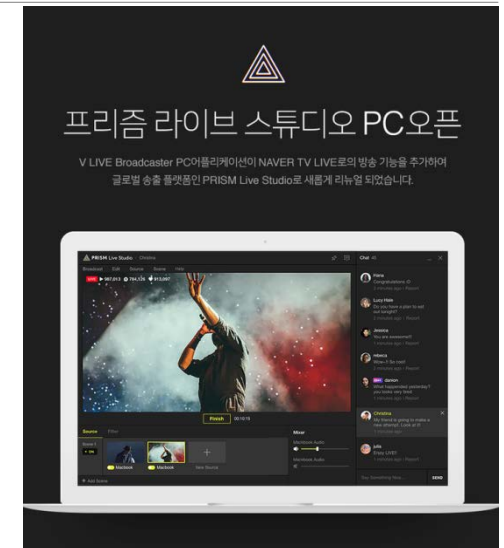
잠재력 있는 뷰티 크리에이터에게 뷰스타 아카데미, 스튜디오 지원 등 성장 지원

채널

재능있는 뷰티 창작자에게 네이버 뷰스타 채널을 제공

재능있는 뷰티 창작자가 지속적으로 성장할 수 있도록 지원

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터



텍스트, 이미지 아닌 '동영상' 검색

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

검색 트렌드 변화

- NAVER의 성장에는 2004년 지식인 검색 출시가 결정적인 역할. 텍스트 기반의 궁금증 해결 솔루션이었으며 단어가 아닌 장문의, 집단 지성이 문제를 해결해주는 NAVER의 선순환 생태계가 작동. 카페, 블로그 등 다양한 텍스트, 이미지 기반의 데이터가 축적
- 그런데 지금의 검색 트렌드는 이미지나 텍스트와 같은 'What(무엇)'에 대한 답을 얻어가는 것뿐만 아니라 'How(어떻게)'를 알고자 한다는 것
- '스마트폰 배터리교체', '파티 화장법', '맛집 찾아가는 법' 등 생활 밀착형 질문에 들어맞는 생생한 동영상을 쉽게 찾아볼 수 있음

유튜브 인기 크리에이터



자료: 유튜브, 메리츠증권증권 리서치센터

세대별 모바일앱 이용자 비중

(%)	디지털 시니어 (58세 이상)	X세대 (38~57세)	Y세대 (23~37세)	Z세대 (22세 이하)
카카오톡	96	96	95	94
유튜브	57	66	76	89
NAVER	62	66	70	71
다음	36	35	순위권 밖	순위권 밖

자료: 닐슨, 메리츠증권증권 리서치센터

한국의 동영상 플랫폼

- 2018년 2월 28일 170만명이 구독하는 인기 유튜버 '대도서관' 채널에 문재인 정부의 개헌 관련 '퀴즈쇼' 진행. 게스트로 참여한 이국운 한동대 법학과 교수, "1978년 개정된 현행 헌법은 인터넷을 모른다" 언급
- 이 영상이 화제가 된 것은 청와대가 국민들의 이해를 돕기 위해 광고비를 지불하고 대도서관 채널을 활용했다는 점
- 유튜버들의 광고효과 및 사회적 영향력은 이미 입증. 대도서관은 2015년 숙취해소 음료 '모닝케어' 광고, '영국남자'는 삼성전자(2016년), 박막례 할머니는 롯데홈쇼핑(2017년) 모델로 나선바 있음

대도서관, 헌법은 인터넷을 모른다



자료: 유튜브, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 최고령 유튜버 박막례(72) 할머니



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

동영상 플랫폼의 가치

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

글로벌 사업자들, 평균 PSR
8~10배 부여한 가치평가

- 동영상 플랫폼의 상장 기업은 많지 않음. 국내는 아프리카TV, 글로벌은 후야(Huya) 정도임
- 유튜브와 트위치는 각각 구글과 아마존에 피인수. 연간 매출액 규모는 95억 달러, 10억 달러로 예상
기업가치 대비 PSR은 각각 9.5배, 10.0배 수준임
- 아프리카TV에 글로벌 평균 PSR 8~10배 부여시 적정 기업가치는 9,400억원~1.2조원

글로벌 동영상 플랫폼의 가치

	아프리카TV (십억원)	글로벌 동영상 플랫폼 (억달러)			글로벌 평균
		유튜브	트위치	후야	
시가총액(기업가치)	537.6	900.0	100.0	52.0	350.7
2018E 매출액	117.7	95.0	10.0	6.1	37.0
PSR (배)	4.6	9.5	10.0	8.5	9.3
주요 지표	BJ 수 15,000명 MUV 655만명	로그인 가입자수 18억명 MUV 15.7억명	BJ수 200만명 DAU 1억명	BJ 수 67만명 MAU 9,290만명	-
수익모델	별풍선, 광고	슈퍼챗, 광고	캐시, 광고	금콩/은콩, 광고	BJ에게 현금보상, 그리고 광고

자료:메조미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 최대 게임 스트리밍 서비스 ‘후야’

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

2018년 5월 나스닥 상장

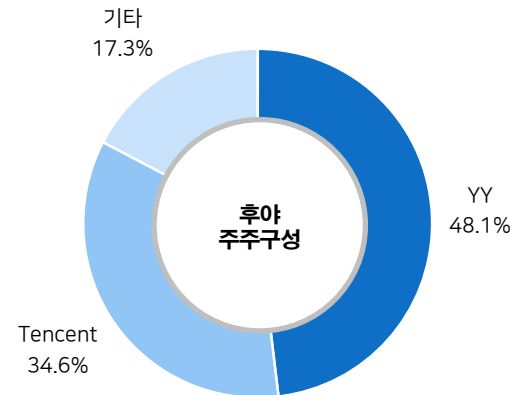
- 후야는 중국 최대의 게임 실시간 스트리밍 플랫폼으로, 온라인 방송 플랫폼 YY.com의 자회사
- 글로벌 게임 스트리밍 플랫폼인 트위치와 유사한 서비스를 제공
- 중국 게임 전문 스트리밍 서비스 중 가장 많은 MAU(9,290만명)와 방송 BJ(66만명)를 보유
- 2018년 3월 텐센트가 4.6억달러에 후야의 지분 34.6%를 확보해 2대주주로 등극
- 2018년 5월 11일 나스닥 상장하였으며 상장후 주가 83.0% 상승. 6월 4일 현재 기업가치는 59.2억 달러

후야 기업 개요

구분	내용
대표	리 쉐어링 (Li Xueling)
모회사	YY.com(지분율 48%)
설립년도	2016년
주요 사업	온라인/모바일 실시간 게임 스트리밍
주요 지표	MAU 9,290만명, BJ 67만명
상장 여부	2018년 5월 11일 나스닥 시장 상장
수익모델	광고, 가상 아이템(금콩, 은콩 등)

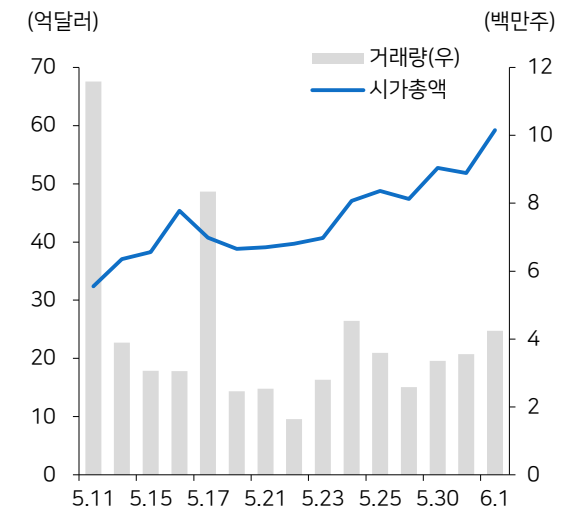
자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

후야 주주구성



자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

후야 시가총액, 상장후 83% 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 최대 게임 스트리밍 서비스 '후야'

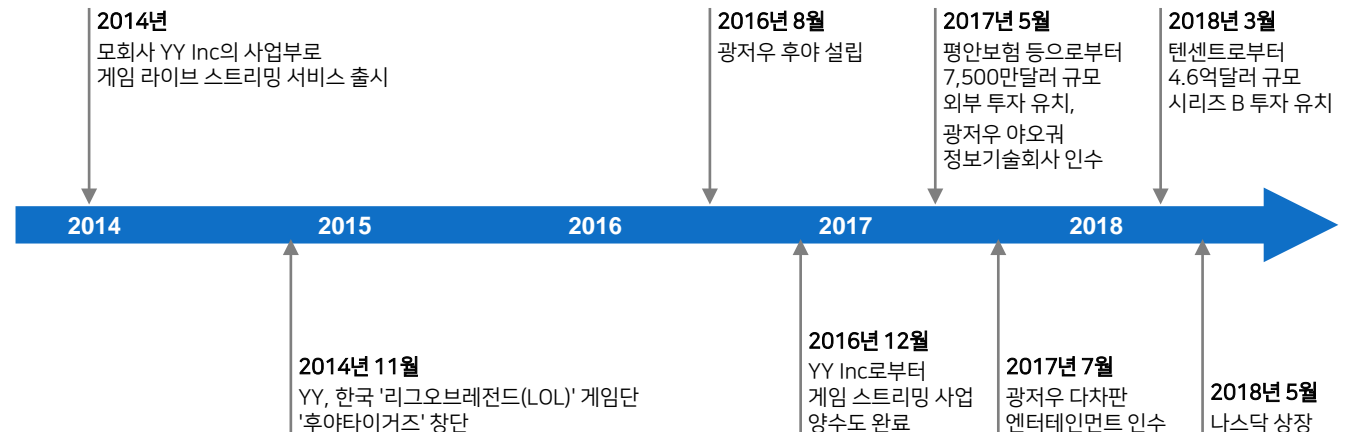
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

어떤 회사인가?

- 중국 최대 게임 라이브 스트리밍 플랫폼이며 e스포츠 라이브 스트리밍이 가장 인기있는 콘텐츠
- 2017년말 기준 2,600개의 모바일, PC, 콘솔 게임 중계 진행
- 1Q18 월평균 MAU 9,290만명(+19.1% YoY)
- 중국 게임 시장의 성장에 근거(중국 온라인 게이머는 6.5억명으로 2022년 9.2억명 예상)



후야 History - YY.com(중국 온라인방송 플랫폼 기업)의 자회사



자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

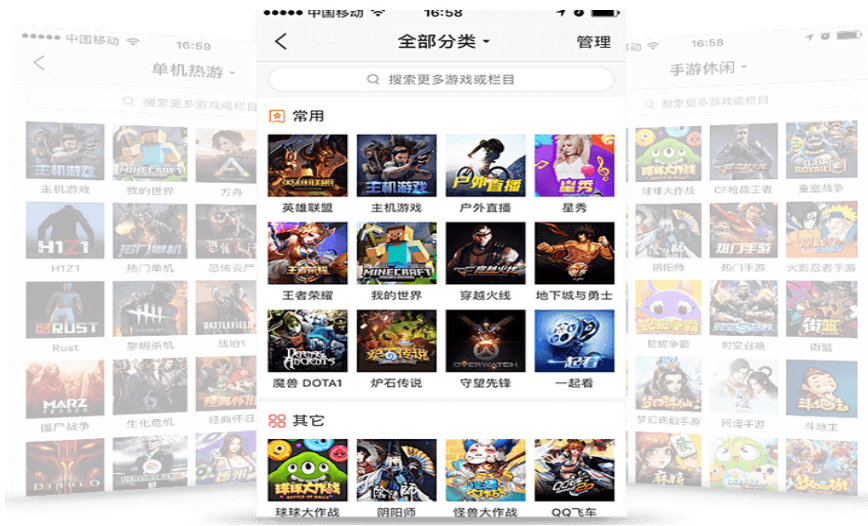
중국 최대 게임 스트리밍 서비스 '후야'

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

금공, 총알 메시지 등이 특이

- 게임 스트리밍 영상을 시청하면서 BJ 및 다른 시청자와 채팅을 할 수 있으며 스트리밍 영상 위를 총알처럼 스쳐 지나가는 '총알 메시지'가 특징
- 금공/은공 수익모델 : 후야 플랫폼에서 알리페이나 위챗페이를 이용해 가상의 아이템을 구매해 BJ에게 선물하거나 특별한 권한을 누릴 수 있음
- AI 기술을 활용한 사용자 맞춤 콘텐츠 추천 서비스도 제공

후야의 게임 스트리밍 서비스 - 모바일



자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

후야의 게임 스트리밍 서비스 - PC



자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 최대 게임 스트리밍 서비스 '후야'

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

성장 프리미엄

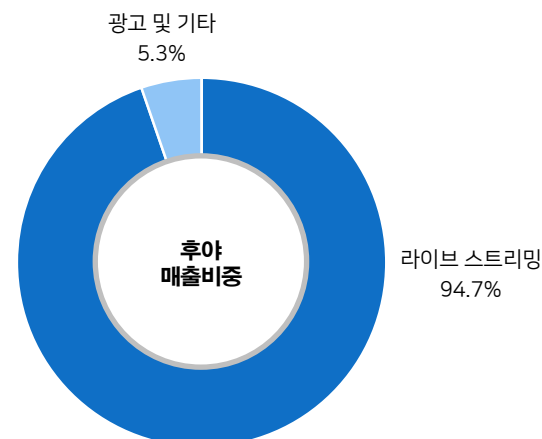
- 2017년 매출액은 전년대비 3배 가까운 규모로 성장. 영업손실은 외형 성장과 비용효율화 힘입어 적자 폭 축소. 참고로 2017년 후야의 연간 매출액은 21.8억위안(+174.2% YoY), 영업손실은 9,487만위안(+적자지속 YoY) 기록
- 사업부문별 매출액은 라이브 스트리밍 서비스가 20.7억위안으로 94.7% 차지, 광고 및 기타 매출이 1.2억위안으로 5.3% 차지
- 2018년 예상 매출액은 39억위안, 영업이익은 흑자전환 기대. 예상 PER은 100배 수준

후야 손익계산서

(백만위안)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	796.9	2,184.8	3,902.0	5,689.0
% YoY growth	-	174.2%	78.6%	45.8%
라이브 스트리밍	792.0	2,069.5	-	-
광고 및 기타	4.9	115.3	-	-
매출원가	1,094.6	1,929.9	3,145.0	4,340.7
매출총이익	-297.7	255.0	757.0	1,348.3
영업비용	328.4	359.4	-	-
연구개발비	183.3	170.2	-	-
광고선전비	68.7	87.3	-	-
일반관리비	71.3	102.0	-	-
기타손익	-	9.6	-	-
영업이익	-626.1	-94.9	189.0	599.0
% YoY growth	-	적지	흑전	216.9%
% OP Margin	-78.6%	4.3%	4.8%	10.5%
순이익	-625.6	-81.0	178.0	516.0
% YoY growth	-	적지	흑전	189.9%
% NP Margin	-78.5%	3.7%	4.6%	9.1%
PER(배)	-	-	146.5	64.4
시가총액	-	-	33,236.2	-

자료: 후야, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

후야 매출비중



자료: 후야, 메리츠증권증권 리서치센터

후야의 경쟁자, '더우위' 도 상장 예정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

중국의 게임방송 플랫폼

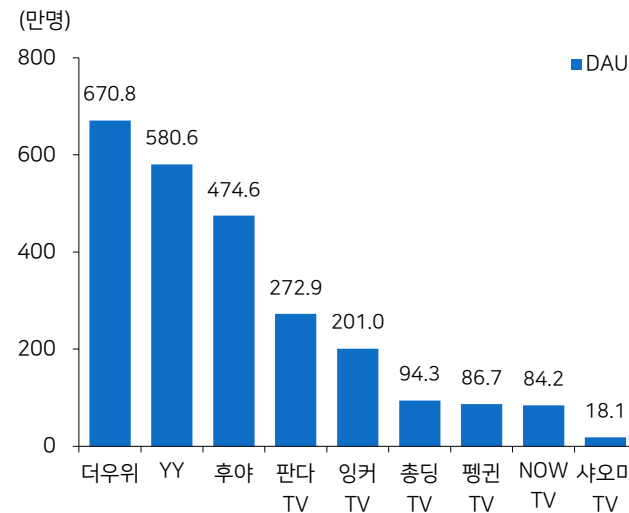
- 더우위(Douyu)는 중국 게임 방송 스트리밍 플랫폼으로 후야와 업계 1,2위를 다투는 경쟁 기업
- 2013년 설립된 후 2014년 1월 '더우위 TV(Douyu TV)'로 명칭 변경해 본격 서비스 시작
- 광고와 게임 내 유료 아이템(상어지느러미, 피쉬볼)을 통해 수익 발생
- 2018년 2월 모바일 앱 DAU(일간 활성 이용자)는 약 671만명으로 2016년 12월 390만명 대비 72% 성장
- 2017년 상반기 중국 iOS 앱스토어 동영상 스트리밍 앱 중에서 매출순위 5위 기록

더우위 개요

구분	내용
대표	장원밍
설립년도	2013년 설립 2014년 1월 '더우위' 서비스 시작
누적 투자 유치 금액	11.3억달러
주요지표	DAU 671만명(2018년 2월) 게임방송 시장 점유율 37.9%(2017년 12월)
수익모델	광고, 가상 아이템 (상어지느러미, 피쉬볼 등 유료아이템)

자료: 더우위, 메리츠증권증권 리서치센터

더우위 DAU - 중국 내 최대 트래픽 보유 (e스포츠)



주: 2018년 2월 모바일 앱 DAU 기준
자료: 지팡빅데이터, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 동영상 스트리밍 앱 매출 순위

순위	앱
1	아이치이(IQIYI)
2	텐센트 비디오(Tencent Video)
3	유쿠(Youku)
4	아이치이 PPS(IQIYI PPS)
5	더우위(Douyu TV)

주: 2017년 상반기 iOS 앱스토어 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

후야의 최대 경쟁자, '더우위'

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

중국 모바일 게임 방송 앱 시장 점유율 37.9%

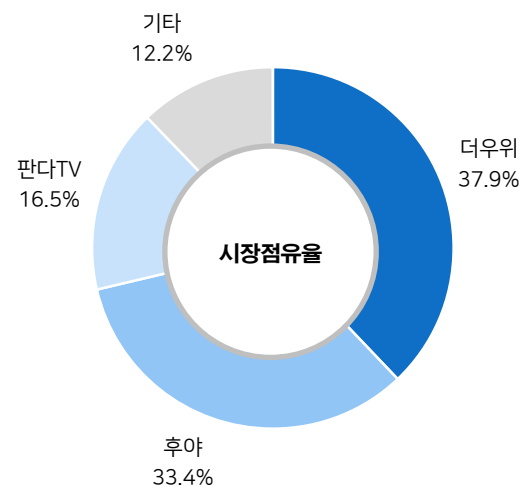
- 텐센트, 세쿼이아 캐피탈 등으로부터 잇따라 투자 유치 성공. 텐센트는 2016년 3월, 2016년 8월에 이어 2018년 3월에는 단독으로 40억위안 규모 투자 집행
- 더우위는 2018년 3월까지 총 약 11.3억달러 규모의 외부 투자 유치
- 2017년 말 기준으로 중국 모바일 게임 방송 어플리케이션 시장의 약 37.9%를 점유
- 게임 방송 스트리밍을 통해 고객 유치한 후 엔터테인먼트/스포츠 등으로 사업 영역 확대 진행 중

더우위 외부 투자 유치 내역

구분	시기	투자 금액	주요 투자자
Series A	2014-01-01	2천만위안	세쿼이아 캐피탈
Series B	2015-08-01	2천만달러	세쿼이아 캐피탈
Series B	2016-03-17	1억달러	텐센트, 세쿼이아 캐피탈, 난산 캐피탈
Series C	2016-08-16	2억 2,600만달러	텐센트, 피닉스 캐피탈
Series D	2017-11-21	10억위안	CMB 인터내셔널
Venture	2018-03-08	40억위안	텐센트
총 투자 유치 금액		약 11.3억달러	

자료: Crunchbase, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 모바일 게임 방송 어플리케이션 시장 점유율

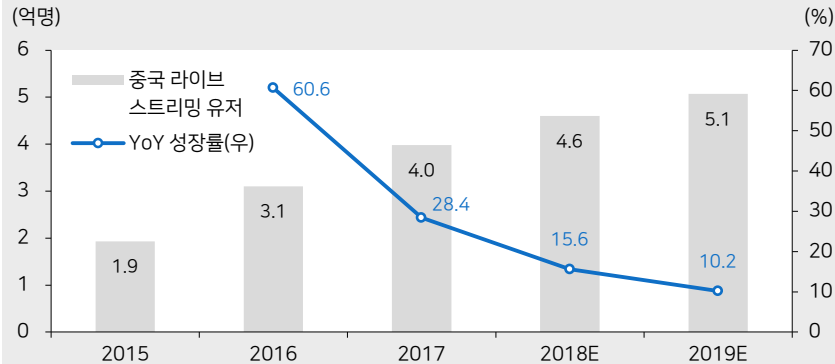


주: 2017년 12월 DAU 기준 모바일 게임 방송 어플리케이션 시장 점유율
자료: 지광빅데이터, 메리츠증권증권 리서치센터

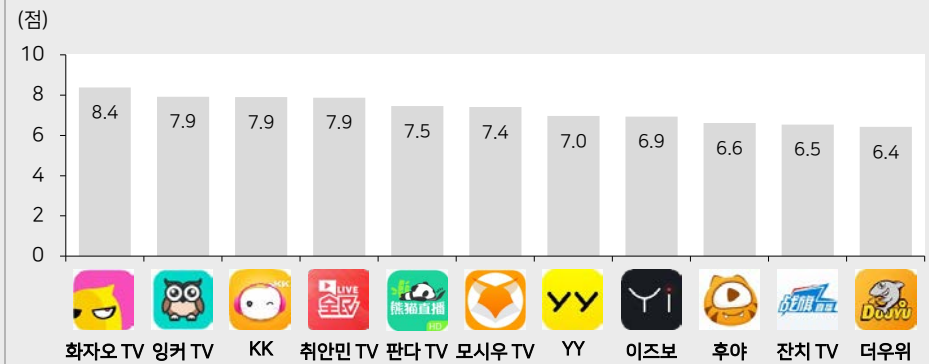
Appendix. 중국 라이브 스트리밍 시장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

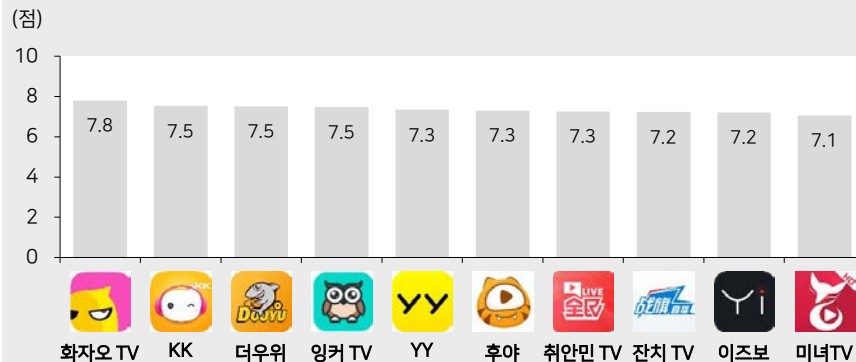
중국 라이브 스트리밍 서비스 이용자 수



중국 라이브 스트리밍 앱 다양성 점수(10점 만점)



중국 라이브 스트리밍 앱 만족도 점수 (10점 만점)



중국 라이브 스트리밍 플랫폼 인기 BJ - e스포츠 분야 압도적



자료: iiMedia Research, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

13

인터넷/게임

Part IV

혁신은 개방 속에 있다
(Innovation in the Open)

기술의 진보와 함께 과제도 생겨나 - JOMO

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

구글 개발자 컨퍼런스

- 2018년 5월 8일~10일 구글은 개발자 컨퍼런스 '구글 I/O'를 개최
- "기술은 전세계 모든 사람의 삶에 영향을 미치지만 이와 함께 책임도 따른다.
구글은 기술의 힘을 믿으며 모든 사람이 혜택을 누릴 수 있도록 힘쓰고 있다.
기술의 진보와 함께 이러한 기술이 가지는 과제도 생겨났다. 구글은 기술을 신중하게 사용해야 한다"
- 순다이 피차이 CEO
- 2018년 구글 컨퍼런스의 핵심은 AI 고도화였으며 역설적으로 JOMO(Joy of Missing Out)도 이야기

2018 구글 I/O 컨퍼런스



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

순다이 피차이 CEO



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

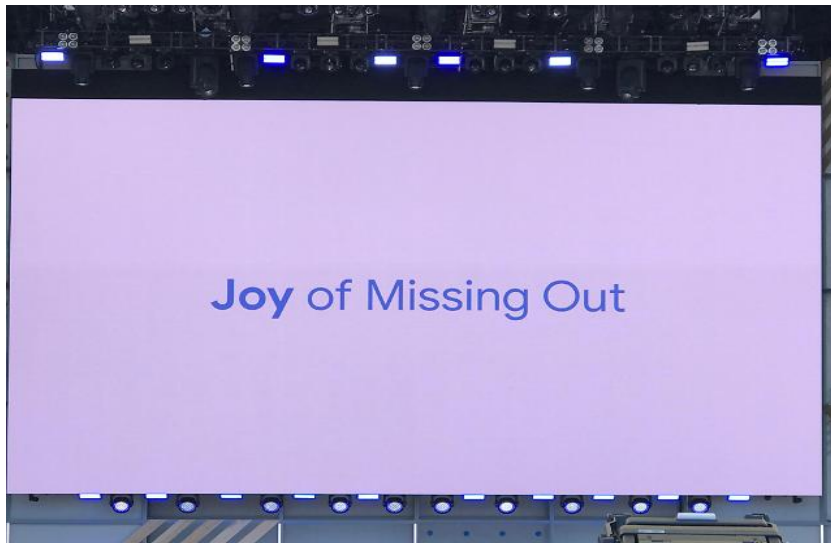
JOMO(Joy of Missing Out)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

구글의 개발자 컨퍼런스

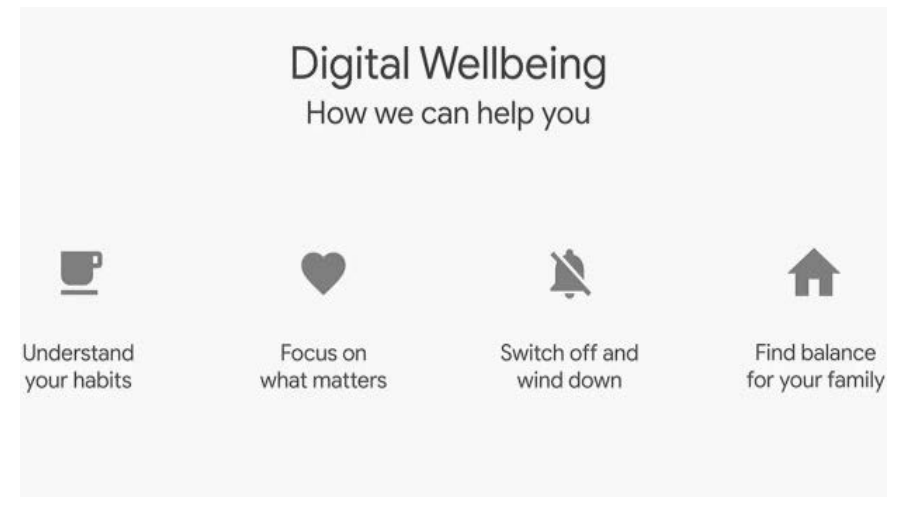
- FOMO(Fear of Missing Out, 정보를 놓치는 것에 대한 공포) 대신 JOMO(Joy of Missing Out)를 강조
- 이는 구글이 사용자가 휴대폰을 덜 사용하도록 도움으로써 디지털 웰빙을 구현해간다는 생각
- 대시보드 : 이용자가 얼마나 스마트폰에 중독되었는지, 하루 동안의 인터넷 이용시간, 전화, 이메일 수, 주로 이용하는 앱 등을 확인
- Shush : 방해 금지 모드로 스마트폰 화면이 아래로 가도록 뒤집어 놓으면 자동으로 방해 금지 모드로 전환되어 알림음 및 진동이 울리지 않게 됨
- Wind down : 잠들기 전 등 모바일 화면이 흑백으로 변해 스마트폰을 사용하지 않도록 유도하는 기능

구글의 스마트폰 중독 해결 노력



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

안드로이드P, 디지털 웰빙 강조



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

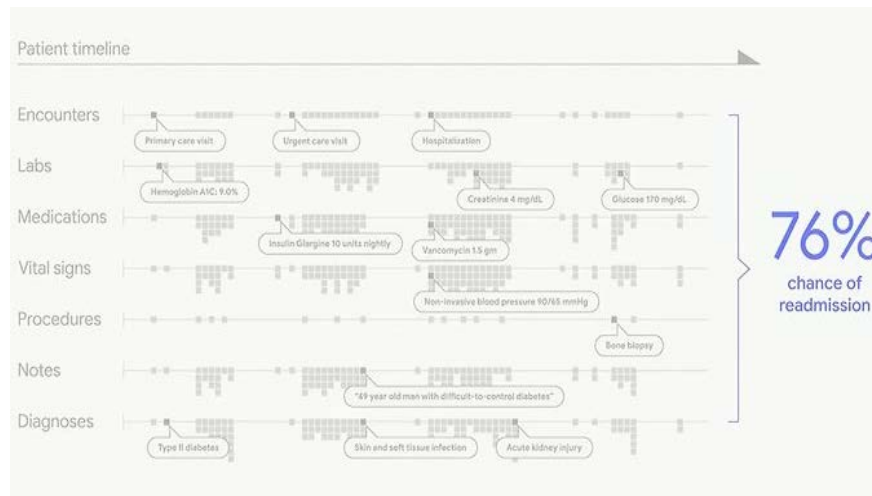
Predicting Medical Events

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

구글 컨퍼런스의 주인공은 AI

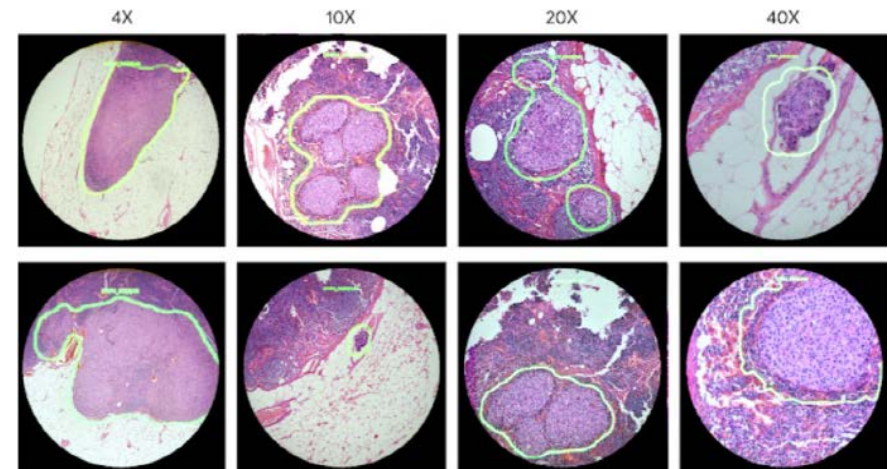
- 구글 AI 기술은 안구 스캔을 통해 그 사람의 나이, 성별, 흡연여부, 혈압 등의 생체 정보 파악하고 진단
- 머신러닝을 통한 의료기록 분석. 10만개의 데이터 분석 통해 재입원확률이 76%라는 결론 도출
- 환자의 향후 질병 타임라인과 시기에 맞는 처방, 치료가 가능해짐
- 암세포를 감지해서 알려주는 AR 현미경도 개발. 의사들이 암을 진단할 때 조직검사를 진행하게 되는데 이 과정은 복잡하고 많은 시간 소요. 딥러닝 기술을 광학 현미경에 적용하여 사람의 조직 사진에서 암세포 검출하는 학습, 사진 분석해 암세포 감지한 후 암세포 부분에 윤곽선 표시

Predicting Medical Events



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

구글의 AR 현미경으로 찾아낸 암세포



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

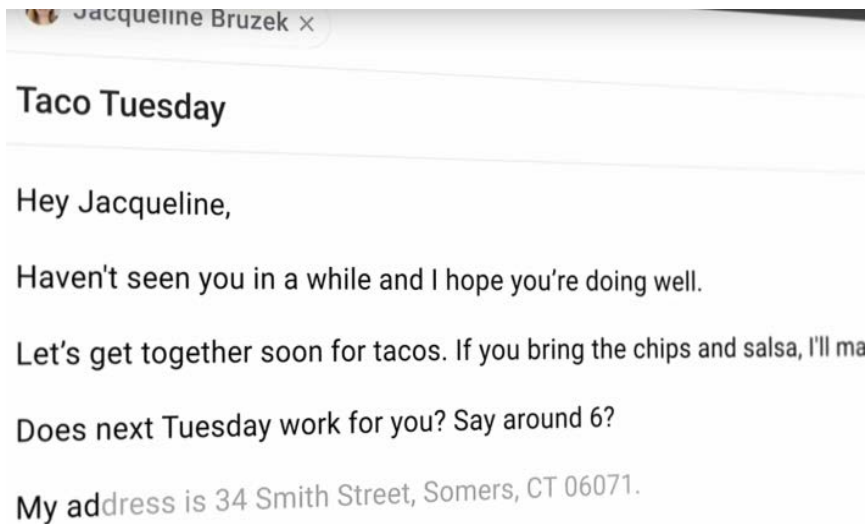
Smart Compose

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

구글 컨퍼런스의 주인공은 AI

- G메일에는 메일작성시 표현이나 문구 추천해주는 'Smart Compose' 기능 추가
- 이용자는 머신 러닝을 통해 쓰고자 하는 문장을 제공받고, 잘 지냈냐는 일상적인 인사 후 탭을 눌러 문장을 마치기만 하면 됨
- 구글 포토에도 AI 기능 도입. 사진 찍고 인식하면 pdf 파일로 변환시켜 다음에 사용하기 편하게 함
- 친구의 사진 전송할 때 AI가 앨범에 있는 사진들 중 같은 친구가 포함된 사진 구분하여 자동추천

G메일의 'Smart Compose' 기능



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

손쉬운 사진보정이 가능한 구글포토



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

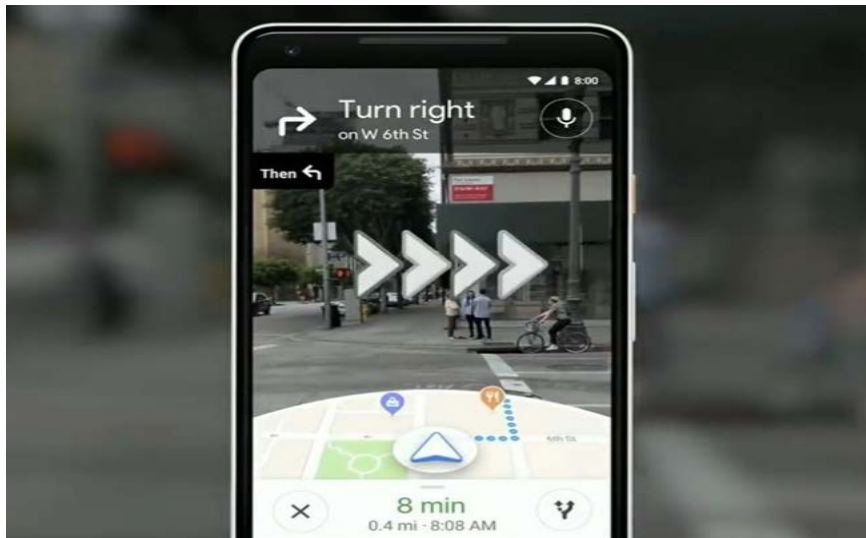
구글맵, 증강현실과 결합

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

구글 컨퍼런스의 주인공은 AI

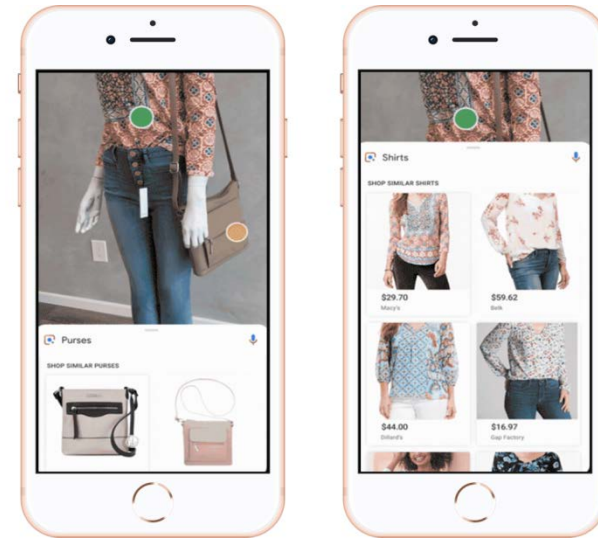
- 구글 렌즈는 스마트폰 카메라에 구글 맵 결합시켜 거리뷰를 증강현실 화면으로 재구성
- 스마트 텍스트 컬렉션 : 구글 렌즈를 통해 단어 인식. 포스트/상점간판/메뉴판 등의 인쇄된 텍스트 촬영하면 디지털 텍스트로 변환
- 스타일 매치 : 옷이나 인테리어 소품 비추면 유사한 제품, 판매 쇼핑몰, 가격 정보 등을 제시

구글 렌즈와 카메라 결합, AR 길안내 가능



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

스타일 매치



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

구글 어시스턴트의 진화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

구글 컨퍼런스의 주인공은 AI

구글 듀플렉스



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 로봇택시 서비스 개시

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

구글의 자율주행차, 웨이모

- “웨이모는 단순히 자동차를 개발하는 것이 아니라 운전 기술의 고도화된 연구”
- 존 크라프치 웨이모 CEO
- 2018년 웨이모는 미국 애리조나주 피닉스에서 자율주행차 웨이모를 활용한 로봇택시 서비스를 시작할 계획이며, 현재 테스트를 진행 중
- 이용자는 웨이모 모바일 앱을 활용해 로봇택시를 불러 이용할 수 있음

웨이모



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

신호 위반 차량 감지하는 자율주행차



자료: 구글, 메리츠증권증권 리서치센터

페이스북 개발자 컨퍼런스 F8

- 페이스북 역시 2018년 5월 1~2일 미국 캘리포니아 산호세에서 개발자 컨퍼런스 'F8' 개최
- 2018년 봄 마크 주커버그는 개인정보 유출로 어려움을 겪은 가운데 '클리어 히스토리'라는 개인정보 제어 기능을 발표, 페이스북은 이제 가족과 친구에서 한발 더 나아가 커뮤니티에 집중
- 또한 오쿨러스GO를 통해 디지털과 현실세계를 연결하는 가상현실 구현에 대한 비전 제시

"I believe we need to design technology to bring people closer together, If we don't work on this, the world isn't moving in this direction by itself."

- Mark Zuckerberg

페이스북 로드맵



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

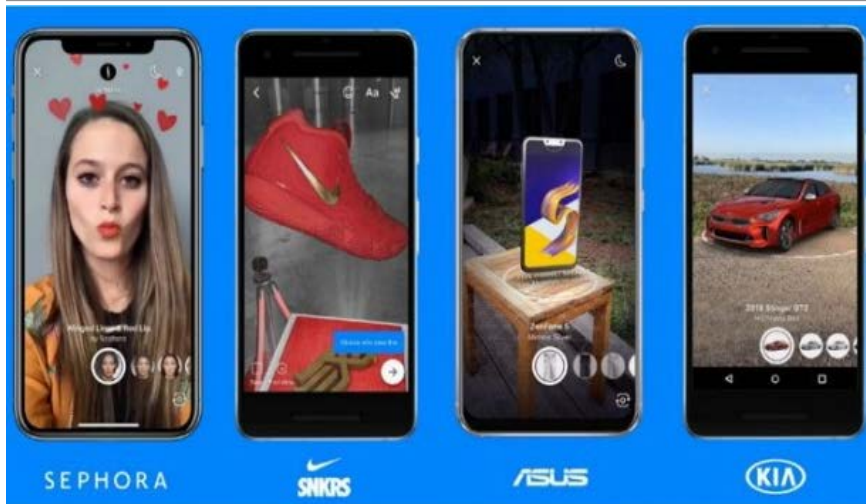
가상현실과 현실세계의 결합

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

VR, AR 기술 추가하며 페이스북 플랫폼 진화

- 마크 주커버그는 물리적인 현실이 가상현실로 대체될 것을 강조. 로마에 여행을 갔는데 콜로세움을 보면 관련설명이 옆에 붙는다든지, 해리포터의 팬인 딸아이를 위해 가상세계에서 마법학교 건물을 지어 선물한다면 어떠할까?
- 페이스북 메신저를 통해 VR 채팅을 한다든지 증강현실로 가기 위한 많은 기술이 추가되며 페이스북 플랫폼은 진화될 예정
- 'AR 카메라 이펙트 스위트(AR Camera Effects Suites)' : 사용자의 사진과 동영상에 3D 애니메이션 이미지를 결합할 수 있는 VR 기술
- 광고주도 활용 가능, 나이키, 아수스, 세포라, 기아자동차 등에 VR도구를 베타테스트로 제공

AR Camera Effects Suites – 광고에 도입



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

해리포터 집으로 변한 가상의 집



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

오culusGO - VR 대중화 원년

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

독립형 VR 헤드셋 '오culusGO' 출시

- '오culus 고'는 PC나 스마트폰 없이 독립적으로 작동하는 새로운 헤드셋. 스마트폰에 오culus 앱을 연동해야 작동 가능하지만 독립된 기기로 간편하게 즐길 수 있음
- 가격 또한 32GB 약 23만 8천원(199달러), 64GB 약 29만 8천원(249달러)으로 기존 오culus 리프트에 비해 접근성 제고
- '오culus 고'와 함께 '오culus 룸(Oculus Room)', '오culus TV(Oculus TV)', '오culus베뉴(Oculus Venues)', '오culus 갤러리(Oculus Gallery)'를 공개
- '오culus 룸'은 기어VR을 위해 출시되었으며 보드게임이나 영화 제공, '오culus TV'는 생방송 및 온디맨드 콘텐츠를 시청할 수 있는 가상 TV 스크린을 제공하며 여름 출시 예정

오culusGO



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

오culus 룸



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

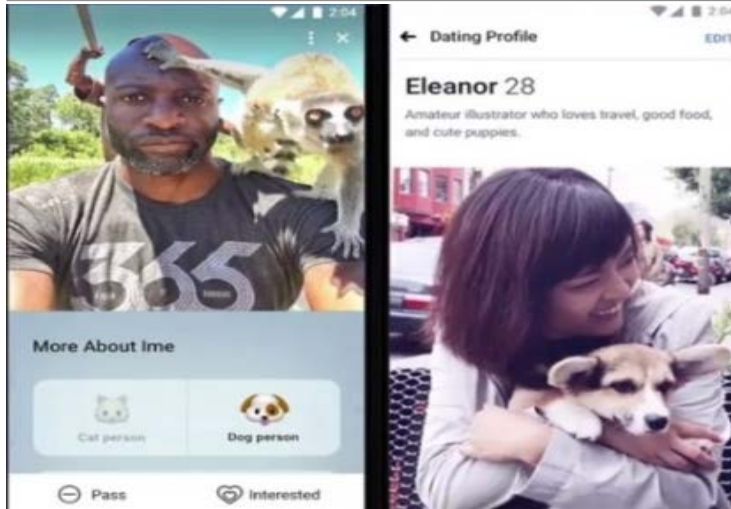
소셜 데이팅 시장 진출

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

연내 온라인 데이팅 시장 진출

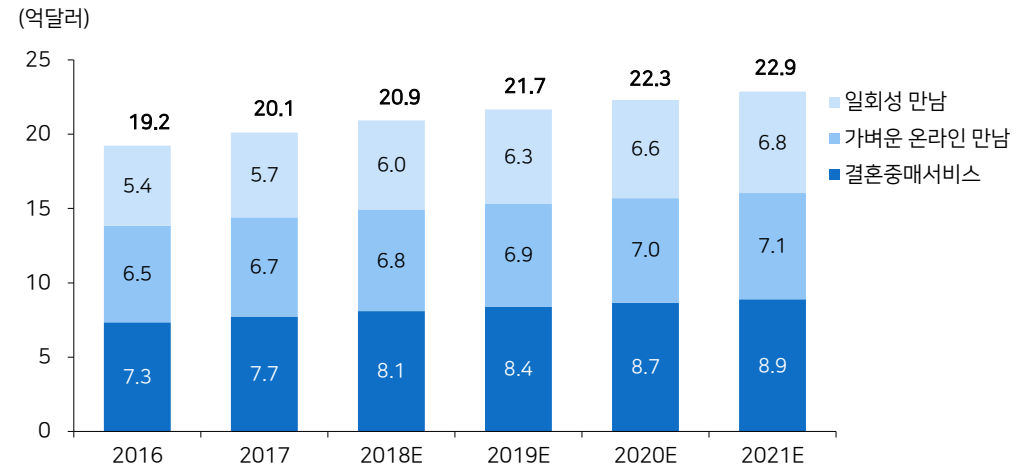
- 페이스북은 연내 온라인 데이팅 시장 진출을 밝힘. 데이팅 시장 진출 이유는 1) 데이팅 시장의 성장과 2) 개인정보 유출 문제에 정면 대응하며 페이스북의 네트워크 파워를 활용해보겠다는 뜻에서 비롯
- 페이스북은 데이팅 활성화를 위해 이용자의 기본 프로필과 별도로 데이팅을 위한 프로필을 생성할 수 있게 할 계획. 이용자의 취향, 공통점, 친구 관계 등에 따라 어울릴만한 상대를 노출해주고 매칭
- 마크 주커버그는 "미국 결혼 커플의 3분의 1이 온라인 만남을 통해 시작했고, 페이스북의 사용자 중에서 약 2억 명이 프로필 상태를 '싱글'로 표기"했다며 데이트 기능은 설계 시작부터 사생활 보호와 안전을 염두해 개발되었다고 강조
- '데이트 프로필'은 하반기 베타 테스트 예정

데이트 프로필



자료: 페이스북, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 데이팅 시장 규모



자료: Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

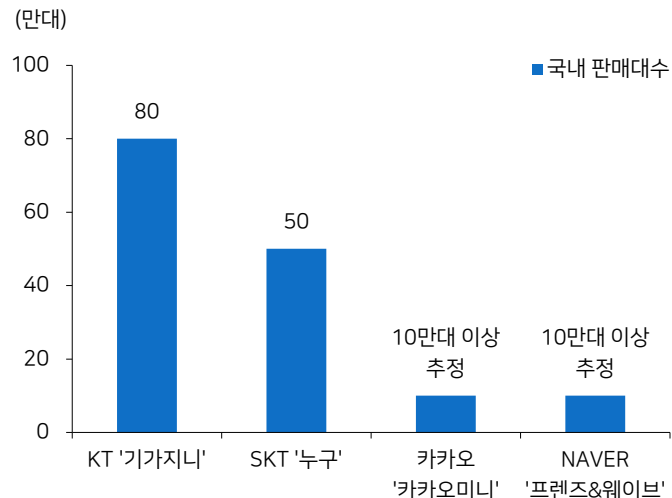
한국의 스마트스피커

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

다양한 형태, 가격으로 대중화

- 2016년말 통신사 제품을 시작으로 국내 AI스피커 시장 개화
- 2017년 하반기 NAVER와 카카오 역시 제품 출시하며 빠르게 시장 장악
- 2018년 하반기 삼성전자의 '빅스비 스피커', 구글의 '구글홈' 등 한국 출시하며 경쟁심화
- 구글은 4월초 '구글홈 미니'의 전파 인증. 빠르면 6월 중 출시 예정
- 애플은 '홈팟'의 저가형 제품 개발 중이며 18년말 출시 예정
- 1Q18 기준 한국은 스마트스피커 출하량 73만대로 글로벌 3위 시장(1위 미국, 2위 중국)

국내 AI스피커 판매대수



주: KT '기가지니'와 SKT '누구'는 2018년 4월 기준 누적 판매량,
'카카오미니'와 '프렌즈&웨이브'는 2018년 2월 기준 추정 누적 판매량
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 AI스피커 제품의 종류

기업	제품	특징	출시 시기
SKT	누구	국내 최초로 출시된 AI 스피커	2016년 9월
	누구미니	'누구'의 소형화 · 경량화 모델	2017년 8월
KT	기가지니	셋톱박스 일체형 AI 스피커	2017년 1월
	기가지니2	'기가지니'의 소형화 · 경량화 모델	2018년 2월
NAVER	웨이브	NAVER AI 플랫폼 '클로바' 탑재된 AI 스피커	2017년 8월
	프렌즈	외형 디자인에 '라인 프렌즈' 캐릭터 적용	2017년 10월
	프렌즈 미니	'프렌즈'의 소형화 · 경량화 모델	2018년 5월
	페이스	스마트 디스플레이가 탑재된 AI 스피커	2018년 출시 예정
카카오	카카오미니	카카오 AI 플랫폼 '카카오' 탑재된 AI 스피커	2017년 11월
LG전자	씽큐 허브	NAVER '클로바' 탑재, 가전제품 모니터링 특화	2017년 11월
NAVER/LG U+	프렌즈플러스 미니언즈	NAVER '클로바' 탑재, '미니언즈' 캐릭터 디자인	2018년 4월
NAVER/SKT	아키	NAVER '클로바' 탑재된 손목시계형 키즈폰	2018년 4월
삼성전자	빅스비 스피커(가칭)	삼성 가전제품 브랜드 통합 제어 가능	2H18 국내 출시 예정
구글	구글 홈	구글 어시스턴트 탑재, 음성으로 구글 서비스 이용	2H18 국내 출시 예정
	구글 홈 미니	'구글 홈'의 소형화 · 경량화 모델	2H18 국내 출시 예정

자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

한국의 스마트 스피커

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

빠르게 성장하며 세계 3위 시장

- 1Q18 글로벌 생산대수는 총 900만대로 전년동기대비 210% 성장
- 구글이 아마존을 처음으로 제치고 1위 업체로 올라섬. 아마존 에코는 처음으로 미국 시장점유율 50% 이하로 떨어졌음. 그리고 중국과 한국의 벤더들도 빠르게 성장
- 중국의 1분기 생산대수는 180만대, 한국은 영국을 추월하며 73만대의 출하량 기록
- 아마존과 같이 스마트스피커는 쇼핑/커머스와 연동되며 본격 수익화
- 2018년 5월부터 NAVER는 "단 두마디로 주문하는 음성쇼핑" 시작
예) "클로바, 생수 주문해줘", "클로바, 치킨 주문해줘" 등 - 설정해 놓은 배송지와 가장 근접한 매장에 자동접수, 품목/금액/배송지/수량/매장/소요시간 등 이용자에게 SMS 통해서도 결제 내역 전송

한국은 글로벌 3대 시장



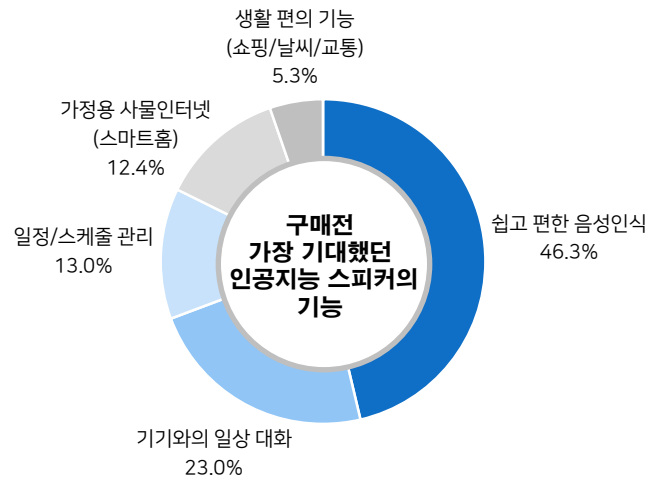
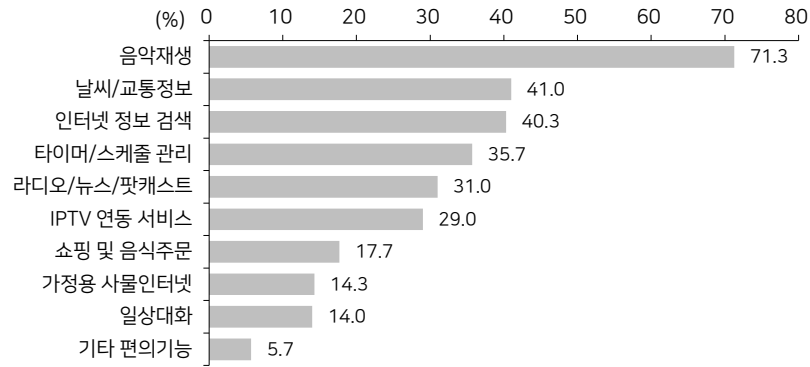
주: 1Q18 생산대수
자료: Canalys, 메리츠증권증권 리서치센터

쇼핑/커머스와 연동될때 본격 수익창출 - 클로바 음성 쇼핑 발화 예시

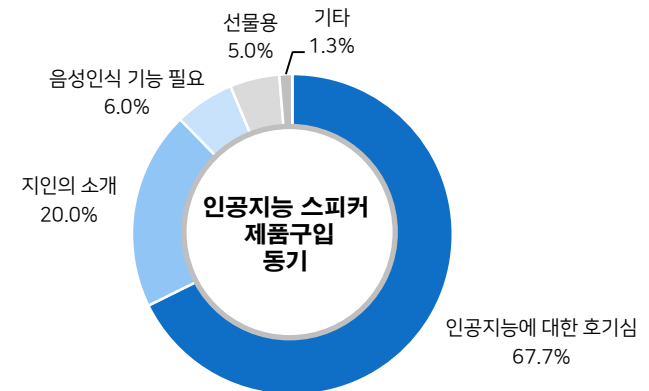
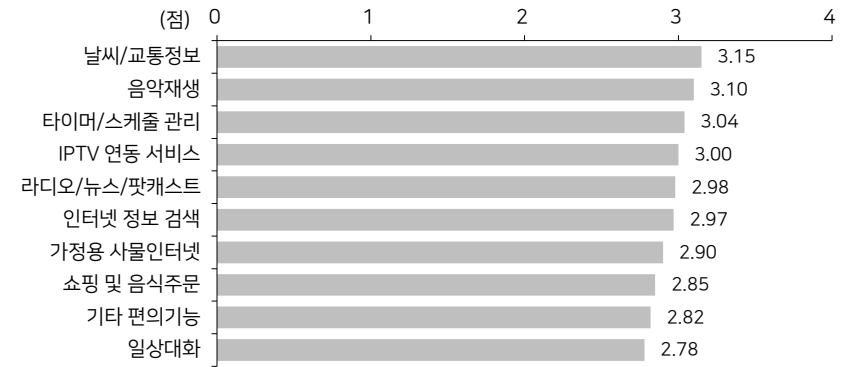
카테고리	품목군	제공상품	발화예시
식품	생수	제주삼다수 2L * 6병	생수 주문해줘 / 삼다수 2세트 구매할게
	라면	신라면 20봉, 너구리 순한맛 20봉, 올리브짜파게티 20봉	라면 주문해줘 / 짜파게티 주문해줘
	즉석밥	CJ 등근 핫반 210g 24개	핫반 주문해줘
	치킨	BBQ 후라이드/양념/반반	치킨 배달해줘
	피자	피자알블로 더빛나라골드 피자세트 Large/Regular	피자 배달해줘
생활용품	세탁세제	LG생활건강 테크 베이직 액체세제 용기 3L * 4개(드럼용)	세탁세제 주문해줘
	섬유유연제	LG생활건강 샤프란 3100ml 4개 (핑크센세이션향)	섬유유연제 주문해줘
	물티슈	베베슈 아기물티슈 센시티브 엠보싱 캡 10팩	물티슈 구매해줘
	화장지	크리넥스 순수 3겹 소프트 27m 30롤 * 2개	화장지 주문해줄래?

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

자주 이용하는 인공지능 스피커의 기능



인공지능 스피커 항목별 만족도 (5점 만점)



한국 VR, 체험형 콘텐츠 위주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

게임방, 영화관, 리조트까지 확장

- 국내 VR(가상현실) 시장은 체험형 콘텐츠 위주의 테마파크 중심. 아직 뚜렷한 수익모델 못 찾음
- 2018년 상반기 한국 콘텐츠진흥원이 주도한 울산, 여의도 등 콘텐츠 체험존 오픈.
예) 서울 홍대 지역의 VR스퀘어는 레이싱, 스포츠 등 다양한 VR 콘텐츠 체험공간
- 대중화가 더딘 이유는 1) VR 디바이스의 가격과 2) 지속적으로 즐길 수 있는 콘텐츠 공급 필요
- 국내 게임사들은 VR 게임을 출시, 혹은 계획 중인데 드래곤플라이의 '스페셜포스VR'이 대표작

국내 주요 VR 테마파크

이름	소재지	개관 시기	주관 기업/기관
몬스터VR	인천 송도	2017년 8월	지피엠
플레이박스	제주 제주시 연동	2017년 11월	카카오
판타VR	서울 동대문	2017년 12월	가상현실콘텐츠산업협회
밀레니엄VR	경주 신평동	2017년 12월	쓰리디팩토리
플레이VR	제주 서귀포시색달동	2018년 2월	엔아이케이제주
브라이트	서울 신촌	2018년 3월	KT, GS리테일
VR스퀘어	서울 홍대(서교동)	2018년 3월	스코넥엔터테인먼트
웨일 워칭 VR	울산 남구	2018년 5월	투엠비게임
K-스타 VR	서울 여의도	2018년 5월	텔루스
VR테마파크 (세부 명칭 미정)	부산 벡스코	2018년 10월 예정	와이제이엠게임즈
유조이월드	인천 계산동	2018년 말 예정	유조이월드
VR 매직 파크	미정	미정	드래곤플라이

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 개발중인 주요 VR게임

개발사	게임	플랫폼	출시 시기
드래곤플라이	스페셜포스 VR: 유니버설 워 스페셜포스 VR: 에이스	HTC 바이브 -	2018년 3월 미정
맘모식스	버추얼닌자 VR	오쿨러스, 기어VR, HTC 바이브 등	2018년 3월
넷마블	피싱스트라이크	모바일	2018년 4월
YJM게임즈	로디안: 카르마	스팀 VR	2018년 5월
플레이스낙	원티드킬러 VR 샤먼: 스피릿헌터	스팀 VR(얼리액세스) 오쿨러스	2018년 5월 2H18 예정
한빛소프트	오디션 VR-아이돌 헬게이트 VR	구글 데이드림 PS VR	2018년 6월 예정 2H18 예정
스마일게이트	파이널 어설트 프로젝트 Y(가칭) 프로젝트 R(가칭)	오쿨러스, HTC 바이브, PS VR 등 - -	2H18 예정 2H18 예정 2H18 예정
네시삼십삼분	고스트버스터즈월드	모바일	2H18 예정
엔씨소프트	블레이드앤소울 테이블 아래나	오쿨러스	미정
네오라마	신과함께(부제: 심판)	전용 어트랙션	미정

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

13

인터넷/게임

Part V

한국의 승차공유 플랫폼 - 시작이 반이다

‘새로운 기술이 등장할 때는 언제나 인접 산업을 위협하는 것처럼 보이나
결국 굉장히 생산적인 방법으로 혁신을 포용하는 형태로 진화된다.’

하늘을 나는 택시

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

빠르게 진화하는 우버

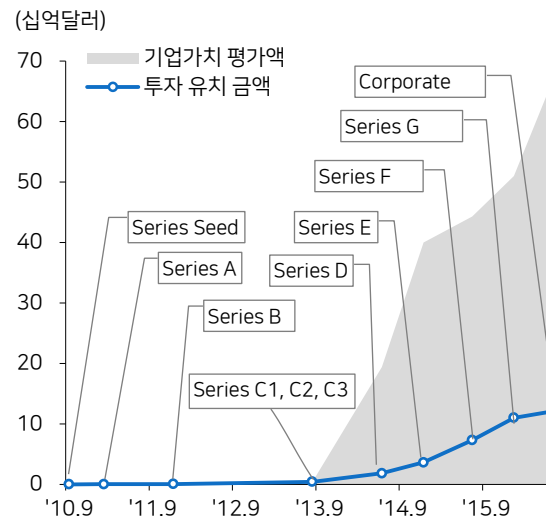
- “New technology comes in and appears threatening to incumbent industries at first.. They ultimately find ways of using it in a productive manner, and embracing innovation” – Uber CEO
- 새로운 기술이 등장할 때는 언제나 인접산업을 위협하는 것처럼 보이며 국내 승차공유 시장 역시 그러한 과도기. 그러나 글로벌 시장은 결국 생산적인 방법으로 혁신을 포용하는 형태로 진화
- 우버는 ‘하늘을 나는 택시’ 개발을 위해 향후 5년 동안 프랑스에 2,000만 유로(약 252억원)를 투자
- 프랑스에 수직이착륙(eVTOL) 방식으로 하늘을 나는 택시 ‘우버 엘리베이트(Uber Elevate)’ 센터 지을 것
- 2017년 우버 매출액과 영업적자는 각각 370억 달러(+85% YoY), 45억 달러 기록

우버, 하늘을 나는 택시 정류장 디자인



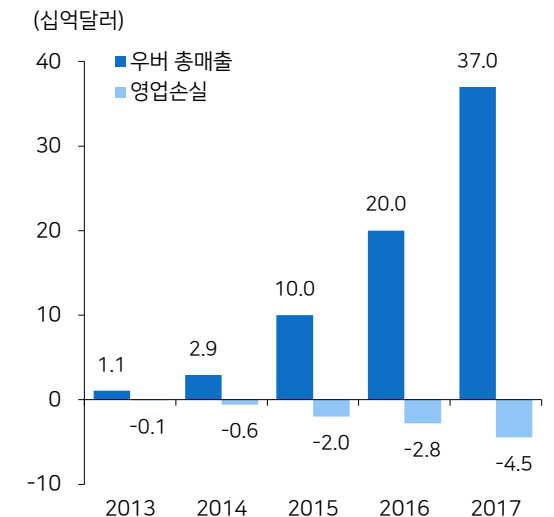
자료: 우버, 메리츠증권증권 리서치센터

우버의 기업가치



자료: Sharespost, 메리츠증권증권 리서치센터

우버의 손익 추이

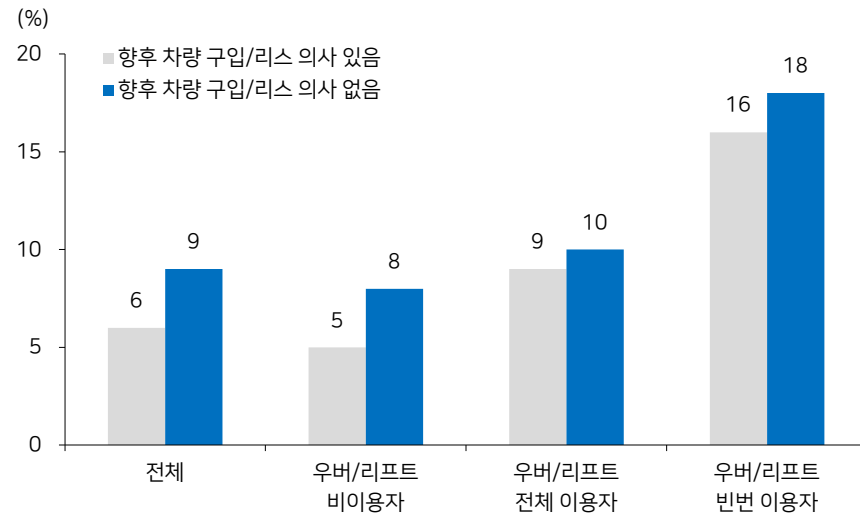


자료: 우버, 메리츠증권증권 리서치센터

택시 산업 내 '스몰 비즈니스'

- 우버 역시 출범 이후 줄곧 법적 이슈에 시달려옴. 대부분의 이유는 1) 보험 커버 문제, 2) 택시 운전자들의 생계에 영향 준다는 점 등에 근거
- 그러나 대부분의 국가에서 '사전 허가 후 엄격한 사후규제'로 진행되고 있음
- 2017년 9월 영국 런던교통국은 우버의 런던 시내 영업행위에 대해 부적합 판정을 내렸으나 2018년 우버는 운전자들의 휴식시간 보장/노동자 지위 부여/교통법 준수를 약속하며 운행 중
- 우버의 수익구조는 운전자-이용자 연결의 대가로 20~25% 수수료 수취. 기여 마진은 6.5~8.5% 수준

우버 이용자, 미래 자동차 구입 여부 Survey



자료: Sharespost, 메리츠증권증권 리서치센터

우버 수익구조 시뮬레이션

Gross Bookings	100.0%	100.0%	비고
Driver commission	-80.0%	-75.0%	SF: 78%, London: 80%
Uber Fees	0.0%	2.0%	Includes Safe Driver fees
Driver incentives	-1.0%	-2.0%	-
Returns	-0.5%	-1.0%	-
Take Rate	18.5%	24.0%	-
COGS	4.0%	4.5%	Implies 20~22% of net revs
Sales & Marketing	2.5%	3.5%	Implies 13~15% of net revs
Driver Insurance	2.5%	3.5%	Implies 15~17% of net revs
G&A	3.0%	4.0%	Implies 13~15% of net revs
Contribution Margin (% of gross bookings)	6.5%	8.5%	SF: 10.1%, London: 9.7%
Contribution Margin (% of take rate)	27.1%	45.9%	Calculated hi/low and low/high

자료: Sharespost, 메리츠증권증권 리서치센터

탄력요금제 보편화

- 탄력요금제란 수요와 공급 변화에 따라 요금제가 변동하는 방식
- 우버의 탄력요금제는 피크타임에 서비스 화면에 나타나는 지역별 색상이 진할수록 요금이 비싸다는 의미, 가격은 최소 1.1배에서 3배 이상까지 올라감
- 일본 재팬택시의 경우 410엔(4,100원), 중국 '디디추싱'은 29~59위안(4,900~9,900원)의 호출요금, 말레이시아 '그랩'은 2링깃(550원)의 호출요금 받음
- 한국 택시산업에서 탄력요금제/승차공유 가능하려면 1) 앱을 통한 요금책정 가능
2) 서울시, 지자체, 택시협회, 승객들의 전반적인 동의 필요

택시 서비스의 수요/공급 불일치 상황 6가지

1	출근시간(오전 7시~ 오전 10시)
2	심야시간(오후 10시 ~ 오전 2시)
3	크리스마스이브 등 연휴 전날의 도심지 (일시적 혼잡 지역)
4	비와 눈이 많이 오는 기상 환경
5	인적이 드문 외지가 목적지인 경우
6	단거리 (총거리로 5km 혹은 택시 요금 5,000원 이내 지역)

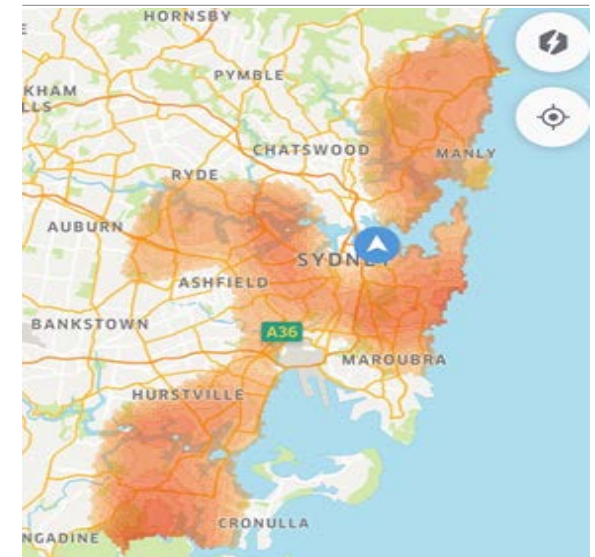
자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권증권 리서치센터

디디추싱 유료호출 요금

구분	유료호출 요금	
일반택시	① 기본 요금(거리+시간)의 최대 1.5배	② 최대 +29위안
프리미엄 택시	① 기본 요금(거리+시간)의 최대 1.5배	② 최대 +59위안
비고	①과 ② 중에서 더 낮은 금액이 상한선으로 적용	

자료: 디디추싱, 메리츠증권증권 리서치센터

우버의 탄력요금제-색상이 진할수록 요금 높아짐



자료: 우버, 메리츠증권증권 리서치센터

2016년 국내 카풀 비즈니스 본격화

- 한국은 '우버' 퇴출 이후 2016년 '풀러스'와 '럭시'가 자가용 운전자들이 출퇴근시간에 한해 승객 태우는 비즈니스 시작. 2017년 11월 '풀러스'가 출퇴근시간 선택제 도입하며 택시업계 반발 거세짐
- 2018년 카카오택시가 스마트호출 서비스 개시하며 유료화 시작. 하반기 렉시 연동하며 본격 승차공유 플랫폼 선보일 것
- 한편 북미/유럽 '우버'에서 중국 '디디추싱', 그리고 동남아 '그랩'까지 글로벌 차량공유 시장은 성장 궤도
- 인도네시아 지역 오토바이, 차량공유 1위 사업자인 '고젝'은 5억 달러를 투자해 싱가포르, 태국, 베트남, 필리핀에 진출 발표. 소프트뱅크의 '그랩'이 주도하고 있는 시장에 도전장

교통분야 신사업 진출 논란

서비스	우버 X		풀러스 시간선택제		카카오택시	
내용	앱을 통해 자가용 이용자와 승객을 연결하는 서비스		출퇴근 시에만 허용된 카풀에서, 출퇴근 시간을 스스로 선택하게 하는 서비스		무료 호출 외에 목적지를 가리는 스마트호출(2천원), 차를 강제로 배차하는 즉시배차(5천원) 출시	
논란	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 사실상 면허 없는 불법 택시 ▪ 여객자동차법에서 금지한 자가용을 이용한 유상 운송 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중일 영업이 가능해져 사실상 불법 택시 영업으로 변질될 우려 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 택시요금과 호출수수료를 제한하는 법령 우회하는 사실상의 택시요금 인상 	
경과	2014년 8월	국내 출시. 서울시/국토부, 불법 택시 영업으로 규정	2017년 6월	시간선택제 계획, 국토부 우려 및 의견 제시로 4개월 연기	2018년 3월	유료서비스 계획 발표, 택시노조 등 반대 성명
	2014년 11월	택시노조 우버 반대 시위	2017년 11월 6일	풀러스 시간선택제 도입	2018년 4월 6일	국토부, 요금 가이드라인(1천원) 제시
	2014년 12월	검찰 우버 기소	2017년 11월 8일	서울시, 경찰에 여객자동차법 위반 혐의 조사 요청	2018년 4월 10일	즉시배차는 유보, 스마트호출만 출시
					2018년 4월 13일	스마트호출에 목적지 정보 다시 송출

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 차량공유 시장 성장궤도

- 우버 : 2017년말 사내 성추문과 최고경영자의 갑질 논란으로 주요 경영진 교체. 중국 등 일부 시장 참패 인정하며 1Q18 동남아와 러시아 사업 매각. 그러나 익스피디아 출신의 CEO 영입하며 자율주행과 음식배달 등의 신규 분야 투자 계획
- 디디추싱: 중국판 우버로 이르면 하반기 IPO 예정이며 최소 75조원 기업가치 예상. 4.5억명이 이용하며 2,100만명의 운전자 보유
- 그랩: 싱가포르 계열로 동남아 차량공유 시장 주도. 6.4억명 이용자 보유. 우버가 동남아 사업권을 그랩에게 매각할 정도. 소프트뱅크는 우버의 최대주주이면서 그랩의 주요주주

글로벌 차량공유 스타트업

	우버	디디추싱	그랩	고젝	플러스
차량공유 스타트업					
국가	미국, 유럽 등 전세계 72개국	중국	싱가포르, 인도네시아, 말레이시아 등 동남아 7개국	인도네시아, 태국 등 동남아 5개국	한국
이용자	7,500만명	4억 5,000만명	1,100만명	1,000만명	75만명
기업가치	699억달러	560억달러	60억달러	50억달러	220억원(투자 유치금)

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 차량공유 스타트업

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

2018년은 2014년과 다를 것

- 풀러스 : 2014년 설립된 온디맨드 카풀기반 라이드쉐어링 서비스. 라이더(차를 얻어타는 사람)와 드라이버로 구성. 택시 이용요금의 70% 선에서 요금 책정. 드라이버 등록은 풀러스 심사 거쳐 통과. 출고 1년 이내 신차는 차량 점검 면제. 이용요금은 20%의 수수료와 6.6%의 소득세 차감후 입금
- 2017년 11월 네이버, SK 등으로부터 220억원 투자받은 바 있음
- 2017년 11월부터 드라이버가 자신의 출퇴근시간 설정할 수 있게 되어 이용시간 제한 없어짐
- 렉시: 2014년 7월 설립. 2018년 2월 카카오모빌리티에 252억원에 피인수. 회원수 78만명으로 인당가치 32,308원 수준

풀러스 - 국내 1위 사업자, NAVER와 SK 투자

구분	내용
설립연도	2016년
대표	김태호 대표(국내 카쉐어링 업체 1위 '쏘카' 창업자)
서비스 출범 시기	2016년 5월
사업내용	출발지와 목적지가 같은 드라이버와 탑승자 이어주는 승차공유 플랫폼
종업원수	37명
누적가입자수	75만명 (2017년 9월 기준)
주요 서비스	출퇴근길 승차 공유 서비스(개인별로 출퇴근 시간을 4시간 지정)
비고	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 카풀이 성사되면 Driver에게 수수료 20%를 제한 이용금액 제공 ▪ 2017년 10월 NAVER (신성장기술펀드)-SK (주)로부터 투자 유치

자료: 풀러스, 메리츠증권증권 리서치센터

렉시 - 카풀 고급화 전략. 카카오에 피인수

구분	내용
설립연도	2014년
대표	최바다, 길창수 각자대표
서비스 출범 시기	2016년 8월
사업내용	출퇴근 방향이 비슷한 드라이버와 탑승자 이어주는 승차공유 플랫폼
종업원수	30명
누적가입자수	78만명 (2017년 12월 기준)
등록차량	20만대
주요 서비스	출퇴근길 승차 공유 서비스
비고	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2017년 8월 현대차로부터 50억원의 전략적 투자 ▪ 2018년 2월 카카오 모빌리티에 100% 피인수

자료: 렉시, 메리츠증권증권 리서치센터

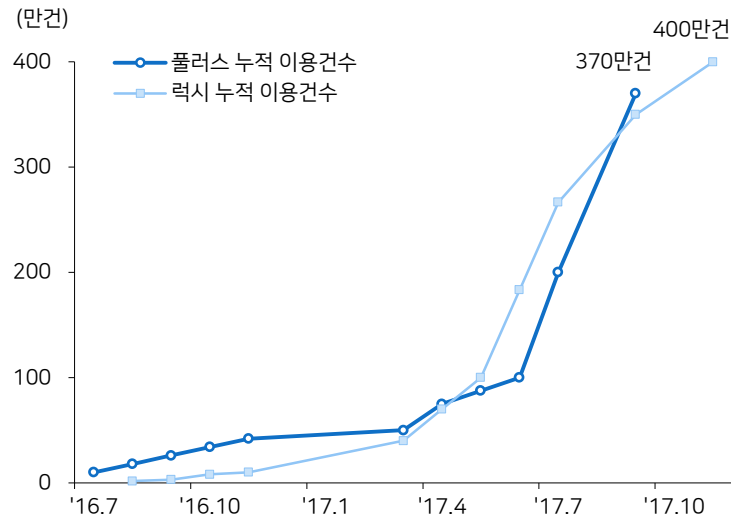
한국의 승차공유 플랫폼

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

2018년은 2014년과 다를 것

- 카풀앱은 2016년 서비스 시작된 후 한 회사당 누적이용건수가 300만건 넘어서며 빠른 성장
- 서울시는 풀러스의 24시간 서비스가 가능해지면 '택시면허 없는 택시' 등장하는 것으로 반대 입장
- 일자리보다 일거리가 중요하다는 점. 무조건적인 반대와 혁신 기술을 등한시하면 ICT산업 발전 어려움
- 4차산업혁명위원회는 카풀, 택시업계와의 토론의 장 마련하기 위해 노력
- 2018년 7월 제4차 규제·제도혁신 해커톤 개최되며 의제는 '카풀 업계 논의'도 후보 대상

풀러스/럭시 누적 이용건수, 400만건 넘어섰을 것으로 추정



주: 풀러스는 2017년 9월 기준, 럭시는 2017년 10월 기준
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

여객자동차 운수사업법 제 81조

- 사업용 자동차가 아닌 자동차(이하 "자가용자동차"라 한다)를 유상(자동차 운행에 필요한 경비를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)으로 운송용으로 제공하거나 임대하여서는 아니 되며, 누구든지 이를 알선하여서는 아니 된다.
- 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 유상으로 운송용으로 제공 또는 임대하거나 이를 알선할 수 있다.

<개정 2013.3.23., 2015.6.22., 2017.3.21.>

1. 출퇴근 때 승용자동차를 함께 타는 경우
2. 천재지변, 긴급 수송, 교육 목적을 위한 운행, 그 밖에 국토교통부령으로 정하는 사유에 해당되는 경우로서 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장(자치구의 구청장을 말한다. 이하 같다)의 허가를 받은 경우
 - ② 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장은 제1항제2호에 따른 허가의 신청을 받은 날부터 10일 이내에 허가 여부를 신청인에게 통지하여야 한다. <신설 2017.3.21.>
<중전 제2항은 제4항으로 이동 2017.3.21.>
 - ③ 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장이 제2항에서 정한 기간 내에 허가 여부 또는 민원 처리 관련 법령에 따른 처리기간의 연장 여부를 신청인에게 통지하지 아니하면 그 기간이 끝난 날의 다음 날에 허가를 한 것으로 본다. <신설 2017.3.21.>
 - ④ 제1항제2호의 유상운송 허가의 대상 및 기간 등은 국토교통부령으로 정한다.
<개정 2013.3.23.> <제2항에서 이동 2017.3.21.>

자료: 종합법률정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오택시의 History

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임 Infection Point

국민앱, '카카오택시'

- 카카오택시가 '카카오 업무택시(카카오T for Business)'를 출범하며 출시 3년만에 처음으로 수익화 시작
- 카카오택시는 2015년 3월 31일 출시되어 누적 승객가입자 1,700만명, 일평균 125만콜 기록하는 등 국내 1위 콜택시 서비스이자, 카카오의 대표적인 성공 플랫폼
- 2017년 카카오모빌리티는 2월 한국 스마트카드와 업무제휴, 6월 미국 대체투자펀드 TPG로부터 2,000억원의 지분투자를 받은 후 수익화의 속도가 빨라질 것으로 예상
- 한국 스마트카드에 따르면 일 택시결제건수는 400만건, 그 중에서 5~10%가 법인카드로 결제

카카오택시의 역사



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오 택시 수익추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 13
인터넷/게임_ Infection Point

2018년 하반기 본격화 기대

- 2018년 카카오택시 매출액은 476억원이나 하반기 본격 수익화로 2019년 매출액은 1,364억원으로 200% 이상의 증가 기대
- 일반 택시 수익화와 현재 스마트호출(1천원) 서비스에서 우선회출, 즉시배차(3~5천원) 프리미엄화, 그리고 7월 이후 '럭시' 연계로 카풀 서비스 추가 기대
- 콜 서비스의 형태 다양화, 시간대별/지역별 차등화에 성공한다면, 카카오택시 콜의 가치는 상향 조정
- 카카오택시는 기존 플랫폼에 수익모델만 없는 것으로 성공적인 유료화시 이익레버리지 극대화됨

카카오택시, 출시부터 유료화까지

2015년 11월	카카오택시 출시
2016년	가입자 1,150만명, 일평균 80만 콜
2018년	일평균 125만 콜
3월 13일	카카오 카카오택시 유료화 선언
4월 5일	국토부 "유료 호출비, 콜택시 수수료(1,000원)에 준해야"
4월 10일	'즉시 배차' 빼고 '스마트 호출' 서비스
4월 13일	'스마트 호출' 목적지 비공개 기능 폐지
5월 11일	카카오 "유료호출 월 사용자 50만명"

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오택시 매출 시나리오

(십억원)	2018E	2019E	2020E
카카오택시	47.6	136.4	163.0
업무택시	12.9	28.5	32.8
일간콜수 (천회)	32.0	79.2	91.1
콜비 (원)	1,000	1,000	1,000
월수익	1.0	2.4	2.7
일반택시	34.7	107.9	130.2
일간콜수 (천회)	93.3	209.6	241.1
콜비 (원)	1,325	1,500	1,500
월수익	3.7	9.4	10.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

13

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

인터넷/게임

기업분석

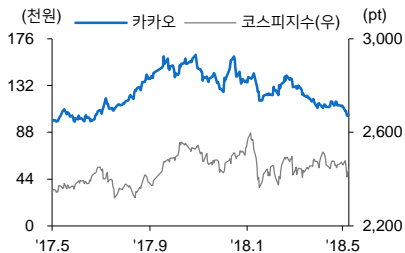
종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	190,000원
넷마블(251270)	Buy	220,000원
NAVER(035420)	Buy	1,100,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	480,000원
컴투스 (078340)	Buy	230,000원
아프리카TV(067160)	Buy (신규)	65,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	100,000원

카카오 (035720) 회복의 조짐

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

Buy

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6. 4)	108,000원
상승여력	75.9%
KOSPI	2,447.76pt
시가총액	82,383억원
발행주식수	7,628만주
유동주식비율	64.41%
외국인비중	23.96%
52주 최고/최저가	161,000원 / 98,000원
평균거래대금	650.5억원
주요주주(%)	
김범수 외 25인	31.94
MAXIMO PTE	7.34
국민연금	6.30
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-3.6 -3.0
6개월	-22.6 -20.9
12개월	7.1 3.8
주가그래프	



8월 카카오게임즈 상장

- 카카오게임즈는 5월 거래소에 코스닥 상장예비심사 청구서 제출. 8월 기업공개 예상
- 2018E 매출액과 영업이익은 각각 4,000억원(+98.7% YoY), 700억원(+81.3% YoY)으로 추정되며 예상 기업가치는 1.5조원으로 시장 기대치 상회할 가능성 높음

지분구조 변화는 아비트라지 기회

- 9월 1일 카카오M 흡수합병으로 손익 및 재무구조 개선
- 5월 카카오페이지 운영권을 포도트리에 양도. 2019년 IPO를 위한 사전작업
- 카카오의 기업가치에서 자회사 가치는 5.4조원으로 약 70% 수준. 지배구조 재편은 아비트라지 투자기회

투자의견 Buy, 적정주가 19만원 유지. 인터넷업종 Top Pick

- 국내 인터넷 플랫폼에 대한 규제리스크 확산으로 2nd Tier에 대한 투자전략 필요
- 2018년 상반기 카카오 주가수익률은 1) GDR 발행과 2) 카카오택시 유료화 속도 지연으로 -21%로 부진
- 그러나 카카오게임즈 기업공개와 카카오택시(본격 유료화, 카풀 서비스 연계)로 회복의 속도 빨라질 것

(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
2017	1,972.3	165.4	108.6	1,602	86.2	59,332	85.5	2.3	30.5	2.9	40.9
2018E	2,488.5	182.0	183.1	2,417	41.5	59,001	46.3	1.9	35.5	4.3	37.7
2019E	3,075.0	325.6	309.1	4,052	60.4	59,986	27.6	1.9	23.1	6.8	37.0
2020E	3,395.2	551.0	444.5	5,827	46.1	61,195	19.2	1.8	14.6	9.6	35.8

카카오 (035720)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,464.2	1,972.3	2,488.5	3,075.0	3,395.2
매출액증가율(%)	57.1	34.7	26.2	23.6	10.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,972.3	2,727.5	3,890.0	5,741.3
판매비와관리비	1,348.1	1,807.0	2,306.4	2,749.5	2,844.2
영업이익	116.1	165.4	182.0	325.6	551.0
영업이익률(%)	7.9	8.4	7.3	10.6	16.2
금융손익	0.7	33.2	30.2	32.3	36.5
종속/관계기업관련손익	-10.4	9.0	81.2	89.4	93.8
기타영업외손익	-6.2	-54.3	-17.7	-22.3	-23.4
세전계속사업이익	100.3	153.3	278.8	425.0	657.9
법인세비용	34.8	28.2	81.0	105.6	191.1
당기순이익	65.5	125.1	197.8	319.4	466.7
지배주주지분 순이익	57.7	108.6	183.1	309.1	444.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,217.0	1,993.1	1,803.3	1,925.8	2,150.1
현금및현금성자산	641.6	1,116.8	934.9	1,030.4	1,283.6
매출채권	173.9	179.2	341.5	375.6	338.0
재고자산	12.6	21.6	22.2	22.9	23.6
비유동자산	4,267.2	4,356.3	5,215.3	5,396.5	5,585.0
유형자산	253.9	271.0	279.2	287.6	296.2
무형자산	3,733.2	3,689.6	4,427.5	4,560.3	4,697.1
투자자산	255.5	372.6	484.3	523.1	564.9
자산총계	5,484.1	6,349.4	7,018.6	7,322.2	7,735.1
유동부채	806.0	1,040.9	1,058.1	1,076.6	1,096.3
매입채무	95.5	108.3	129.9	156.0	187.2
단기차입금	203.9	174.4	165.7	157.4	149.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	975.2	800.8	862.2	901.9	943.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	795.9	620.8	620.8	620.8	620.8
부채총계	1,781.2	1,841.6	1,920.3	1,978.5	2,039.8
자본금	33.9	34.0	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	3,105.0	3,603.6	4,046.5	4,046.5	4,046.5
기타포괄이익누계액	0.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	304.0	402.5	546.3	791.8	1,143.4
비지배주주지분	270.4	478.7	597.6	768.0	1,027.3
자본총계	3,702.9	4,507.8	5,098.2	5,343.7	5,695.3

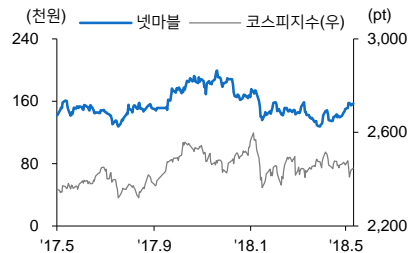
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	317.3	371.9	445.7	572.2	766.3
당기순이익(손실)	65.5	125.1	197.8	319.4	466.7
유형자산감가상각비	56.2	60.7	45.9	36.0	28.2
무형자산상각비	57.6	69.1	14.0	13.7	13.4
운전자본의 증감	115.4	28.0	122.7	148.7	178.5
투자활동 현금흐름	-1,000.0	-354.7	-301.6	-106.0	-84.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-81.0	-75.2	-71.4	-67.8	-64.4
투자자산의 감소(증가)	-133.1	-108.0	-111.8	-106.2	-41.8
재무활동 현금흐름	923.8	467.6	1,712.3	711.4	714.2
차입금증감	776.9	-209.8	-199.3	-189.4	-179.9
자본의증가	834.6	498.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	244.5	475.2	-181.9	95.5	253.2
기초현금	397.2	641.6	1,116.8	934.9	1,030.4
기말현금	641.6	1,116.8	934.9	1,030.4	1,283.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,178	29,101	32,845	40,313	44,509
EPS(지배주주)	874	1,602	2,417	4,052	5,827
CFPS	3,340	4,517	3,757	5,838	8,350
EBITDAPS	3,482	4,356	3,193	4,919	7,768
BPS	50,765	59,332	59,001	59,986	61,195
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	88.1	85.5	46.3	27.6	19.2
PCR	23.1	30.3	29.8	19.2	13.4
PSR	3.5	4.7	3.4	2.8	2.5
PBR	1.5	2.3	1.9	1.9	1.8
EBITDA	229.9	295.2	241.9	375.2	592.6
EV/EBITDA	24.3	30.5	35.5	23.1	14.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	2.9	4.3	6.8	9.6
EBITDA이익률	15.7	15.0	9.7	12.2	17.5
부채비율	48.1	40.9	37.7	37.0	35.8
금융비용부담률	1.0	0.6	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.1	14.7	12.4	19.5	36.6
매출채권회전율(x)	11.1	11.2	9.6	8.6	9.5
재고자산회전율(x)	163.5	115.6	113.7	136.4	146.2

넷마블 (251270) 'Fake Love' 훈풍을 타고

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

Buy

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (6. 4)	157,000원
상승여력	40.1%
KOSPI	2,447.76pt
시가총액	133,707억원
발행주식수	8,516만주
유동주식비율	28.25%
외국인비중	26.03%
52주 최고/최저가	199,500원 / 127,500원
평균거래대금	446.1억원
주요주주(%)	
방준혁 외 10인	25.19
씨제이이엔엠	21.98
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD	17.68
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	15.4 16.1
6개월	-15.6 -13.7
12개월	-0.9 -4.0
주가그래프	



해리포터에서 방탄소년단, 그리고 '블레이드앤소울'까지

- 4월 '해리포터:호그와트 미스터리'를 시작으로 6월 'BTS모바일', 그리고 '블소레볼루션'의 사전예약 기대
- 1Q18 실적을 바닥으로 신작사이클 본격화되며 2Q18 이후 이익개선 가속화
- 빅히트엔터테인먼트의 지분 25.71% 보유하며 투자자산의 가치 재평가

블소레볼루션의 흥행 시나리오 분석

- 2018년 하반기 '블소레볼루션'의 예상 매출액은 2,760억원으로 일매출 23억원, Paying User 40만명 가정
- 전작 '리니지2레볼루션' 대비 30% 수준의 흥행 가정한 적정 기업가치는 18조원
- 'L2R'의 성과 대비 50% 달성시 매출액 7,000억원, 12M Forward PER 25배 적용시 적정 기업가치는 21조원

투자의견 Buy, 적정 주가는 22만원 유지, 게임업종 Top Pick 제시

- 적정주가의 12M forward Target PER은 35.8배 수준. 게임 이외 IP 확보 위한 콘텐츠 투자 본격화하며 밸류에이션 프리미엄 타당해질 것
- 중국 판호발급 재개와 IP(Intellectual Property) 확보를 위한 추가 M&A 가시화된다면 금상첨화

(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
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	38.8	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018E	2,796.6	635.8	430.3	5,055	20.5	55,804	31.1	2.8	16.3	9.5	19.1
2019E	3,462.1	862.1	556.5	6,534	28.1	62,039	24.0	2.5	11.7	11.1	18.4
2020E	3,764.8	1,173.7	905.3	10,630	57.8	72,170	14.8	2.2	8.3	15.8	16.9

닛마블 (251270)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500.0	2,424.8	2,796.6	3,462.1	3,764.8
매출액증가율(%)	39.8	61.6	15.3	23.8	8.7
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,796.6	3,462.1	3,764.8
판매비와관리비	453.9	1,915.0	2,160.8	2,600.0	2,591.1
영업이익	294.7	509.8	635.8	862.1	1,173.7
영업이익률(%)	19.6	21.0	22.7	24.9	31.2
금융손익	0.3	11.6	12.2	12.8	13.5
종속/관계기업관련손익	-3.5	-5.7	-5.9	-6.2	-6.5
기타영업외손익	-16.0	-44.2	-46.5	-48.8	-51.2
세전계속사업이익	275.6	471.5	595.6	820.0	1,129.4
법인세비용	66.3	110.6	117.5	119.2	122.2
당기순이익	209.3	360.9	465.7	597.0	941.7
지배주주지분 순이익	174.0	309.8	430.3	556.5	905.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721.5	2,918.4	2,918.1	3,676.7	4,317.8
현금및현금성자산	272.7	1,907.8	2,099.7	2,812.0	3,409.8
매출채권	244.2	291.4	319.3	340.7	357.7
재고자산	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
비유동자산	1,236.0	2,429.3	2,618.5	2,839.4	3,092.8
유형자산	122.9	145.4	152.7	160.3	168.3
무형자산	540.1	1,236.8	1,422.3	1,635.7	1,881.0
투자자산	543.8	974.7	974.7	974.7	974.7
자산총계	1,957.4	5,347.7	5,536.5	6,516.1	7,410.6
유동부채	421.2	501.3	540.4	585.2	636.6
매입채무	108.6	120.6	285.9	328.7	378.1
단기차입금	105.3	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	225.8	381.2	400.2	420.3	441.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
부채총계	647.1	882.4	940.6	1,005.5	1,077.8
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	298.6	298.6	298.6
이익잉여금	293.9	602.9	1,033.2	1,564.2	2,427.0
비지배주주지분	94.1	135.8	164.4	189.6	215.5
자본총계	1,310.4	4,465.3	4,916.9	5,473.1	6,361.8

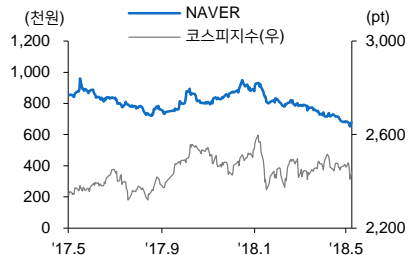
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	197.1	503.4	552.5	649.3	1,012.5
당기순이익(손실)	209.3	360.9	465.7	597.0	941.7
유형자산감가상각비	8.2	11.5	31.8	29.6	22.4
무형자산상각비	22.4	53.3	21.5	10.6	10.1
운전자본의 증감	-82.3	-18.8	-46.1	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-207.4	-1,432.7	-244.9	-248.9	-284.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-89.9	-30.0	-40.0	-50.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	-104.3	-436.6	-292.3	-301.1	-310.2
재무활동 현금흐름	63.0	2,527.3	46.0	46.7	47.4
차입금증감	263.7	-34.3	-30.9	-27.8	-25.0
자본의증가	276.2	2,643.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	56.8	1,635.1	191.9	712.3	597.8
기초현금	215.9	272.7	1,907.8	2,099.7	2,812.0
기말현금	272.7	1,907.8	2,099.7	2,812.0	3,409.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,445	30,508	32,854	40,652	44,207
EPS(지배주주)	2,719	3,898	5,055	6,534	10,630
CFPS	5,301	7,365	6,322	7,684	11,608
EBITDAPS	5,084	7,228	8,095	10,595	14,164
BPS	17,946	50,920	55,804	62,039	72,170
DPS	-	360	360	360	360
배당수익률(%)	-	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-	48.4	31.1	24.0	14.8
PCR	-	25.6	24.8	20.4	13.5
PSR	-	6.2	4.8	3.9	3.6
PBR	-	3.7	2.8	2.5	2.2
EBITDA	325.3	574.5	689.1	902.3	1,206.3
EV/EBITDA	-0.1	24.2	16.3	11.7	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	11.2	9.5	11.1	15.8
EBITDA이익률	21.7	23.7	24.6	26.1	32.0
부채비율	49.4	19.8	19.1	18.4	16.9
금융비용부담률	0.1	0.6	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	149.2	37.8	44.9	57.9	75.1
매출채권회전율(x)	8.1	9.1	9.2	10.5	10.8
재고자산회전율(x)	1,374.8	1,142.8	1,186.0	1,468.3	1,596.6

NAVER (035420) Bottom Value에 대한 고민

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

Buy

적정주가 (12개월)	1,100,000원
현재주가 (6. 4)	673,000원
상승여력	63.4%
KOSPI	2,447.76pt
시가총액	221,839억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	77.87%
외국인비중	59.40%
52주 최고/최저가	960,000원 / 652,000원
평균거래대금	692.8억원
주요주주(%)	
국민연금	10.83
Oppenheimer Funds, Inc. 외 18 인	5.06
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
이해진	3.72
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-6.1
6개월	-19.8
12개월	-22.1
주가그래프	



규제의 칼날, 어디까지 겨눌까?

- NAVER 이해진 GIO에 대한 동일인 지정으로 시작된 규제리스크가 쇼핑 판매수수료 공개와 뉴스 서비스까지 확장되고 있음
- 참고로 민주당 박용진 의원이 발의한 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률 일부개정법률안'에 따르면 포털의 쇼핑 서비스, 오픈마켓 등도 수수료를 일목요연하게 정리할 필요 있다는 입장
- 3분기부터 모바일 첫화면에서 뉴스와 실시간 검색어 뺄 계획. 포털로 유입되는 트래픽 감소 가능성

국내보다는 해외로

- 5월 NAVER는 디디추싱 지분 0.03%(180억원) 투자, 라인은 대만 iPASS(전자결제업체) 지분 29% 투자하며 해외투자 활동 재개
- 2018년 라인은 라인파이낸셜 설립 이후 자산운용/증권/대출/가상화폐/보험 등 다양한 금융서비스 출시를 준비 중, 대규모 인력 확충하며 핀테크 사업에 박차를 가하고 있음

Bottom Value에 대한 고민

- 60만원대의 주가레벨은 2015년초 라인 상장 이전과 흡사한 수준. 과도한 주가하락에 따른 Bottom Value에 대한 고민. 그러나 투자センチ먼트의 회복을 위해서는 1) 규제리스크 감소, 2) 이익 성장성 회복이 필요

(십억원)	매출액	영업이익	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
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	23,447	1.5	144,477	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,496.5	1,139.4	812.8	24,657	2.3	152,276	30.1	4.9	16.5	16.6	54.1
2019E	6,206.4	1,321.2	929.7	28,204	19.2	181,391	26.3	4.1	14.3	16.9	51.2
2020E	6,908.5	1,563.0	1,094.0	33,189	17.4	215,786	22.4	3.4	11.8	16.7	48.3

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,678.5	5,496.5	6,206.4	6,908.5
매출액증가율(%)	23.6	16.3	17.5	12.9	11.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,442.2	6,331.6	7,367.7
판매비와관리비	2,920.6	3,499.3	4,357.1	4,885.1	5,345.6
영업이익	1,102.0	1,179.2	1,139.4	1,321.2	1,563.0
영업이익률(%)	27.4	25.2	20.7	21.3	22.6
금융손익	28.9	82.6	73.3	85.7	90.0
종속/관계기업관련손익	-9.4	-14.0	-14.5	-14.9	-15.3
기타영업외손익	10.3	-51.9	-10.7	7.8	8.2
세전계속사업이익	1,131.8	1,195.8	1,198.6	1,411.4	1,657.6
법인세비용	360.9	423.2	410.7	472.4	554.9
당기순이익	759.1	770.1	787.9	939.0	1,102.8
지배주주지분 순이익	749.3	772.9	812.8	929.7	1,094.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	4,654.9	5,127.0	5,650.3
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7	2,825.5
매출채권	475.4	621.5	725.2	846.1	987.2
재고자산	10.4	36.2	42.2	49.3	57.5
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,846.3	4,576.2	5,448.1
유형자산	863.3	1,150.0	1,380.0	1,656.0	1,987.2
무형자산	112.1	339.5	407.4	488.9	586.7
투자자산	796.9	1,387.7	1,665.3	1,998.4	2,398.0
자산총계	6,370.6	8,019.3	8,501.1	9,703.2	11,098.4
유동부채	1,803.9	2,302.7	2,533.0	2,786.3	3,064.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	227.3	211.0	211.0	211.0	211.0
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	437.1	411.3	452.5	497.7	547.5
사채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
부채총계	2,241.0	2,714.1	2,985.5	3,284.0	3,612.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-25.4	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,539.6	6,734.2	8,166.2
비지배주주지분	534.9	542.8	496.2	440.0	373.1
자본총계	4,129.6	5,305.2	5,515.6	6,419.2	7,486.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,164.0	940.0	1,257.8	1,646.6	979.7
당기순이익(손실)	759.1	770.1	787.9	939.0	1,102.8
유형자산감가상각비	145.7	182.7	157.8	128.4	104.5
무형자산상각비	17.3	23.6	13.8	12.0	10.4
운전자본의 증감	88.3	-138.5	185.5	216.3	252.3
투자활동 현금흐름	-941.7	-1,310.3	-1,056.8	-589.8	-601.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1
투자자산의 감소(증가)	-366.8	-604.8	-277.6	-333.1	-399.7
재무활동 현금흐름	697.9	636.2	125.7	214.8	236.3
차입금증감	-290.4	38.3	195.8	203.6	211.8
자본의증가	1,084.1	290.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	912.8	181.3	-161.4	464.5	614.8
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7
기말현금	1,726.2	1,907.6	1,746.2	2,210.7	2,825.5

Key Financial Data

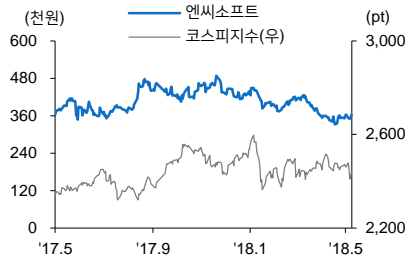
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	122,036	141,932	166,750	188,284	209,587
EPS(지배주주)	22,732	23,447	24,657	28,204	33,189
CFPS	41,966	43,488	43,072	49,555	56,962
EBITDAPS	38,377	42,031	39,772	44,342	50,903
BPS	109,055	144,477	152,276	181,391	215,786
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	37.1	30.1	26.3	22.4
PCR	18.5	20.0	17.3	15.0	13.0
PSR	6.4	6.1	4.5	3.9	3.5
PBR	7.1	6.0	4.9	4.1	3.4
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,311.0	1,461.6	1,677.9
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.5	14.3	11.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	16.6	16.9	16.7
EBITDA이익률	31.4	29.6	23.9	23.6	24.3
부채비율	54.3	51.2	54.1	51.2	48.3
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	181.5	2,073.9	971.1	1,125.8	1,331.3
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	8.2	7.9	7.5
재고자산회전율(x)	311.2	201.0	140.1	135.6	129.4

엔씨소프트 (036570) '신작 라인업' 접속오류

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

Buy

적정주가 (12개월)	480,000원
현재주가 (6. 4)	363,500원
상승여력	32.0%
KOSPI	2,447.76pt
시가총액	79,748억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.85%
외국인비중	48.82%
52주 최고/최저가	488,000원 / 332,500원
평균거래대금	483.3억원
주요주주(%)	
김택진 외 8인	12.01
국민연금	11.86
넷마블	8.89
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	4.9 5.5
6개월	-19.1 -17.2
12개월	-5.0 -7.9
주가그래프	



더욱 강력해지는 '리니지' IP Power

- 2018년 엔씨소프트 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(-5.1% YoY), 6,452억원(+10.3% YoY)으로 추정
- '리니지M' 일매출액은 '총사' 캐릭터와 '인터서버' 출시로 20억원대의 안정적 수익 견고할 것
- 2월말 '검은사막M' 출시되며 경쟁하였으나 5월 현재 '리니지M'과의 격차는 더욱 벌어지고 있는 상황
- 6월 넥슨의 '카이저', 웹젠의 '뮤오리진2' 출시되나 '리니지M' 위협하기에는 1) IP Power와 2) 수익화 능력 등에 있어 부족

'신작라인업' 접속 오류

- '리니지M'의 순항은 신규게임 출시의 속도 늦춰. 엔씨소프트는 신규게임 라인업을 대거 내년으로 이연시킴
- 아직 먼 신작모멘텀. 2019년 2분기 '리니지2M', 하반기 '블레이드앤소울2', '아이온템페스트' 출시 예상

투자의견 Buy, 적정주가 48만원 유지

- 가격과 타이밍에 대한 고민 필요. 신규게임 출시 일정이 가시화되면 올해말 혹은 내년초가 투자적기
- 영업가치는 보유현금 제외시 6.9조원, 영업가치 기준 2018E PER은 13.8배 수준

(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
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018E	1,668.6	645.2	496.3	22,623	11.8	141,473	16.1	2.6	11.3	17.0	28.1
2019E	2,270.0	981.7	813.4	37,074	63.7	172,834	9.8	2.1	7.5	23.6	25.2
2020E	2,507.7	1,046.6	865.3	39,440	6.4	205,252	9.2	1.8	6.7	20.9	23.2

엔씨소프트 (036570)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	983.6	1,758.7	1,668.6	2,270.0	2,507.7
매출액증가율(%)	17.3	78.8	-5.1	36.0	10.5
매출원가	187.6	211.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	796.0	1,547.2	1,668.6	2,270.0	2,507.7
판매비와관리비	467.2	962.2	1,023.4	1,288.4	1,461.1
영업이익	328.8	585.0	645.2	981.7	1,046.6
영업이익률(%)	33.4	33.3	38.7	43.2	41.7
금융손익	10.7	11.4	24.5	22.8	21.6
종속/관계기업관련손익	7.4	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7
기타영업외손익	-0.7	15.4	5.1	5.3	5.5
세전계속사업이익	346.1	610.2	744.2	1,056.2	1,123.6
법인세비용	74.7	166.2	203.0	242.9	258.4
당기순이익	271.4	444.0	496.7	813.3	865.2
지배주주지분 순이익	272.3	441.0	496.3	813.4	865.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,191.6	1,772.7	1,682.6	1,885.2	2,483.2
현금및현금성자산	144.8	187.3	467.8	524.6	923.7
매출채권	158.5	193.0	244.1	293.0	351.6
재고자산	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동자산	1,169.2	1,753.8	2,309.5	2,892.9	3,134.9
유형자산	224.7	229.1	240.5	252.5	265.2
무형자산	53.4	52.4	55.0	57.8	60.7
투자자산	629.1	1,337.0	2,505.3	4,694.5	8,796.6
자산총계	2,360.8	3,526.6	3,992.1	4,778.1	5,618.1
유동부채	284.4	455.8	501.4	551.5	606.7
매입채무	6.7	2.1	3.9	7.3	13.7
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	341.5	216.9	256.9	324.4
사채	149.7	149.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	465.3	797.3	876.3	963.2	1,058.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	52.2	525.3	525.3	525.3	525.3
이익잉여금	1,543.8	1,905.9	2,292.6	5,806.3	15,312.1
비지배주주지분	10.0	8.0	12.0	23.0	56.3
자본총계	1,895.5	2,729.2	3,115.7	3,814.9	4,559.3

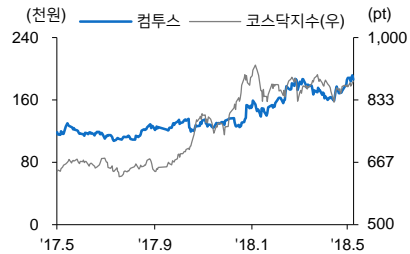
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	112.0	595.2	654.0	963.0	1,002.5
당기순이익(손실)	271.4	444.0	496.7	813.3	865.2
유형자산감가상각비	26.5	26.9	24.3	21.5	18.8
무형자산상각비	5.9	3.1	1.2	0.9	0.9
운전자본의 증감	-154.4	10.8	41.0	686.1	1,285.6
투자활동 현금흐름	-138.7	-459.6	-669.6	-607.7	-299.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.6	-28.8	-31.7	-34.9	-38.3
투자자산의 감소(증가)	-71.8	-708.0	-534.8	-561.6	-219.0
재무활동 현금흐름	-73.8	-79.7	-265.8	-279.1	-293.0
차입금증감	148.7	0.1	0.0	0.0	0.0
자본의증가	-9.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-103.3	42.4	280.6	56.7	399.1
기초현금	248.1	144.8	187.3	467.8	524.6
기말현금	144.8	187.3	467.8	524.6	923.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	44,852	80,181	76,055	103,470	114,301
EPS(지배주주)	12,416	20,104	22,623	37,074	39,440
CFPS	17,610	28,692	48,641	110,069	258,385
EBITDAPS	16,470	28,039	30,571	45,764	48,601
BPS	85,985	124,037	141,473	172,834	205,252
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
배당수익률(%)	1.5	1.6	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	22.3	16.1	9.8	9.2
PCR	14.1	15.6	7.5	3.3	1.4
PSR	5.5	5.6	4.8	3.5	3.2
PBR	2.9	3.6	2.6	2.1	1.8
EBITDA	361.2	615.0	670.7	1,004.0	1,066.3
EV/EBITDA	12.7	13.7	11.3	7.5	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	19.1	17.0	23.6	20.9
EBITDA이익률	36.7	35.0	40.2	44.2	42.5
부채비율	24.5	29.2	28.1	25.2	23.2
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	110.4	179.6	200.5	305.1	325.3
매출채권회전율(x)	8.0	10.0	7.6	8.5	7.8
재고자산회전율(x)	1,455.7	2,983.9	3,219.1	4,293.6	4,650.0

컴투스 (078340) 변곡점 진입, 후반전 시작된다

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

Buy

적정주가 (12개월)	230,000원
현재주가 (6. 4)	183,900원
상승여력	25.1%
KOSDAQ	877.44pt
시가총액	23,661억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.79%
외국인비중	31.37%
52주 최고/최저가	191,500원 / 107,500원
평균거래대금	188.7억원
주요주주(%)	
게임빌 외 3인	24.53
KB자산운용	15.20
국민연금	5.12
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	12.3 9.6
6개월	43.7 28.1
12개월	57.9 18.5
주가그래프	



서머너즈워, e스포츠로의 성장 가치

- 2018년 8월 인도네시아 아시안게임에서 e스포츠는 시범종목으로 채택
- 국내 e스포츠로 성장하는 타이틀은 '배틀그라운드', '던전앤파이터', '서머너즈워' 등으로 컴투스 가치 재평가
- '서머너즈워'는 글로벌 9천만 다운로드 이용자 기반 보유하고 있으며 100만명의 DAU(Daily Active Users) 통해 안정적 트래픽과 매출 창출하고 있음

변곡점 진입, 후반전 시작된다

- 6월 '스카이랜더스' IP 기반의 모바일게임 CBT 계획하고 있으며 3분기 정식 출시 기대
- IP Holder인 '액티비전'의 기대치 충족하며 FGT(Focus Group Test) 반응 양호하였음
- 2018년 '스카이랜더스M' 매출액은 250억원, 일매출 2.8억원으로 '서머너즈워' 대비 30% 수준의 흥행 가정

투자의견 Buy 유지, 적정주가 23만원으로 상향

- 신작 본격화. '스카이랜더스M'과 '댄스빌', 연내 '서머너즈워MMO' 공개 기대
- 적정주가 23만원의 2018E Target PER은 14.8배 수준으로 국내 게임업종 평균 PER 적용하였음

(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
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018E	612.1	213.7	199.9	15,537	40.4	73,176	12.0	2.5	7.8	23.5	8.4
2019E	865.5	332.1	260.5	20,245	30.3	91,926	9.2	2.0	4.9	24.5	6.8
2020E	976.5	362.1	283.6	22,042	8.9	112,399	8.4	1.7	4.3	21.6	5.7

컴투스 (078340)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	513.1	508.0	612.1	865.5	976.5
매출액증가율(%)	18.3	-1.0	20.5	41.4	12.8
매출원가	51.5	51.3	64.4	90.5	117.2
매출총이익	461.5	456.7	547.6	775.0	859.3
판매비와관리비	269.5	262.0	333.9	442.9	497.2
영업이익	192.0	194.7	213.7	332.1	362.1
영업이익률(%)	37.4	38.3	35.9	38.4	37.1
금융손익	6.3	7.7	13.9	16.4	19.0
중속/관계기업관련손익	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-9.7	-9.0	-7.8	-8.1
세전계속사업이익	199.0	193.2	262.0	338.3	368.3
법인세비용	47.2	50.9	62.1	77.8	84.7
당기순이익	151.8	142.4	199.9	260.5	283.6
지배주주지분 순이익	151.8	142.4	199.9	260.5	283.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	654.3	768.0	940.9	1,171.8	1,422.9
현금및현금성자산	90.0	25.8	60.4	134.6	197.9
매출채권	61.8	74.1	96.8	98.7	100.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	57.7	70.3	80.6	92.5	106.5
유형자산	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8
무형자산	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9
투자자산	22.3	34.5	34.4	34.2	34.1
자산총계	712.0	838.3	1,021.4	1,264.3	1,529.4
유동부채	74.4	76.5	76.2	75.8	75.5
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	0.9	0.9	0.9	0.9
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	77.4	78.9	80.5	82.1
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.5	208.4	208.4	208.4
기타포괄이익누계액	6.8	5.9	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	434.8	559.7	682.5	818.5	958.8
비지배주주지분	0.0	0.0	1.0	1.1	1.1
자본총계	635.0	760.9	942.5	1,183.8	1,447.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	156.0	134.6	194.5	263.4	286.7
당기순이익(손실)	151.8	142.4	199.9	260.5	283.6
유형자산감가상각비	1.9	1.7	1.6	0.9	0.5
무형자산상각비	1.3	1.1	0.8	0.6	0.4
운전자본의 증감	4.1	-11.1	5.0	-11.0	-10.0
투자활동 현금흐름	-131.4	-182.0	-159.6	-166.3	-195.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
투자자산의 감소(증가)	8.0	-11.7	-12.1	-12.6	-13.1
재무활동 현금흐름	-19.6	-15.9	14.0	21.3	-14.8
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.2	-64.2	34.6	74.1	63.4
기초현금	84.8	90.0	25.8	60.4	134.6
기말현금	90.0	25.8	60.4	134.6	197.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	39,875	39,482	47,569	67,267	75,894
EPS(지배주주)	11,796	11,066	15,537	20,245	22,042
CFPS	15,166	14,961	19,182	23,272	24,935
EBITDAPS	15,168	15,343	16,795	25,923	28,212
BPS	49,352	59,141	73,176	91,926	112,399
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	7.4	12.3	12.0	9.2	8.4
PCR	5.7	9.1	9.7	8.0	7.5
PSR	2.2	3.4	3.9	2.8	2.5
PBR	1.8	2.3	2.5	2.0	1.7
EBITDA	195.2	197.4	216.1	333.5	363.0
EV/EBITDA	2.8	5.5	7.8	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	23.5	24.5	21.6
EBITDA이익률	38.0	38.9	35.3	38.5	37.2
부채비율	12.1	10.2	8.4	6.8	5.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6,487.4	8,420.1	36,630.8	-	-
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	7.2	8.9	9.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

아프리카TV (067160) 동영상 플랫폼을 살 때

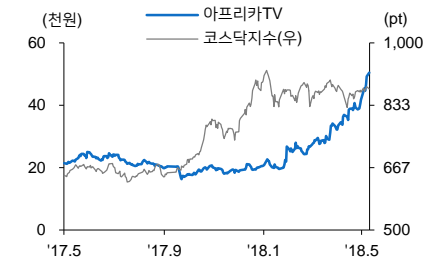
Analyst 김동희 02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	65,000원
현재주가 (6. 4)	50,500원
상승여력	28.7%
KOSDAQ	877.44pt
시가총액	5,709억원
발행주식수	1,131만주
유동주식비율	67.99%
외국인비중	21.25%
52주 최고/최저가	50,500원 / 16,250원
평균거래대금	114.9억원
주요주주(%)	
세인트인터내셔널 외 2인	25.98

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	36.7	33.4
6개월	157.7	129.8
12개월	133.8	75.5

주가그래프



3yrs EPS CAGR 26.3% 기대

- 2018E 매출액과 영업이익은 각각 1,175억원(+24.2% YoY), 282억원(+54.1% YoY) 예상
- 매출 구조가 아이템(별풍선)에서 광고로 포트폴리오 다각화
- 콘텐츠 확장 → 신규트래픽/커뮤니티 → 트래픽 레벨업을 통한 새로운 파트너십/콘텐츠 추가의 선순환
- 과거 아프리카TV의 콘텐츠는 게임, 먹방, 스포츠에 치중되었으나 최근에는 학습, 전문가방송(법률), 시사/현장, 취미방송(낚시, 클레이, 요리) 등으로 콘텐츠 확장

글로벌 동영상 플랫폼의 재평가

- 2018년 5월 후야(Huya) 상장을 시작으로 더우위(Douyu TV), 아이치이(iQiyi) 등 동영상 플랫폼의 연이은 상장
- 글로벌 동영상 플랫폼의 2018E PSR은 8~10배 수준으로 아프리카TV에 적용시 9천억원~1.2조원 가치평가
- 아프리카TV의 경우 플랫폼 고도화(다양한 BI, 안정적 객단가, 오픈 스튜디오)되고 있어 글로벌 업체대비 프리미엄도 가능한 상황

투자의견 Buy, 적정주가 6.5만원 제시

- 동영상 플랫폼 시장의 성장과 e스포츠 중계 플랫폼으로서의 가치 감안시 적극적 비중확대 바람직
- 적정주가 6.5만원 기준 12M Forward Target PER은 27.7배 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	79.8	16.0	10.2	962	135.1	5,266	25.6	4.7	12.9	19.6	45.6
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018E	117.5	28.2	23.6	2,089	54.9	7,917	19.4	5.1	13.1	29.7	37.4
2019E	137.0	36.9	30.6	2,710	29.9	10,328	15.0	3.9	9.8	29.7	28.9
2020E	153.5	46.5	38.3	3,391	25.3	13,218	12.0	3.1	7.4	28.8	22.8

아프리카TV (067160)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	79.8	94.6	117.5	137.0	153.5
매출액증가율(%)	27.0	18.4	24.3	16.5	12.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	79.8	94.6	117.5	137.0	153.5
판매비와관리비	63.8	76.2	89.3	100.1	107.1
영업이익	16.0	18.3	28.2	36.9	46.5
영업이익률(%)	20.1	19.4	24.0	27.0	30.3
금융손익	-1.5	0.2	1.3	1.0	1.1
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	-0.4	-0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.8	18.1	29.1	37.8	47.0
법인세비용	2.8	3.4	4.4	5.1	6.1
당기순이익	10.1	14.7	23.5	30.5	38.2
지배주주지분 순이익	10.2	14.7	23.6	30.6	38.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	50.2	63.4	93.8	124.1	154.9
현금및현금성자산	16.6	23.0	41.7	63.9	91.8
매출채권	3.5	3.2	30.8	37.8	39.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	33.2	40.1	45.0	49.5	54.8
유형자산	12.1	13.9	14.6	15.3	16.1
무형자산	2.8	2.4	2.7	3.1	3.6
투자자산	13.8	13.8	16.7	20.1	24.2
자산총계	83.4	103.4	138.8	173.6	209.8
유동부채	26.1	33.3	33.6	33.9	34.1
매입채무	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	0.0	0.0	5.3	5.6	5.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	26.1	33.3	33.6	33.9	34.1
자본금	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	37.9	41.2	41.2	41.2	41.2
기타포괄이익누계액	-1.3	-0.9	-4.7	-4.7	-4.7
이익잉여금	16.7	28.5	52.1	79.3	112.0
비지배주주지분	0.1	0.4	0.4	0.3	0.1
자본총계	57.3	70.1	89.9	117.0	149.5

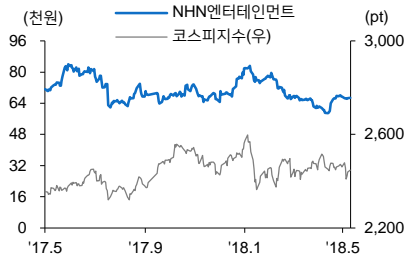
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	21.5	21.3	36.8	26.8	39.7
당기순이익(손실)	10.1	14.7	23.5	30.5	38.2
유형자산감가상각비	2.1	2.6	3.0	2.4	1.9
무형자산상각비	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	1.8	1.9	-9.2	0.8	1.0
투자활동 현금흐름	-18.8	-11.5	-11.3	-11.5	-11.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	-4.4	-2.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.8	-0.1	-0.7	-0.7	-0.8
재무활동 현금흐름	-3.3	-3.3	-7.2	-7.2	-7.2
차입금증감	-2.1	0.0	5.3	0.3	0.3
자본의증가	4.9	3.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-0.6	6.5	18.7	22.2	27.9
기초현금	17.1	16.6	23.0	41.7	63.9
기말현금	16.6	23.0	41.7	63.9	91.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,498	8,643	10,397	12,117	13,582
EPS(지배주주)	962	1,348	2,089	2,710	3,391
CFPS	1,989	2,087	2,711	3,380	4,106
EBITDAPS	1,760	1,934	2,788	3,502	4,295
BPS	5,266	6,163	7,917	10,328	13,218
DPS	290	380	380	380	380
배당수익률(%)	1.2	2.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	25.6	14.2	19.4	15.0	12.0
PCR	12.4	9.2	15.0	12.0	9.9
PSR	3.3	2.2	3.9	3.3	3.0
PBR	4.7	3.1	5.1	3.9	3.1
EBITDA	18.7	21.2	31.5	39.6	48.6
EV/EBITDA	12.9	8.7	13.1	9.8	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.6	23.2	29.7	29.7	28.8
EBITDA이익률	23.5	22.4	26.8	28.9	31.6
부채비율	45.6	47.5	37.4	28.9	22.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	573.8	-	-	-	-
매출채권회전율(x)	20.7	28.1	6.9	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

NHN엔터테인먼트(181710) 삼성페이와의 결합 본격화

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

Buy

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (6. 4)	66,800원
상승여력	49.7%
KOSPI	2,447.76pt
시가총액	13,069억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	50.38%
외국인비중	11.26%
52주 최고/최저가	84,000원 / 59,000원
평균거래대금	66.1억원
주요주주(%)	
이준호 외 23인	47.72
한국투자신탁운용	6.03
국민연금	5.03
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	13.0 13.7
6개월	-0.9 1.3
12개월	-7.2 -10.1
주가그래프	



페이코, 고생끝에 낙이 온다

- 동사의 간편결제 서비스 페이코의 월 거래액은 꾸준히 증가하며 월 3,500억원 수준으로 성장
- 6월 삼성페이 가맹점에서 결제 가능하게 되면 네이버페이를 빠르게 추격하는 2위 사업자로 성장 가능성
- 2018년 연간 거래액 6조원 달성시 분기 손익분기점 돌파 기대. 투자수확기로 진입
- 페이코의 가치 재평가 필요한 시점으로 2018년 예상 매출액과 영업손실은 각각 500억원, 220억원 추정

웹보드는 캐쉬카우

- 2018년 3월 기대했던 웹보드게임 규제완화는 실현되지 못했으나 웹보드는 여전히 동사의 캐쉬카우
- 국내 보드게임 시장 내 점유율 1위 사업자로 2018년에도 전년과 유사한 1,458억원의 매출 달성 기대

투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

- 게임사업 1.1조원과 페이코 5,400억원의 합산으로 기업가치 산출
- 2018년 동사 주가는 2.2% 하락하며 부진. 인크로스, NHN한국사이버결제 연결계상 효과와 페이코는 수익화 단계 진입하였다는 점 감안시 비중확대의 기회

(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
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018E	1,292.4	83.2	128.7	6,576	1,307.2	107,878	9.1	0.6	2.1	7.1	28.4
2019E	1,550.3	112.5	119.8	6,124	-19.4	124,712	9.8	0.5	-0.2	5.3	29.6
2020E	1,715.9	153.9	148.3	7,579	28.7	138,352	7.9	0.4	-1.7	5.8	30.5

NHN엔터테인먼트 (181710)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	856.4	909.1	1,292.4	1,550.3	1,715.9
매출액증가율(%)	32.9	6.2	42.2	20.0	10.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,292.4	1,550.3	1,715.9
판매비와관리비	830.1	874.4	1,209.2	1,437.8	1,562.0
영업이익	26.4	34.7	83.2	112.5	153.9
영업이익률(%)	3.1	3.8	6.4	7.3	9.0
금융손익	29.3	73.9	10.0	5.2	5.4
종속/관계기업관련손익	-13.1	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5
기타영업외손익	-16.6	-44.6	-46.0	-47.3	-48.7
세전계속사업이익	26.0	54.4	167.1	148.0	190.5
법인세비용	18.9	45.7	44.1	48.8	62.9
당기순이익	7.1	8.7	122.9	99.1	127.6
지배주주지분 순이익	12.5	16.6	128.7	119.8	148.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	749.5	947.7	1,042.8	1,103.1	1,238.2
현금및현금성자산	301.5	368.1	466.3	470.4	583.4
매출채권	113.2	196.8	265.6	292.2	301.0
재고자산	21.9	16.7	16.9	17.1	17.3
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,188.1	1,207.0	1,218.7
유형자산	114.3	118.0	111.5	104.7	97.5
무형자산	323.0	351.8	369.4	387.8	399.5
투자자산	492.3	543.6	550.7	557.9	565.2
자산총계	1,838.2	2,117.6	2,286.5	2,436.2	2,619.4
유동부채	267.6	396.4	436.0	479.6	527.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	82.0	82.0	82.0	82.0
유동성장기부채	21.4	8.5	8.5	8.5	8.5
비유동부채	60.2	63.3	64.0	64.6	65.3
사채	0.0	5.7	5.7	5.7	5.7
장기차입금	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	327.7	459.7	505.7	556.2	611.8
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	-8.8	-8.8	-8.8	-8.8
이익잉여금	262.6	278.4	401.3	500.4	628.1
비지배주주지분	47.7	151.3	-329.8	-560.0	-699.3
자본총계	1,510.5	1,657.9	1,780.8	1,880.0	2,007.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	83.4	-43.5	62.6	60.2	111.6
당기순이익(손실)	7.1	8.7	122.9	99.1	127.6
유형자산감가상각비	24.4	22.8	25.3	17.7	12.3
무형자산상각비	12.6	10.7	1.4	1.4	1.4
운전자본의 증감	61.7	-49.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	36.7	-85.7	122.9	99.1	127.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5
투자자산의 감소(증가)	115.3	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7
재무활동 현금흐름	-79.2	196.2	42.5	55.4	57.1
차입금증감	-29.6	72.2	75.0	78.1	81.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.1	66.6	98.2	4.1	113.0
기초현금	260.4	301.5	368.1	466.3	470.4
기말현금	301.5	368.1	466.3	470.4	583.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,773	46,466	66,058	79,239	87,705
EPS(지배주주)	639	849	6,576	6,124	7,579
CFPS	3,682	3,931	122,745	62,968	43,357
EBITDAPS	3,238	3,488	5,621	6,725	8,568
BPS	74,766	77,006	107,878	124,712	138,352
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	78.7	80.6	9.1	9.8	7.9
PCR	13.7	17.4	0.5	1.0	1.4
PSR	1.1	1.5	0.9	0.8	0.7
PBR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
EBITDA	63.4	68.2	110.0	131.6	167.6
EV/EBITDA	9.3	14.7	2.1	-0.2	-1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	7.1	5.3	5.8
EBITDA이익률	7.4	7.5	8.5	8.5	9.8
부채비율	21.7	27.7	28.4	29.6	30.5
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	13.2	117.6	182.7	246.9	337.9
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	5.6	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	77.1	91.3	99.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 6월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 5일 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 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

카카오(035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-23.6	-15.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-24.9	-15.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-27.5	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-29.7	-15.3	
2018.05.11	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-31.0	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	190,000	김동희	-	-	

넷마블(251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.1	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-26.2	-9.3	
2018.05.02	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.4	-9.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	220,000	김동희	-	-	

NAVER(035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.13	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-35.7	-31.5	
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-35.5	-31.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-32.2	-20.2	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-31.2	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.4	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.0	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.9	-18.2	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.8	-18.2	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.7	-18.2	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.0	-18.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.0	-18.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-18.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-18.2	
2017.04.29		1년 경과			-23.6	-21.3	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-22.0	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-22.6	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.0	-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	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3	
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.2	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-	-	

엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.2	-10.3	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-17.9	-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	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.5	-11.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.0	-11.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-22.0	-11.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-23.6	-11.3	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-26.4	-24.2	
2018.06.05	산업분석	Buy	480,000	김동희	-	-	

컴투스(078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-34.0	-21.6	
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	-13.1	-2.5	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-11.6	13.6	
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	-6.5	33.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-19.3	-14.4	
2018.05.11	기업브리프	Buy	210,000	김동희	-17.5	-8.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-	-	

아프리카TV(067160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-	-	

NHN엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-29.6	-17.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.2	-17.6	
2018.01.11	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.0	-16.8	
2018.02.09	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.8	-16.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.8	-16.8	
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-30.0	-16.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	100,000	김동희	-	-	