

2018. 7. 13



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

카카오(035720)	Buy	190,000원
넷마블(251720)	Buy	220,000원
컴투스(078340)	Buy	230,000원
아프리카TV(067160)	Buy	65,000원

## 관심종목

NAVER (035420)	Buy	1,100,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	480,000원
필어비스(263750)	Trading Buy	270,000원
NHNE(181710)	Buy	100,000원

## 인터넷/게임

## 2Q18 Preview: 후반전은 다르다

- ✓ 2Q18 인터넷/게임 업종의 실적은 전반적으로 낮아진 눈높이 충족시킬 것
- ✓ NAVER와 카카오는 2Q 광고 시장 성수기 효과로 외형 성장은 양호하나 신규사업 (네이버는 라인핀테크/AI, 카카오는 카카오페이 송금수수료)비용 증가로 이익은 하회
- ✓ 게임업종의 실적은 엔씨소프트와 컴투스 양호. 그러나 신작 모멘텀에 있어 넷마블의 '블소레블루션'의 우위. 동영상 플랫폼 성장에 따라 아프리카TV에 대한 투자 유효
- ✓ Top Picks는 카카오, 넷마블, 컴투스, 아프리카TV임

## 하반기가 기대된다.

2018년 상반기 국내 인터넷/게임 업종의 주가수익률은 -9.1%로 부진하였음. 하반기 회복에 대한 기대감 유효한데 1) 6월 지방선거가 끝나며 규제리스크 완화, 2) 8월 아시안게임에 e스포츠 시범종목 채택, 3) 8월 카카오게임즈의 IPO로 게임업종의 투자심리 제고된다.

## 1. 국내 간편결제시장 재점화

국내 간편결제시장은 오프라인 중심의 폭발적 성장이 기대된다. 5월 카카오는 '매장결제'의 오프라인 서비스 시작, 7월 페이코가 삼성페이 가맹점 제휴를 통해 오프라인 기반 확대한다. 2018년 연간 카드 거래액은 약 700조원, 간편결제 비중은 5.7%(40조원)으로 전년대비 2배 성장이 예상된다.

## 2. 8월 아시안게임 e스포츠 play

오는 8월 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 18회 아시안게임이 개최, e스포츠가 처음으로 시범종목으로 플레이된다. 7월 21일에는 IOC가 올림픽 로잔 박물관에서 e스포츠 포럼을 통해 올림픽 입성 가능성을 타진한다. 한국은 시범종목 6개 중에서 2개인 '리그오브레전드'와 '스타크래프트2'의 본선 진출이 확정되었다. e스포츠 성장 수혜 종목인 컴투스, 아프리카TV에 대한 관심 유효하다.

## 3. 동영상, 미래플랫폼 주도 콘텐츠

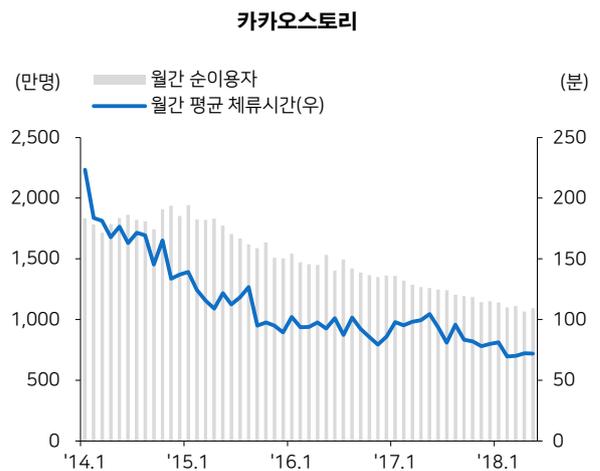
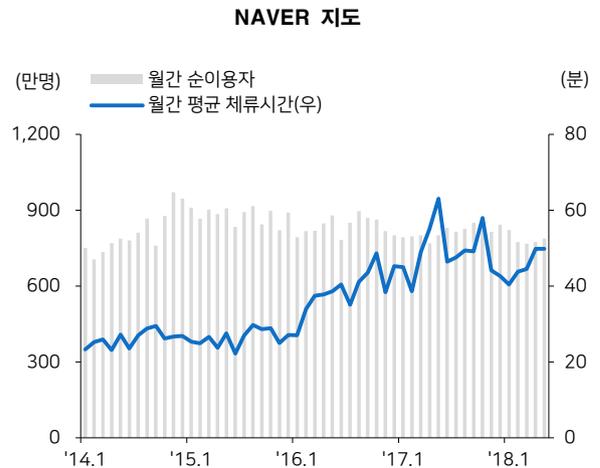
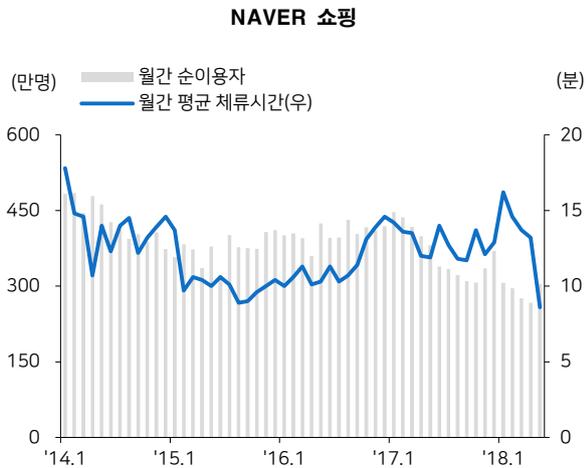
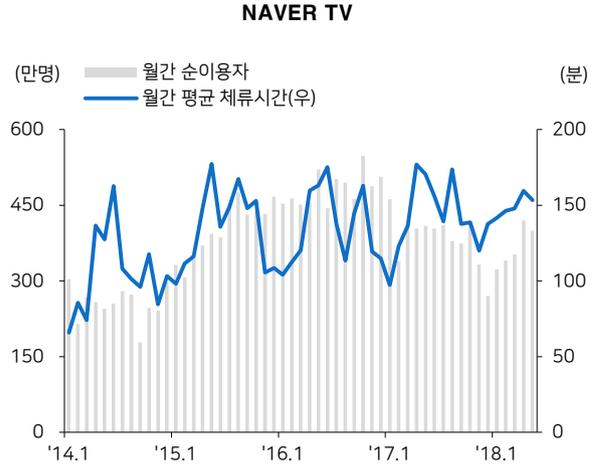
6월 15일 NAVER는 '블로썸데이'를 통해 동영상 제작에 힘쓰겠다는 포부를 재 천명하였다. 블로그가 이미지, 텍스트에서 동영상을 담아내기 쉬운 플랫폼으로 고도화, NAVER TV에도 노출시켜 광고 수익을 배분한다는 전략이다. NAVER의 동영상 강화 전략이 유튜브, 트위치 등과의 격차 좁혀줄지 주목한다.

## 2Q18 실적은 엔씨소프트, 컴투스, NHNE 양호

엔씨소프트와 컴투스의 2Q18 실적은 '리니지M'과 '서머너즈워'가 각각 출시 1주년, 4주년을 맞아 콘텐츠 업데이트 및 프로모션으로 견조한 성과 달성하였다. NHN엔터테인먼트 역시 NHN한국사이버결제 연결계상으로 전년대비 한단계 높은 이익레벨 시현한다.

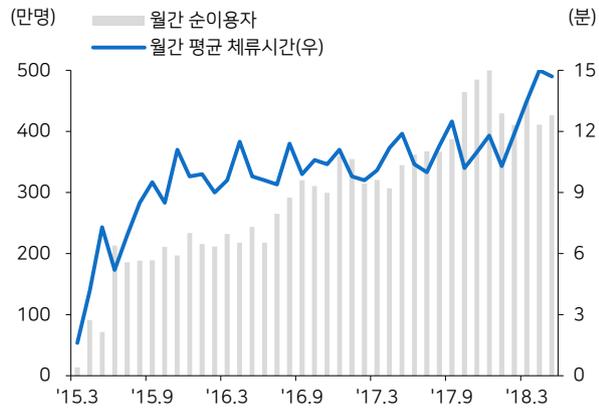
# 인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

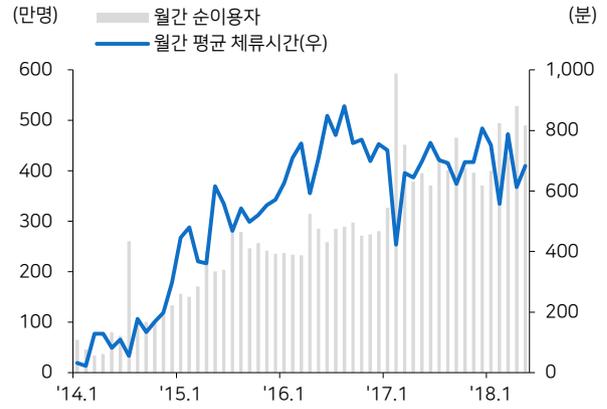


주: NAVER쇼핑은 모바일 웹, 나머지는 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스  
 자료: 코리아클릭, 메리츠증권 리서치센터

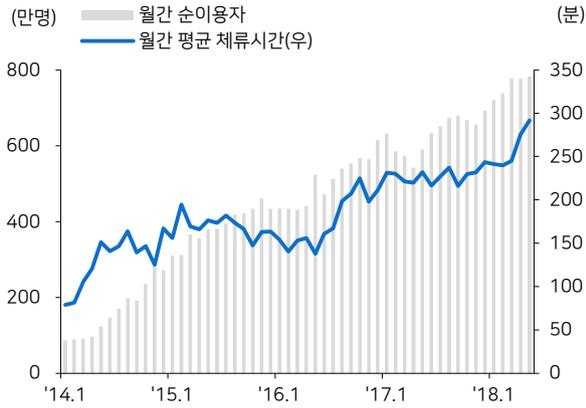
카카오T



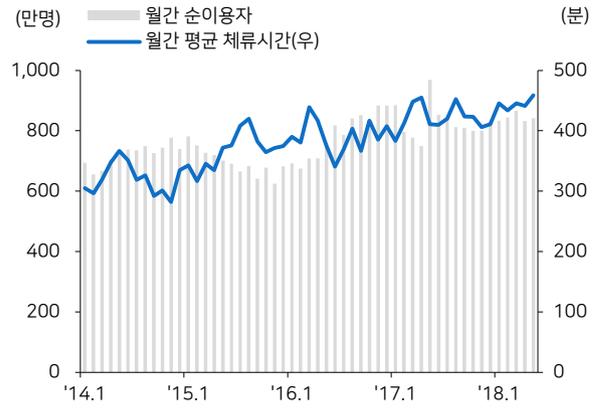
카카오페이지



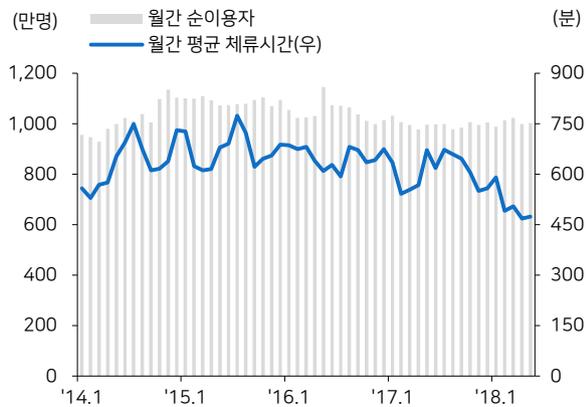
인스타그램



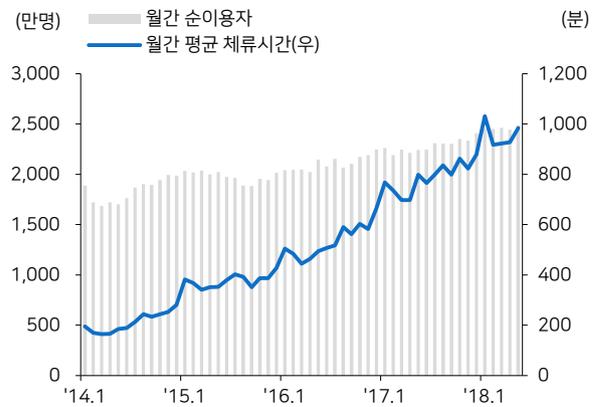
다음



페이스북



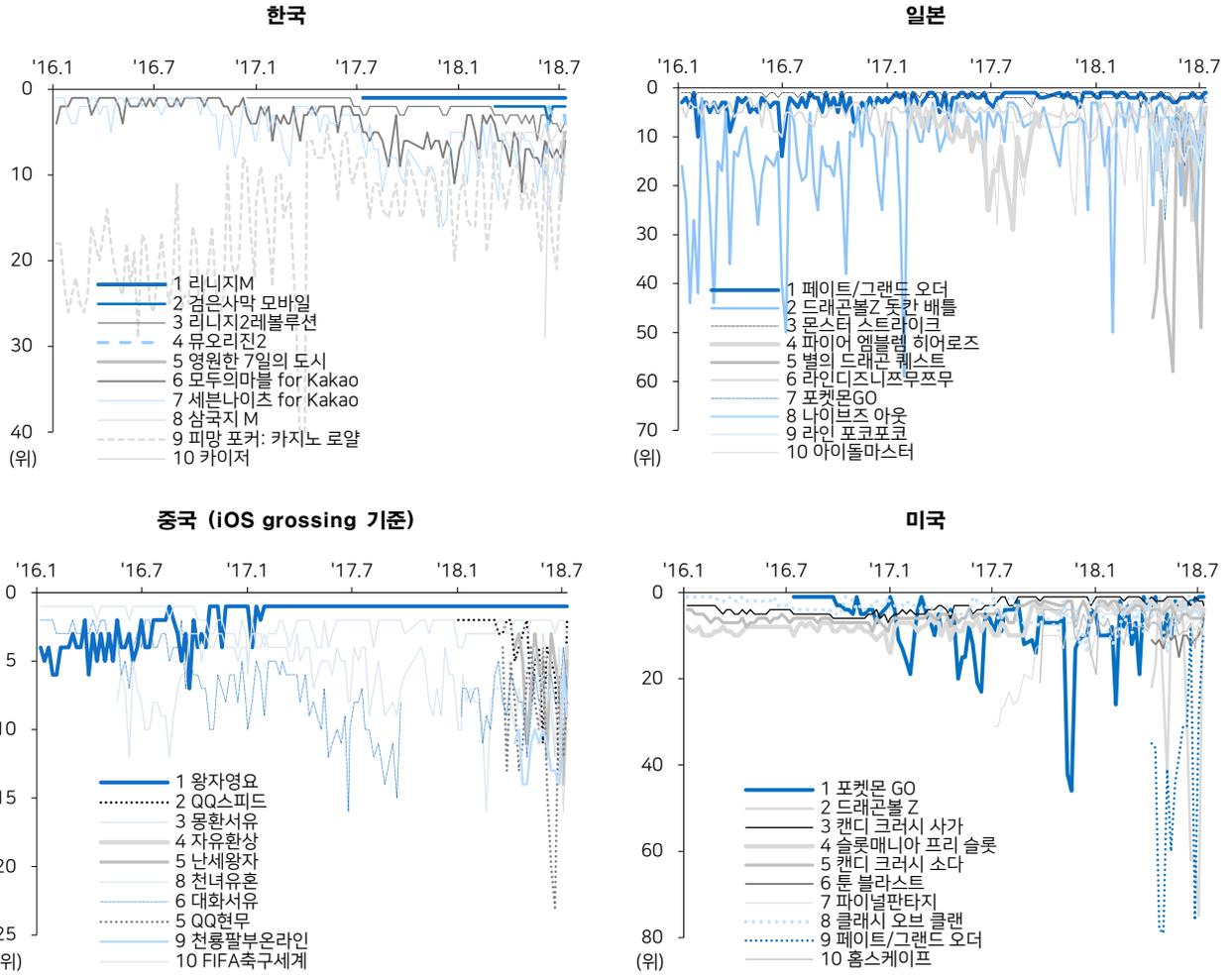
Youtube



주: 모바일앱 traffic data

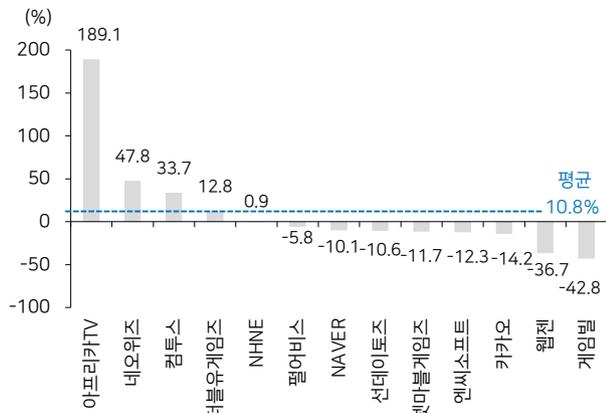
자료: 코리아 클릭, 메리츠종합증권 리서치센터

그림2 국가별 게임순위



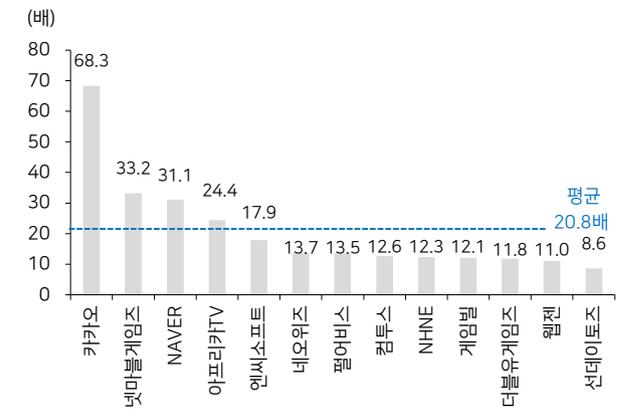
주: 2018.7.12 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2018년 인터넷/게임 업종 주가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (7/12) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)		ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)			
		2018E	2019E		2018E	2018E				2018E	2018E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
		NAVER	25.8		32.6	27.0				17.7	1.8	13.3	4.2	16.1	5,526.6	6,283.5	1,118.3
넷마블	14.2	33.2	23.4	20.2	1.6	9.1	2.9	17.8	2,621.9	3,225.6	555.5	824.4	410.6	590.5			
카카오	8.9	78.2	46.0	27.4	2.9	2.7	2.0	30.6	2,409.6	2,778.9	126.3	227.3	114.0	191.3			
엔씨소프트	8.6	17.9	12.8	21.0	0.9	16.5	2.7	9.8	1,784.0	2,332.5	659.2	938.5	468.9	702.5			
필어비스	2.9	11.8	8.5	18.5	0.6	18.6	1.9	8.6	455.1	641.1	233.4	352.1	190.4	285.9			
컴투스	2.3	12.6	10.3	10.8	1.2	20.9	2.4	6.7	570.9	719.7	206.7	273.9	170.8	216.8			
더블유게임즈	1.6	13.5	9.1	20.0	0.7	50.8	5.8	9.6	491.6	549.9	136.0	169.3	79.5	112.9			
NHN엔터테인먼트	1.4	12.9	16.6	0.3	44.4	6.3	0.8	7.8	1,116.2	1,257.3	71.0	86.9	98.3	79.3			
아프리카TV	0.6	25.0	19.2	25.4	1.0	28.4	6.0	17.1	119.6	142.9	27.1	36.6	22.6	29.5			
게임빌	0.3	12.1	8.1	14.9	0.8	10.2	1.2	329.8	131.9	156.8	-4.5	7.5	25.2	40.0			
<b>Average</b>	<b>6.7</b>	<b>25.0</b>	<b>18.1</b>	<b>23.8</b>	<b>1.4</b>	<b>17.7</b>	<b>3.0</b>	<b>45.4</b>	<b>1,522.7</b>	<b>1,808.8</b>	<b>312.9</b>	<b>426.6</b>	<b>235.5</b>	<b>318.7</b>			

주: 3yrs EPS CAGR은 '18~'21 추정치 기준  
 자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (7/12) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)		ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)			
		2018E	2019E		2018E	2018E				2018E	2018E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
		Alphabet	807.1		21.9	19.8				17.9	1.2	17.7	4.4	13.7	108.5	128.7	42.4
Amazon	851.6	83.9	61.2	52.5	1.6	16.1	21.5	29.2	237.4	290.8	8.3	13.4	10.4	14.8			
Facebook	586.5	23.6	19.5	21.5	1.1	25.0	6.4	15.4	56.7	72.0	25.8	31.6	26.2	31.1			
Twitter	33.0	61.4	51.1	33.4	1.8	9.7	5.8	28.4	2.9	3.3	0.7	0.8	0.5	0.7			
Snap	16.9	-	-	-25.9	-	-38.2	8.4	-	1.2	1.7	-0.9	-0.8	-0.8	-0.6			
Alibaba	480.0	37.5	30.7	32.1	1.2	19.5	8.7	28.5	39.2	59.3	11.1	13.7	13.3	15.7			
Tencent	459.4	36.1	27.2	27.9	1.3	28.2	9.1	23.9	50.8	68.1	16.5	20.8	12.7	16.8			
Baidu	91.1	27.1	22.8	13.8	2.0	16.0	4.2	20.4	15.4	18.7	3.0	3.7	3.3	3.9			
HUYA	7.4	125.6	58.9	-509.4	-0.2	21.3	12.6	126.2	0.7	1.1	0.0	0.1	-0.1	0.1			
Yahoo Japan	19.1	16.3	19.0	-2.3	-7.0	13.4	2.1	7.3	8.3	8.6	1.8	1.5	1.2	1.0			
LINE	10.6	229.0	79.1	13.0	17.7	2.4	6.2	48.6	1.9	2.1	0.1	0.2	0.0	0.1			
Rakuten	10.2	14.7	14.6	-5.4	-2.7	9.9	1.5	8.1	9.8	11.0	1.1	1.1	0.7	0.7			
<b>인터넷 평균</b>	<b>281.1</b>	<b>61.5</b>	<b>36.7</b>	<b>-27.6</b>	<b>1.6</b>	<b>11.8</b>	<b>7.6</b>	<b>31.8</b>	<b>44.4</b>	<b>55.5</b>	<b>9.2</b>	<b>11.2</b>	<b>8.8</b>	<b>10.6</b>			
게임	Blizzard	59.8	30.3	26.4	12.7	2.4	19.6	5.5	20.7	7.5	8.1	2.6	3.0	2.0	2.4		
	EA	44.6	34.1	29.2	13.6	2.5	30.6	10.4	22.3	5.2	5.6	1.7	1.9	1.3	1.6		
	Netease	34.9	24.1	19.7	0.8	29.6	17.6	4.3	20.3	10.5	13.3	1.4	1.6	1.5	1.8		
	Nintendo	44.9	32.3	19.7	44.4	0.7	10.6	3.2	21.6	9.6	12.4	1.6	2.7	1.2	2.0		
	Nexon	13.5	16.3	14.8	14.3	1.1	18.3	2.7	9.3	2.4	2.7	1.0	1.2	0.8	0.9		
	Cyberagent	7.1	105.5	58.6	37.3	2.8	9.5	8.9	17.2	3.8	4.2	0.3	0.4	0.1	0.1		
<b>게임 평균</b>	<b>34.2</b>	<b>40.4</b>	<b>28.1</b>	<b>20.5</b>	<b>6.5</b>	<b>17.7</b>	<b>5.8</b>	<b>18.6</b>	<b>6.5</b>	<b>7.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>			

주: 3yrs EPS CAGR은 '18~'21 추정치 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 1. 국내 간편결제 시장 재점화

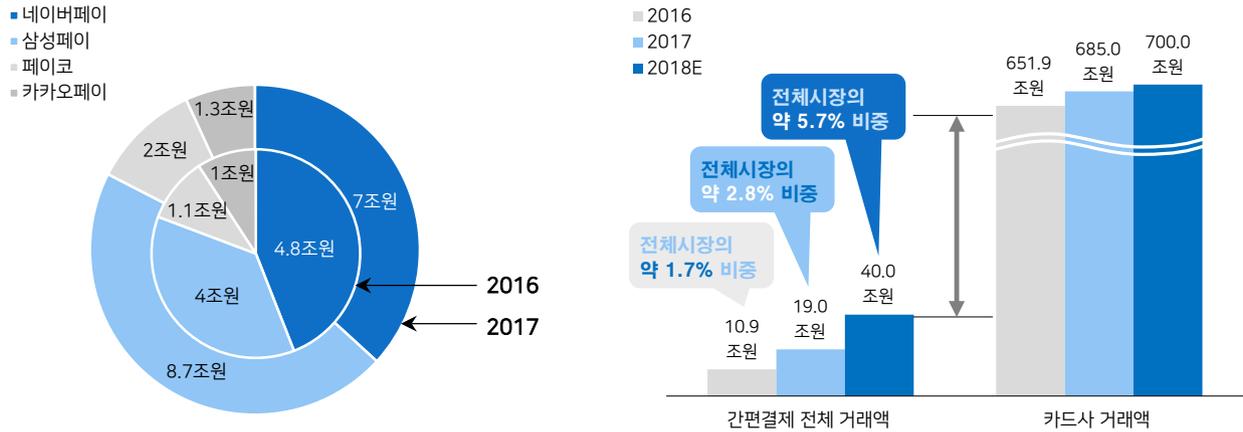
#### 간편결제 보급률 5% 상회할 것

2018년 간편결제 시장은 폭발적 성장기를 경험하고 있는데 1Q18 간편결제 일평균 이용건수는 309만건, 일평균 이용액은 1,000억원을 기록하였다. 2018년 국내 간편결제 시장은 상위사업자들 위주의 폭발적 성장이 예상된다. 네이버페이/삼성페이 주도하에 카카오페이, 페이코 등 2등 사업자의 추격이 활발하다. 2018년 카드사 연간 거래액은 약 700조원, 간편결제 비중은 5.7%(40조원)로 예상된다.

#### 오프라인 결제 본격화

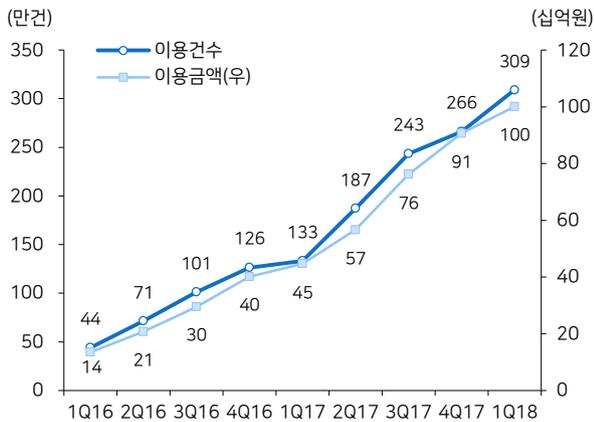
2018년 오프라인 간편결제 서비스가 본격화되기 때문이다. 페이코는 갤러리아, 현대백화점을 시작으로 대형 유통업체와의 제휴 시작하였으며 7월 삼성페이 가맹점 제휴를 통해 한단계 도약한다. 카카오페이 역시 2017년 2월 알리페이와의 제휴 이후 주춤하던 사업이 최근 송금, 매장결제 시작되며 본격 성장한다.

그림5 2018년 국내 간편결제 침투율 5% 상회할 것



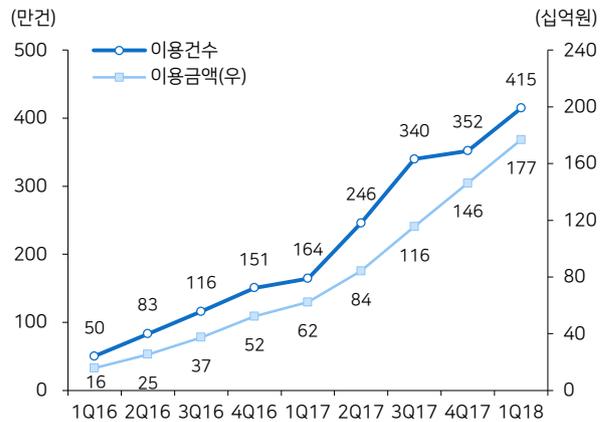
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 간편결제 서비스 이용현황 - 일 1,000억원 돌파



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 간편결제/송금 서비스 이용 추이 - 송금 비중 43%



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

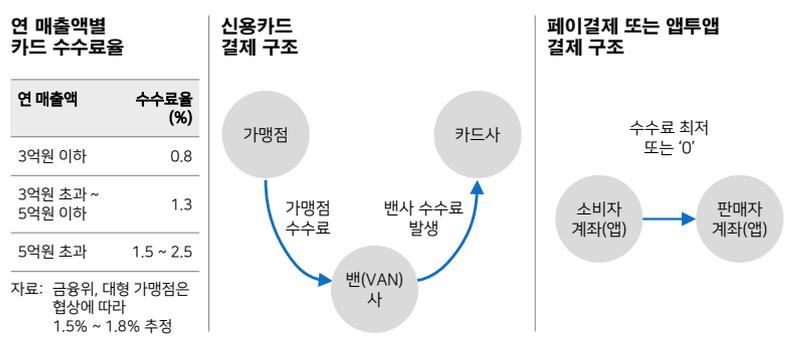
경쟁심화 우려 제한적

2018년 지방선거에서 박원순 시장이 '서울페이', 김경수 경남도지사와 박남춘 인천시장도 각각 '경남페이', '인천페이' 도입을 공약, 가맹점이 내야 하는 신용카드 결제 수수료 부담을 낮춰주려는 의견을 제시했다. 계좌간 이체와 앱투앱 결제의 경우 가맹점이 내야하는 수수료부담은 '제로' 이나, 1) 여전히 간편결제의 95% 이상이 신용카드 결제로 이루어지고 있으며, 2) 이용자들이 계좌간 이체를 통해 얻는 혜택은 없다는 점에서 성공 불투명하다.



자료: 언론보도, 메리츠증권리서치센터

그림9 카드수수료를 둘러싼 논쟁



자료: 언론보도, 메리츠증권리서치센터

2. 8월 아시안게임 e 스포츠 play

세상을 바꿀 거대한 트렌드

2018년 8월 18일~9월 2일 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 제 18회 아시안게임이 개최되며 e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택된다. 2022년 중국 항저우 아시안게임 정식종목이 되며, 2024년 파리올림픽에서도 시범종목 채택이 논의 중이다. 7월 21일 IOC는 올림픽 로잔 박물관에서 e스포츠포럼을 개최할 전망인데 올림픽과의 시너지 효과 및 미래를 위한 토대 형성 등 전반적인 사항도 논의하며 e스포츠의 올림픽 입성 가능성이 타진된다.

또한 6월 22일 아시아e스포츠연맹은 아시안게임의 e스포츠 지역예선 결과를 공개했다. 한국은 시범종목 6개 중에서 2개인 '리그오브레전드'와 '스타크래프트2'에서 본선 진출이 확정되었다. '리그오브레전드'에서는 한국은 1위로 예선 통과, '스타크래프트2' 역시 5전 전승으로 본선 진출하는데 성공했다.

e스포츠가 진짜 스포츠가 된다는 것은 1) 게임이 여가시간용 콘텐츠가 아닌 정식 스포츠, 2) 선택된 게임의 흥행 사이클 장기화, 그 게임 개발사의 기업가치 재평가로 이어지며 3) 게임사의 수익구조가 광고/스폰서쉽/머천다이즈/중계권 등으로 다양하게 확장될 수 있다는 것이다.

그림10 2018 자카르타-팔렘방 아시안게임에 출전한 대한민국 e스포츠 선수들



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 e스포츠 수혜 기업

기업명	회사 개요	2018E 매출액 (백만달러)	2018E 영업이익 (백만달러)	시가총액 (백만달러)	2018E PER (배)	2017년 이후 주가상승률 (%)
MTG	디지털 미디어/게임 콘텐츠 기업	1,086.9	635.0	25.5	23.3	37.4
블리자드	오버워치' 등 게임 개발 및 퍼블리싱	7,504.2	2,593.3	58.6	30.3	115
EA	피파온라인' 등 게임 개발 및 퍼블리싱	5,162.3	1,672.0	44.3	34.1	85.5
넥슨재팬	게임 개발 및 퍼블리싱	2,410.4	1,043.6	1,511.0	16.3	105.3
컴투스	모바일 게임 '서머너즈워' 개발사	518.8	189.6	2,224.6	12.6	80.1
블루홀	온라인 게임 '배틀그라운드' 개발사	666.5	251.7	5,400.0	-	2,700.0
아프리카TV	온라인 개인방송 서비스 제공	108.3	24.7	566.4	25.0	109.2

주: 블루홀 매출액과 영업이익은 2017년 기준  
 자료: 각사, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. 동영상, 미래플랫폼 주도 콘텐츠

#### NAVER, 블로썸데이 개최

6월 15일 NAVER는 '블로썸데이'를 통해 동영상 제작에 힘쓰겠다는 포부를 재천명하였다. 김승언 NAVER CIC 대표는 "최근 블로그 서비스를 강화하고 새로운 시대에 맞는 다양한 편의 기능들을 집중 개발하기 위해 블로그, 포스트, 지식인 등 UGC(User Generated Contents) 서비스를 운영, 개발하는 조직을 별도 사내 독립기업으로 만들었다."며 "앞으로도 블로그가 텍스트, 동영상, 이미지 등 다양한 형태의 UGC를 더 쉽게 담아내고 자신의 생각과 정보를 공유할 수 있는 플랫폼이 되도록 관련 기술을 고도화한다"고 밝혔다. NAVER는 이날 블로그 편집기 내에서 동영상을 쉽게 편집하고 올라간 동영상은 블로그 뿐 아니라 네이버TV를 통해서도 노출될 예정이다. NAVER TV에 전송되면 광고 수익도 발생되는데 이는 블로거들의 적극적 참여를 유도하게 될 것이다.

그림11 NAVER의 블로썸데이



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 NAVER '블로썸 프로젝트'

항목	내용
<b>Apollo CIC</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5월 Apollo CIC라는 별도의 조직 탄생, 개별 회사처럼 운영하며 서비스 집중 개발</li> <li>구성원의 70%가 개발자</li> </ul>
<b>블로썸 프로젝트</b>	
<b>1) 블로그 서비스</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vlog(Video+Blog) 강조, 네이버 블로그와 네이버TV 연결</li> <li>영상 업로드 확장, 4K/UHD 화질 지원, 동영상 제목/설명/태그 입력 가능</li> <li>내년 상반기 동영상에 광고 삽입, 라이브 영상 서비스 접목 검토 중</li> <li>'무비 에디터' - 동영상 편집 쉬워짐 / '브이로그 에디터' - 음성/영상 추출</li> </ul>
<b>2) 기술</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>모자이크/스티커 등 자동 얼굴인식 도입, 360도 이미지 뷰어' 기능 도입</li> <li>'스핀이미지 에디터' 연내 네이버 쇼핑 적용, 타임라인 방식 동영상 에디터 개발 중</li> <li>동영상 특화 효과 필터 지속 개발중, 동영상 타이틀 페이지 자유롭게 삽입</li> </ul>
<b>3) 디자인</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PC 블로그 메인페이지 개편 중. 블로그 영역, 소셜 플러그인, 광고 영역 재정비</li> <li>PNG 지원, 업로드 용량 확대, 무료이미지 연동, '읽어주는 블로그' 기능 및페이 툴 제공 검토</li> <li>2019년 'NEXT 블로그' 도입, 어디서든 호환된 디자인과 정보 제공</li> </ul>
<b>4) 통계</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>블로그 통계가 콘텐츠 전략 가이드로 진화. 분석 대상 확대, 데이터 정교화, 사용자 점점 강화</li> <li>현재 블로그 통계 월이용자 100만명 이상, 개인화된 분석 결과 및 콘텐츠 전략 가이드 제공</li> <li>삽입된 동영상/오디오 개별 재생 현황 분석</li> </ul>
<b>5) 광고</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>블로거 수익 확대 위해 애드포스트 기능 고도화. 광고의 양, 위치, 소재, 광고주 성과 등 중요</li> <li>네이버 블로그도 본문광고 시작. 블로거가 광고 위치 및 노출 여부 직접 선택</li> <li>모든 주제의 게시글에 광고 삽입, 텍스트 외 다양한 주제/형태의 광고 지원</li> <li>리타겟팅 기술 활용하되 불쾌감 조성 피할 것</li> </ul>
<b>6) 검색</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>C-RANK 기술 활용해 어뷰징 방지, 저자의 전문성, 인기도, 글 맥락 파악해 결과 노출</li> <li>D.I.A(Deep Intent Analysis) 기술 개발. 사용자 검색 로그를 통해 선호 문서 분석/선별</li> <li>다양한 저자를 위한 검색 노출 영역(VIEW) 제공. 다양한 랭킹/토픽 제공, 관련정보 연속 탐색</li> <li>회차별 드라마 검색/계절별 여행기 검색 가능</li> </ul>

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

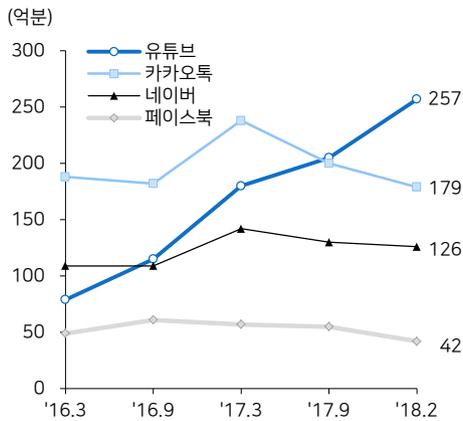
게임과 1인 미디어를 잡아라

“10대 친구들은 검색 자체를 유튜브로 하는 패턴을 보이고 있다. 사용행태가 굳어지면 그 이후 동영상 검색을 당연시 하기 때문에 걱정이 되며 위기라고 생각한다”

- NAVER 한성숙 대표

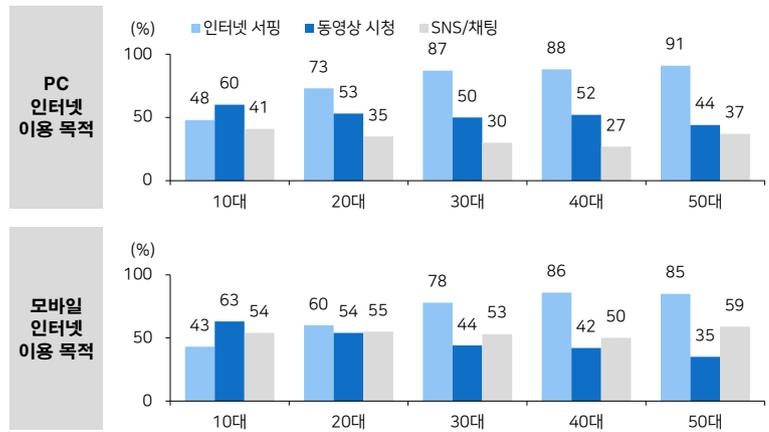
모바일 인터넷에서 '동영상'을 즐겨본다는 10대는 63%에 달하며 1020세대는 게임과 1인 미디어를 즐겨보는 것으로 나타나고 있다. 10대를 제외한 연령대는 웹서핑을 주로 이용하며 40~50대의 동영상 시청 비율은 35~42%로 현저히 낮았다.

그림12 국내 모바일 미디어 월 사용시간



자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 PC/모바일 인터넷 이용 목적 -10대는 '동영상' 보기 위해



자료: 메조미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 감스트의 월드컵 중계



자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 대도서관 등 인기BJ의 주류 미디어 진출



자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 글로벌 동영상 Peer 비교

	넷플릭스	아이치이	후야	아프리카TV
개요	미국 동영상 스트리밍 플랫폼	중국 동영상 스트리밍 플랫폼	중국 게임 영상 스트리밍 플랫폼	한국 개인방송 스트리밍 플랫폼
상장일	2002년 5월 22일	2018년 3월 29일	2018년 5월 11일	2003년 12월 19일
18E 매출액	161.0억달러	36.5억달러	6.7억달러	1.1억달러
18E 영업이익	17.9억달러	-8.7억달러	3,260만달러	2,470만달러
시가총액	1,811억달러	222억달러	67억달러	5.1억달러
18E PER	126.9배	N/A	125.6배	24.5배
18E PSR	11.27배	6.1배	9.9배	4.7배
시가총액 추이				

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief  
2018. 7. 13

# 카카오 035720

## Shake it!

▲ 인터넷/게임

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

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

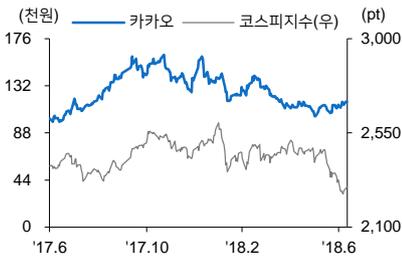
### Buy

적정주가 (12개월) **190,000 원**  
현재주가 (7.12) **117,500 원**  
상승여력 **61.7%**

KOSPI	2,285.06pt
시가총액	89,636억원
발행주식수	7,629만주
유동주식비율	64.41%
외국인비중	24.51%
52주 최고/최저가	161,000원/98,500원
평균거래대금	478.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
김범수 외 25 인	31.95
MAXIMO PTE	7.34
국민연금	6.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	-16.4	19.3
상대주가	11.4	-8.6	24.9

주가그래프



- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합. 카카오 광고의 성장, 게임/페이지/커머스의 고른 성장
- ✓ 영업이익률 5.9%로 전분기대비 개선되나, 카카오페이 마케팅 강화로 광고선전비/지급수수료 증가 불가피. 참고로 카카오페이는 5월 '매장결제' 서비스 시작
- ✓ 올해 -18.6%의 주가수익률은 8월 카카오게임즈의 IPO, 카카오택시 유료모델 확대로 회복의 시그널 확인될 것. 투자이견 Buy, 적정주가 19만원 유지

### 2Q18 실적, 기대치 부합 전망

카카오의 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 6,058억원(+28.8% YoY), 306억원(-31.5% YoY) 기록, 기대치에 대체로 부합한다. 전분기대비 실적 개선세 확인되며 1) '카카오모먼트'의 성공적 안착으로 광고매출 성장과 2) 게임, 페이지, 커머스까지 고른 매출 증가, 3) 전분기와 대체로 유사한 수준의 비용 컨트롤 등에 기인한다.

### 카카오게임즈의 IPO, 기대 이상이 될 것

6월 21일 카카오게임즈의 상장예비심사 통과. 8월초 상장 예정으로 카카오는 카카오게임즈의 지분 60.4%를 보유하고 있어 지분가치 부각된다. 카카오게임즈는 4월 '배틀그라운드'의 PC방 유료화, 6월 28일 '블레이드2'를 비롯하여 연내 10~15종의 퍼블리싱 게임과 3~4종의 프렌즈IP 게임 출시를 준비하고 있다. 카카오게임즈의 2018E 매출액과 영업이익은 각각 4,000억원(+98.7% YoY), 700억원(+81.3% YoY)으로 추정, 기업가치는 1.5조원으로 신주발행시 10% 지분을 희석 가정하였다. 그러나 주당 예정 발행가 기준 기업가치 Band는 1.2~1.9조원으로 예상 상회할 가능성 높다.

### 'Shake It'

2018년 3월 카카오페이 월간 거래액은 1.1조원 돌파하며 4월 28일 개시된 '카카오페이 송금' 프로모션의 효과를 톡톡히 누리고 있다. 현재 카카오페이의 거래액에서 간편 송금이 차지하는 비중은 약 80%로 추정, 압도적으로 많다. 간편 송금의 증가는 지급수수료(은행 이체 수수료) 증가로 이어져 이익에 부담이나, 카카오톡 이용자 기반을 송금 고객으로 확보한다면 향후 카카오뱅크-카카오카드(18년 라이선스 취득 예정)의 금융 포트폴리오의 시너지는 증폭된다.

(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	2,522.8	166.3	171.2	2,260	32.9	59,113	49.1	1.9	27.3	4.0	37.7
2019E	3,173.7	347.7	325.8	4,271	79.6	62,253	26.0	1.8	17.4	7.0	37.0
2020E	3,616.6	556.2	446.3	5,851	39.4	66,720	19.0	1.7	11.9	9.1	35.8

전분기대비 개선세 확인

2Q18 실적, 기대치 부합 전망

카카오의 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 6,058억원(+28.8% YoY), 306억원(-31.5% YoY)으로 추정, 기대치에 대체로 부합할 전망이다. 전분기대비 실적 개선세 확인되며 1) '카카오모먼트'의 성공적 안착으로 광고매출 성장과 2) 게임, 페이지, 커머스까지 고른 매출 증가, 3) 전분기와 대체로 유사한 수준의 비용 컨트롤 등에 기인한다.

표6 2Q18 실적 Preview - 기대치 부합

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	605.8	470.3	28.8%	555.4	9.1%	588.7	2.9%
광고	175.5	151.4	15.9%	154.6	13.5%	-	-
온라인	63.6	69.9	-8.9%	60.3	5.5%	-	-
모바일	111.8	81.5	37.2%	94.3	18.6%	-	-
콘텐츠	314.8	236.3	33.3%	285.6	18.4%	-	-
게임	128.3	78.7	63.1%	105.6	21.5%	-	-
뮤직	130.1	117.1	11.1%	126.3	3.0%	-	-
기타	56.4	40.5	46.0%	53.8	5.0%	-	-
기타	115.5	82.7	39.7%	115.2	0.2%	-	-
커머스	67.9	47.9	41.7%	67.9	0.0%	-	-
영업이익	30.6	44.6	-31.5%	10.4	194.1%	30.4	0.7%
세전이익	45.9	36.0	27.3%	37.2	23.4%	45.1	1.8%
지배순이익	34.0	11.3	200.6%	13.9	145.2%	25.7	32.3%

자료: 카카오, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 카카오 분기별 실적 - 꾸준히 개선될 것

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	443.8	470.3	515.4	544.7	555.4	605.8	654.3	707.3	1,972.3	2,522.8	3,173.7
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	154.6	175.5	181.5	195.0	595.7	706.5	868.4
온라인	63.1	69.9	63.8	65.4	60.3	63.6	69.6	71.3	262.2	264.9	328.0
모바일	70.2	81.5	87.7	94.1	94.3	111.8	111.8	123.6	333.6	441.6	540.3
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	285.6	314.8	332.9	348.6	985.5	1,282.0	1,535.0
게임	80.3	78.7	93.9	89.1	105.6	128.3	133.5	135.4	342.0	502.8	585.1
뮤직	110.3	117.1	122.1	129.1	126.3	130.1	140.1	151.0	478.5	547.5	654.9
기타	46.6	40.5	59.2	53.5	53.8	56.4	59.3	62.2	164.9	231.7	295.0
기타	86.8	82.7	102.4	119.3	115.2	115.5	139.9	163.8	391.1	534.3	770.4
커머스	50.3	47.9	58.4	69.2	67.9	69.4	79.7	91.1	225.8	308.2	427.5
영업비용	405.5	423.8	468.0	509.6	545.0	575.2	602.5	633.8	1,806.9	2,356.6	3,159.6
인건비	98.2	101.1	98.2	116.4	125.2	127.9	130.6	135.7	413.9	519.4	746.8
지급수수료	160.4	178.8	189.8	201.5	210.3	227.1	243.0	260.0	730.4	940.4	1,246.6
광고선전비	25.0	21.9	33.5	36.1	47.9	54.5	58.9	63.7	116.5	225.0	260.8
무형자산상각비	16.8	16.4	16.4	19.5	14.6	15.0	15.5	15.9	69.0	61.0	104.0
외주가공비	24.9	28.3	33.7	34.4	35.8	36.5	37.3	38.0	121.4	147.7	191.6
기타	80.2	77.4	96.6	101.8	111.2	114.1	117.3	120.5	355.9	463.1	609.8
영업이익	38.3	44.6	47.4	35.0	10.4	30.6	51.8	73.5	165.4	166.3	347.7
세전이익	18.2	36.0	63.1	36.0	37.2	45.9	67.5	112.5	153.3	263.1	447.1
지배순이익	53.7	11.3	32.1	11.5	13.9	34.0	44.6	78.7	108.6	171.2	325.8

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

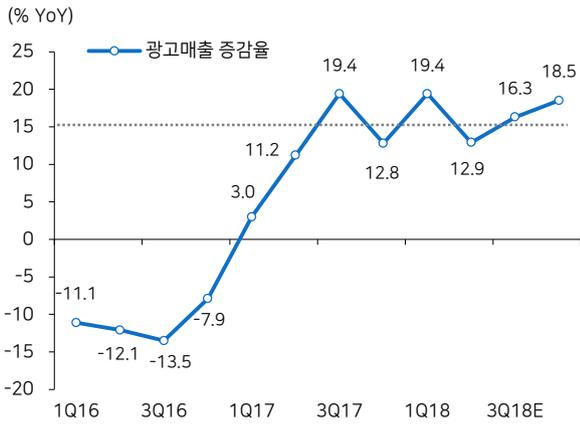
### '카카오광고'의 성공적 안착

올해 회사의 목표 광고매출  
성장률 16% 무난히 달성 전망

2018년 카카오 광고 매출액은 7,065억원으로 전년대비 18.6% 성장세를 기록할 전망이다. 카카오 광고는 2017년 5월 메신저 기반의 채널(오토뷰), 페이지의 캐쉬프렌즈 출시 이후 빠르게 성장하고 있다. 올해 5월부터 채널탭(오토뷰) 광고의 인벤토리를 기존대비 3~4배 확장하였으며 상단은 5개마다, 하단은 10개마다 광고 노출, 비디오광고에서 성과형 광고로 확대하며 성장하고 있다.

카카오의 2Q18E 광고 매출 성장률은 15.9%로 카카오의 신규광고 상품 본격화된 2Q17의 high-base에도 불구하고 15.9%의 성장률 예상된다. 2018년 국내 디지털 광고 성장률은 11%이나 카카오 광고 16%, 카카오 모바일광고 32%, 메신저 광고 105%의 성장률 기대되며 크게 아웃퍼폼한다.

그림16 카카오 광고 매출 성장률(YoY)- 올해 16% 성장 무난



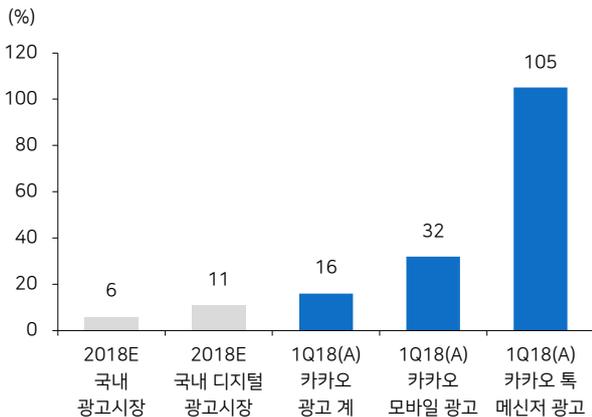
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 카카오 광고의 성장 이유



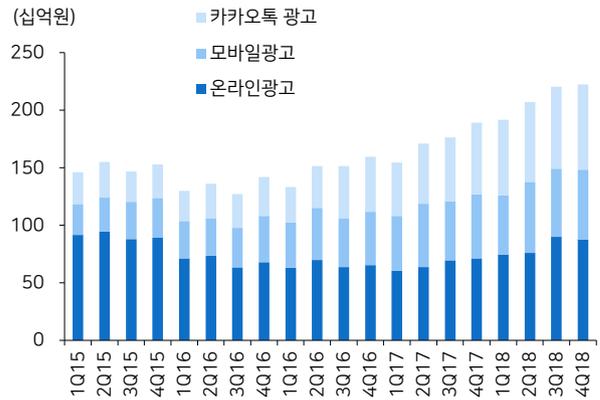
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 카카오 광고 성장률, 시장을 압도



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 카카오 광고 매출 breakdown



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

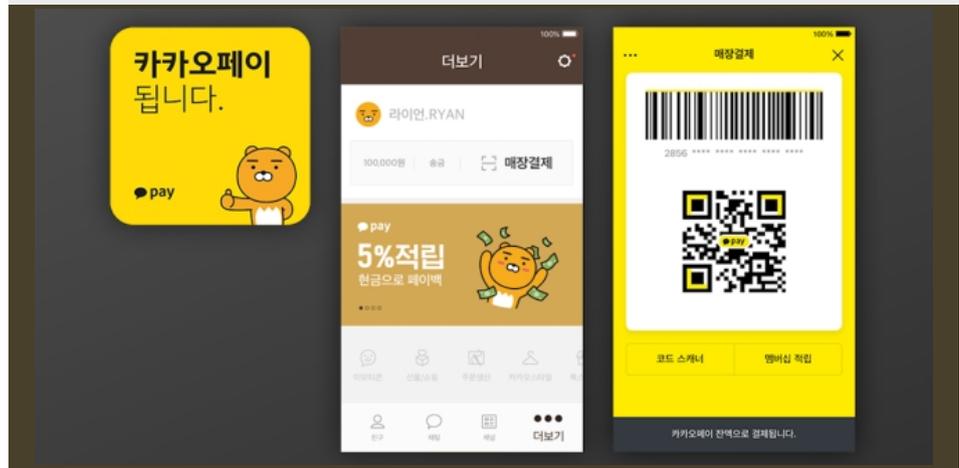
송금 서비스의 폭발적 성장 +  
5월 '매장결제' 서비스 개시

**카카오페이 – Shake It!**

2018년 3월 카카오페이 월간 거래액은 1.1조원 돌파하며 4월 28일 개시된 '카카오페이 송금' 프로모션의 효과를 톡톡히 누리고 있다. 현재 카카오페이의 거래액에서 간편 송금이 차지하는 비중은 약 80%로 추정, 압도적으로 많다. 간편 송금의 증가는 지급수수료(은행 이체 수수료) 증가로 이어져 이익에 부담이나, 카카오톡 이용자 기반을 송금 고객으로 확보한다면 향후 카카오뱅크-카카오카드(18년 라이선스 취득 예정)의 금융 포트폴리오의 시너지는 증폭된다.

2018년 5월 9일 카카오페이는 오프라인 QR 결제 제공 서비스를 시작하였는데 편의점, 카페, 화장품 가게 등 오프라인 매장에서 결제할 수 있는 '카카오페이 매장결제' 서비스를 출시하였다. 7월 현재 전국 1만 6,700여개 제휴 매장에서 이용할 수 있으며 주요 파트너는 CU, 이니스프리, 탐앤탐스, 롯데리아, 앤젤리너스, 크리스피 크림 도넛, 나무루팝 등으로 연내 20만개 확대, 월거래액 2조원 달성이 목표이다.

그림20 카카오페이 매장결제 출시



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 카카오페이 – 2,100만 가입자 기반으로 간편결제, 송금, 멤버십, 청구서, 매장결제 등 제공



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 카카오페이 바코드/QR코드 결제 - 흔들어서 결제코드를 꺼내는 "Shake" 기능

### 바코드·QR코드로 매장결제하세요.

카카오페이 잔액을 매장에서도  
사용할 수 있어요.



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 카카오페이의 월거래액



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

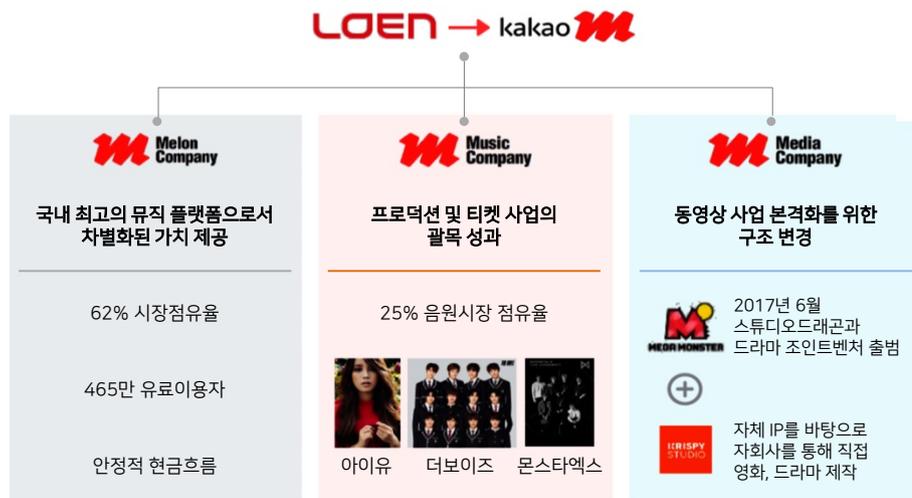
카카오 M의 주식매수청구권  
가격은 92,911 원, 행사는 7월  
6일부터 25일까지

### 카카오 M 흡수합병, 연예매니지먼트 추가투자

5월 17일 카카오는 카카오M 흡수합병을 결정 공시하였으며 카카오M 주주는 보  
유주식 1주당 0.8주의 카카오 신주를 지급받는다. 발행 신주는 총 709만주(카카  
오 주식수의 9.3%)이며 9월 3일 합병 마무리, 신주 상장 예정일은 9월 18일이  
다. 카카오M 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있는데 그 가격은 92,911원  
이며 카카오M의 7월 12일 종가는 92,500원으로 0.4%의 가격차이 존재한다.

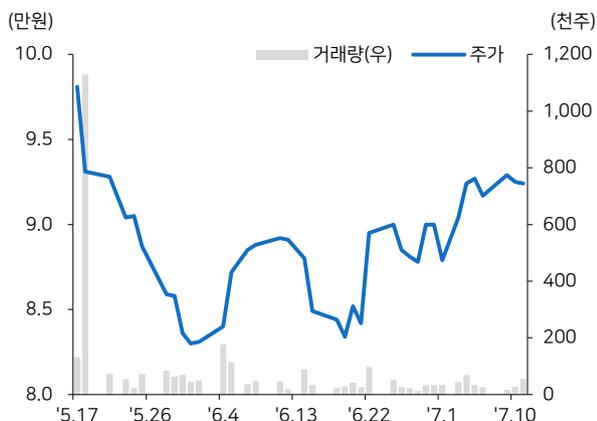
카카오는 9월 카카오M 합병 이후, 음악 및 영상 사업부문은 분사, 성장 시킨 후  
독립적인 기업공개를 진행할 예정이다. 6월말 카카오는 BH엔터, 제이와이드, 숲엔  
터의 3개 연예기획사 지분을 추가 인수하며 콘텐츠 경쟁력 제고 노력을 지속한다.  
참고로 BH엔터테인먼트에는 이병현, 고수, 진구/제이와이드컴퍼니에는 이상윤, 김  
태리/숲엔터테인먼트에는 공유, 김재욱 등의 배우가 소속되어있다.

그림24 카카오M 합병 후 음악/영상 부문은 분사 예정



자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 카카오M 합병 발표 이후 주가/거래량 추이



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 카카오M 소속 혹은 제휴 매니지먼트의 연예인들

#### 카카오M 레이블 소속 주요 아티스트

레이블명	소속 아티스트	
페이브엔터테인먼트	아이유, 지아(ZIA) 등	
크래커엔터테인먼트	멜로디데이, 더 보이즈	
플레이엔터테인먼트	에이핑크, 허각 등	
스타쉽엔터테인먼트	스타쉽	케이윌, 몬스타엑스, 우주소녀 등
	스타쉽X	매드클라운, 주영
	킹콩엔터테인먼트	유연석, 이광수, 이동욱 등
문화인	박정현, 신현희와김루트 등	

#### 카카오M 전략적 제휴 매니지먼트사 소속 주요 배우

회사	소속 배우
BH엔터테인먼트	이병현, 고수, 유지태, 한효주, 한가인, 지민 등
제이와이드컴퍼니	이상윤, 김태리, 백진희, 엄지원, 백종욱 등
숲엔터테인먼트	공유, 김재욱, 공효진, 정유미, 서현진, 전도연 등

자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

**표9 카카오게임즈 신작 라인업**

게임	출시 일정	장르	개발사
에잇킹덤즈	3.14 출시	전략 시뮬레이션	슈퍼노바일레븐
드래곤네스트M	3.28 출시	MMORPG	아이덴티티게임즈
블레이드2	6.28 출시	액션 RPG	액션스퀘어
뉴본	7.4 출시	서바이벌 어드벤처	솔트랩
AIR	3Q18 북미/유럽 CBT 예정	MMORPG	블루홀
창세기전: 안타리아의 전쟁	2H18 (5월 캐나다, 호주, 뉴질랜드, 싱가포르 소프트런칭)	전략 MMORPG	조이시티
프리스톤테일	2H18(6.19~6.26 중국 CBT 진행)	MMORPG	편셀123
탁구왕미키	2H18	스포츠	-
프렌즈레이싱	2H18	레이싱	프렌즈게임즈
프로젝트스네이크	2H18	어드벤처 RPG	콩스튜디오
테라모바일	2H18	MMORPG	란투게임즈
이터널랩소디	2H18	전략 MMORPG	액션스퀘어
기간틱엑스	2H18	SF슈팅액션	액션스퀘어
외모지상주의	2H18	액션	와이디온라인
캡콤슈퍼리그	2H18	SRPG	캡콤
프린세스커넥트 Re:Dive	2H18	RPG	사이게임즈
프렌즈골프	4Q18	스포츠	프렌즈게임즈
프렌즈타운	4Q18	SNG	프렌즈게임즈

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

**표10 카카오 Valuation – 적정주가 산출 내역**

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치</b>	<b>6,450.0</b>	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	150,000	
<b>자회사 가치</b>	<b>5,949.0</b>	
카카오M	1,757.2	지분율 76.4%, 시가총액 2.3조원
카카오페이	366.0	지분율 61%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	575.5	지분율 55%, 1.5조원 가정, NAV 30% 할인
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	806.4	지분율 57.6%, 1.4조원 가정
카카오뱅크	468.0	지분율 34%, 1.3조원 가정
기타 자회사	846.3	
<b>순현금</b>	<b>517.4</b>	
<b>NAV</b>	<b>12,916.4</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>190,202</b>	
현주가(원)	117,500	
상승여력(%)	61.7%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,464.2</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,522.8</b>	<b>3,173.7</b>	<b>3,616.6</b>
매출액증가율 (%)	57.1	34.7	27.9	25.8	14.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,972.3	2,522.8	3,173.7	3,975.8
판매관리비	1,348.1	1,807.0	2,356.6	2,826.0	3,060.4
<b>영업이익</b>	<b>116.1</b>	<b>165.4</b>	<b>166.3</b>	<b>347.7</b>	<b>556.2</b>
영업이익률	7.9	8.4	6.6	11.0	15.4
금융손익	0.7	33.2	30.2	32.3	36.5
중속/관계기업손익	-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	263.1	447.1	663.1
법인세비용	34.8	28.2	77.2	110.9	194.6
<b>당기순이익</b>	<b>65.5</b>	<b>125.1</b>	<b>185.9</b>	<b>336.2</b>	<b>468.6</b>
지배주주지분 순이익	57.7	108.6	171.2	325.8	446.3

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,217.0</b>	<b>1,993.1</b>	<b>1,793.7</b>	<b>1,929.6</b>	<b>2,155.4</b>
현금및현금성자산	641.6	1,116.8	925.4	1,034.3	1,288.9
매출채권	173.9	179.2	341.5	375.6	338.0
재고자산	12.6	21.6	22.2	22.9	23.6
<b>비유동자산</b>	<b>4,267.2</b>	<b>4,356.3</b>	<b>5,215.3</b>	<b>5,396.5</b>	<b>5,585.0</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>5,484.1</b>	<b>6,349.4</b>	<b>7,009.0</b>	<b>7,326.1</b>	<b>7,740.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>806.0</b>	<b>1,040.9</b>	<b>1,058.1</b>	<b>1,076.6</b>	<b>1,096.3</b>
매입채무	95.5	108.3	140.6	169.4	203.3
단기차입금	203.9	174.4	165.7	157.4	149.5
유동성장기부채	0.0	0.0	219.9	219.9	219.9
<b>비유동부채</b>	<b>975.2</b>	<b>800.8</b>	<b>862.2</b>	<b>901.9</b>	<b>943.5</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	795.9	620.8	6.5	6.5	6.5
<b>부채총계</b>	<b>1,781.2</b>	<b>1,841.6</b>	<b>1,920.3</b>	<b>1,978.5</b>	<b>2,039.8</b>
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	-19.1	-19.1	-19.1
이익잉여금	304.0	402.5	536.8	795.7	1,148.7
비지배주주지분	270.4	478.7	579.2	598.6	610.9
<b>자본총계</b>	<b>3,702.9</b>	<b>4,507.8</b>	<b>5,088.7</b>	<b>5,347.6</b>	<b>5,700.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>317.3</b>	<b>371.9</b>	<b>435.7</b>	<b>590.7</b>	<b>769.7</b>
당기순이익(손실)	65.5	125.1	185.9	336.2	468.6
유형자산상각비	56.2	60.7	72.2	57.0	41.7
무형자산상각비	57.6	69.1	58.4	57.6	56.7
운전자본의 증감	115.4	28.0	52.1	164.6	193.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,000.0</b>	<b>-354.7</b>	<b>-301.6</b>	<b>-106.0</b>	<b>-84.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-81.0	-75.2	-71.4	-67.8	-64.4
투자자산의감소(증가)	-133.1	-108.0	-89.6	-85.1	-41.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>923.8</b>	<b>467.6</b>	<b>1,712.3</b>	<b>711.4</b>	<b>714.2</b>
차입금의 증감	776.9	-209.8	-199.3	-189.4	-179.9
자본의 증가	834.6	498.7	1,152.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	244.5	475.2	-191.4	108.9	254.6
기초현금	397.2	641.6	1,116.8	925.4	1,034.3
기말현금	641.6	1,116.8	925.4	1,034.3	1,288.9

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	22,178	29,101	33,297	41,603	47,409
EPS(지배주주)	874	1,602	2,260	4,271	5,851
CFPS	3,340	4,517	5,056	8,085	9,987
EBITDAPS	3,482	4,356	3,918	6,061	8,581
BPS	50,765	59,332	59,113	62,253	66,720
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	88.1	85.5	49.1	26.0	19.0
PCR	23.1	30.3	22.0	13.7	11.1
PSR	3.5	4.7	3.3	2.7	2.3
PBR	1.5	2.3	1.9	1.8	1.7
EBITDA	229.9	295.2	296.9	462.3	654.6
EV/EBITDA	24.3	30.5	27.3	17.4	11.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.9	2.9	4.0	7.0	9.1
EBITDA 이익률	15.7	15.0	11.8	14.6	18.1
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	11.3	20.8	36.9
매출채권회전율(x)	11.1	11.2	9.7	8.9	10.1
재고자산회전율(x)	163.5	115.6	115.3	140.8	155.8

Industry Brief  
2018. 7. 13

# 넷마블 251270

## ‘블소레볼루션’이 key

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 하회 전망. 기존 게임들의 노후화와 ‘해리포터:호그와트 미스터리’의 빠른 순위 하락. 인건비 부담은 가중되며 영업이익 개선세 부진
- ✓ 상반기 실적 부진은 이미 충분히 인지. 7월 ‘블소레볼루션’의 사전예약 기대
- ✓ 12개월 Forward PER 29.8배 수준으로 글로벌 평균 26.7배와 유사. 보유현금 약 3조원을 활용한 M&A, IP확보를 위한 다양한 투자로 포트폴리오 다각화되고 있어 밸류에이션 프리미엄 타당해질 것

### Buy

적정주가 (12개월) **220,000 원**  
현재주가 (7.12) **166,500 원**  
상승여력 **32.1%**

KOSPI	2,285.06pt
시가총액	141,848억원
발행주식수	8,519만주
유동주식비율	28.28%
외국인비중	26.07%
52주 최고/최저가	199,500원/127,500원
평균거래대금	397.3억원

주요주주(%)		
방준혁 외 10 인	25.17	
씨제이이엔엠	21.97	
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.67	

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	3.1	14.8
상대주가	19.1	12.6	20.2

주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 하회 전망

넷마블의 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,047억원(-6.6% YoY), 839억원(-20.2% YoY)로 추정, 시장 컨센서스(매출액 5,745억원, 영업이익 959억원)를 하회할 전망이다. 기존게임들의 노후화와 4월 ‘해리포터:호그와트 미스터리’의 순위가 빠르게 내려오며(영국 14위, 미국 42위, 독일 16위 등) 큰 폭의 실적 개선 이루어지지 않았다. 그러나 동사의 상반기 실적 부진은 이미 시장에 충분히 인지되었으며 하반기 ‘블소레볼루션’의 출시 및 그 성과가 더욱 중요한 시점이다.

게임별 매출액은 ‘리니지2레볼루션’ 1,104억원(-37.8% QoQ), ‘모두의 마블’ 300억원(-1.4% QoQ), ‘세븐나이츠’ 309억원(+1.5% QoQ), ‘마블컨테스트오브챔피언’ 785억원(-3.3% QoQ), ‘쿠키잼’ 331억원(-6.9% QoQ), ‘해리포터:호그와트 미스터리’ 469억원(4월 25일 출시후 일평균 7억원, 67일 반영)으로 추정된다.

영업이익률은 16.6%로 전분기대비 2.0%p 개선되나 개발인력 확충으로 인건비 증가하고 있다. 주52시간 근무제와 ‘워라밸’ 문화 확산으로 게임산업에 미친 영향은 1) 개발인력 확충으로 인건비 증가와 2) 신작출시 지연으로 나타나고 있다.

### 하반기 신작, B&S가 물꼬를 틀 것

‘블소레볼루션’은 7월 사전예약, 9월 출시가 기대된다. 당사는 ‘블소레볼루션’의 성공 가능성이 크다고 판단하는데, 1) 국내 게임 시장이 ‘리니지M’, ‘검은사막M’ 이후 대작게임 소강상태, 2) ‘블레이드앤소울’ IP Power 등에 기인한다. 과거 ‘리니지2레볼루션’의 사전예약자수 340만명, 첫날 매출 79억원 수준을 무난히 넘어서는 초기 성과 기대된다. 한편 ‘더킹오브파이터즈:올스타’는 6월 15일 일본 미디어데이, 사전예약을 진행 중으로 현재 100만 달성, 늦어도 8월 중에 출시되며 3분기 성장에 기여한다. 그 밖에 ‘BTS월드’는 4Q18, ‘세븐나이츠2’는 2019년 1분기 출시 예상된다.

(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	2,277.1	433.2	360.9	4,239	2.5	54,719	37.4	2.9	23.3	8.0	19.5
2019E	2,779.1	768.1	606.0	7,113	63.0	66,197	22.3	2.4	13.0	11.8	17.2
2020E	3,217.3	1,308.9	966.7	11,347	55.2	76,741	14.0	2.1	7.3	15.9	16.0

기존게임 노후화 + 해리포터의  
예상보다 빠른 하락

2Q18 실적, 기대치 하회 예상

넷마블의 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,047억원(-6.6% YoY), 839억원(-20.2% YoY)로 추정, 시장 컨센서스(매출액 5,804억원, 영업이익 988억원)를 하회할 전망이다. 기존게임들의 노후화와 4월 '해리포터:호그와트 미스터리'의 순위가 빠르게 내려오며(영국 14위, 미국 42위, 독일 16위 등) 큰 폭의 실적 개선이 이루어지지 않았다. 그러나 동사의 상반기 실적 부진은 이미 시장에 충분히 인지되었으며 하반기 '블소레볼루션'의 출시 및 그 성과가 더욱 중요한 시점이다.

게임별 매출액은 '리니지2레볼루션' 1,104억원(-37.8% QoQ), '모두의 마블' 300억원(-1.4% QoQ), '세븐나이즈' 309억원(+1.5% QoQ), '마블컨테스트오브챔피언' 785억원(-3.3% QoQ), '쿠키잼' 331억원(-6.9% QoQ), '해리포터:호그와트 미스터리' 469억원(4월 25일 출시후 일평균 7억원, 67일 반영)으로 추정된다.

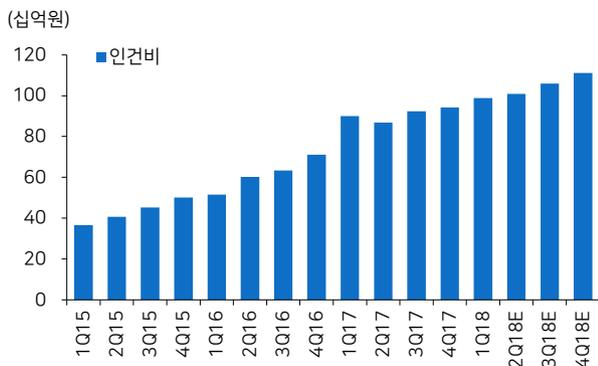
영업이익률은 16.6%로 전분기대비 2.0%p 개선되나 개발인력 확충으로 인건비 증가하고 있다. 주52시간 근무제와 '워라밸' 문화 확산으로 게임산업에 미친 영향은 1) 개발인력 확충으로 인건비 증가와 2) 신작출시 지연으로 나타나고 있다.

표11 2Q18 실적 Preview - 기대치 하회 예상

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>504.7</b>	<b>540.1</b>	<b>-6.6%</b>	<b>507.4</b>	<b>-0.5%</b>	<b>574.5</b>	<b>-12.2%</b>
리니지2레볼루션	110.4	199.8	-44.8%	177.6	-37.8%	-	-
모두의 마블	30.0	32.4	-7.3%	30.4	-1.4%	-	-
세븐나이즈	30.9	48.6	-36.4%	30.4	1.5%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	78.5	70.2	11.8%	81.2	-3.3%	-	-
쿠키잼	33.1	32.4	2.2%	35.5	-6.9%	-	-
해리포터:호그와트 미스터리	46.9	-	-	-	-	-	-
기타	174.9	156.6	11.7%	152.2	14.9%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>83.9</b>	<b>105.1</b>	<b>-20.2%</b>	<b>74.2</b>	<b>13.0%</b>	<b>95.9</b>	<b>-12.5%</b>
<b>세전이익</b>	<b>104.3</b>	<b>108.3</b>	<b>-3.6%</b>	<b>105.0</b>	<b>-0.6%</b>	<b>100.9</b>	<b>3.4%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>68.3</b>	<b>70.2</b>	<b>-2.6%</b>	<b>73.9</b>	<b>-7.5%</b>	<b>73.5</b>	<b>-7.1%</b>
영업이익률 (%)	16.6%	19.5%	-2.8%p	14.6%	2.0%p	17.0%	0.4%p
순이익률 (%)	13.5%	13.0%	0.5%p	14.6%	-1.0%p	13.1%	2.7%p

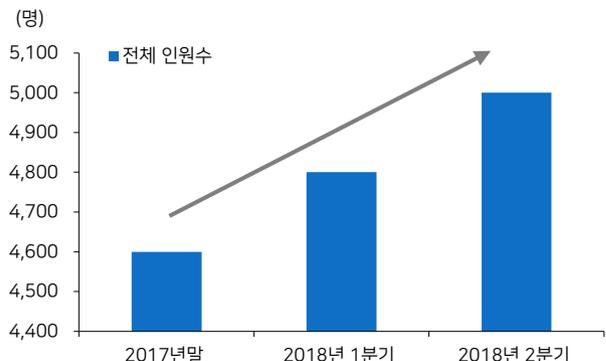
자료: 넷마블, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 넷마블 인건비 증가세



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 분기 200명 규모의 인력 총원 지속



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 '해리포터:호그와트 미스터리', 출시 2개월동안 글로벌 4,000만 달러 매출 올려

**Harry Potter: Hogwarts Mystery Revenue Tops \$40 Million Worldwide**



Jam City has cast a spell on fans of J. K. Rowling's wizarding world, conjuring up [more than \\$40 million](#) in worldwide player spending to date in [Harry Potter: Hogwarts Mystery](#). According to Sensor Tower [Store Intelligence](#), about 58 percent of the game's revenue so far has come from App Store users, with the remaining 42 percent from Google Play.

Players in the United States have generated the majority of Harry Potter: Hogwarts Mystery revenue, accounting for approximately 47 percent of the total. Great Britain, the franchise's primary setting, is a distant second at about 10 percent. For the month of May, Hogwarts Mystery was the No. 32 ranked mobile game by revenue worldwide across both stores, according to Sensor Tower's Top Apps ranking. It ranked considerably higher in the U.S. at No. 18 among all games.

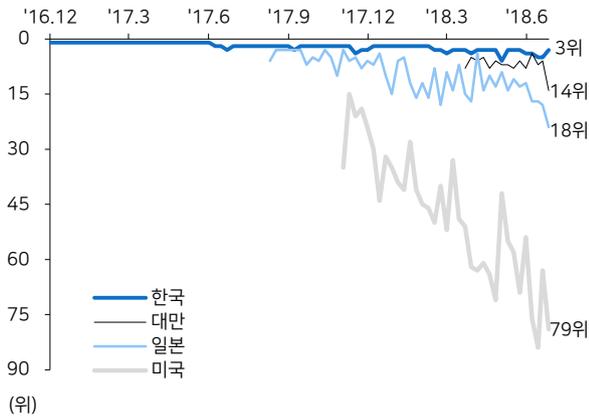
자료: 센서타워, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 넷마블 분기별 실적 - 4Q18부터 본격 개선

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>581.7</b>	<b>615.8</b>	<b>507.4</b>	<b>504.7</b>	<b>540.9</b>	<b>724.0</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,277.1</b>	<b>2,779.1</b>
리니지2레볼루션	378.0	199.8	261.8	240.2	177.6	110.4	101.2	110.4	1,079.7	499.6	364.6
모두의 마블	34.4	32.4	34.9	30.8	30.4	30.0	29.7	29.4	132.5	119.5	119.5
세븐나이츠	55.0	48.6	34.9	30.8	30.4	30.9	30.9	31.0	169.3	123.3	121.1
마블컨테스트오브챔피언	27.5	70.2	69.8	86.2	81.2	78.5	78.0	76.0	253.7	313.7	304.3
쿠키잼	34.4	32.4	34.9	36.9	35.5	33.1	35.9	37.7	138.6	142.2	140.8
해리포터 호그와트 미스터리	-	-	-	-	-	46.9	27.6	18.4	-	92.9	36.8
블소 레볼루션	-	-	-	-	-	-	-	184.0	-	184.0	423.2
세븐나이츠2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0	368.0
기타	158.1	156.6	145.4	190.9	152.2	174.9	237.5	237.2	651.0	801.8	1,164.1
<b>영업비용</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>469.9</b>	<b>523.0</b>	<b>433.2</b>	<b>420.8</b>	<b>448.8</b>	<b>541.1</b>	<b>1,915.0</b>	<b>1,843.9</b>	<b>2,011.0</b>
인건비	90.0	86.8	92.3	94.3	98.9	100.8	105.9	111.2	363.4	416.8	503.2
지급수수료	283.8	223.9	232.9	265.8	212.8	211.7	218.5	277.8	1,006.4	920.8	941.8
마케팅비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	60.6	75.0	101.0	381.2	311.2	340.5
기타	34.9	41.9	43.7	43.5	46.8	47.7	49.4	51.1	164.0	195.0	113.0
<b>영업이익</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>111.8</b>	<b>92.7</b>	<b>74.2</b>	<b>83.9</b>	<b>92.2</b>	<b>182.9</b>	<b>509.8</b>	<b>433.2</b>	<b>768.1</b>
<b>세전이익</b>	<b>190.9</b>	<b>108.3</b>	<b>105.7</b>	<b>66.6</b>	<b>105.0</b>	<b>104.3</b>	<b>113.2</b>	<b>204.6</b>	<b>471.5</b>	<b>527.2</b>	<b>860.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>74.3</b>	<b>35.3</b>	<b>73.9</b>	<b>68.3</b>	<b>75.0</b>	<b>143.7</b>	<b>309.8</b>	<b>360.9</b>	<b>606.0</b>

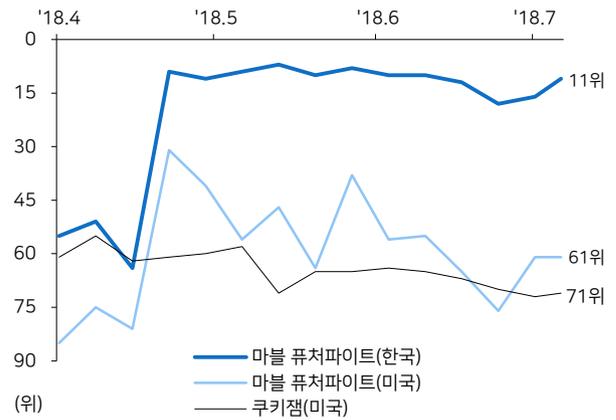
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 리니지2레볼루션 주요 국가 매출 순위



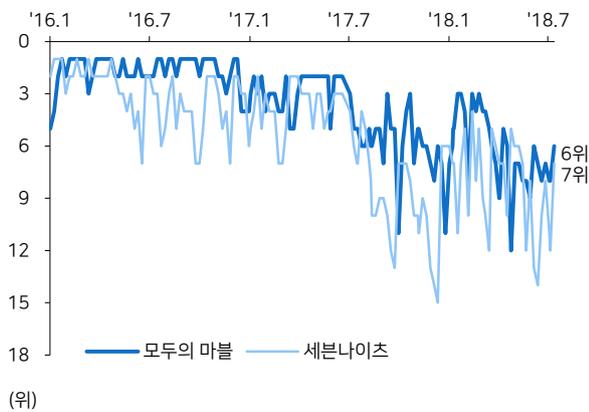
주: 각국 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 쿠키잼/마블퓨처파이트 매출 순위



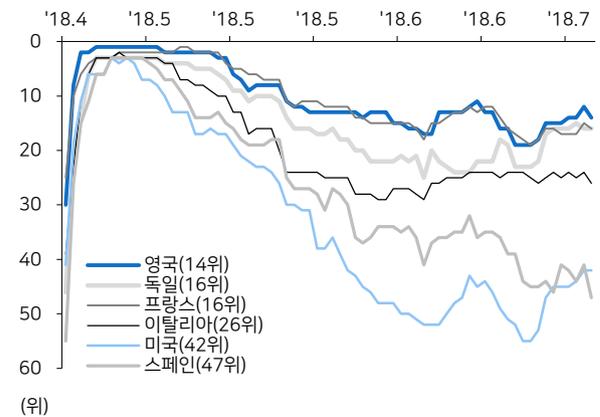
주: 각국 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 모두의 마블, 세븐나이츠 for Kakao 국내 매출 순위



주: 국내 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 해리포터:호그와트 미스터리 주요 국가 매출 순위



주: 각국 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

### 하반기 신작, B&S가 물꼬를 틀 것

'블소레볼루션'은 7월 사전예약, 9월 출시가 기대된다. 당사는 '블소레볼루션'의 성공 가능성이 크다고 판단하는데, 1) 국내 게임 시장이 '리니지M', '검은사막M' 이후 대작게임 소강상태, 2) '블레이드앤소울' IP의 Power 등에 기인한다. '리니지2레볼루션'의 사전예약자수 340만명, 첫날 매출 79억원 수준을 무난히 넘어서는 초기 성과 기대된다.

한편 '더킹오브파이터즈:올스타'는 6월 15일 일본 미디어데이, 사전예약을 진행 중으로 현재 100만 달성, 늦어도 8월 중에 출시되며 3분기 성장에 기여한다. 그 밖에 'BTS월드'는 4Q18, '세븐나이즈2'는 2019년 1분기 출시 예상된다.

그림33 블소레볼루션 - 2018년 하반기 최대 기대작



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 더킹오브파이터즈 올스타 - 6월 15일 일본 사전예약 시작, 11일만에 100만명 돌파



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 2018년 하반기 신작 사이클 본격화

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
1H18	피싱스트라이크	위메이드플러스	글로벌	2018년 4월 12일 출시
	해리포터: 호그와트 미스터리	젠크	글로벌	2018년 4월 25일 출시 '해리포터' IP 활용한 최초의 모바일 게임
	아이언쓰론	포플렛	글로벌	2018년 5월 16일 출시 넷마블 최초의 전략 게임, RPG 특성을 전략게임에 도입
	테리아사가	넷마블블루	일본	2018년 5월 24일 일본 출시 일본 시장 겨냥해 철저히 일본에 맞게 만든 모바일 RPG
2H18	블레이드앤소울 레볼루션	체리벅스	한국, 중국	엔씨소프트의 대표 IP '블레이드앤소울' 활용 7월 사전예약 실시, 9월 출시 기대
	더킹오브피이터즈 울스타	-	일본	'킹오브피이터즈' 시리즈의 전체 캐릭터가 총 집합 6월 15일 일본 사전예약 시작, 11일만에 100만명 돌파
	BTS월드	테이크원컴퍼니	-	아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합
	세븐나이츠2	넷마블네서스	한국, 일본	자사 '세븐나이츠' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG 2018년말 공개, 2019년 1분기 출시될 것으로 추정
	원탁의 기사	-	-	유저와 상호작용하는 오픈월드 MMORPG
	일곱개의 대죄 RPG	-	일본	일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용
	극렬 마구마구	넷마블파크	일본	'마구마구'의 일본 현지화 버전, 야구와 RPG가 조합
	요괴워치 메달워즈	-	일본	글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG
	스톤에이지 MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 던져 RPG '스톤에이지' IP 활용
	팬텀게이트	레벨나인	북미, 유럽	북유럽 신화풍의 그래픽과 세계관이 특징인 어드벤처 RPG
	캐치마인드	-	-	PC게임 '캐치마인드'의 모바일 버전, 위치기반 시스템 도입
	쿵야 야채부락리	-	-	'야채부락리' 게임과 '쿵야' 캐릭터가 결합된 캐주얼 감성 RPG
	리치그라운드	넷마블엔투	글로벌	'모두의마블'이 글로벌 버전으로 진화, 브랜드 새롭게 명명
	매직더게더링M	-	-	원작의 카드와 세계관을 고퀄리티 그래픽으로 완벽하게 구현

자료: 넷마블, 메리츠증권리서치센터

표14 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러) (7/12)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E					
한국	넷마블	12.3	2,341.9	2,859.0	500.5	739.7	33.2	23.4	17.3	1.9	9.1	2.9	17.8
	엔씨소프트	7.5	1,586.0	1,979.5	589.6	795.7	17.9	12.8	13.5	1.3	16.5	2.7	9.8
	컴투스	2.0	518.8	641.6	189.6	244.1	12.6	10.3	12.4	1.0	20.9	2.4	6.7
미국	Blizzard	59.8	7,504.2	8,098.7	2,593.3	3,007.2	30.3	26.4	12.7	2.4	19.6	5.5	20.7
	EA	44.6	5,162.3	5,611.6	1,672.0	1,900.7	34.1	29.2	13.6	2.5	30.6	10.4	22.3
중국	Tencent	459.5	50,799.8	68,092.1	16,456.7	20,771.1	36.1	27.2	27.9	1.3	28.2	9.1	23.9
	Netease	34.9	10,514.6	13,321.5	1,377.7	1,638.1	24.1	19.7	0.8	29.6	17.6	4.3	20.3
	Perfect World	5.1	1,439.1	1,720.3	327.0	401.4	17.8	14.7	13.2	1.3	20.3	3.5	13.7
일본	Nintendo	44.9	9,609.6	12,374.0	1,572.6	2,659.1	32.3	19.7	44.4	0.7	10.6	3.2	21.6
	Nexon Japan	13.5	2,410.4	2,673.6	1,043.6	1,187.8	16.3	14.8	14.3	1.1	18.3	2.7	9.3
	Bandai Namco	8.7	5,938.8	6,246.2	576.0	689.6	21.3	17.8	13.0	1.6	12.4	2.5	8.8
	Cyberagent	7.1	3,792.0	4,227.6	310.5	381.0	105.5	58.6	37.3	2.8	9.5	8.9	17.2
	Square Enix	5.6	2,302.8	2,497.0	355.0	372.4	24.6	22.2	21.7	1.1	13.2	3.2	10.7
<b>Global Average</b>		<b>54.3</b>	<b>7,993.9</b>	<b>10,026.4</b>	<b>2,120.3</b>	<b>2,676.0</b>	<b>31.2</b>	<b>22.8</b>	<b>18.6</b>	<b>3.8</b>	<b>17.4</b>	<b>4.7</b>	<b>15.6</b>

주: 3yrs EPS CAGR은 2017~2020년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,500.0</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,277.1</b>	<b>2,779.1</b>	<b>3,217.3</b>
매출액증가율 (%)	39.8	61.6	-6.1	22.0	15.8
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,277.1	2,779.1	3,217.3
판매관리비	453.9	1,915.0	1,843.9	2,011.0	1,908.4
<b>영업이익</b>	<b>294.7</b>	<b>509.8</b>	<b>433.2</b>	<b>768.1</b>	<b>1,308.9</b>
영업이익률	19.6	21.0	19.0	27.6	40.7
금융손익	0.3	11.6	12.2	12.8	13.5
종속/관계기업손익	-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	527.2	860.0	1,286.0
법인세비용	66.3	110.6	130.9	213.5	319.3
<b>당기순이익</b>	<b>209.3</b>	<b>360.9</b>	<b>396.3</b>	<b>646.5</b>	<b>1,003.1</b>
지배주주지분 손이익	174.0	309.8	360.9	606.0	966.7

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>721.5</b>	<b>2,918.4</b>	<b>2,977.0</b>	<b>3,874.5</b>	<b>4,584.6</b>
현금및현금성자산	272.7	1,907.8	2,158.7	3,009.8	3,676.6
매출채권	244.2	291.4	319.3	340.7	357.7
재고자산	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>비유동자산</b>	<b>1,236.0</b>	<b>2,429.3</b>	<b>2,789.7</b>	<b>2,960.2</b>	<b>3,246.6</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>1,957.4</b>	<b>5,347.7</b>	<b>5,766.8</b>	<b>6,834.7</b>	<b>7,831.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>421.2</b>	<b>501.3</b>	<b>540.4</b>	<b>585.2</b>	<b>636.6</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>225.8</b>	<b>381.2</b>	<b>400.2</b>	<b>420.3</b>	<b>441.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>	<b>647.1</b>	<b>882.4</b>	<b>940.6</b>	<b>1,005.5</b>	<b>1,077.8</b>
<b>자본금</b>	<b>6.8</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>
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	963.8	1,544.3	2,468.4
비지배주주지분	94.1	135.8	164.4	189.6	215.5
<b>자본총계</b>	<b>1,310.4</b>	<b>4,465.3</b>	<b>4,826.1</b>	<b>5,829.2</b>	<b>6,753.4</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>197.1</b>	<b>503.4</b>	<b>483.1</b>	<b>698.8</b>	<b>1,073.9</b>
당기순이익(손실)	209.3	360.9	396.3	646.5	1,003.1
유형자산상각비	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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-207.4</b>	<b>-1,432.7</b>	<b>-116.5</b>	<b>-159.6</b>	<b>-276.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-89.9	-30.0	-40.0	-50.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-104.3	-436.6	-163.9	-168.9	-173.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>63.0</b>	<b>2,527.3</b>	<b>46.0</b>	<b>46.7</b>	<b>47.4</b>
차입금의 증감	263.7	-34.3	-30.9	-27.8	-25.0
자본의 증가	276.2	2,643.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	56.8	1,635.1	250.9	851.1	666.9
기초현금	215.9	272.7	1,907.8	2,158.7	3,009.8
기말현금	272.7	1,907.8	2,158.7	3,009.8	3,676.6

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,445	30,508	26,745	32,621	37,765
EPS(지배주주)	2,719	3,898	4,239	7,113	11,347
CFPS	5,301	7,365	5,506	8,263	12,324
EBITDAPS	5,084	7,228	5,714	9,488	15,746
BPS	17,946	50,920	54,719	66,197	76,741
DPS	0	360	360	360	360
배당수익률(%)	-	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-	48.4	37.4	22.3	14.0
PCR	-	25.6	28.8	19.2	12.9
PSR	-	6.2	5.9	4.9	4.2
PBR	-	3.7	2.9	2.4	2.1
EBITDA	325.3	574.5	486.5	808.3	1,341.4
EV/EBITDA	-0.1	24.2	23.3	13.0	7.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.3	11.2	8.0	11.8	15.9
EBITDA 이익률	21.7	23.7	21.4	29.1	41.7
부채비율	49.4	19.8	19.5	17.2	16.0
금융비용부담률	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	149.2	37.8	30.6	51.6	83.8
매출채권회전율(x)	8.1	9.1	7.5	8.4	9.2
재고자산회전율(x)	1,374.8	1,142.8	965.7	1,178.6	1,364.4

Industry Brief  
2018. 7. 13

# 컴투스 078340

## 신작사이클 본격 점화

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합. 서머너즈워의 4주년 프로모션 진행하며 매출 성장.
- ✓ 신작 사이클 본격화. 3월말 출시된 '체인스트라이크' 에 이어 3분기 '댄스빌', '버디크러쉬', '스카이랜더스:링오브히어로즈' 출시 예정
- ✓ '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 CBT 성과는 만족스러운 편
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 23만원 유지. 19E Target PER 13.5배 수준

## Buy

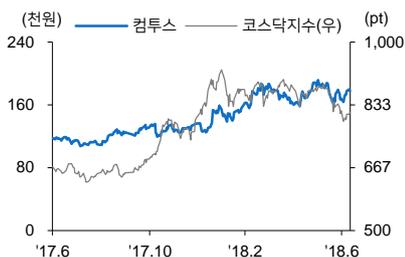
적정주가 (12개월) **230,000 원**  
현재주가 (7.12) **181,900 원**  
상승여력 **26.4%**

KOSDAQ	819.29pt
시가총액	23,404억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.79%
외국인비중	31.89%
52주 최고/최저가	191,500원/107,500원
평균거래대금	177.8억원

주요주주(%)			
게임빌 외 3인	24.53		
국민연금	6.03		
KB자산운용	5.82		

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	39.1	54.9
상대주가	3.8	48.2	23.1

### 주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 부합 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,287억원(-0.5% YoY), 420억원(-14.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,272억원, 영업이익 451억원)에 부합한다. '서머너즈워' 매출액은 출시 4주년 이벤트에 힘입어 증가하였으며 야구게임 4종 역시 프로 야구 시즌을 맞이하여 매출성장에 기여했다. '체인스트라이크'는 3월 29일 출시 초반의 성과대비로는 하락하였으나 2분기 온기반영 효과 기대된다. 참고로 7월 12일 현재 '서머너즈워'의 글로벌 주요 국가 매출 순위는 프랑스 5위, 독일 5위, 싱가포르 7위, 캐나다 10위, 한국 16위, 호주 23위, 일본 28위 등으로 상위권 국가는 여전히 견조하다.

### '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 성공판단은 9월에

컴투스는 6월 14일부터 25일까지 12일간 '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 글로벌 CBT를 진행했다. 글로벌 137개국 국가에서 진행, 특히 참여 유저 국가 중 60%가 북미/유럽으로 '스카이랜더스'의 IP 파워 확인했다. '스카이랜더스' 캐릭터를 잘 살렸다는 그래픽, 다양한 스킬과 속성, 챔피언쉽 아레나(실시간 유저 대결)에 대한 평가 좋았으며 지인추천 역시 90% 넘기며 양호했다.

시장의 우려인 1) '서머너즈워'와 유사하다는 점과 2) 저연령대 콘솔 유저들에게 어필하기에는 게임 난이도가 높다는 점 등은 '스카이랜더스'는 반탄제 느낌의 전략RPG라는 것과 15세 이상의 이용자가 70% 이상으로 나타나며 CBT 진행 과정에서 충분히 해소되었다는 판단이다.

### 단일게임에서 다양한 포트폴리오로

투자 의견 Buy, 적정주가는 23만원 유지한다. 단일IP로 인한 밸류에이션 디스카운트가 다양한 포트폴리오 구축으로 해소만 되어도 게임업종 평균 PER 15배, 적정주가 23만원은 가능하다고 판단된다.

(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	546.3	181.8	160.2	12,452	12.5	70,090	14.4	2.6	8.0	19.3	8.7
2019E	742.5	268.3	218.7	16,995	36.5	85,589	10.6	2.1	4.5	21.8	7.3
2020E	837.7	290.9	236.3	18,365	8.1	102,382	9.8	1.8	3.9	19.5	6.2

표15 2Q18 실적 Preview – 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	128.7	129.4	-0.5%	114.0	12.9%	127.2	1.2%
국내 모바일	19.2	16.5	16.2%	16.7	15.0%	-	-
해외 모바일	109.0	112.4	-3.0%	97.3	12.0%	-	-
영업이익	42.0	49.0	-14.3%	39.4	6.5%	45.1	-6.9%
세전이익	46.0	52.1	-11.8%	49.7	-7.6%	48.9	-5.9%
지배순이익	35.4	37.4	-5.5%	36.5	-3.0%	36.8	-3.8%
영업이익률 (%)	32.6%	37.9%	-5.2%p	34.6%	-1.9%p	35.5%	-2.8%p
순이익률 (%)	27.5%	28.9%	-1.4%p	32.0%	-4.5%p	28.9%	-1.4%p

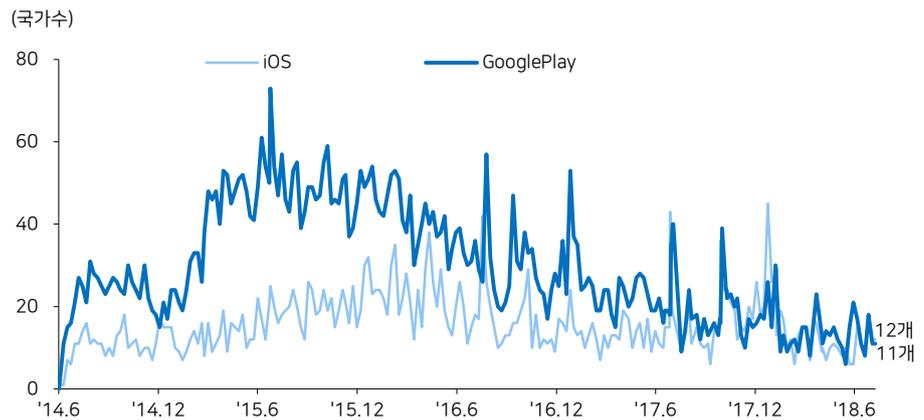
자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 컴투스 분기별 실적 - 3Q 신작 사이클 본격 개시

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018	2019E
매출액	120.3	129.4	125.7	132.6	114.0	128.7	141.5	162.1	508.0	546.3	742.5
국내 모바일	13.1	16.5	15.6	20.6	16.7	19.2	21.1	23.7	65.8	80.7	106.5
해외 모바일	106.6	112.4	110.2	115.7	97.3	109.0	119.9	137.9	444.8	464.1	633.9
영업이익	50.1	49.0	49.6	46.0	39.4	42.0	48.2	58.3	194.7	181.8	268.3
세전이익	50.0	52.1	53.4	37.7	49.7	46.0	52.3	62.4	193.2	210.4	284.0
지배순이익	35.7	37.4	39.2	29.1	36.5	35.4	40.3	48.1	142.4	160.2	218.7

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

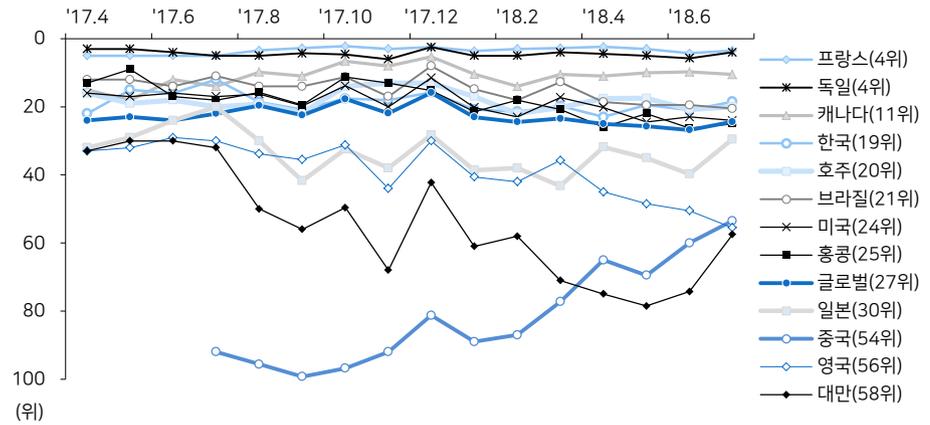
그림35 '서머너즈워' Grossing Top 10 랭킹국가수



주: 2018.7.12 기준 게임 매출 순위 10위 이내 국가 수

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 '서머너즈워' 주요 국가 월간 매출 순위



주: 중국은 iOS 게임 매출순위, 나머지 국가는 구글플레이 게임 매출순위의 월간 평균치  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 서머너즈워 4주년 이벤트



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 '스카이랜더스:링오브히어로즈' - 글로벌 137개국 CBT, 긍정적 반응



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 '스카이랜더스 링 오브 히어로즈' CBT Review

항목	내용
그래픽	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 아기자기한 느낌이면서도 다양한 모션 등 디테일이 살아있음</li> <li>▪ 아시아보다는 유럽 및 북미 감성과 잘 어울리는 그래픽</li> <li>▪ 이펙트가 화려하지는 않지만 깔끔한 느낌</li> </ul>
게임성	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 스테이지 진행, 룬 시스템, 캐릭터 강화/각성 등 서머너즈워와 상당히 유사함</li> <li>▪ 전투 속도가 너무 느리고 스킬의 긴 쿨타임과 마나 소모 등이 지루하다는 평가</li> <li>▪ 실시간 PVP인 챔피언십 아레나 콘텐츠는 신선하다는 호평</li> <li>▪ 마나를 이용한 전략적 전투방식과 인내 시스템이 참신하며 전투의 재미 더해줌</li> <li>▪ 캐릭터의 성장이 영혼석에 지나치게 의존하고 있어 성장이 느림</li> <li>▪ 인간형이 아닌 몬스터 형태의 캐릭터가 매력적이며 수집욕을 자극함</li> </ul>
과금	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 다른 수집형 RPG와 다르게 뽑기 한번으로 바로 캐릭터를 뽑을 수 없음</li> <li>▪ 여러 번의 뽑기를 통해 영혼석 조각을 수집해야 해당 캐릭터 소환 가능</li> <li>▪ 조각 시스템에 대한 이용자의 반응이 엇갈리고 있음</li> <li>▪ 영혼석 조각의 소환 과정이 번거롭고 성장이 느릴 것 같다는 평가</li> <li>▪ 과금을 통해 특별한 아이템/캐릭터를 얻기보다는 시간 단축의 효과</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 대부분의 CBT 참여자들이 영어로 대화, 해외에서의 흥행 가능성 암시</li> </ul>

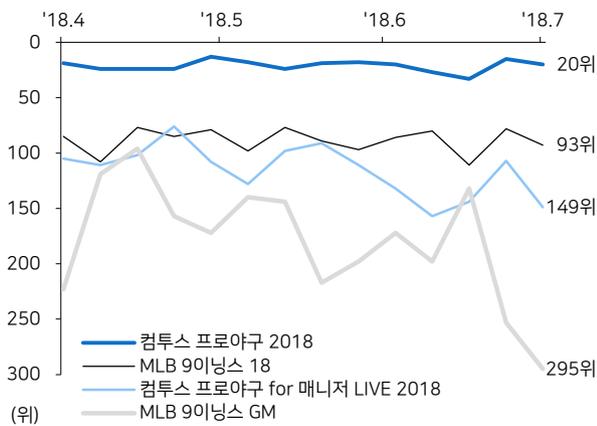
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표18 컴투스 2018년 신작 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
체인 스트라이크	RPG	컴투스(자체개발)	2018년 3월 29일	<ul style="list-style-type: none"> <li>체스의 이동과 공격을 모티브로 제작된 턴제 RPG</li> <li>2018년 3월 29일 글로벌 150여 국가에 출시</li> </ul>
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	3Q18	<ul style="list-style-type: none"> <li>누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임</li> </ul>
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	3Q18	<ul style="list-style-type: none"> <li>음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임</li> <li>4월 CBT 실시, 필요에 따라 한차례 CBT 더 진행계획</li> </ul>
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	3Q18	<ul style="list-style-type: none"> <li>액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴 방식의 전략 RPG</li> <li>해외 FGT에서 액티비전의 기대치 충족시키며 양호</li> <li>6월 글로벌 CBT에서도 잔존율, 동접자수 모두 기대 이상으로 양호</li> </ul>
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	4Q18	<ul style="list-style-type: none"> <li>이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG</li> </ul>
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	4Q18	<ul style="list-style-type: none"> <li>자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG로 소환수를 소환하고 자신만의 던전을 만들어 경쟁</li> </ul>

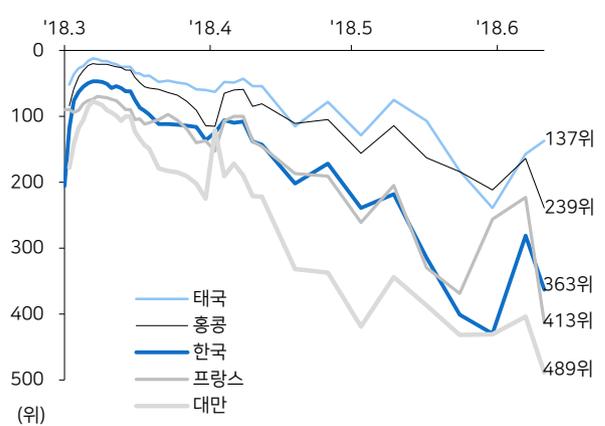
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 컴투스 야구 게임 매출 순위



주: 2018. 7.12 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 '체인스트라이크' 주요 국가 매출순위



주: 2018. 7.12 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컴투스(078340)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>513.1</b>	<b>508.0</b>	<b>546.3</b>	<b>742.5</b>	<b>837.7</b>
매출액증가율 (%)	18.3	-1.0	7.5	35.9	12.8
매출원가	51.5	51.3	55.2	76.5	100.5
매출총이익	461.5	456.7	491.2	666.0	737.2
판매비와관리비	269.5	262.0	309.4	397.7	446.3
<b>영업이익</b>	<b>192.0</b>	<b>194.7</b>	<b>181.8</b>	<b>268.3</b>	<b>290.9</b>
영업이익률 (%)	37.4	38.3	34.4	36.1	34.7
금융수익	6.3	7.7	13.8	16.6	20.3
중속/관계기업관련손익	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-9.7	-9.0	1.7	1.8
세전계속사업이익	199.0	193.2	210.4	284.0	306.9
법인세비용	47.2	50.9	50.2	65.3	70.6
<b>당기순이익</b>	<b>151.8</b>	<b>142.4</b>	<b>160.2</b>	<b>218.7</b>	<b>236.3</b>
지배주주지분 손이익	151.8	142.4	160.2	218.7	236.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>156.0</b>	<b>134.6</b>	<b>154.7</b>	<b>221.4</b>	<b>239.3</b>
당기순이익(손실)	151.8	142.4	160.2	218.7	236.3
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-131.4</b>	<b>-182.0</b>	<b>-127.4</b>	<b>-122.8</b>	<b>-138.2</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-19.6</b>	<b>-15.9</b>	<b>14.0</b>	<b>21.3</b>	<b>-14.8</b>
차입금증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의증가	5.2	-64.2	27.1	75.8	73.8
기초현금	84.8	90.0	25.8	52.9	128.7
기말현금	90.0	25.8	52.9	128.7	202.5

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>654.3</b>	<b>768.0</b>	<b>901.2</b>	<b>1,090.3</b>	<b>1,294.0</b>
현금및현금성자산	90.0	25.8	52.9	128.7	202.5
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	42.2	51.9	51.7
<b>자산총계</b>	<b>712.0</b>	<b>838.3</b>	<b>981.7</b>	<b>1,182.8</b>	<b>1,400.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>74.4</b>	<b>76.5</b>	<b>93.5</b>	<b>115.0</b>	<b>114.5</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.6	0.9	1.1	1.3	1.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>77.0</b>	<b>77.4</b>	<b>78.9</b>	<b>80.5</b>	<b>82.1</b>
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	682.2	875.4	1,078.4
비지배주주지분	0.0	0.0	1.0	1.1	1.2
<b>자본총계</b>	<b>635.0</b>	<b>760.9</b>	<b>902.8</b>	<b>1,102.3</b>	<b>1,318.5</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	39,875	39,482	42,462	57,706	65,107
EPS(지배주주)	11,796	11,066	12,452	16,995	18,365
CFPS	15,166	14,961	16,087	21,574	22,873
EBITDAPS	15,168	15,343	14,313	20,963	22,674
BPS	49,352	59,141	70,090	85,589	102,382
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.6	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	7.4	12.3	14.4	10.6	9.8
PCR	5.7	9.1	11.2	8.3	7.9
PSR	2.2	3.4	4.2	3.1	2.8
PBR	1.8	2.3	2.6	2.1	1.8
EBITDA	195.2	197.4	184.2	269.7	291.7
EV/EBITDA	2.8	5.5	8.0	4.5	3.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	19.3	21.8	19.5
EBITDA 이익률	38.0	38.9	33.7	36.3	34.8
부채비율	12.1	10.2	8.7	7.3	6.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6,487.4	8,420.1	31,158.9	-	-
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	6.4	7.6	8.4
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief  
2018. 7. 13

# 아프리카 TV 067160

## 동영상 플랫폼을 살 때

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합 전망. 감스트의 월드컵 중계로 역사상 최고수준의 동접 기록하며 트래픽 상승. 트래픽 증가는 광고/아이템 매출 증가로 연결
- ✓ 글로벌 동영상 플랫폼의 재평가. 2018년 아이치이, 후야 상장에 이어 3Q 더욱 위까지 동영상 플랫폼 기업의 IPO 지속. 아프리카TV의 투자가치 부각될 것
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 6.5만원 유지

### Buy

적정주가 (12개월) **65,000 원**  
현재주가 (7.12) **55,500 원**  
상승여력 **17.1%**

KOSDAQ	819.29pt
시가총액	6,274억원
발행주식수	1,131만주
유동주식비율	67.99%
외국인비중	22.79%
52주 최고/최저가	55,500원/16,250원
평균거래대금	179.3억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 2인	25.98
한국증권금융	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	187.6	146.7
상대주가	12.9	206.4	96.0

주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 부합 전망

2018E 매출액과 영업이익은 각각 285억원(+26.4% YoY), 68억원(+59.9% YoY) 예상. 컨센서스(매출액 284억원, 영업이익 62억원)에 부합할 전망이다. 6~7월 월드컵 중계로 아프리카TV의 동접자수는 80만명을 상회하며 역사상 최고 수준의 트래픽 달성하였다. 트래픽의 증가는 광고/아이템 매출 증가로 연결되며 월드컵 중계권료 발생에도 불구하고 견조한 실적 달성할 것으로 기대한다.

아프리카TV의 콘텐츠가 기존의 '게임, 먹방, 보이는 라디오'에서 '학습, 전문가 방송, 시사, 취미(낚시, 요리)' 등으로 확장되며 신규 이용자 유입, MUV(Monthly Unique Visitors)의 상승과 ARPU의 증가로 이어지는 선순환 사이클에 진입하였다.

### 월드컵 중계로 확인된 아프리카 TV의 가치

아프리카TV는 월드컵 중계를 통해 대표BJ 감스트로 인한 트래픽 유입과 광고 매출 증가에 따른 수혜를 누린 것으로 추정된다. 8월에는 아시안게임, 하반기로 갈수록 롤챔피언십 등 국내 e스포츠 리그는 더욱 본격화되며 국내 대표 동영상 플랫폼으로서의 존재감 강화된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 6.5만원 유지

동영상 플랫폼 시장의 성장과 e스포츠 중계 플랫폼으로서의 가치 감안시 적극 비중 확대 전략 여전히 유효하다. 적정주가 6.5만원 기준 12M Forward Target PER은 27.7배 수준으로 역사적 평균 PER이 30배였다는 점 감안시 부담스럽지 않다.

(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	8,254	19.4	4.9	13.1	29.0	35.8
2019E	137.0	36.9	30.6	2,710	29.9	11,094	15.0	3.7	9.8	28.0	26.9
2020E	153.5	46.5	38.3	3,391	25.3	14,002	12.0	2.9	7.4	27.0	21.6

표19 2Q18 실적 Preview - 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>28.5</b>	<b>22.5</b>	<b>26.4%</b>	<b>27.9</b>	<b>2.0%</b>	<b>28.4</b>	<b>0.3%</b>
아이템	23.5	19.0	23.5%	22.8	3.1%	-	-
광고	4.0	2.9	39.0%	3.7	8.3%	-	-
기타	1.0	0.6	54.4%	1.4	-31.0%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>6.8</b>	<b>4.3</b>	<b>59.9%</b>	<b>6.0</b>	<b>13.3%</b>	<b>6.2</b>	<b>10.5%</b>
<b>세전이익</b>	<b>6.8</b>	<b>4.3</b>	<b>60.0%</b>	<b>7.0</b>	<b>-2.9%</b>	<b>6.4</b>	<b>6.4%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>5.5</b>	<b>3.3</b>	<b>65.8%</b>	<b>5.8</b>	<b>-4.1%</b>	<b>5.0</b>	<b>10.8%</b>
영업이익률 (%)	23.9%	22.6%	1.2%p	21.5%	2.4%p	21.8%	2.0%p
순이익률 (%)	19.3%	17.4%	1.9%p	20.8%	-1.5%p	17.6%	1.7%p

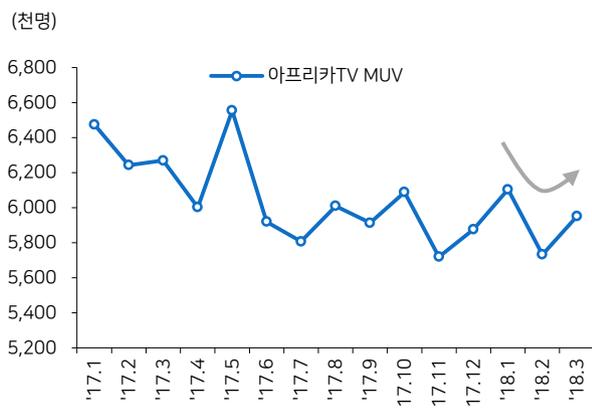
자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 아프리카TV 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>21.5</b>	<b>22.5</b>	<b>24.8</b>	<b>25.8</b>	<b>27.9</b>	<b>28.5</b>	<b>30.1</b>	<b>31.0</b>	<b>79.8</b>	<b>94.6</b>	<b>117.5</b>
아이템	18.1	19.0	19.7	20.7	22.8	23.5	25.0	25.8	62.4	65.8	69.8
광고	2.9	2.9	4.1	3.8	3.7	4.0	4.1	4.3	14.8	14.9	13.8
기타	0.5	0.6	1.0	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0	2.7	2.3	2.1
<b>영업비용</b>	<b>16.8</b>	<b>18.3</b>	<b>19.9</b>	<b>21.3</b>	<b>21.9</b>	<b>21.6</b>	<b>22.5</b>	<b>23.2</b>	<b>63.8</b>	<b>76.2</b>	<b>89.3</b>
인건비	4.3	4.4	4.6	5.5	5.4	5.5	5.7	5.9	18.3	18.8	22.5
지급수수료	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	0.7
마케팅비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.3	0.3
기타	4.0	4.0	4.3	4.2	4.8	4.2	4.3	4.5	13.9	16.5	17.8
<b>영업이익</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>6.0</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>	<b>16.0</b>	<b>18.3</b>	<b>28.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.6</b>	<b>12.8</b>	<b>18.1</b>	<b>29.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>10.2</b>	<b>14.7</b>	<b>23.5</b>

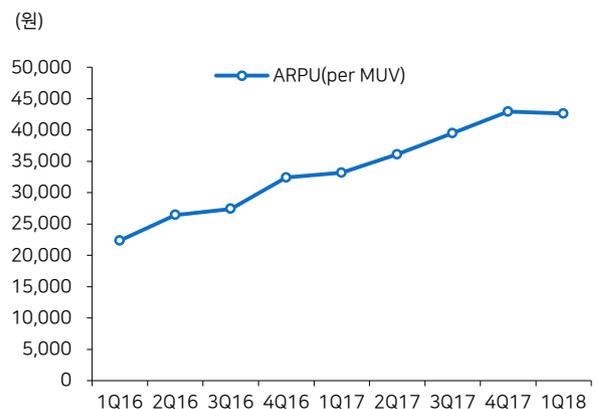
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 아프리카TV의 MUV(Monthly Unique Visitors)



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 ARPU는 꾸준한 상승세



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

아프리카 TV(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
금융수익	-1.5	0.2	1.3	1.0	1.1
중속/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

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	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	-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

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	127.3	159.5	192.5
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	93.7	125.7	158.4

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	8,254	11,094	14,002
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	4.9	3.7	2.9
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	29.0	28.0	27.0
EBITDA 이익률	23.5	22.4	26.8	28.9	31.6
부채비율	45.6	47.5	35.8	26.9	21.6
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)	-	-	-	-	-

Industry Brief  
2018. 7. 13

# NAVER 035420

## 저평가 메리트 vs 규제리스크

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합. Top Line 성장은 기대치 부합하며 양호. 다만 신규기술 인력 투자와 라인핀테크 관련 비용 증가로 이익성장 부진
- ✓ NAVER의 2018E PER은 32배 수준으로 역사상 저점 수준의 밸류에이션으로 저평가 메리트 부각
- ✓ 그러나 3Q18 모바일 첫 화면에서 뉴스 서비스가 제외된다는 점과 네이버쇼핑의 판매수수료 내역 공개 등의 규제리스크 잔존하고 있어 부담

## Buy

**적정주가 (12개월)** 1,100,000 원  
**현재주가 (7.12)** 782,000 원  
**상승여력** 40.7%

KOSPI	2,285.06pt
시가총액	257,768억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	78.37%
외국인비중	59.48%
52주 최고/최저가	950,000원/652,000원
평균거래대금	781.8억원

주요주주(%)	
국민연금	10.33
Oppenheimer Funds, Inc. 외 18 인	5.06
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
이해진	3.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	-14.0	-4.8
상대주가	17.8	-6.0	-0.3

### 주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 부합 전망

NAVER의 2분기 실적은 기대치 부합할 전망이다. 2분기 매출액은 1,36조원 (+20.5% YoY), 영업이익은 2,564억원(-10.1% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 1,35조원, 영업이익 2,697억원)에 대체로 부합한다. 국내 네이버 광고의 성장률은 계절적 성수기, 쇼핑 플랫폼의 성장으로 여전히 10% 중반을 넘어서는 성장률은 무난하다. 다만 라인의 영업비용이 라인페이, 시스피커 클로바 관련되어 마케팅비, 지급수수료 증가로 나타나고 있어 연결 이익 성장은 어렵다. 참고로 2Q18 네이버페이 거래액은 2,6조원을 무난하게 달성하며 스토어팜의 고성장세(거래액 50~60% YoY)가 결정적 요인이다.

### 동영상 콘텐츠 강화 노력

6월 15일 동사는 500여명의 블로거를 초대해 '2018 블로썸데이'를 진행했다. 한성숙 대표는 '블로그가 지식인, 카페와 함께 네이버의 성장에 기여했다'며 블로그 15주년을 맞아 동영상 중심의 기능 강화 전략을 공개했다. 블로거가 동영상을 편하게 올릴 수 있게 편집하는 '무비 에디터' 기능, 동영상 내 음성과 영상을 추출하는 '브이로그 에디터' 등을 소개했다. 미래 검색 시장이 이미지, 텍스트에서 동영상으로 진화되고 있어 NAVER의 동영상 강화 노력이 어떤 성과를 가져올지 주목한다.

### 저평가 메리트 vs 규제리스크

NAVER의 2018E PER은 32배로 역사상 저점 수준의 밸류에이션으로 저평가 메리트 부각된다. 그러나 네이버 쇼핑의 판매수수료 공개 압박과 3분기중 진행될 네이버 메인에서 뉴스 콘텐츠가 빠지게 되는 등 규제리스크는 여전히 부담스럽다.

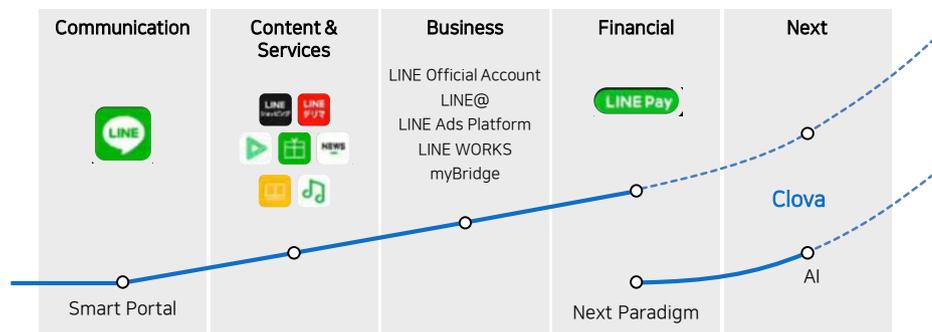
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	22,732	46.8	109,055	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	23,447	1.5	144,477	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,498.6	1,063.4	762.1	23,119	-4.3	149,674	32.7	5.0	21.0	15.7	54.6
2019E	6,206.4	1,156.0	819.8	24,869	12.5	175,424	30.4	4.3	18.7	15.3	52.5
2020E	6,908.5	1,384.9	975.6	29,596	18.7	207,017	25.5	3.6	15.0	15.5	50.1

그림43 NAVER와 라인의 시가총액, 높은 상관관계



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 라인 컨퍼런스에서 보여준 라인의 성장전략



자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 NAVER 블로그 데이 - 블로그 기술 개발 담당하는 김승언 아폴론 CIC 대표



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 2Q18 Preview – 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>1,360.7</b>	<b>1,129.6</b>	<b>20.5%</b>	<b>1,309.1</b>	<b>3.9%</b>	<b>1,351.0</b>	<b>0.7%</b>
광고	147.3	133.8	10.1%	133.1	10.7%	-	-
비즈니스플랫폼	631.4	521.8	21.0%	592.7	6.5%	-	-
IT플랫폼	79.8	49.4	61.4%	72.5	10.0%	-	-
콘텐츠서비스	31.1	25.0	24.3%	29.6	5.0%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	471.2	399.6	17.9%	481.2	-2.1%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>256.4</b>	<b>285.2</b>	<b>-10.1%</b>	<b>257.0</b>	<b>-0.2%</b>	<b>269.7</b>	<b>-4.9%</b>
<b>세전이익</b>	<b>275.1</b>	<b>305.1</b>	<b>-9.8%</b>	<b>255.7</b>	<b>7.6%</b>	<b>271.0</b>	<b>1.5%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>194.2</b>	<b>173.1</b>	<b>12.2%</b>	<b>165.2</b>	<b>17.6%</b>	<b>193.5</b>	<b>0.4%</b>
영업이익률 (%)	18.8%	25.2%	-6.4%p	19.6%	-0.8%p	20.0%	-1.1%p
순이익률 (%)	14.3%	15.3%	-1.1%p	12.6%	1.7%p	14.3%	-0.1%p

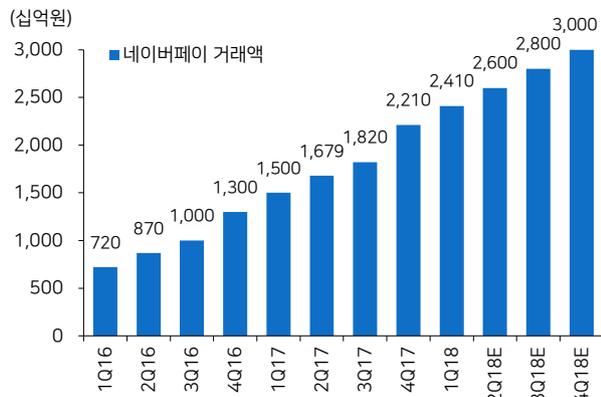
자료: NAVER, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 NAVER 분기별 실적 – 하반기로 갈수록 개선 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,082.2</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,360.7</b>	<b>1,367.4</b>	<b>1,461.4</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,498.6</b>	<b>6,206.4</b>
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	147.3	141.7	153.5	529.4	575.7	615.7
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	631.4	607.0	666.7	2,157.7	2,497.8	2,748.4
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	79.8	87.7	96.5	217.8	336.5	492.6
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.1	31.9	33.4	104.5	126.0	146.6
LINE 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	471.2	499.1	511.2	1,669.0	1,962.7	2,203.0
<b>영업비용</b>	<b>791.4</b>	<b>844.4</b>	<b>888.6</b>	<b>974.8</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,104.4</b>	<b>1,106.8</b>	<b>1,172.0</b>	<b>3,499.3</b>	<b>4,435.2</b>	<b>5,050.4</b>
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	159.6	146.6	183.2	196.0	201.9	208.0	605.6	789.1	896.1
대행/파트너	188.7	204.3	215.7	248.5	240.4	257.2	260.5	275.5	857.2	1,033.6	1,187.2
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	62.5	64.4	66.3	225.0	253.5	285.7
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	76.5	75.0	77.3	242.4	299.8	332.9
LINE 및 기타플랫폼	357.4	375.5	385.2	450.9	497.2	512.1	505.0	545.0	1,569.0	2,059.3	2,348.5
<b>영업이익</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>312.1</b>	<b>291.1</b>	<b>257.0</b>	<b>256.4</b>	<b>260.6</b>	<b>289.4</b>	<b>1,179.2</b>	<b>1,063.4</b>	<b>1,156.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>306.8</b>	<b>305.1</b>	<b>321.0</b>	<b>262.9</b>	<b>255.7</b>	<b>275.1</b>	<b>282.2</b>	<b>291.6</b>	<b>1,195.8</b>	<b>1,122.6</b>	<b>1,246.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>205.5</b>	<b>173.1</b>	<b>214.1</b>	<b>180.2</b>	<b>165.2</b>	<b>194.2</b>	<b>198.4</b>	<b>204.2</b>	<b>772.9</b>	<b>762.1</b>	<b>819.8</b>

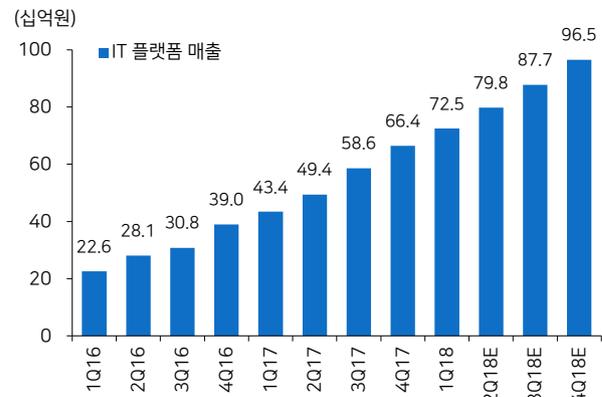
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 네이버페이 거래액 – 2Q18 2.6조원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 IT 플랫폼(네이버페이) 매출 성장



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

**표23 라인의 분기별 실적 - 18년 영업이익 역성장은 불가피할 전망**

(십억엔)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>영업수익</b>	<b>39.2</b>	<b>50.5</b>	<b>43.0</b>	<b>46.4</b>	<b>50.2</b>	<b>52.5</b>	<b>54.6</b>	<b>55.3</b>	<b>146.6</b>	<b>179.2</b>	<b>213.0</b>
<b>매출</b>	<b>38.9</b>	<b>39.8</b>	<b>42.5</b>	<b>45.9</b>	<b>48.7</b>	<b>51.0</b>	<b>53.1</b>	<b>53.8</b>	<b>140.7</b>	<b>167.1</b>	<b>206.9</b>
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.1	7.4	7.4	7.6	7.5	29.3	30.2	29.9
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	9.7	9.2	10.5	10.6	10.8	44.8	40.1	41.1
라인광고	13.9	15.0	17.6	19.6	22.6	23.0	24.5	25.0	44.5	66.1	95.1
포털광고	2.6	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	10.2	10.4	10.4
기타	3.9	4.6	4.7	7.0	7.2	7.5	7.8	7.9	11.9	20.2	30.4
기타 영업수익	0.3	10.7	0.5	0.5	1.5	1.5	1.5	1.6	5.9	12.0	6.1
<b>영업비용</b>	<b>35.2</b>	<b>35.9</b>	<b>37.2</b>	<b>45.8</b>	<b>49.0</b>	<b>52.1</b>	<b>52.9</b>	<b>53.3</b>	<b>126.7</b>	<b>154.1</b>	<b>207.3</b>
Payment Processing and licensing	7.7	7.3	7.3	7.3	7.3	7.7	8.0	8.6	29.8	29.6	31.6
Employee Compensation	9.7	9.5	10.8	12.4	13.5	14.2	14.9	13.0	39.4	42.5	55.5
Marketing	4.0	3.8	2.5	5.1	3.9	5.4	5.6	5.6	11.8	15.5	20.5
Infrastructure and Communication	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	7.8	9.1	10.2
Authentication and other service	5.0	5.8	6.5	7.7	7.3	7.9	8.0	7.9	14.4	24.9	31.1
Depreciation and Amortization	1.5	1.5	1.9	2.3	2.3	2.5	2.4	2.6	5.1	7.1	9.8
기타영업비용	5.2	5.6	5.9	8.6	12.0	12.0	11.5	13.0	18.4	25.4	48.5
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>14.6</b>	<b>5.9</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>0.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>19.9</b>	<b>25.1</b>	<b>5.4</b>
영업이익률(%)	10.3	28.9	13.6	1.3	2.5%	0.8%	3.1%	3.7%	13.6	14.0%	2.6%
<b>당기순이익</b>	<b>1.6</b>	<b>8.9</b>	<b>1.6</b>	<b>-4.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>	<b>7.9</b>	<b>18.1</b>	<b>6.8</b>

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 NAVER valuation

(십억원)	2018E	비고
<b>NAVER (A+B+C)</b>	<b>27,147.9</b>	
<b>검색포탈 (A)</b>	<b>15,272.9</b>	
2018E NP	763.6	
Target PE Multiple(배)	20.0	알파벳, 야후 등과 비교
<b>쇼핑 (B)</b>	<b>10,800.0</b>	
2018E 거래액	9,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
<b>동영상 (C)</b>	<b>1,075.0</b>	
월간 페이지뷰(백만부)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	10.0	메이커 스튜디오 등과 비교
<b>라인</b>	<b>5,840.0</b>	
라인 시가총액	10,000.0	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	73.0	
<b>현금성자산</b>	<b>3,534.0</b>	
<b>총 기업가치</b>	<b>36,521.9</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>1,107,977</b>	
현재주가(원)	782,000	
상승여력(%)	40.7%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (7/12) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
		2018E	2019E						2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
국내	NAVER	22.5	32.6 27.0	17.7	1.8	13.3	4.2	16.1	5.0	5.7	1.0	1.3	0.7	0.9
	카카오	7.8	78.2 46.0	27.4	2.9	2.7	2.0	30.6	2.1	2.4	0.1	0.2	0.1	0.2
	NHNE	1.2	12.9 16.6	0.3	44.4	6.3	0.8	7.8	1.0	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	아프리카TV	0.5	25.0 19.2	25.4	1.0	28.4	6.0	17.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>국내 평균</b>	<b>8.0</b>	<b>37.2 27.2</b>	<b>17.7 12.5 12.7</b>	<b>3.3</b>	<b>17.9</b>	<b>2.0 2.3</b>	<b>0.3 0.4</b>	<b>0.2 0.3</b>						
글로벌	Alphabet	807.1	21.9 19.8	17.9	1.2	17.7	4.4	13.7	108.5	128.7	42.4	48.7	37.6	42.8
	Amazon	851.6	83.9 61.2	52.5	1.6	16.1	21.5	29.2	237.4	290.8	8.3	13.4	10.4	14.8
	Facebook	586.5	23.6 19.5	21.5	1.1	25.0	6.4	15.4	56.7	72.0	25.8	31.6	26.2	31.1
	Twitter	33.0	61.4 51.1	33.5	1.8	9.7	5.8	28.4	2.9	3.3	0.7	0.8	0.5	0.7
	Snap	16.9	- -	-	-	-38.2	8.4	-	1.2	1.7	-0.9	-0.8	-0.8	-0.6
	Alibaba	480.0	37.5 30.7	32.1	1.2	19.5	8.7	28.5	39.2	59.3	11.1	13.7	13.3	15.7
	Tencent	459.5	36.1 27.2	27.9	1.3	28.2	9.1	23.9	50.8	68.1	16.5	20.8	12.7	16.8
	Baidu	91.1	27.1 22.8	13.8	2.0	16.0	4.2	20.4	15.4	18.7	3.0	3.7	3.3	3.9
	HUYA	7.4	125.6 58.9	87.4	1.4	21.3	12.6	126.2	0.7	1.1	0.0	0.1	-0.1	0.1
	Yahoo Japan	19.3	16.3 19.0	-2.3	-7.0	13.4	2.1	7.4	8.3	8.6	1.8	1.5	1.2	1.0
LINE	10.7	229.0 79.1	13.0	17.7	2.4	6.2	49.0	1.9	2.1	0.1	0.2	0.0	0.1	
<b>글로벌 평균</b>	<b>305.7</b>	<b>66.2 38.9</b>	<b>29.7 2.2 11.9</b>	<b>8.1</b>	<b>34.2</b>	<b>47.5 59.5</b>	<b>9.9 12.2</b>	<b>9.5 11.5</b>						

주: 3yrs EPS CAGR은 '18~'21 추정치 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,678.5	5,498.6	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	5,498.6	6,206.4	7,298.1
판매관리비	2,920.6	3,499.3	4,435.2	5,050.4	5,523.6
<b>영업이익</b>	<b>1,102.0</b>	<b>1,179.2</b>	<b>1,063.4</b>	<b>1,156.0</b>	<b>1,384.9</b>
영업이익률	27.4	25.2	19.3	18.6	20.0
금융손익	28.9	82.6	73.3	85.7	90.0
중속/관계기업손익	-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	1,122.6	1,246.1	1,479.6
법인세비용	360.9	423.2	385.4	417.1	495.2
<b>당기순이익</b>	<b>759.1</b>	<b>770.1</b>	<b>737.1</b>	<b>829.1</b>	<b>984.4</b>
지배주주지분 순이익	749.3	772.9	762.1	819.8	975.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,164.0</b>	<b>940.0</b>	<b>1,207.1</b>	<b>1,536.7</b>	<b>861.3</b>
당기순이익(손실)	759.1	770.1	737.1	829.1	984.4
유형자산상각비	145.7	182.7	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	17.3	23.6	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	88.3	-138.5	13.2	145.6	238.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-941.7</b>	<b>-1,310.3</b>	<b>-1,056.8</b>	<b>-589.8</b>	<b>-601.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1
투자자산의감소(증가)	-366.8	-604.8	-280.5	-333.1	-399.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>697.9</b>	<b>636.2</b>	<b>125.7</b>	<b>214.8</b>	<b>236.3</b>
차입금의 증감	-290.4	38.3	195.8	203.6	211.8
자본의 증가	1,084.1	290.7	5.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	912.8	181.3	-212.1	354.6	496.4
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	1,695.5	2,050.0
기말현금	1,726.2	1,907.6	1,695.5	2,050.0	2,546.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	4,604.1	4,966.4	5,371.2
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	1,695.5	2,050.0	2,546.4
매출채권	475.4	621.5	717.5	799.0	932.2
재고자산	10.4	36.2	41.8	46.5	54.3
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
<b>자산총계</b>	<b>6,370.6</b>	<b>8,019.3</b>	<b>8,450.4</b>	<b>9,542.6</b>	<b>10,819.3</b>
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	274.7	274.7	274.7
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	101.0	101.0	101.0
<b>부채총계</b>	<b>2,241.0</b>	<b>2,714.1</b>	<b>2,985.5</b>	<b>3,284.0</b>	<b>3,612.4</b>
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	5,247.5	5,999.7	7,297.8
비지배주주지분	534.9	542.8	531.3	476.1	383.0
<b>자본총계</b>	<b>4,129.6</b>	<b>5,305.2</b>	<b>5,464.9</b>	<b>6,258.5</b>	<b>7,206.9</b>

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	122,036	141,932	166,813	188,284	209,587
EPS(지배주주)	22,732	23,447	23,119	24,869	29,596
CFPS	41,966	43,488	35,936	37,792	51,509
EBITDAPS	38,377	42,031	32,260	35,069	42,014
BPS	109,055	144,477	149,674	175,424	207,017
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	34.1	37.1	32.7	30.4	25.5
PCR	18.5	20.0	21.0	20.0	14.7
PSR	6.4	6.1	4.5	4.0	3.6
PBR	7.1	6.0	5.0	4.3	3.6
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,063.4	1,156.0	1,384.9
EV/EBITDA	18.2	18.8	21.0	18.7	15.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	15.7	15.3	15.5
EBITDA 이익률	31.4	29.6	19.3	18.6	20.0
부채비율	54.3	51.2	54.6	52.5	50.1
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	181.5	2,073.9	-	-	-
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	8.2	8.2	8.0
재고자산회전율(x)	311.2	201.0	141.0	140.5	137.0

Industry Brief  
2018. 7. 13

# 엔씨소프트 036570

## 양호할 2Q18 실적

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합하며 양호할 것. '리니지M' 매출이 점진적 하향세이나 여전히 견조하며 전분기 인센티브 제거, 연봉 인상 있으나 '리니지M'의 수익창출능력 재입증하는 2Q 실적 달성할 것
- ✓ 신작모멘텀 부재라는 측면에서 주가 반등의 폭은 제한적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 48만원 유지

### Buy

**적정주가 (12개월)** 480,000 원  
**현재주가 (7.12)** 392,500 원  
**상승여력** 22.3%

KOSPI	2,285.06pt
시가총액	86,111억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.85%
외국인비중	49.83%
52주 최고/최저가	488,000원/332,500원
평균거래대금	471.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
김택진 외 8인	12.01
국민연금	11.27
넷마블	8.89

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	6.9	-5.1	8.1
상대주가	15.5	3.7	13.2

#### 주가그래프



### 양호할 2Q18 실적

2Q18 매출액과 영업이익은 각각 3,970억원(+65.8% YoY), 1,642억원(+439.5% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 4,415억원, 영업이익 1,644억원)에 부합할 전망이다. '리니지M'의 일매출액은 21억원 수준으로 전분기 28억원 대비 25% 감소하였지만 예상보다 느리게 하향 안정화되며 매우 견조하다. PC 리니지 매출액은 5월 신규서버 '그림리퍼' 오픈하며 전분기대비 16.7% 증가한 330억원으로 이미있는 반등에 성공한다. 영업이익률은 41.4%로 -1.5%p QoQ 하락하나 '리니지M'의 1주년 마케팅과 연봉인상 있었음에도 전분기 '리니지M' 성공 인센티브 약 200억원 제거되며 견조하였다.

### '리니지M'의 견조한 성과, 밸류에이션 메리트 부각시켜

'리니지M'의 일매출은 17년 58억원, 1Q18 28억원 대비로는 하향하나 여전히 일평균 20억원을 상회하며 매우 양호하다. 연간 6,000억원 이상의 영업이익 창출 능력 보유, 시가총액에서 보유현금과 유형자산 가치 제외시 영업가치는 6조원에 불과, 저평가 메리트 부각된다. 그러나 '리니지M'의 라이프 장기화됨에 따라 신작출시 지연되고 있어 신작부재로 기업가치 재평가의 폭은 제한적이다.

### 길게 보는 투자전략 바람직

엔씨소프트에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 48만원을 유지한다. 2018E PER은 17배로 글로벌 업종평균 대비 30~40% 할인받고 있으나 신작 모멘텀 부재로 인한 단기 주가 반등의 폭은 제한적이다.

(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	1,585.8	627.3	465.8	21,232	5.0	140,194	17.1	2.6	11.6	16.1	28.4
2019E	2,159.6	951.1	764.0	34,825	63.9	169,709	10.4	2.1	7.8	22.5	25.8
2020E	2,386.2	978.9	786.6	35,854	3.0	199,848	10.1	1.8	7.2	19.4	24.1

표26 2Q18 Preview – 양호할 실적

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>397.0</b>	<b>239.5</b>	<b>65.8%</b>	<b>475.2</b>	<b>-16.4%</b>	<b>441.5</b>	<b>-10.1%</b>
<b>PC</b>	<b>105.0</b>	<b>141.9</b>	<b>-26.0%</b>	<b>118.8</b>	<b>-11.6%</b>	-	-
리니지	33.0	51.5	-35.9%	28.3	16.7%	-	-
리니지2	13.7	18.4	-25.8%	14.2	-4.1%	-	-
아이온	15.4	13.3	15.8%	18.8	-18.0%	-	-
블레이드앤소울	35.8	44.6	-19.6%	33.9	5.7%	-	-
길드워2	10.1	14.2	-29.0%	23.6	-57.3%	-	-
<b>로열티</b>	<b>70.8</b>	<b>63.5</b>	<b>11.4%</b>	<b>84.2</b>	<b>-15.9%</b>	-	-
리니지2레볼루션	15.0	37.8	-60.3%	19.3	-22.4%	-	-
<b>모바일</b>	<b>206.8</b>	<b>23.4</b>	<b>783.4%</b>	<b>264.1</b>	<b>-21.7%</b>	-	-
리니지M	193.2	-	-	262.2	-26.3%	-	-
<b>기타</b>	<b>10.7</b>	<b>10.6</b>	<b>0.9%</b>	<b>10.2</b>	<b>5.0%</b>	-	-
<b>영업이익</b>	<b>164.2</b>	<b>30.4</b>	<b>439.5%</b>	<b>203.8</b>	<b>-19.4%</b>	<b>164.4</b>	<b>-0.1%</b>
<b>세전이익</b>	<b>177.0</b>	<b>24.1</b>	<b>635.3%</b>	<b>196.4</b>	<b>-9.9%</b>	<b>167.4</b>	<b>5.7%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>132.8</b>	<b>17.5</b>	<b>656.8%</b>	<b>118.8</b>	<b>11.8%</b>	<b>124.3</b>	<b>6.8%</b>
영업이익률 (%)	41.4%	12.7%	28.7%p	42.9%	-1.5%p	37.2%	4.2%p
순이익률 (%)	33.4%	7.3%	26.1%p	25.0%	8.5%p	28.2%	5.2%p

자료: 엔씨소프트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망 – 2019년에 주목

(십억원)	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>475.2</b>	<b>397.0</b>	<b>375.9</b>	<b>337.7</b>	<b>325.0</b>	<b>392.1</b>	<b>758.9</b>	<b>683.6</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,585.8</b>	<b>2,159.6</b>
<b>PC</b>	<b>118.8</b>	<b>105.0</b>	<b>112.9</b>	<b>109.4</b>	<b>109.8</b>	<b>104.3</b>	<b>112.2</b>	<b>108.7</b>	<b>511.1</b>	<b>446.1</b>	<b>435.0</b>
리니지	28.3	30.0	33.1	32.2	29.5	30.1	33.2	32.3	154.4	123.6	125.1
리니지2	14.2	13.7	13.4	13.1	12.8	12.6	12.3	12.1	65.8	54.4	49.9
아이온	18.8	15.4	15.2	15.1	16.1	15.3	15.1	15.0	47.0	64.5	61.5
블레이드앤소울	33.9	35.8	38.6	37.7	38.1	36.2	39.0	38.1	161.1	146.0	151.3
길드워2	23.6	10.1	12.6	11.3	13.2	10.1	12.6	11.3	82.8	57.7	47.2
<b>로열티</b>	<b>84.2</b>	<b>70.8</b>	<b>71.4</b>	<b>65.1</b>	<b>72.3</b>	<b>70.3</b>	<b>71.0</b>	<b>65.1</b>	<b>202.8</b>	<b>291.4</b>	<b>278.6</b>
리니지2레볼루션	19.3	15.0	22.0	20.7	19.3	15.0	22.0	20.7	109.7	146.0	77.0
<b>모바일</b>	<b>264.1</b>	<b>206.8</b>	<b>177.1</b>	<b>148.9</b>	<b>130.5</b>	<b>202.9</b>	<b>508.2</b>	<b>452.4</b>	<b>995.3</b>	<b>796.9</b>	<b>1,294.0</b>
리니지M	262.2	193.2	165.6	138.0	119.6	101.2	92.0	92.0	935.6	759.0	404.8
블레이드앤소울2	-	-	-	-	-	-	184.0	165.6	-	-	349.6
리니지2M	-	-	-	-	-	90.0	165.6	138.0	-	-	393.6
아이온템페스트	-	-	-	-	-	-	55.2	46.0	-	-	101.2
<b>기타</b>	<b>10.2</b>	<b>10.7</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>10.2</b>	<b>10.7</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>48.2</b>	<b>44.0</b>	<b>44.0</b>
<b>영업비용</b>	<b>271.1</b>	<b>232.8</b>	<b>228.2</b>	<b>226.3</b>	<b>222.6</b>	<b>253.3</b>	<b>366.7</b>	<b>365.9</b>	<b>962.2</b>	<b>958.4</b>	<b>1,208.6</b>
인건비	73.8	69.5	73.6	82.3	82.7	85.2	87.7	103.9	300.3	299.2	359.6
경상연구개발비	69.5	60.2	62.0	63.9	65.8	67.8	69.8	71.9	189.5	255.6	275.2
지급수수료	92.2	73.2	62.7	52.7	46.2	71.8	180.0	160.2	342.5	280.9	458.3
광고선전비	10.6	13.5	13.2	10.2	10.5	10.8	11.1	11.5	80.3	47.5	44.0
기타	25.0	16.3	16.7	17.1	17.4	17.7	18.1	18.4	49.6	75.2	71.6
<b>영업이익</b>	<b>203.8</b>	<b>164.2</b>	<b>147.7</b>	<b>111.4</b>	<b>102.4</b>	<b>138.8</b>	<b>392.2</b>	<b>317.7</b>	<b>585.0</b>	<b>627.3</b>	<b>951.1</b>
<b>세전이익</b>	<b>196.4</b>	<b>177.0</b>	<b>160.8</b>	<b>124.8</b>	<b>112.1</b>	<b>148.9</b>	<b>402.6</b>	<b>328.5</b>	<b>610.2</b>	<b>659.0</b>	<b>992.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>118.8</b>	<b>132.8</b>	<b>120.6</b>	<b>93.6</b>	<b>86.3</b>	<b>114.7</b>	<b>310.0</b>	<b>253.0</b>	<b>441.0</b>	<b>465.8</b>	<b>764.0</b>

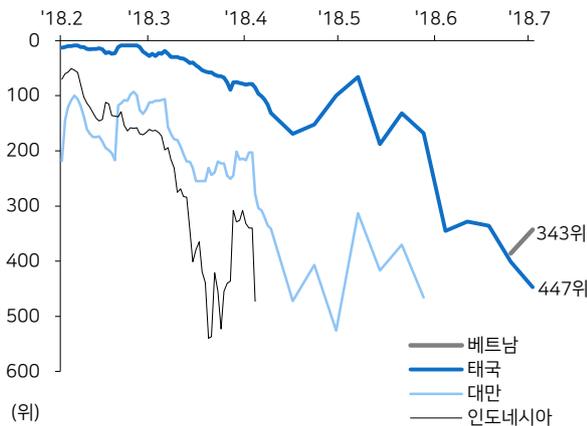
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 2018년 이후 게임 라인업

	1H18		2H18		2019	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	라인팡야모바일 (엔트리브소프트 개발)	2월 8일 동남아 11개국 출시			리니지2M (리니지2)	국내
	아이온 레기온스오브워 (뉴질랜드, 멕시코 등 소프트론칭)	북미, 유럽			블레이드앤소울2	국내
					아이온 템페스트 (아이온)	국내
					리니지RK (리니지1, 알파게임즈 퍼블리싱)	중국
PC	MXM	한국, 일본, 중국	프로젝트TL (CBT 예정)	국내		
	리니지2: 각성(37게임즈)	중국				

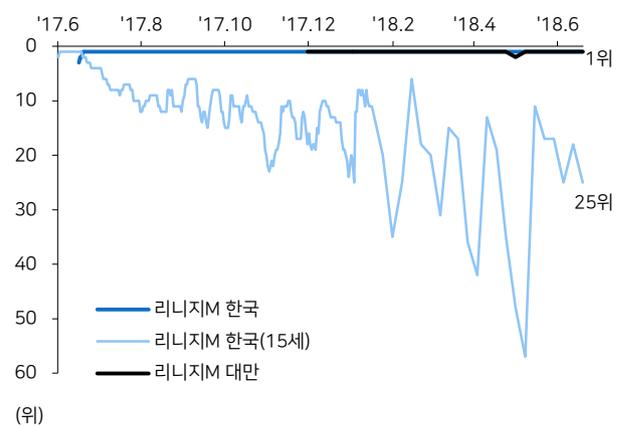
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 '라인팡야 모바일' 매출순위



주: 2018.7.12 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 '리니지M' 한국/대만 매출 순위



주: 2018.7.12 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표29 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러) (7/12)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E					
한국	넷마블	12.3	2,341.9	2,859.0	500.5	739.7	33.2	23.4	17.3	1.9	9.1	2.9	17.8
	엔씨소프트	7.5	1,586.0	1,979.5	589.6	795.7	17.9	12.8	13.5	1.3	16.5	2.7	9.8
	컴투스	2.0	518.8	641.6	189.6	244.1	12.6	10.3	12.4	1.0	20.9	2.4	6.7
미국	Blizzard	59.8	7,504.2	8,098.7	2,593.3	3,007.2	30.3	26.4	12.7	2.4	19.6	5.5	20.7
	EA	44.6	5,162.3	5,611.6	1,672.0	1,900.7	34.1	29.2	13.6	2.5	30.6	10.4	22.3
중국	Tencent	459.4	50,799.8	68,092.1	16,456.7	20,771.1	36.1	27.2	27.9	1.3	28.2	9.1	23.9
	Netease	34.9	10,514.6	13,321.5	1,377.7	1,638.1	24.1	19.7	0.8	29.6	17.6	4.3	20.3
	Perfect World	5.1	1,439.1	1,720.3	327.0	401.4	17.8	14.7	13.2	1.3	20.3	3.5	13.7
일본	Nintendo	44.9	9,609.6	12,374.0	1,572.6	2,659.1	32.3	19.7	44.4	0.7	10.6	3.2	21.6
	Nexon Japan	13.5	2,410.4	2,673.6	1,043.6	1,187.8	16.3	14.8	14.3	1.1	18.3	2.7	9.3
	Bandai Namco	8.7	5,938.8	6,246.2	576.0	689.6	21.3	17.8	13.0	1.6	12.4	2.5	8.8
	Cyberagent	7.1	3,792.0	4,227.6	310.5	381.0	105.5	58.6	37.3	2.8	9.5	8.9	17.2
Global Average		58.3	8,468.1	10,653.8	2,267.4	2,868.0	31.8	22.9	19.1	3.9	17.8	4.9	16.0

주: 3yrs EPS CAGR은 '18~'21 추정치 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>983.6</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,585.8</b>	<b>2,159.6</b>	<b>2,386.2</b>
매출액증가율 (%)	17.3	78.8	-9.8	36.2	10.5
매출원가	187.6	211.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	796.0	1,547.2	1,585.8	2,159.6	2,386.2
판매관리비	467.2	962.2	958.4	1,208.6	1,407.3
<b>영업이익</b>	<b>328.8</b>	<b>585.0</b>	<b>627.3</b>	<b>951.1</b>	<b>978.9</b>
영업이익률	33.4	33.3	39.6	44.0	41.0
금융손익	10.7	11.4	30.7	34.0	34.5
종속/관계기업손익	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	659.0	992.1	1,021.4
법인세비용	74.7	166.2	192.9	228.2	234.9
<b>당기순이익</b>	<b>271.4</b>	<b>444.0</b>	<b>466.2</b>	<b>763.9</b>	<b>786.5</b>
지배주주지분 순이익	272.3	441.0	465.8	764.0	786.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,191.6</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,652.1</b>	<b>1,805.3</b>	<b>2,324.6</b>
현금및현금성자산	144.8	187.3	437.3	444.7	765.1
매출채권	158.5	193.0	244.1	293.0	351.6
재고자산	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>비유동자산</b>	<b>1,169.2</b>	<b>1,753.8</b>	<b>2,309.5</b>	<b>2,892.9</b>	<b>3,134.9</b>
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	846.5	1,713.8	3,211.4
<b>자산총계</b>	<b>2,360.8</b>	<b>3,526.6</b>	<b>3,961.5</b>	<b>4,698.2</b>	<b>5,459.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>284.4</b>	<b>455.8</b>	<b>501.4</b>	<b>551.5</b>	<b>606.7</b>
매입채무	6.7	2.1	1.3	2.7	5.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>180.9</b>	<b>341.5</b>	<b>193.4</b>	<b>214.8</b>	<b>245.4</b>
사채	149.7	149.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>465.3</b>	<b>797.3</b>	<b>876.3</b>	<b>963.2</b>	<b>1,058.8</b>
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	2,262.0	2,518.4	3,685.8
비지배주주지분	10.0	8.0	9.5	11.7	16.3
<b>자본총계</b>	<b>1,895.5</b>	<b>2,729.2</b>	<b>3,085.2</b>	<b>3,735.0</b>	<b>4,400.8</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>112.0</b>	<b>595.2</b>	<b>623.5</b>	<b>913.6</b>	<b>923.8</b>
당기순이익(손실)	271.4	444.0	466.2	763.9	786.5
유형자산상각비	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	-478.9	271.8	469.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-138.7</b>	<b>-459.6</b>	<b>-669.6</b>	<b>-607.7</b>	<b>-299.0</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-73.8</b>	<b>-79.7</b>	<b>-265.8</b>	<b>-279.1</b>	<b>-293.0</b>
차입금의 증감	148.7	0.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-9.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-103.3	42.4	250.1	7.4	320.4
기초현금	248.1	144.8	187.3	437.3	444.7
기말현금	144.8	187.3	437.3	444.7	765.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	44,852	80,181	72,281	98,438	108,766
EPS(지배주주)	12,416	20,104	21,232	34,825	35,854
CFPS	17,610	28,692	31,316	49,173	65,162
EBITDAPS	16,470	28,039	29,758	44,368	45,515
BPS	85,985	124,037	140,194	169,709	199,848
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
배당수익률(%)	1.5	1.6	2.0	2.0	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.9	22.3	17.1	10.4	10.1
PCR	14.1	15.6	11.6	7.4	5.6
PSR	5.5	5.6	5.0	3.7	3.3
PBR	2.9	3.6	2.6	2.1	1.8
EBITDA	361.2	615.0	652.9	973.4	998.6
EV/EBITDA	12.7	13.7	11.6	7.8	7.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.9	19.1	16.1	22.5	19.4
EBITDA 이익률	36.7	35.0	41.2	45.1	41.8
부채비율	24.5	29.2	28.4	25.8	24.1
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	110.4	179.6	195.0	295.6	304.2
매출채권회전율(x)	8.0	10.0	7.3	8.0	7.4
재고자산회전율(x)	1,455.7	2,983.9	3,059.4	4,084.8	4,424.8

Industry Brief  
2018. 7. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

# 펄어비스 263750

## ‘검은사막 M’의 확장사이클

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 부합. 2월 28일 출시된 ‘검은사막M’ 매출 온기반영으로 이익 성장. ‘검은사막M’의 일평균 매출은 1Q18 13억원에서 2Q18 8억원으로 감소
- ✓ ‘검은사막M’의 확장사이클에 주목. 대만에서 7월 18일 사전예약, 8월 29일 출시 발표. 4Q18 일본, 1H18 북미/유럽까지 출시 완료 계획
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 27만원 유지

### Trading Buy

적정주가 (12개월) **270,000 원**  
현재주가 (7.12) **233,300 원**  
상승여력 **15.7%**

KOSDAQ	819.29pt
시가총액	29,707억원
발행주식수	1,288만주
유동주식비율	46.10%
외국인비중	7.87%
52주 최고/최저가	284,200원/98,900원
평균거래대금	267.9억원

주요주주(%)  
김대일 외 8 인 46.53

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.2	-7.7	-
상대주가	23.0	-1.6	-

주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 하회 전망

2Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,030억원(+315.8% YoY), 460억원(+610.2% YoY) 전망. 컨센서스(매출액 1,139억원, 영업이익 608억원)대비 하회할 전망이다. ‘검은사막’의 PC 매출액은 294억원(-10.9% YoY)으로 전분기 북미유럽의 계절적 성수기 효과 제거된다.

모바일게임 매출액은 736억원이며 일평균 매출액은 8억원으로 전분기대비 42% 감소한다. 다만 6월 진행된 업데이트 긍정적으로 작용하며 국내 매출 순위 2위 탈환하였으며 일매출 수준도 10억원 이상으로 회복하였다.

영업비용은 인건비 169억원(+77.9% QoQ)으로 인센티브 지급 일부 반영하였으며, 마케팅비 등 기타 비용은 전분기와 유사하였다. 동사의 개발 인력은 PC ‘검은사막’과 ‘검은사막M’이 글로벌 확장 운영, 새로운 타이틀 개발로 빠르게 증가하나 여전히 부족한 상황, 인건비의 증가는 단기 비용 부담이나 또한번의 도약을 위한 투자이다.

### ‘검은사막 M’, 8월 29일 대만 출시

펄어비스는 7월 10일 대만 쇼케이스를 통해 8월 29일 출시를 발표하였다. 대만은 ‘검은사막’ PC게임의 첫 해외 출시 국가였으며 높은 인지도 보유하고 있어 성공 가능성이 높다. ‘검은사막 모바일’의 대만 버전은 금수랑 캐릭터를 포함하여 6개 클래스 공개되며 7월 18일부터 사전예약 시작된다.

### 투자의견 Trading Buy, 적정주가 27만원 유지

동사에 대한 투자의견 Trading Buy, 적정주가 27만원을 유지한다. 적정주가의 2018E Target PER은 21.2배 수준으로 2018년 ‘검은사막’ IP는 PC에서 모바일, 콘솔로 플랫폼 다변화되고 있다는 점 감안하면 적정 밸류에이션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-59.2	22,807	191.5	10.9	120.3	9.9	7.8
2018E	427.0	192.7	153.4	12,646	877.9	25,552	19.9	9.8	14.0	51.4	8.0
2019E	593.9	257.5	203.0	16,095	27.3	34,041	15.6	7.4	9.9	54.0	3.9
2020E	733.5	419.9	329.6	26,134	62.4	49,275	9.6	5.1	5.4	62.7	3.2

그림52 검은사막M의 대만 쇼케이스 - 8월 29일 출시 발표



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표30 2Q18 Preview - 기대치 하회 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	103.0	24.8	315.8%	75.5	36.5%	113.9	-9.5%
PC	29.4	33.0	-10.9%	33.9	-13.2%	-	-
퍼블리싱	16.0	19.6	-18.1%	15.6	2.6%	-	-
직접 서비스	13.4	13.4	-0.4%	12.0	11.5%	-	-
모바일	73.6	-	-	41.6	76.9%	-	-
영업이익	46.0	6.5	610.2%	33.5	37.2%	60.8	-24.3%
세전이익	46.6	1.6	2,816.5%	34.3	35.8%	62.0	-24.8%
지배순이익	36.3	1.2	2,998.1%	27.8	30.5%	47.2	-23.1%
영업이익률 (%)	44.6%	26.1%	18.5%p	44.4%	0.2%p	53.4%	-8.7%p
순이익률 (%)	35.2%	4.7%	30.5%p	36.9%	-1.6%p	41.4%	-6.2%p

자료: 펠어비스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 펠어비스 분기별 실적 - '검은사막 모바일' 3Q 대만/동남아, 4Q 일본 예상

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	31.8	24.8	27.6	24.8	75.5	103.0	107.8	140.7	109.0	427.0	593.9
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	33.9	29.4	29.4	34.5	117.2	127.2	189.6
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	15.6	16.0	15.8	19.9	74.3	67.5	107.1
직접 서비스	9.4	13.4	13.2	6.8	12.0	13.4	13.5	14.5	43.0	53.5	82.4
모바일	-	-	-	-	41.6	73.6	75.5	101.7	-	292.4	335.6
콘솔	-	-	-	-	-	-	3.0	4.5	-	7.5	18.8
영업비용	10.9	10.8	12.5	18.4	42.0	57.1	62.4	72.9	52.7	234.4	336.3
인건비	4.3	4.7	6.0	7.5	10.1	16.9	17.7	18.6	22.5	63.9	84.1
지급수수료	3.2	2.3	1.5	2.6	17.8	24.3	25.5	33.2	9.6	100.9	171.8
광고선전비	1.3	1.2	1.9	4.7	10.5	12.2	15.4	17.2	9.1	55.3	63.4
주식보상비용	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	5.1	5.8	7.0
감가상각비	0.2	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	1.2	1.2	1.4
기타	0.8	0.9	1.3	1.5	1.6	2.0	2.0	2.0	5.2	7.2	8.7
영업이익	20.9	6.5	15.2	6.6	33.5	46.0	45.5	67.8	49.1	192.7	257.5
세전이익	18.0	1.6	16.1	1.7	34.3	46.6	46.1	68.4	37.4	195.3	260.2
지배순이익	15.2	1.2	13.6	1.1	27.8	36.3	36.0	53.3	31.1	153.4	203.0

주: Calendar Year 기준

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 필어비스 (263750)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>52.4</b>	<b>427.0</b>	<b>593.9</b>	<b>733.5</b>
매출액증가율 (%)	55.5	715.2	39.1	23.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	427.0	593.9	733.5
판매관리비	30.7	234.4	336.3	313.6
<b>영업이익</b>	<b>21.7</b>	<b>192.7</b>	<b>257.5</b>	<b>419.9</b>
영업이익률	41.4	45.1	43.4	57.2
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	195.3	260.2	422.5
법인세비용	3.0	41.9	57.2	93.0
<b>당기순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>153.4</b>	<b>203.0</b>	<b>329.6</b>
지배주주지분 순이익	14.7	153.4	203.0	329.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26.5</b>	<b>152.9</b>	<b>197.8</b>	<b>329.6</b>
당기순이익(손실)	14.7	153.4	203.0	329.6
유형자산상각비	0.7	3.1	1.6	0.8
무형자산상각비	0.3	1.8	0.8	0.4
운전자본의 증감	6.6	6.8	7.0	7.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-8.3</b>	<b>-15.9</b>	<b>-14.4</b>	<b>-19.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-0.3	-0.2	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>178.8</b>	<b>182.2</b>	<b>-7.6</b>	<b>-5.3</b>
차입금의 증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	148.9	184.7	316.3
기초현금	46.9	240.5	389.4	574.1
기말현금	240.5	389.4	574.1	890.4

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>279.9</b>	<b>430.1</b>	<b>617.0</b>	<b>943.0</b>
현금및현금성자산	240.5	389.4	574.1	890.4
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>16.7</b>	<b>13.8</b>	<b>15.7</b>	<b>16.4</b>
유형자산	6.2	4.4	4.7	4.9
무형자산	4.2	4.3	4.5	4.7
투자자산	3.2	2.0	3.5	3.7
<b>자산총계</b>	<b>296.6</b>	<b>348.0</b>	<b>446.1</b>	<b>641.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>19.8</b>	<b>22.4</b>	<b>15.1</b>	<b>17.9</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1.6</b>	<b>3.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>21.4</b>	<b>25.8</b>	<b>16.9</b>	<b>19.8</b>
<b>자본금</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	85.1	83.8	227.0	419.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>275.2</b>	<b>322.2</b>	<b>429.3</b>	<b>621.4</b>

### Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>				
SPS	4,599	35,196	47,093	58,168
EPS(지배주주)	1,293	12,646	16,095	26,134
CFPS	2,139	13,098	16,313	26,239
EBITDAPS	1,989	16,279	20,609	33,388
BPS	22,807	25,552	34,041	49,275
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>				
PER	191.5	19.9	15.6	9.6
PCR	115.7	19.2	15.4	9.6
PSR	53.8	7.1	5.3	4.3
PBR	10.9	9.8	7.4	5.1
EBITDA	226.6	1,975.1	2,598.8	4,210.3
EV/EBITDA	120.3	14.0	9.9	5.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>				
자기자본이익률(ROE)	9.9	51.4	54.0	62.7
EBITDA 이익률	43.3	46.3	43.8	57.4
부채비율	7.8	8.0	3.9	3.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	-	-	-
매출채권회전율(x)	4.2	23.4	21.5	21.2
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

Industry Brief  
2018. 7. 13

# NHN 엔터테인먼트 181710

## 결국 실적이 답이다

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 상회하는 양호한 실적 달성할 것. 웹보드는 전분기 설연휴의 계절적 성수기 제거되며 2Q 계절적 비수기로 매출 감소. 다만 2분기부터 NHN한국사이버결제가 연결계상되며 전체 외형과 매출 규모 한단계 업그레이드 될 것
- ✓ 페이코의 삼성페이 가맹점 제휴 임박. 7월 중 개시될 것으로 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

## Buy

**적정주가 (12개월)** 100,000 원  
**현재주가 (7.12)** 69,000 원  
**상승여력** 44.9%

KOSPI	2,285.06pt
시가총액	13,500억원
발행주식수	1,957만주
유통주식비율	49.75%
외국인비중	11.05%
52주 최고/최저가	83,200원/59,000원
평균거래대금	50.3억원

주요주주(%)	
이준호 외 23인	47.71
국민연금	5.03
한국투자신탁운용	5.02

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	-3.5	-13.5
상대주가	7.7	5.4	-9.5

### 주가그래프



### 2Q18 실적, 기대치 상회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,358억원(+49.3% YoY), 185억원(+86.5% YoY)로 추정. 컨센서스(매출액 2,832억원, 영업이익 166억원)을 상회할 전망이다. 웹보드 매출액은 계절적 비수기로 10.0% QoQ 감소한 330억원, 모바일게임 역시 신작 부재로 전분기와 유사한 667억원으로 추정한다. 페이코 거래액도 전분기와 유사한 1조원으로, 삼성페이 가맹점 제휴가 늦어지나 안정적 성장 지속된다. 다만 2Q18부터 NHN한국사이버결제가 연결계상되며 분기매출과 영업이익이 각각 1,000억원, 40억원 증가되는 효과 발생시켰다.

### 페이코의 삼성페이 가맹점 제휴 임박

페이코는 7월 삼성페이 탑재로 하반기 오프라인 영역 확장에 나선다. 카드사들과의 제휴 마무리되는 대로 삼성페이 탑재시 거래액 성장세는 가속화된다. 거래액과 많은 액티브 유저의 확보는 쇼핑, 여행, 맛집, 금융 등 콘텐츠 확대와 쿠폰, 기프트숍, 쇼핑적립 등의 광고플랫폼이 유용하게 작동하는 기반이 된다. 당사는 2018년 페이코의 매출액은 500억원, 영업적자는 220억원으로 추정한다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

NHN엔터테인먼트에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 10만원을 유지한다. 동사를 둘러싼 투자자들의 우려는 크게 2가지이나 제한적 리스크로 판단된다. 첫째, 비용 증가로 이익 훼손될 가능성이다. 그러나 페이코, 코미코 관련 마케팅비는 하향 안정화되고 있으며 이제 매스보다는 타겟마케팅으로 진행한다. 둘째, 페이코의 성공 가능성에 대한 불신이다. 페이코는 이미 분기 1조원의 거래액 달성으로 기대 이상의 성과 보여주고 있으며 하반기 성장세는 가속화된다.

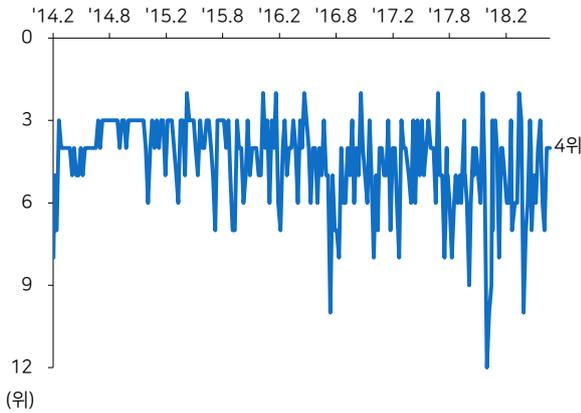
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	856.4	26.4	12.5	639	-95.9	74,766	78.7	0.7	9.3	0.9	21.7
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018E	1,275.2	91.4	134.2	6,858	1,370.3	89,808	9.8	0.8	5.5	8.2	28.3
2019E	1,524.5	137.8	136.8	6,991	-9.6	105,110	9.6	0.6	2.7	7.2	29.2
2020E	1,688.2	183.5	168.1	8,590	28.7	138,352	7.9	0.4	-1.7	5.8	30.5

표32 2Q18 Preview – 기대치 상회 전망

(십억원)	2Q18E	2Q17	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>335.8</b>	<b>224.9</b>	<b>49.3%</b>	<b>232.2</b>	<b>44.6%</b>	<b>283.2</b>	<b>18.6%</b>
PC	48.8	49.0	-0.4%	52.8	-7.6%	-	-
웹보드	33.0	33.3	-1.0%	36.7	-10.0%	-	-
퍼블리싱	15.8	15.7	0.9%	16.1	-2.0%	-	-
모바일	64.7	73.8	-12.4%	63.6	1.6%	-	-
기타	222.3	102.1	117.7%	115.7	92.1%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>18.5</b>	<b>9.9</b>	<b>86.5%</b>	<b>15.4</b>	<b>20.2%</b>	<b>16.6</b>	<b>11.4%</b>
<b>세전이익</b>	<b>30.0</b>	<b>19.2</b>	<b>56.3%</b>	<b>78.0</b>	<b>-61.5%</b>	<b>24.7</b>	<b>21.5%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>24.6</b>	<b>7.4</b>	<b>232.4%</b>	<b>55.0</b>	<b>-55.2%</b>	<b>16.9</b>	<b>45.6%</b>
영업이익률 (%)	5.5%	4.4%	1.1%p	6.6%	-1.1%p	5.9%	-0.4%p
순이익률 (%)	7.3%	3.3%	4.0%p	23.7%	-16.4%p	6.0%	1.4%p

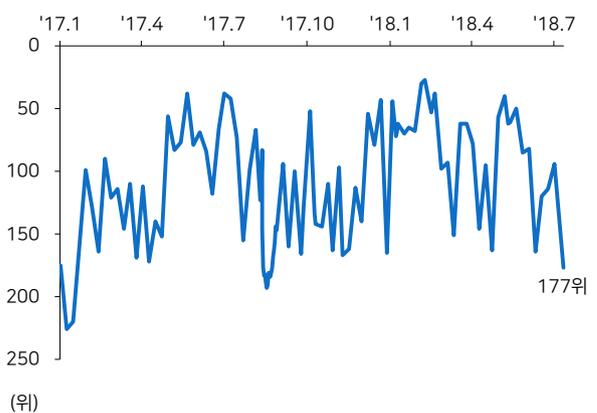
자료: NHN엔터테인먼트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 라인 '디즈니즈무즈무' 매출순위(일본)



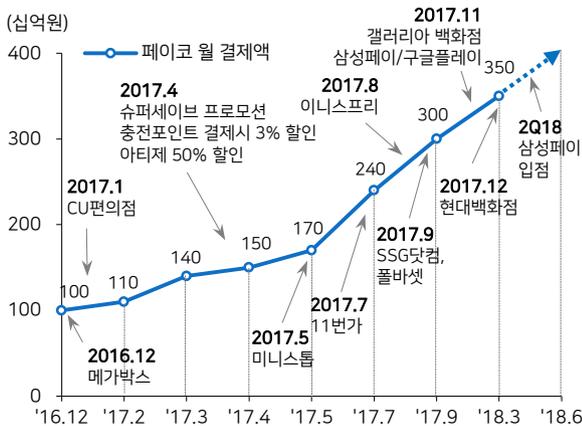
주: 2018.7.12 구글플레이 일본 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 '컴파스' 매출순위(일본)



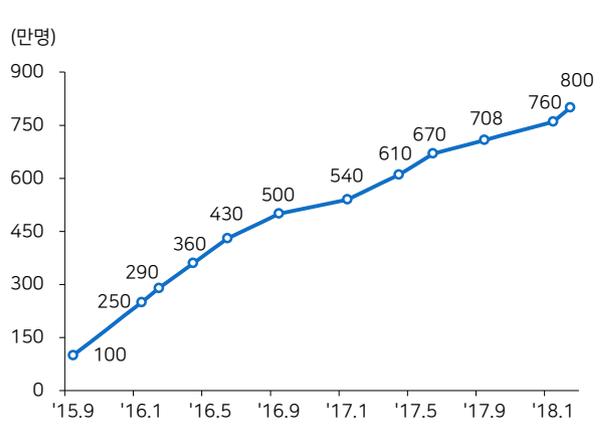
주: 2018.7.12 구글플레이 일본 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 페이코 월 거래액, 3500억원 수준



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 페이코 이용자 수 - 3월 800만명 기록



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 NHN엔터테인먼트 분기별 실적 - 18년 계단식의 레벨업 기대

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>226.7</b>	<b>224.9</b>	<b>219.7</b>	<b>237.7</b>	<b>232.2</b>	<b>335.8</b>	<b>343.7</b>	<b>363.5</b>	<b>909.1</b>	<b>1,275.2</b>	<b>1,524.5</b>
PC	55.6	49.0	48.5	49.3	52.8	48.8	49.3	52.1	202.4	203.0	214.9
웹보드	37.5	33.3	33.7	34.2	36.7	33.0	34.0	36.4	138.7	140.0	155.1
퍼블리싱	18.1	15.7	15.0	15.1	16.1	15.8	15.3	15.8	63.9	63.0	59.7
모바일	71.0	73.8	63.8	64.9	63.6	64.7	66.7	68.5	273.5	263.5	294.0
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	115.7	222.3	227.7	242.9	433.2	808.6	1,015.7
<b>영업비용</b>	<b>217.5</b>	<b>215.0</b>	<b>214.2</b>	<b>227.7</b>	<b>216.8</b>	<b>317.3</b>	<b>318.9</b>	<b>330.8</b>	<b>874.4</b>	<b>1,183.8</b>	<b>1,386.7</b>
인건비	68.6	69.5	68.7	70.6	74.8	101.0	104.0	113.1	277.5	392.8	487.4
지급수수료	97.5	93.8	92.9	102.8	91.5	132.4	128.7	129.3	387.0	482.0	542.5
광고선전비	20.4	20.9	20.7	21.8	15.9	20.7	21.3	22.0	83.8	80.0	75.9
감가상각비	8.2	8.7	7.7	8.9	8.4	20.2	20.8	21.4	33.5	70.8	105.8
통신비	5.7	5.9	5.8	5.7	5.9	7.6	7.9	8.1	23.2	29.4	34.8
기타	16.9	16.3	18.3	17.9	20.3	35.4	36.1	36.9	69.4	128.7	140.2
<b>영업이익</b>	<b>9.2</b>	<b>9.9</b>	<b>5.5</b>	<b>10.1</b>	<b>15.4</b>	<b>18.5</b>	<b>24.9</b>	<b>32.7</b>	<b>34.7</b>	<b>91.4</b>	<b>137.8</b>
<b>세전이익</b>	<b>20.9</b>	<b>19.2</b>	<b>14.2</b>	<b>0.7</b>	<b>78.0</b>	<b>30.0</b>	<b>36.6</b>	<b>30.7</b>	<b>54.4</b>	<b>175.3</b>	<b>173.3</b>
<b>지배순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>7.4</b>	<b>2.7</b>	<b>-8.2</b>	<b>55.0</b>	<b>24.6</b>	<b>29.2</b>	<b>25.3</b>	<b>16.6</b>	<b>134.2</b>	<b>136.8</b>

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권리서치센터

표34 Valuation – 적정주가 10만원 유지

구분	단위	내용
<b>한게임</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,096.6</b>
2018E 순이익	(십억원)	73.1
Target P/E	(배)	15.0
<b>페이코</b>	<b>(십억원)</b>	<b>540.0</b>
총 가입자수	(만명)	900.0
가입자당 가치	(원)	60,000.0
<b>기타 투자자산</b>	<b>(십억원)</b>	<b>319.5</b>
<b>총 기업가치</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,956.2</b>
<b>적정주가</b>	<b>(원)</b>	<b>99,983</b>
현주가	(원)	69,000
상승여력	(%)	44.9%

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권리서치센터

## NHN엔터테인먼트 (181710)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>856.4</b>	<b>909.1</b>	<b>1,275.2</b>	<b>1,524.5</b>	<b>1,688.2</b>
매출액증가율 (%)	32.9	6.2	40.3	19.6	10.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,275.2	1,524.5	1,688.2
판매관리비	830.1	874.4	1,183.8	1,386.7	1,504.7
<b>영업이익</b>	<b>26.4</b>	<b>34.7</b>	<b>91.4</b>	<b>137.8</b>	<b>183.5</b>
영업이익률	3.1	3.8	7.2	9.0	10.9
금융손익	29.3	73.9	10.0	5.2	5.4
중속/관계기업손익	-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	175.3	173.3	220.0
법인세비용	18.9	45.7	46.8	57.2	72.6
<b>당기순이익</b>	<b>7.1</b>	<b>8.7</b>	<b>128.4</b>	<b>116.1</b>	<b>147.4</b>
지배주주지분 손이익	12.5	16.6	134.2	136.8	168.1

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>749.5</b>	<b>947.7</b>	<b>1,048.3</b>	<b>1,125.6</b>	<b>1,280.5</b>
현금및현금성자산	301.5	368.1	471.8	492.9	625.7
매출채권	113.2	196.8	265.6	292.2	301.0
재고자산	21.9	16.7	16.9	17.1	17.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,088.7</b>	<b>1,169.9</b>	<b>1,190.0</b>	<b>1,208.9</b>	<b>1,220.6</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>1,838.2</b>	<b>2,117.6</b>	<b>2,292.0</b>	<b>2,458.7</b>	<b>2,661.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>267.6</b>	<b>396.4</b>	<b>436.0</b>	<b>479.6</b>	<b>527.6</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	82.0	32.0	32.0	32.0
유동성장기부채	21.4	8.5	2.8	2.8	2.8
<b>비유동부채</b>	<b>60.2</b>	<b>63.3</b>	<b>76.3</b>	<b>76.9</b>	<b>77.6</b>
사채	0.0	5.7	3.0	3.0	3.0
장기차입금	0.0	1.6	16.6	16.6	16.6
<b>부채총계</b>	<b>327.7</b>	<b>459.7</b>	<b>505.7</b>	<b>556.2</b>	<b>611.8</b>
<b>자본금</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	14.2	-8.8	-4.3	-4.3	-4.3
이익잉여금	262.6	278.4	406.8	522.9	670.3
비지배주주지분	47.7	151.3	29.3	-154.0	-285.1
<b>자본총계</b>	<b>1,510.5</b>	<b>1,657.9</b>	<b>1,786.3</b>	<b>1,902.4</b>	<b>2,049.8</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>83.4</b>	<b>-43.5</b>	<b>68.2</b>	<b>90.6</b>	<b>145.3</b>
당기순이익(손실)	7.1	8.7	128.4	116.1	147.4
유형자산상각비	24.4	22.8	23.7	24.7	25.7
무형자산상각비	12.6	10.7	11.1	11.6	12.0
운전자본의 증감	61.7	-49.5	-58.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>36.7</b>	<b>-85.7</b>	<b>128.4</b>	<b>116.1</b>	<b>147.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5
투자자산의감소(증가)	115.3	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-79.2</b>	<b>196.2</b>	<b>42.5</b>	<b>63.5</b>	<b>65.4</b>
차입금의 증감	-29.6	72.2	75.0	78.1	81.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.1	66.6	103.8	21.1	132.8
기초현금	260.4	301.5	368.1	471.8	492.9
기말현금	301.5	368.1	471.8	492.9	625.7

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,773	46,466	65,177	77,922	86,286
EPS(지배주주)	639	849	6,858	6,991	8,590
CFPS	3,682	3,931	88,004	81,928	63,187
EBITDAPS	3,238	3,488	6,455	8,897	11,304
BPS	74,766	77,006	89,808	105,110	119,341
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	78.7	80.6	9.8	9.6	7.8
PCR	13.7	17.4	0.8	0.8	1.1
PSR	1.1	1.5	1.0	0.9	0.8
PBR	0.7	0.9	0.8	0.6	0.6
EBITDA	63.4	68.2	126.3	174.1	221.2
EV/EBITDA	9.3	14.7	5.5	2.7	0.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	8.2	7.2	7.7
EBITDA 이익률	7.4	7.5	9.9	11.4	13.1
부채비율	21.7	27.7	28.3	29.2	29.8
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	13.2	117.6	51.6	83.2	110.7
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	5.5	5.5	5.7
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	76.1	89.8	98.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight(비중확대) Neutral(중립) Underweight(비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**카카오 (035720) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-31.1	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	190,000	김동희	-32.3	-15.3	
2018.07.04	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-32.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-	-	

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	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	-27.8	-9.3	
2018.07.06	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-	-	

**컴투스 (078340) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.4	-8.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-24.1	-18.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-	-	

**아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-25.1	-15.4	
2018.07.13	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-	-	

**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이건	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.8	-20.2	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.0	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.2	-18.2	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.4	-18.2	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.6	-18.2	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.2	-18.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.2	-18.2	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.2	-18.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.9	-18.2	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.3	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.3	-12.7	
2017.07.12	1년 경과				-24.3	-23.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-29.1	-23.7	
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	-28.4	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-	-	

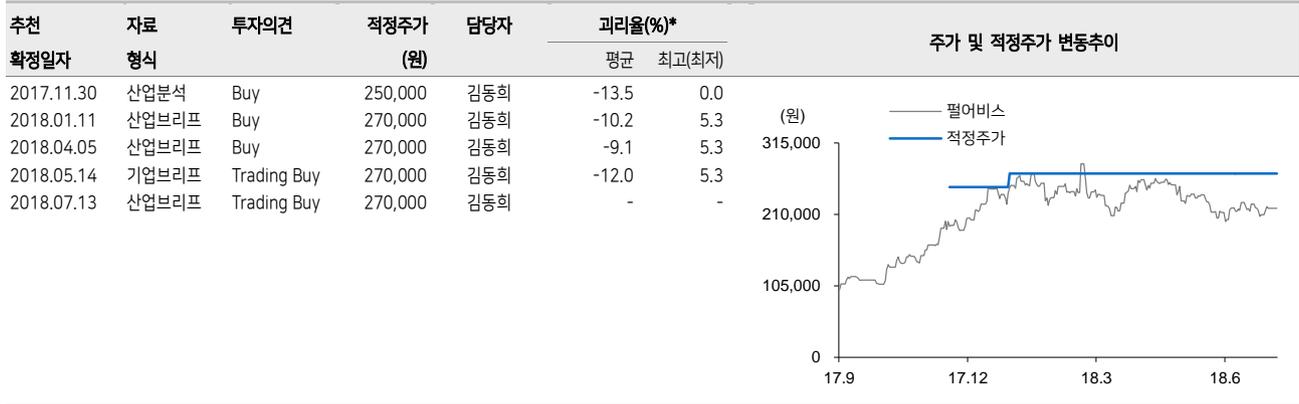
**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이건	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-14.1	-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	-26.3	-24.2	
2018.06.05	산업분석	Buy	480,000	김동희	-24.7	-19.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	480,000	김동희	-	-	

**펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년



**NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

