인터넷/게임

Digital Expansion

인터넷/게임

Digital Expansion

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	180,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
넷마블(251270)	Buy	180,000원
아프리카TV(067160)	Buy	55,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	170,000원
펄어비스(263750)	Buy	300,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	80,000원

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈

10

인터넷/게임

Contents

Part I	**Prologue : 변곡점**	7
Part II	**E-Commerce, Pay를 파는 시대**	15
Part III	**Video, 메가 트렌드**	29
Part IV	**웹툰 전성시대**	41
Part V	**게임 르네상스**	53
Part VI	**모빌리티 혁명 : 기술 = 일자리 파괴자인가?**	63
기업분석	**카카오(035720)** 기업의 진화는 변화와 경쟁에서 나온다	74
	엔씨소프트(036570) 더할 나위 없이 좋다	80
	넷마블(251270) 껍질을 깨고 세상 밖으로	84
	아프리카TV(067160) 별풍선, 다르거나 따르거나	88
	NAVER (035420) N플랫폼의 위기	91
	펄어비스(263750) 2019년에 보여줄 게 많다	94
	NHN엔터테인먼트(181710) 미워도 정말 다시 한번	97

Executive Summary

2019 Internet/Game Outlook

I Prologue : 변곡점

- 2018년 국내 IT소프트웨어 업종은 33.2% 하락하며 부진
- 글로벌 인터넷 산업의 양적 성장은 둔화
- 이제는 효율 개선에 대한 고민
  예) 퍼포먼스 광고, 동영상/웹툰, 플랫폼 다각화, 모빌리티 혁명

II E-Commerce, Pay를 파는 시대

- 광고와 커머스의 결합. 구글과 아마존은 구글홈을 통한 쇼핑 주문과 Sponsored Products란 클릭/광고 수익모델 제시
- 국내 인터넷사업자들의 쇼핑 강화노력 – 네이버쇼핑, 카카오커머스
- 간편결제는 플랫폼 – 이용자 빅데이터 취합, 간편결제/송금 통해 새로운 투자 기회 및 파이낸싱 비즈니스 기회 제공

III Video, 메가 트렌드

- 인터넷산업의 투자 키워드는 동영상과 1인 미디어
- 동영상은 인터넷 컨텐츠를 소비하는 지배적 수단이며 이제 영상은 인터넷 트래픽의 4분의 3을 차지
- 인플루언서 마케팅 확대되며 그 수혜 기업으로 아프리카TV, 카카오TV, 샌드박스 등에 관심

IV 웹툰 전성시대

- 웹툰의 성장은 1) 스마트폰 출시와 2) SNS 구전 마케팅, 3) 네이버와 카카오 플랫폼이 웹상에 흩어져있던 컨텐츠 모아 생태계 구축
- 2014년 카카오의 '기다리면 무료'라는 수익모델 통해 웹툰에 대한 접근성 확대, 신규 이용자 유입, 웹툰 플랫폼의 선순환 구조 확립
- 2019년 카카오페이지의 IPO 가능성에 주목

V 게임 르네상스

- 양질의 IP 보유한 국내 게임사에 주목. 엔씨소프트의 '프로젝트 TL'와 넷마블의 '블소레볼루션'과 'BTS모바일', 그리고 펄어비스의 '프로젝트K'와 '프로젝트V' 등에 주목
- 글로벌 PC/콘솔 게임의 부활: 콘솔게임은 디바이스/패키지 구매의 진입장벽 있었으나 게이머들의 구매력과 객단가 우수
- 콘솔게임 시장 진출은 국내 게임사들의 신규 성장동력될 것

VI 모빌리티 혁명 : 기술 = 파괴자인가?

- 기술 붕괴 속도는 새롭지 않으나 가속화되고 있으며 기술 진보를 끌고 가는 힘은 저렴한 가격으로 높은 효용을 얻고자 하는 힘과 데이터 공유 필요성 때문
- 카카오 모빌리티는 19세기 영국의 '붉은깃발법'에 비교 가능
- 택시의 수요와 불균형, 요금인상/처우개선 등을 해결하기 위해 다양한 승차 플랫폼 본격화 될 것

10

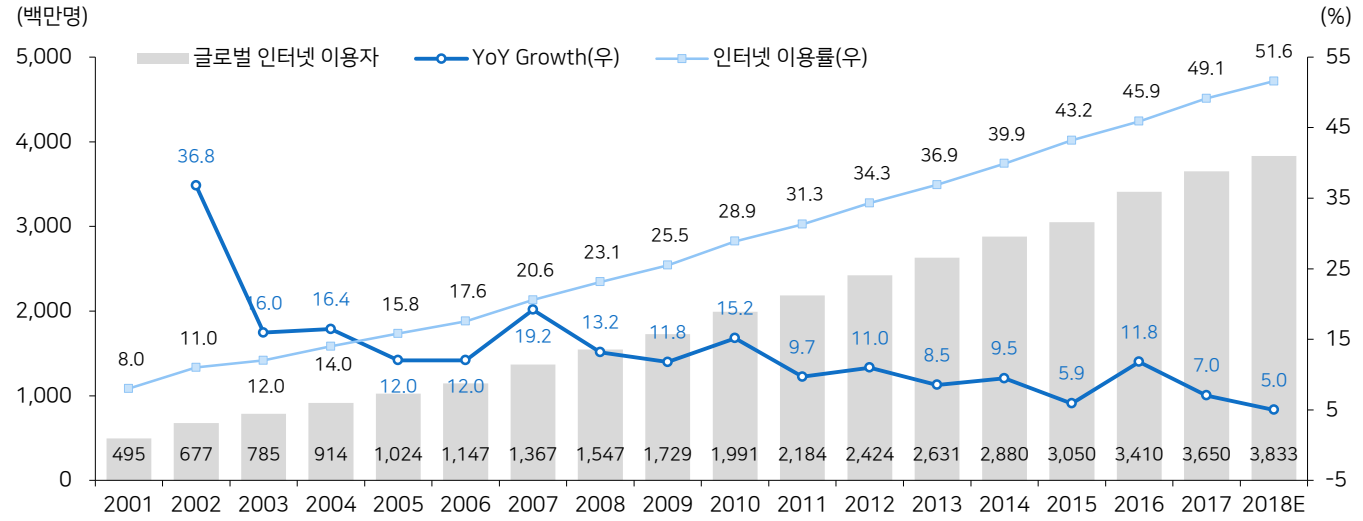
Part I

Prologue : 변곡점

성장은 견조하나 둔화

- 2018년 글로벌 인터넷 이용자수 38억명, 침투율 51%, 이용자수 성장률은 한자릿수로 둔화
- **인터넷 산업의 양적인 성장은 둔화. 글로벌 인구 76억 중 경제활동이 가능한 인구는 대부분 인터넷사용**
- 2017년 글로벌 스마트폰 생산대수는 전년과 동일, 2014년 28%, 2016년 2% 증가율 대비 하락세
- 한국 인터넷 이용률 96%로 1위. 스마트폰 보급률도 글로벌 최상위 국가

인터넷 이용자수 – Solid, But Slowing



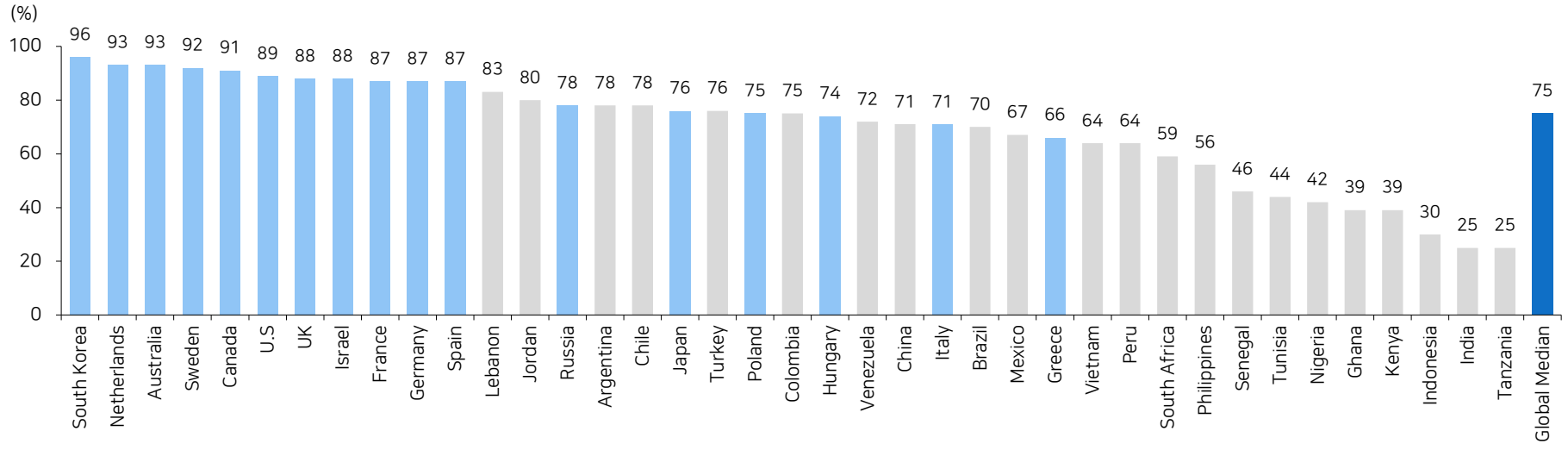
자료: ITU Statistics 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

Better 2019?

성장은 견조하나 둔화

- 부유한 국가일수록 인터넷 사용이 보편적이며 보급률은 정체기에 진입
- 한국, 미국, 영국 등을 포함한 선진국 17개국의 인터넷 이용률은 2015년부터 1%p 상승하며 변화없음
- 브라질, 터키, 필리핀 등 신흥국의 인터넷과 SNS 이용률은 꾸준히 증가
  - 신흥 19개국 이용률은 13년부터 18년까지 50% 증가
- 한국은 스마트폰 보급율 94%, 인터넷 이용률 96%로 글로벌 최상위. 2위는 네덜란드, 중국은 23위

인터넷 이용률 성숙기



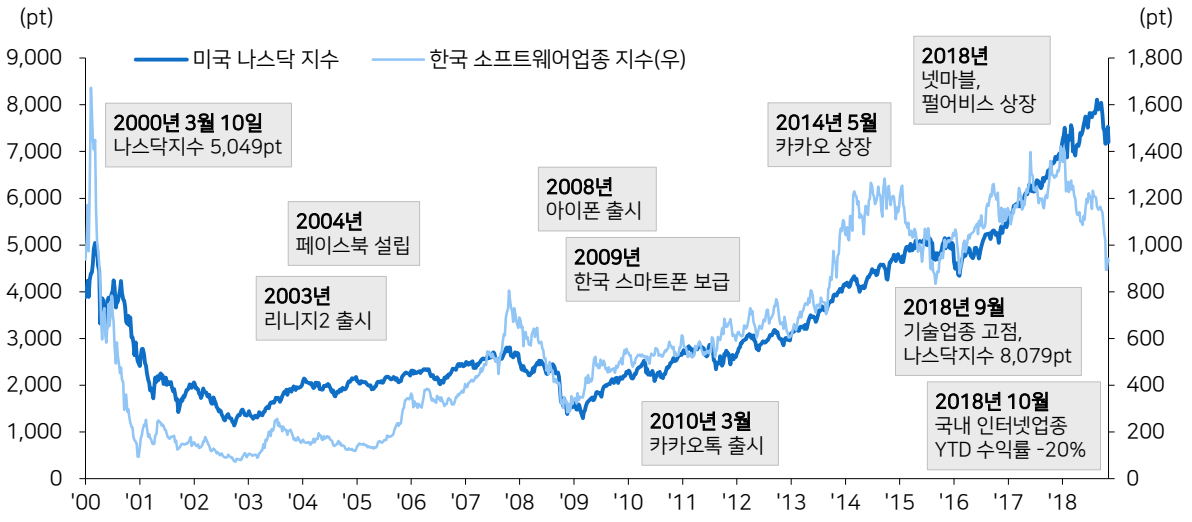
자료: Pew Research, 메리츠종금증권 리서치센터

Better 2019?

2018년 인터넷업종의 부진

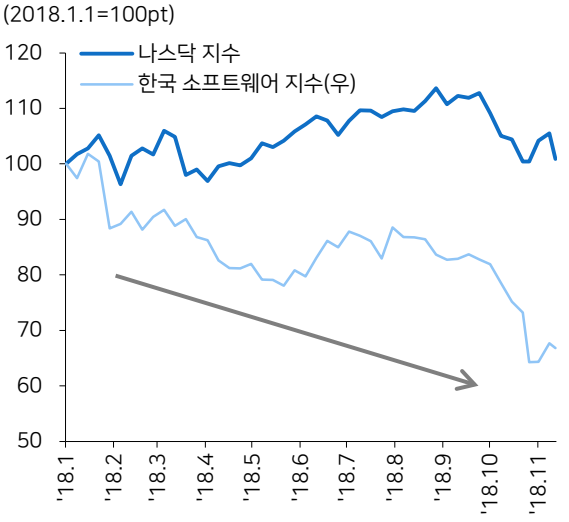
- 2018년 9월 나스닥 지수는 역사상 최고치(8,079pt) 기록하며 IT 기술주 중심의 랠리 시현
- FANG(페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글)의 주가수익률 역시 견조
  - 연초대비 수익률은 페이스북 -14.0%, 아마존 36.6%, 넷플릭스 46.3%, 구글 3.5% 기록
- 2018년 국내 인터넷 소프트웨어 업종 지수는 연초대비 33.2% 하락
- 연초대비 NAVER 34%, 카카오 33%, 넷마블 41%, 엔씨소프트 4% 하락 (18년 10월 31일 기준)

2018년 희비가 엇갈린 글로벌 vs 국내 인터넷 업종



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 인터넷업종 33.2% 하락 (18년)



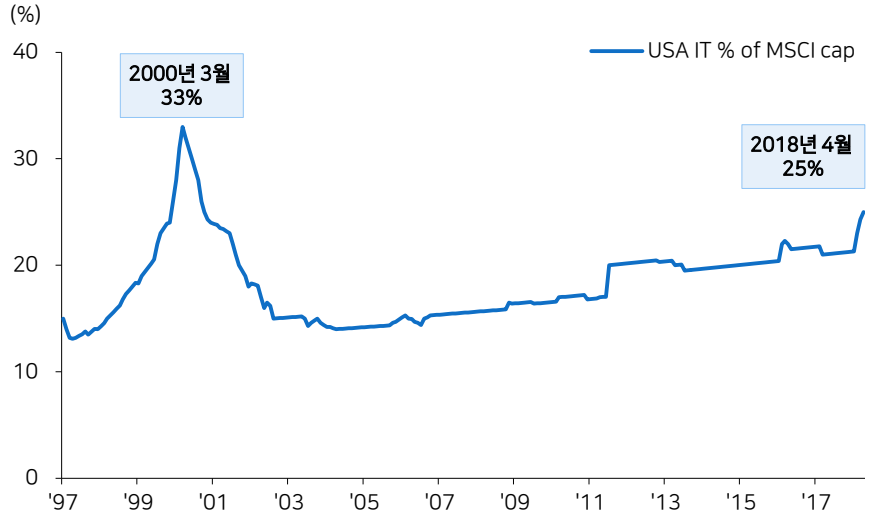
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Better 2019?

많은 투자가 이루어진 2018

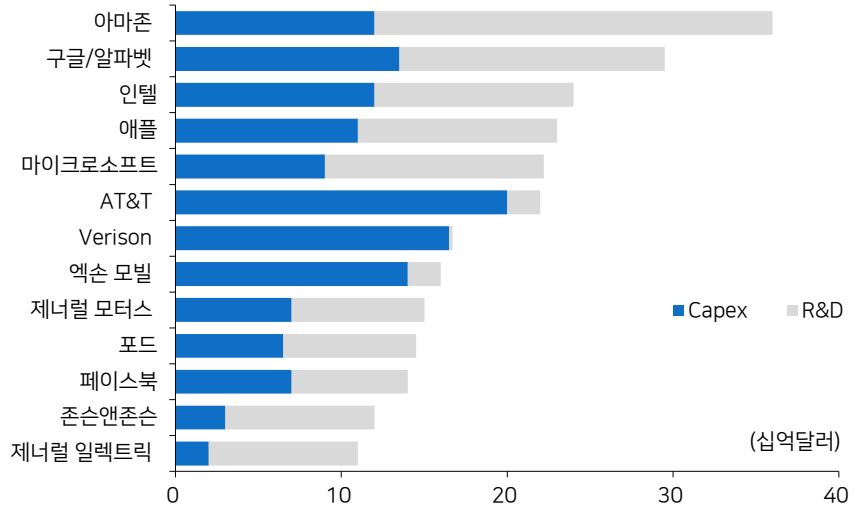
- PWC에 따르면 2017년 7월~2018년 6월까지 글로벌 상장사 Top 1,000개 기업의 연구개발비 총액은 7,818억달러(약 890조원)이며 아마존과 알파벳의 연구개발비가 각각 226억달러, 162억달러 기록
- 아마존의 연구개발비는 1년전 대비 40% 증가. 알리바바는 36억달러, 텐센트는 27억달러 집행
- 인공지능, 자율주행 등 신규기술 관련하여 경쟁적 투자비 집행

미국 정보통신 산업의 시가총액 비중 25%에 달해



자료: KPCB 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

기술 기업들의 R&D + Capex 투자 (미국)



주: 2017년 기준
자료: KPCB 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

Better 2019?

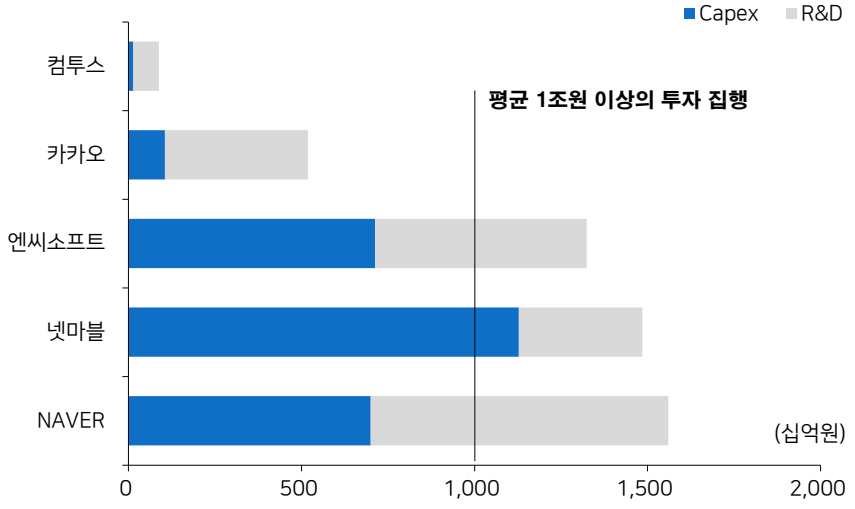
한국 플랫폼 기업도 공격적 투자 집행 중

- 한국 인터넷 기업들은 NAVER, 카카오가 인공지능/핀테크/자율주행 위주의 공격적 투자
- NAVER는 2018년 약 1.5조원의 투자. 카카오 역시 0.5조원 이상의 투자 집행하고 있음
- 게임업체들은 신규게임 출시와 개발인력 확충으로 인원 증가. 신규 사옥에 대한 투자 진행중
- 엔씨소프트는 개발자 인건비와 인센티브에 전체 영업비용의 40% 집행

국내 주식시장내 IT소프트웨어 업종 비중

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

기술 기업들의 R&D + Capex 투자 (한국)



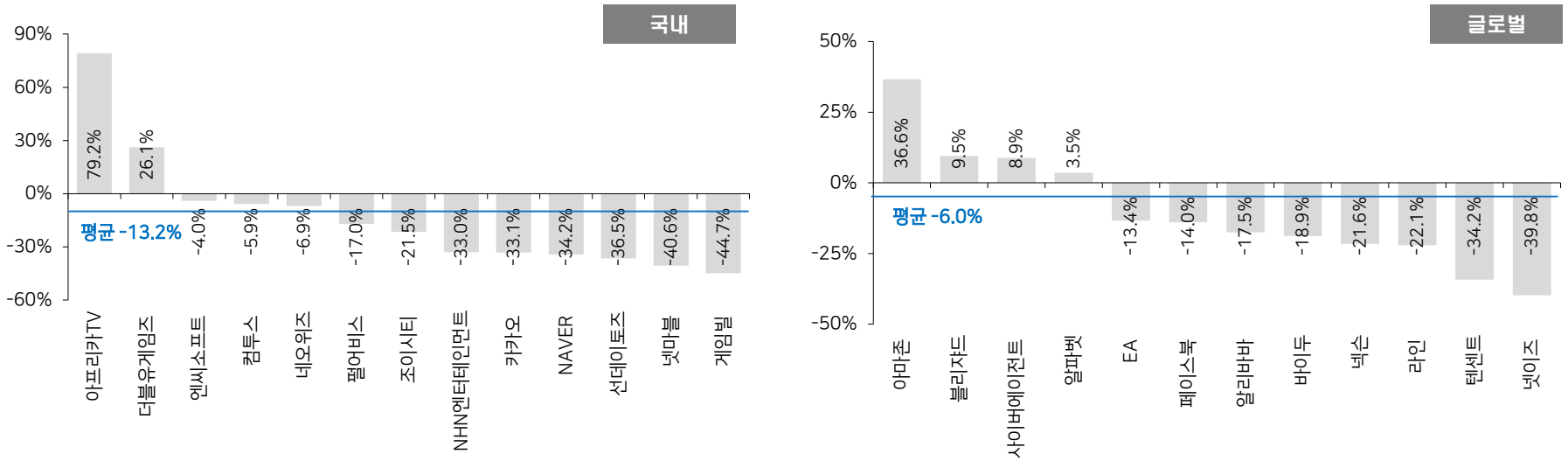
주: 2017년 기준
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

Better 2019?

회복의 시그널

- 2018년 한국 주요 인터넷 기업의 주가수익률은 -13.2% 기록하며 글로벌 -6.0% 대비 2배 이상 부진
- **2019년 반전 가능 이유**
  1) 플랫폼보다는 컨텐츠, '게임과 동영상'에 대한 중요성 더욱 부각될 것
  2) 플랫폼 기업은 커머스와 금융으로 광고수익 모델의 성장성 둔화 극복 노력
  2019년 카카오뱅크, 케이뱅크 이외 추가 인터넷은행 사업자 등장할 가능성
  3) '핫'한 IPO 시장. 카카오게임즈, 페이지, 커머스 등 카카오 주요 자회사들 뿐만 아니라 야놀자, 파킹클라우드 등 스타트업들의 상장 가능성

인터넷/게임 업체 주가수익률



주: 2018.11.13 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

2019년 New Face

기대되는 IPO 시장

- 2019년 에어비앤비, 우버와 같은 유니콘 기업들의 상장 가능성 고조되고 있음. 여전히 장외 자금 조달 용이하나 초기 투자한 벤처펀드들의 경우 자금 회수를 원하고 있어 내년에는 IPO 가능성 구체화될 것
- 카카오의 주요 자회사들의 기업공개 가능성. 카카오게임즈와 카카오페이지가 대표적
- 카카오페이지는 국내 1위 웹툰/웹소설/영화/드라마 등 종합 컨텐츠 소비 플랫폼. 기업가치는 18년 카카오로부터 증자받을 당시 1.4조원으로 평가받은바 있음
- 그 밖에 야놀자, 파킹클라우드 등 국내 주요 스타트업들도 기업공개 준비하고 있음

2019년 IPO 기대되는 기업들

시기	기업명	어떤 회사인가?	CEO	설립연도	최근 실적	추정 기업가치
2019	우버	글로벌 1위 차량 공유 서비스	다라 코스 로우사히	2009년 3월	2017년 매출액 75억달러, 영업손실 45억달러	680억달러
	에어비앤비	글로벌 1위 숙박 공유 서비스	브라이언 체스키	2008년 8월	2017년 매출액 26억달러, 영업이익 9,300만 달러	400억달러
	카카오게임즈	카카오 게임 자회사	남궁훈	2013년 8월	2017년 매출액 2,013억원, 영업이익 386억원	1.2~1.9조원
	카카오페이지	웹툰, 웹소설, 영화 등 컨텐츠 플랫폼	이진수	2013년 4월	2017년 매출액 1,318억원, 영업이익 51억원(흑자전환)	1.4조원
	야놀자	호텔,펜션,모텔, 레저 예약 플랫폼	이수진	2007년 2월	2017년 매출액 1,005억원, 영업손실 110억원	0.7조원
	파킹클라우드	국내 주차장/스마트파킹 개발공급 플랫폼	신상용	2009년 11월	2017년 매출액 242억원, 영업손실 62억원	0.5조원
2020	앤트파이낸셜	알리바바 산하 핀테크 자회사	펑레이	2014년 10월	2017년 매출액 89억달러, 영업이익 8.1억달러	약 1,600억달러
	카카오커머스	카카오 커머스 자회사(선물하기, 톡스토어)	홍은택	2018년 12월 예정	2018E 거래액 1조 원 상회, 매출액은 1,500억원 추정	1.0조원 내외

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

Part II

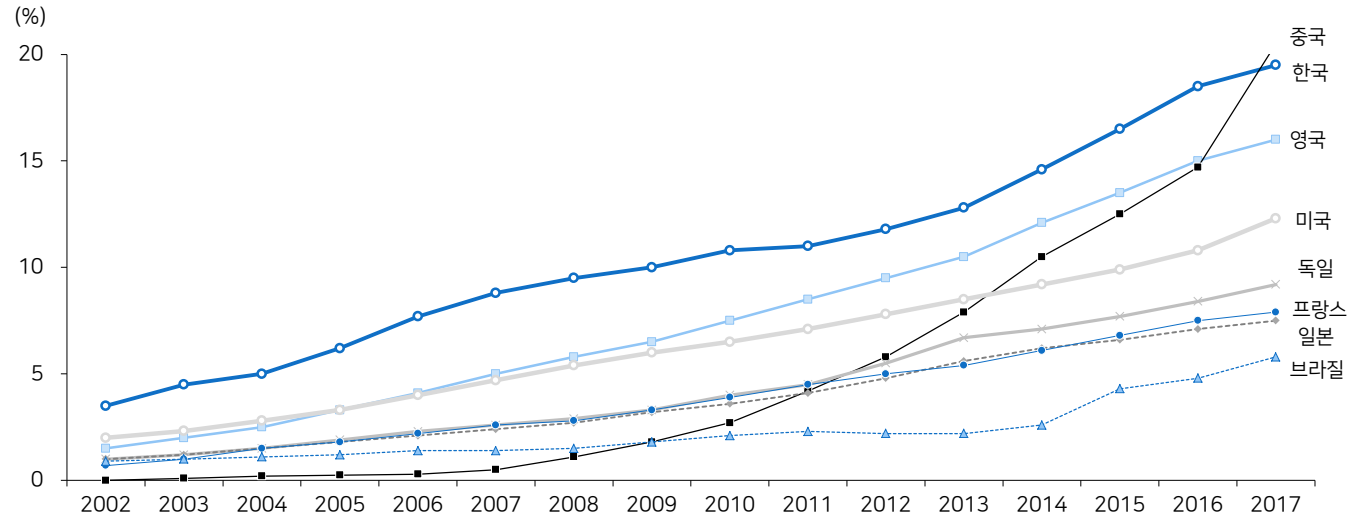
E-Commerce, Pay를 파는 시대

New E-commerce

여전히 풍부한 성장여력

- 글로벌 전자상거래의 지난 10년간 평균 성장률은 20%로 꽤 양호하였으나, 전체 소매시장 내 침투율은 아직 평균 15%로 풍부한 성장여력
- 국가별로는 17년 기점으로 중국이 21%로 한국 추월. 영국 16%, 미국 12%, 독일 9%, 일본 8% 수준
- 한국의 전자상거래 시장규모는 이제 100조원 시대 진입 예정. 높은 인터넷 이용률, 다양한 상품, 간편결제 활용, 빠른 배송 등이 경쟁 우위인 이유

국가별 전자상거래 침투율



자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

New E-Commerce

광고/커머스의 결합

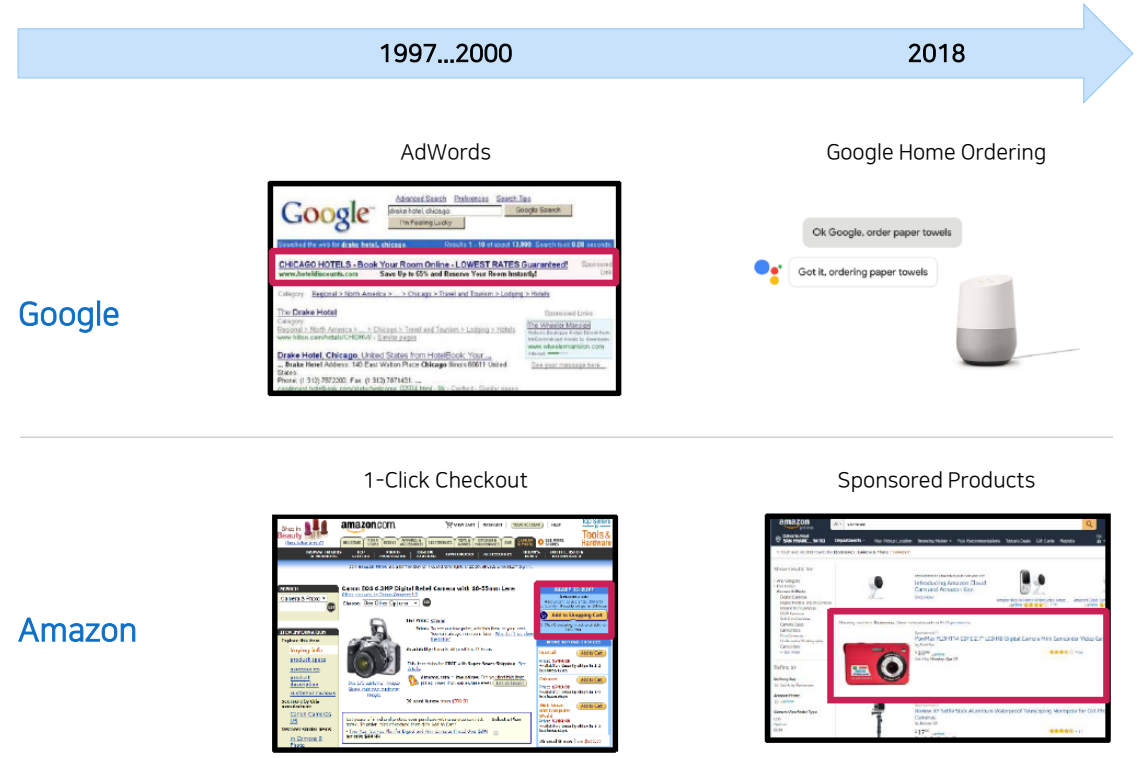
- **구글**

  과거 애드워즈란 광고수익에 치중했다면 이제 구글홈(AI Device) 통한 쇼핑수수료

- **아마존**

  과거 '1-Click Checkout'에 쇼핑 자체에 집중. 이제 'Sponsored Products'란 클릭/광고 수익모델

구글과 아마존 – 광고와 커머스 결합된 플랫폼으로 성장



자료: KPCB, 메리츠종금증권 리서치센터

New E-Commerce

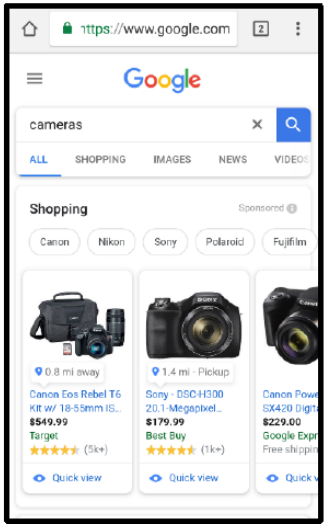
광고/커머스의 결합

- 구글 : 모바일 탑메인에 등록광고 매출 3배 증가
- 아마존 : 2018년 광고 수익 42% 증가한 40억달러 / 페이스북 : 검색광고주수 8천만 이상 등록

구글/아마존/페이스북

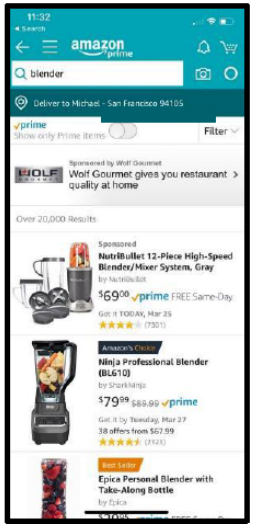
Google

3x = Engagement Increase
For Top Mobile Product Listing Ad



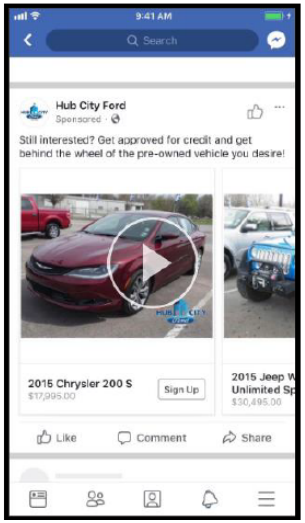
Amazon

$4B +42% Y/Y =
Ad Revenue



Facebook

>80MM + 23% Y/Y =
SMBs with Pages



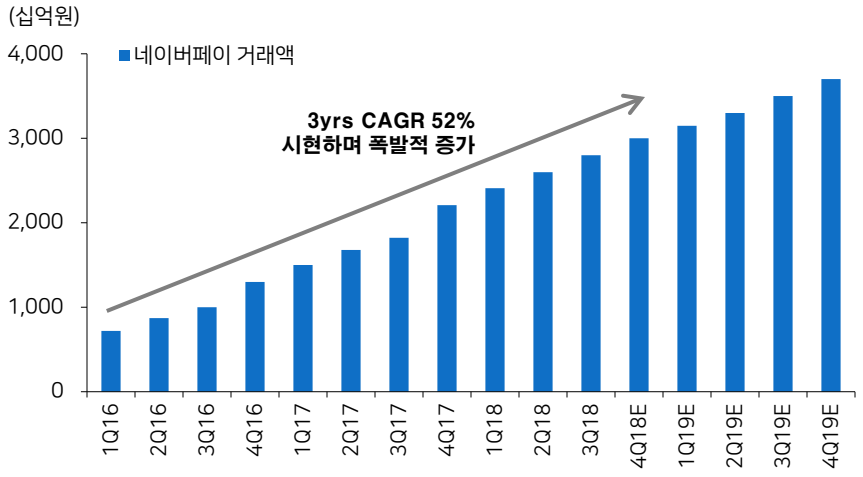
자료: KPCB, 메리츠종금증권 리서치센터

NAVER 쇼핑

중요한건 '플랫폼' 이란 것을 입증한 대표 사례

- NAVER는 2005년 지식쇼핑으로 가격비교 서비스 시작. 이미 2000년도부터 다나와 서비스 존재했으나 '플랫폼' 경쟁력으로 빠르게 성장
- 2014년 NAVER '샵엔'으로 전자상거래에 직접 진출. 결제수수료 3%를 제외한 어떤 수수료도 부과하지 않아 소상공인, 자영업자들이 NAVER 플랫폼으로 결집
- 2015년 NAVER페이 도입하며 오프라인 스토어를 온라인으로 연결
- 네이버쇼핑의 연간거래액은 2015년 3.9조원 → 2018년 10.8조원으로 빠른 성장
- 2018년 NAVER는 PG(Payment Gateway)를 내재화하였으며 2019년 미미하나 손익향상 가능성

네이버쇼핑 거래액 추이 및 전망



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

네이버쇼핑의 수익구조

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오커머스

12월 물적분할, 그 이후의 행보에 주목

- 2018년 9월 카카오는 '카카오커머스' 분사 결정. 카카오 분할기일은 12월 1일
- 분할되는 사업부문은 선물하기, 톡스토어, 다음쇼핑, 스타일, 파머, 장보기
- 신설회사의 자산은 5,103억원, 부채 2,757억원, 자본 2,346억원, 자본금 23억원
- 분할 목적은 1) 커머스 사업 전문성과 경쟁력 확보, 2) 신속하고 전문적인 의사결정 위함
- 분할 이후 경쟁력 강화를 위한 M&A/파트너쉽 전략 통해 카카오커머스의 성장성 가속화될 것

카카오커머스 분사

구분	내용
분할 회사명	카카오커머스
사업부문	선물하기, 톡스토어, 다음쇼핑, 스타일, 파머, 장보기
분할 목적	커머스 사업 전문성 확보와 경쟁력 강화 최적화된 쇼핑 정보와 편의성 제공 글로벌 커머스플랫폼 지향 신속하고 전문적인 의사결정 가능 조직 확립
분할형태	물적분할
분할비율	신설회사 발행주식의 100% 받는 단순물적분할
설립시 재무내용	자산 5,103억원, 부채 2,757억원, 자본 2,346억원, 자본금 23억원
분할기일	2018년 12월 01일

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오커머스

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오커머스

코리아센터와 합병 가능할까?

- 코리아센터는 2000년 1월 설립된 인터넷전자상거래 회사. 2018년 사명 코리아센터로 변경
- 주요 주주는 김기록 50.21%, 임성진 31.2%, 기타 18.52 (2017년말 기준)
- 주요 사업부문은 메이크샵(쇼핑몰구축 시스템, 상품등록, 주문관리, 재고, 고객대응, 광고까지 업무대행)과 몰테일(해외배송대행), 그리고 팟빵(팟캐스트 서비스) 보유
- 코리아센터는 2017년 상반기에만 4개의 VC로부터 349억원 투자받았으며 VC 지분율만 20% 내외

코리아센터 어떤 회사인가?

구분	내용
기업명	코리아센터
대표자	김기록
설립일	2000년 01월 12일
실적	2017년 매출액 1,331억원, 영업이익 63억원 기록
인원수	403명
사업내용	메이크샵, 몰테일, 팟빵
예상 기업가치	3,000~5,000억원
이슈	독자상장/카카오합병 등 여러방안 논의 기존 투자했던 FI들로부터 동의 받아야하는 이슈들

자료: 코리아센터, 메리츠종금증권 리서치센터

코리아센터 손익계산서

(십억원)	2016	2017
영업수익	105.1	133.2
증가율 (%)		26.7%
영업비용	102.5	126.8
영업이익	2.6	6.4
OPM (%)	2.5%	4.8%
금융수익	0.2	0.1
금융비용	1.1	0.7
기타수익	0.8	2.1
기타비용	1.1	0.4
지분법손익	0.8	0.2
법인세차감전 이익	3.9	5.9
당기순이익	3.1	4.7
NPM (%)	2.9%	3.5%

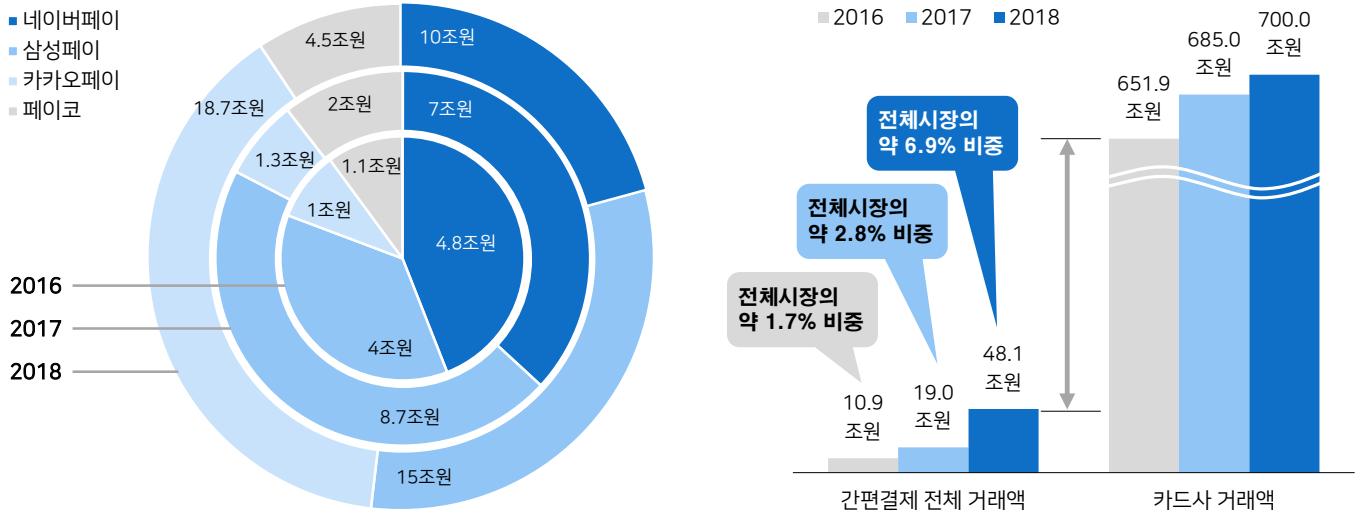
자료: 코리아센터, 메리츠종금증권 리서치센터

Pay를 파는 시대

간편결제는 플랫폼

- 간편결제는 플랫폼으로 금융과 결합될 시 그 영향력은 더욱 커져
- 핀테크를 넘어서 '테크핀(TecheFin)'. 테크핀은 IT기업이 주요 서비스를 통해 확보한 유저 데이터와 기술 서비스 역량을 기반으로 금융 서비스를 제공하는 것을 의미
- 2019년 한국 핀테크는 '결제'를 사고파는 시대 본격화
- **2019년 간편결제 침투율은 8%로 전망. 온라인에서 오프라인으로, 글로벌(알리페이, 위챗페이) 사업자들의 한국 시장 진출 본격화로 폭발적 성장 예상**

국내 페이(간편결제) 시장 현황 및 결제 비중 (2016-2018년)



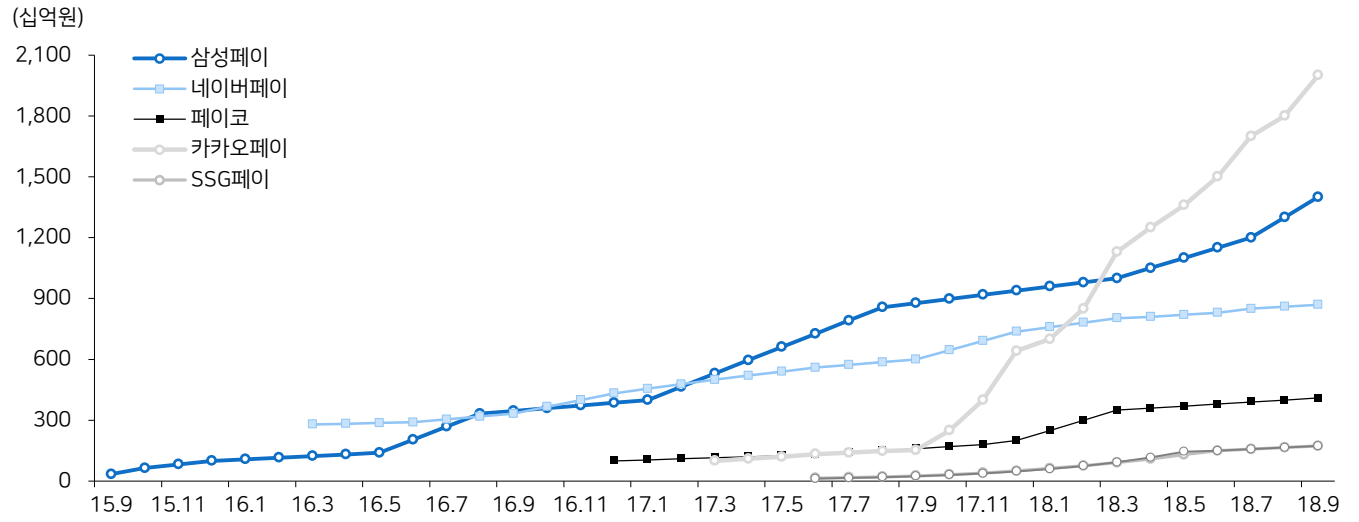
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

Pay를 파는 시대

간편결제는 플랫폼

- **삼성페이** : 삼성전자 스마트폰에 기본 탑재. 오프라인 결제부터 지원하며 빠르게 성장. 월 거래액 1조원 규모로 추정. 곧 '피플펀드' 등과 P2P 금융 서비스 탑재하며 수익모델 가시화 가능성
- **페이코** : 2018년 8월 삼성페이 가맹점 탑재. 롯데카드에서 현대카드, 연내 신한/KB/삼성 등 주요 카드사 사용가능해지며 거래액과 이용자 규모 증가 기대. 페이코 역시 빅데이터 활용한 퍼포먼스 광고와 쿠폰 마케팅 등으로 수익창출 노력
- **SSG페이** : SSG의 연간 거래액 2.5조원 돌파하며 빠른 성장. 10월 보험 및 대출 서비스 개시

간편결제별 거래액 추이



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

Pay를 파는 시대

간편결제는 플랫폼

- **네이버페**이 : 네이버쇼핑 고객들을 위한 결제 서비스. 소비자의 결제/구매 데이터는 타겟팅 광고 기반. 2016년 출시 이후 거래액 빠르게 성장하며 연간 10조원 상거래 발생 플랫폼으로 자리매김
- 네이버페이는 여수신 서비스에 용이한 신용데이타 다수 보유하고 있어, NAVER의 인터넷뱅크 진출시 시너지 기대 커질 것
- **카카오페이** : '결제-송금-멤버쉽-QR 결제' 등 다양한 기능 제공하며 2018년 가장 빠른 성장. 참고로 18년 9월 월간결제액 2조원, 연내 월 3조원 돌파 기대

간편결제별 거래액 추이

구분	카카오페이	네이버페이	페이코	삼성페이	SSG페이	L페이
출시시점	2014년 9월	2015년 6월	2015년 8월	2015년 8월	2015년 7월	2015년 9월
월거래액	2.0조원	8,000억원	4,000억원	1.0조원	1,500억원	1,000억원
수수료율	3~4% (카드 1.5-2%, PG/VAN 1% 포함)	3% (카드 1-1.5%, PG 1% 포함)	0.01% (한국사이버에서 수수료 대부분 매출인식)	4% (카드 1.5-2%, PG/VAN 1% 포함)	3~4% (카드 1.5-2%, PG/VAN 1% 포함)	3~4% (카드 1.5-2%, PG/VAN 1% 포함)
가입자	2,300만명 (2018년 8월)	2,400만명 (2018년)	800만명 (2018년 6월)	1,000만명 (2018년 3월)	500만명	600만명
특징	▪ 2017년 알리페이와 제휴 ▪ 2018년 '매장결제' 시작	▪ 네이버쇼핑 등 연동	▪ 온오프라인 겸용 ▪ 삼성페이와 제휴	▪ 카드 단말기 접촉 결제 ▪ 페이코와 제휴	▪ 신세계포인트 가입자 2,100만 목표 ▪ SSG닷컴 비중 87%	▪ 2018년내 누적거래액 2조원 예상

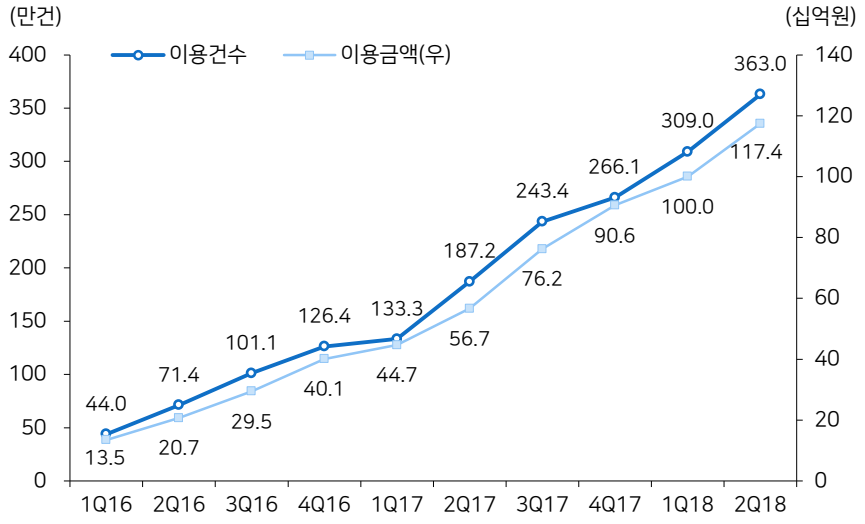
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

Pay를 파는 시대

간편결제는 플랫폼

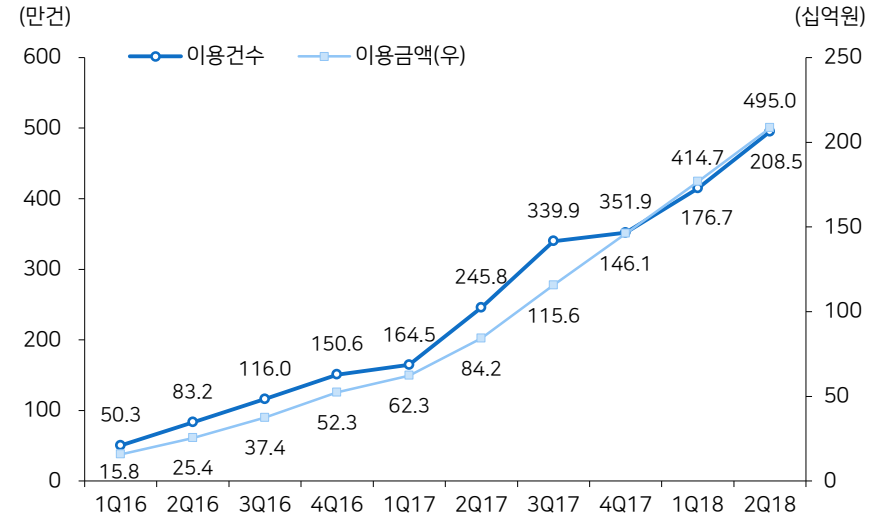
- 2Q18 간편 결제 일평균 이용건수는 363만건, 전분기대비 17.5% 증가
- 일평균 이용금액 역시 1,174억원 돌파, 전분기대비 17.4% 증가
- **곧 온라인결제의 대부분은 간편결제로 이루어질 것이며 오프라인 역시 사업자주도로 빠르게 개화**
- **서울시의 제로페이는 자영업자/소상공인(연매출 8억원 이하)에게 결제수수료 0% 지향**
- **제로페이의 소득공제율은 40%로 이용자/거래액 증가의 트리거 포인트**

간편결제 서비스 이용현황



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

간편결제/송금 서비스 이용현황



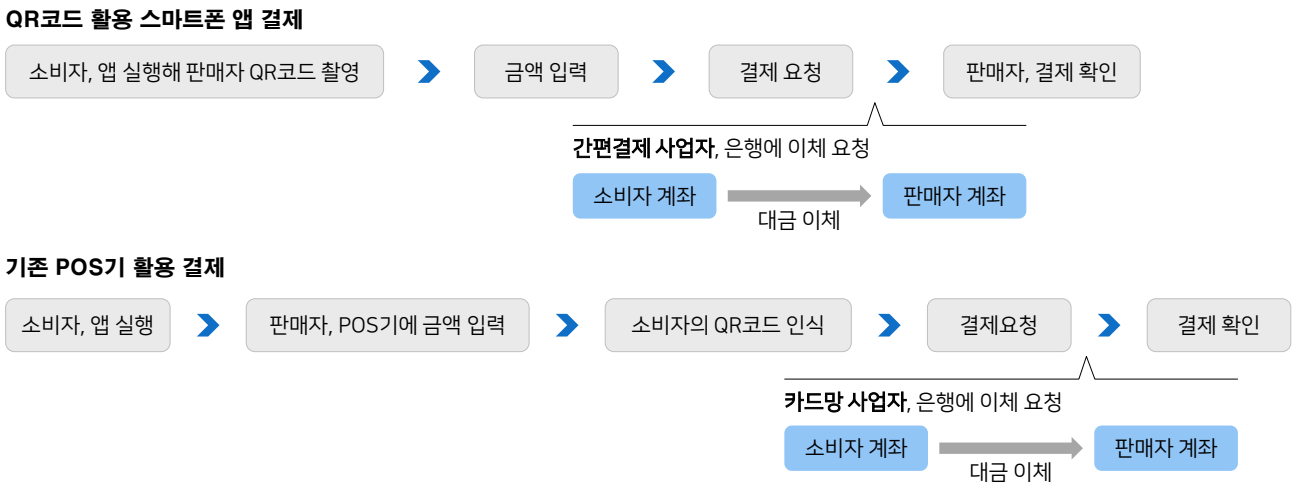
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

제로페이, 간편결제 성장의 트리거?

12월부터 서울페이 시범사업

- 제로페이 사업에 국민/우리/신한/하나은행 등 18개 금융회사와 NAVER, NHN페이코, 한국스마트카드, 신세계I&C 등 10개 간편결제 사업자 참여
- 제로페이는 소비자가 가맹점에서 물건을 살 때 간편결제 사업자 앱으로 가맹점 QR코드를 찍으면 소비자 계좌에서 판매자 계좌로 바로 돈이 이체되는 결제방식
- 은행들이 계좌간 거래에 통상 50~500원 수수료는 안 받거나 상당히 깍아주기로 결정
- 소득공제율 40%로 신용카드(15%)보다 높으나 체크카드(30%)의 사용도 많지 않아 파급효과 제한적

서울페이(제로페이)의 수수료 0% 결제방식



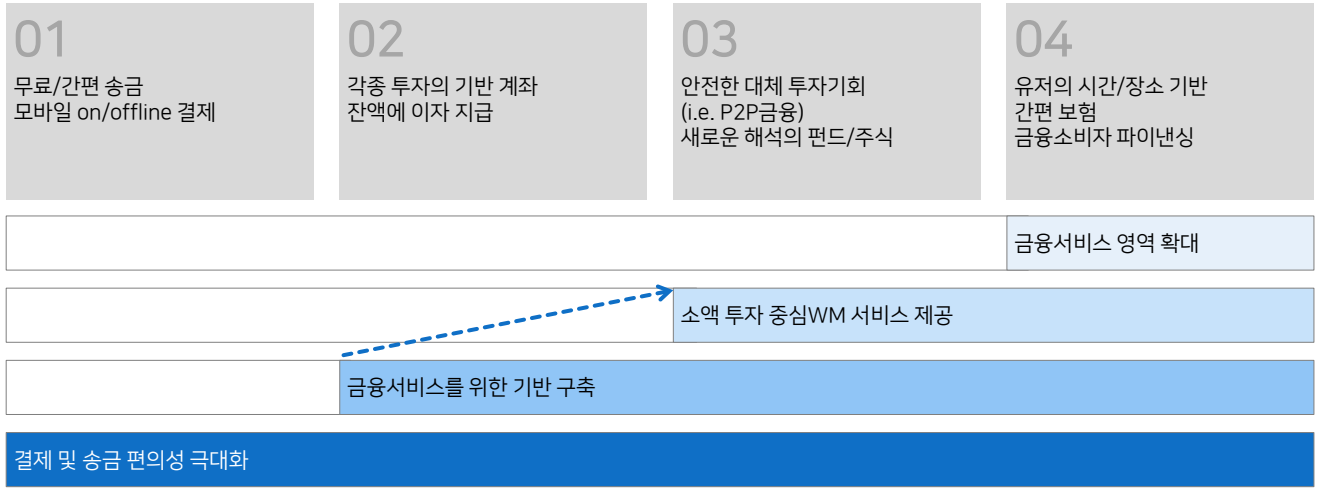
자료: 서울시, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오페이의 성장모델

간편결제는 플랫폼

- 카카오페이는 간편결제(일 100만건, 18년 9월 기준) + 멤버쉽(230개 브랜드, 65천개 가맹점) + 매장결제(11만 가맹점) + 송금(송금봉투, 예약송금, 더치페이) + 청구서 + 인증 등 다양한 역할
- 송금과 결제 – 증권사 라이선스 취득 통해 CMA(잔액 이자 지급, 투자 기반) 기능 – P2P 금융/펀드/주식 등 다양한 투자기회 – 보험/제3금융 등 금융 서비스 등으로 성장할 계획
- 카카오뱅크와 달리 페이와 증권사 비즈니스 결합. 중장기로는 금융 포트폴리오 통합되나 단기적으로 카카오페의 손익 구조 개선 등의 효과 기대

카카오페이 성장로드맵



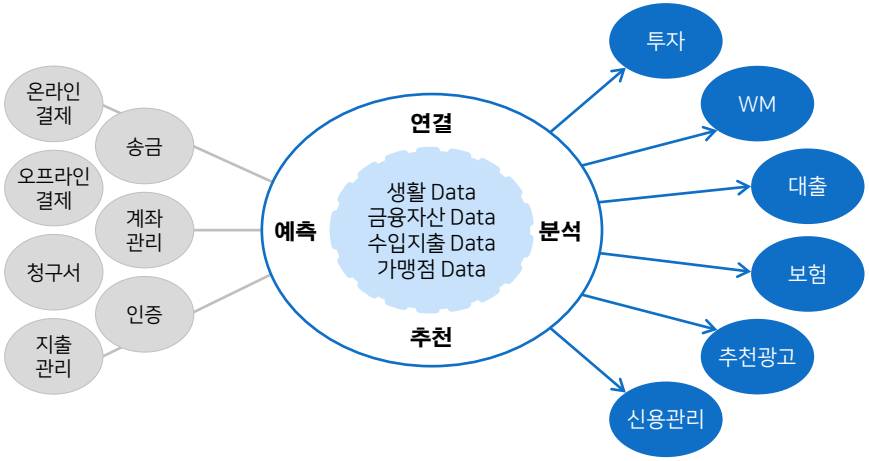
자료: 카카오페이, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

카카오페이의 성장모델

간편결제는 플랫폼

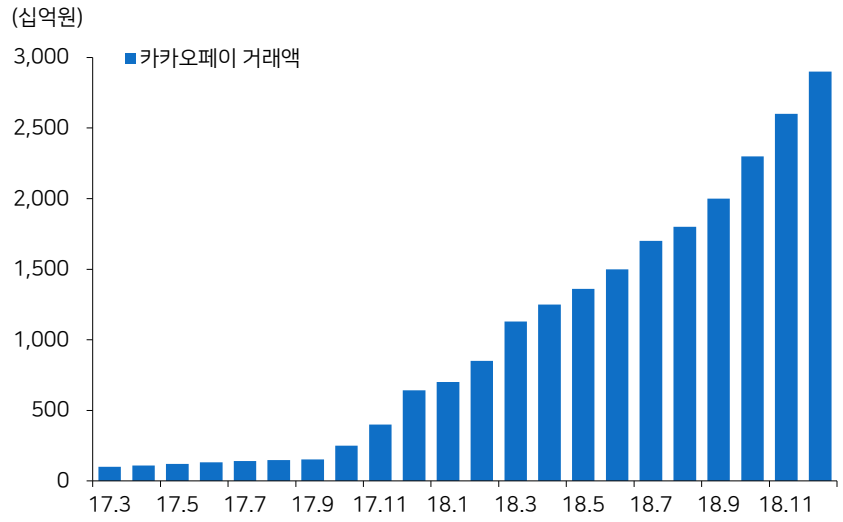
- 간편결제의 궁극적인 목표는 빅데이터 그리고 DMP(Data Management Platform)
- 오디언스 분석과 모델링 통한 퍼포먼스 광고, 동영상 광고
- 카카오페이는 바로투자증권 인수 통해 금융채널링(소비생활에 적합한 금융 서비스) 제공 예정
- 참고로 2018년 카카오페이의 월결제액은 2조원 상회하며 폭발적 성장. 그러나 송금 비중이 80~90% 수준으로 추정. 카카오페이는 개인 은행/증권 계좌에서 '카카오머니'에 충전해서 사용하는 형태
- 펀뱅킹수수수료로 인한 18년 적자 규모는 800~1,000억원으로 추정

카카오페이 성장 비전



자료: 카카오페이, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오페이 거래액



자료: 카카오페이, 메리츠종금증권 리서치센터

10

Part III

Video , 메가 트렌드

동영상, 메가 트렌드

모바일 혁명과 유사한 수준의 엄청난 변화

- I see video as mega trend, same order as mobile. – Facebook의 Mark Zuckerberg
- 동영상은 이제 인터넷 서비스의 한 영역이 아니라 온라인 컨텐츠를 소비하는 지배적 수단
- 동영상 생태계는 3가지 Player로 구성 1) 라이브 버티컬, 2) 이용자 툴, 3) 큐레이팅으로 구성
- 버티컬 서비스는 트위치, 유튜브, 아프리카TV처럼 음악,게임,뉴스,스포츠로 동영상 컨텐츠 수직계열화
- 이용자 툴은 인스타그램처럼 크리에이터들의 일상을 기록하며 스토리 텔링을 위한 기반 서비스
- 큐레이팅은 맞춤형의 컨텐츠를 찾아주는 구독/관심 서비스를 일컫음

동영상 생태계

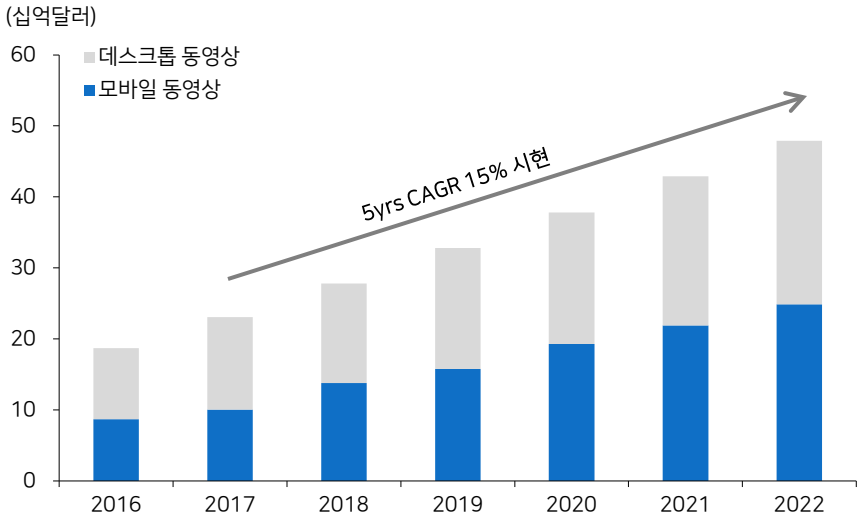
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

동영상 광고 시장

2022년까지 72% 성장

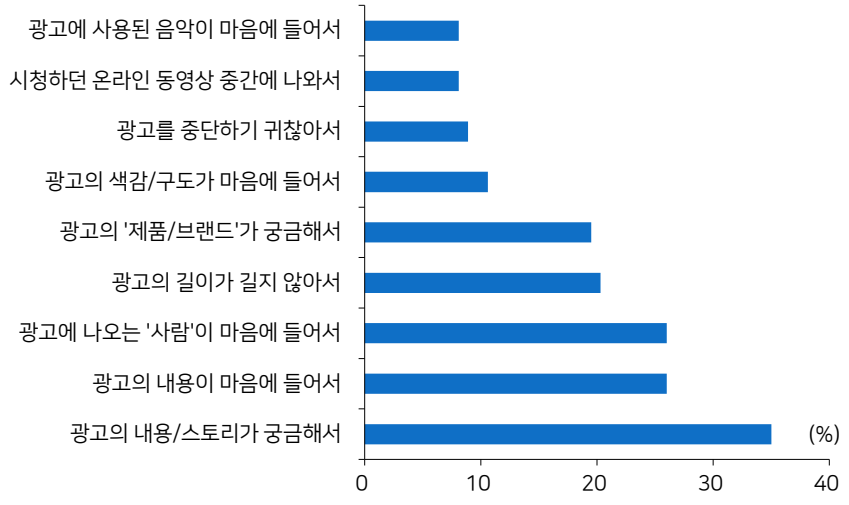
- 2018년 글로벌 동영상 광고 시장 규모는 278억달러로 5yrs CAGR 15%를 시현하며 성장
- 동영상 광고 시청은 브랜드에 대한 긍정적 이미지 형성과 구매의향 높이는데 도움
- 광고의 내용 및 스토리가 궁금해서(35%), 광고의 내용이 마음에 들어서(26%), 광고에 나오는 사람이 마음에 들어서(26%) 등으로 광고 내용과 등장하는 인플루언서에 따라 효율높은 광고 전달

글로벌 동영상 광고 시장 규모



자료: Statistica, 메리츠종금증권 리서치센터

동영상 광고 시청 이유



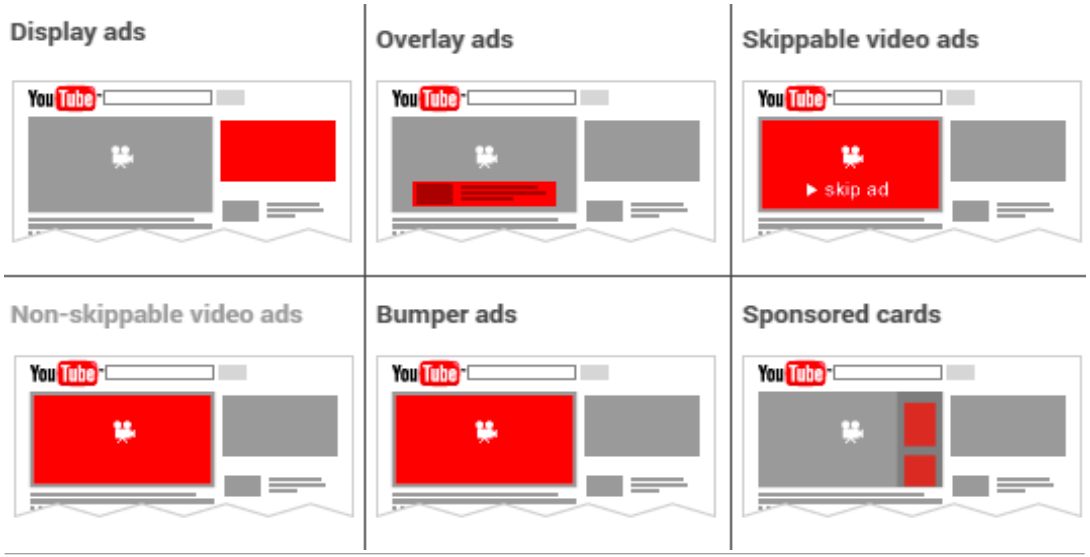
자료: 오픈서베이, 메리츠종금증권 리서치센터

동영상 광고 시장

유튜브가 글로벌 시장 주도

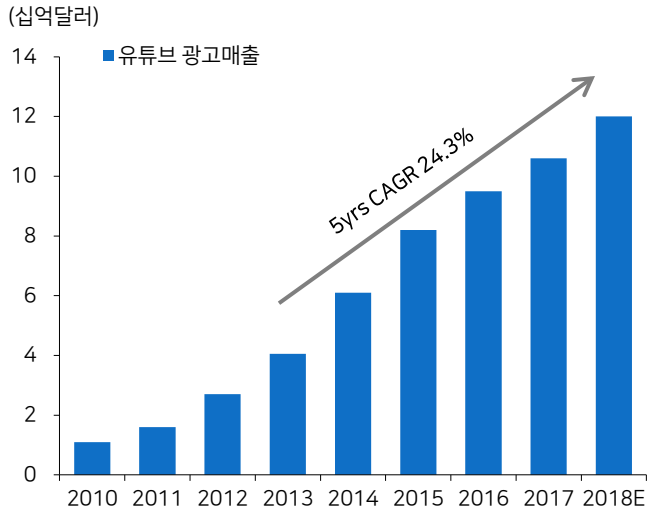
- 글로벌 유튜브 광고 매출 규모는 120억달러 수준이며 5년간 평균 성장률 24% 기록하는 고성장
- 한국 광고 매출 규모 또한 5천억원에 육박할 것으로 추정
- 유튜브의 광고 디스플레이, 오버레이, 스킵 가능한 형태, 범퍼 광고 등이 존재

동영상 광고의 다양한 형태 – 유튜브 사례



자료: 유튜브, 메리츠종금증권 리서치센터

유튜브 광고 매출 – 5yrs CAGR 24%



자료: 유튜브, 메리츠종금증권 리서치센터

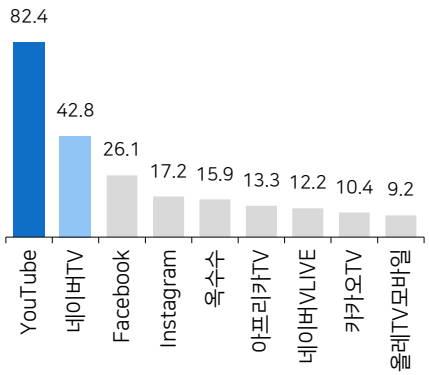
동영상을 잡아라

유튜브 이용률이 최다
컨텐츠별로는 차별화

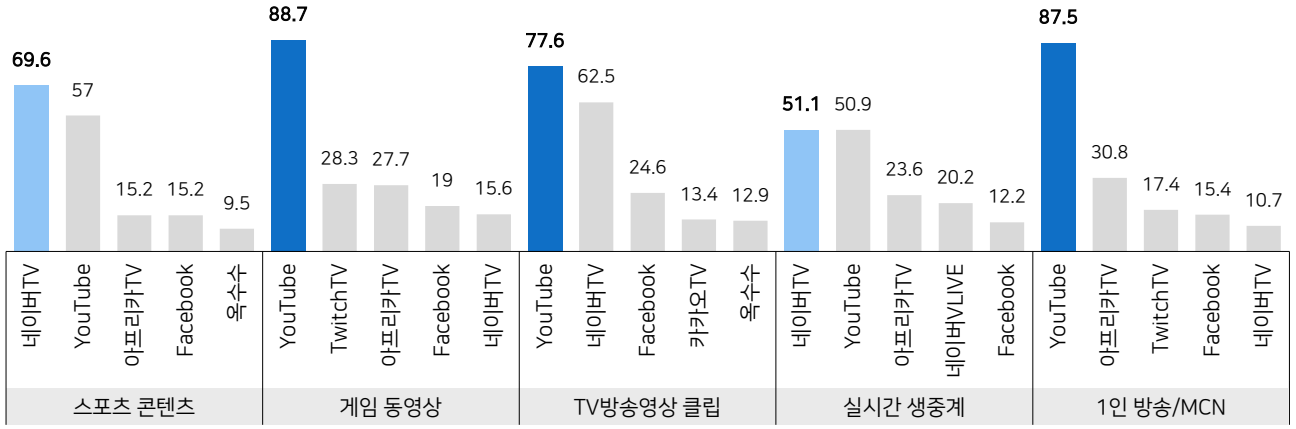
- 국내 인터넷 이용자들이 가장 많이 사용하는 동영상 플랫폼은 YouTube로 나타나
- 시장점유율은 유튜브 82.4%, 네이버TV 42.8%, 옥수수 15.9%, 아프리카TV 13.3% 순임
- 장르별 플랫폼 이용률도 유튜브가 5개 분야에서 3개 분야 1위 차지

동영상 생태계

온라인 동영상 시청 플랫폼 이용률 (%)



온라인 동영상 시청 플랫폼 이용률 (%)



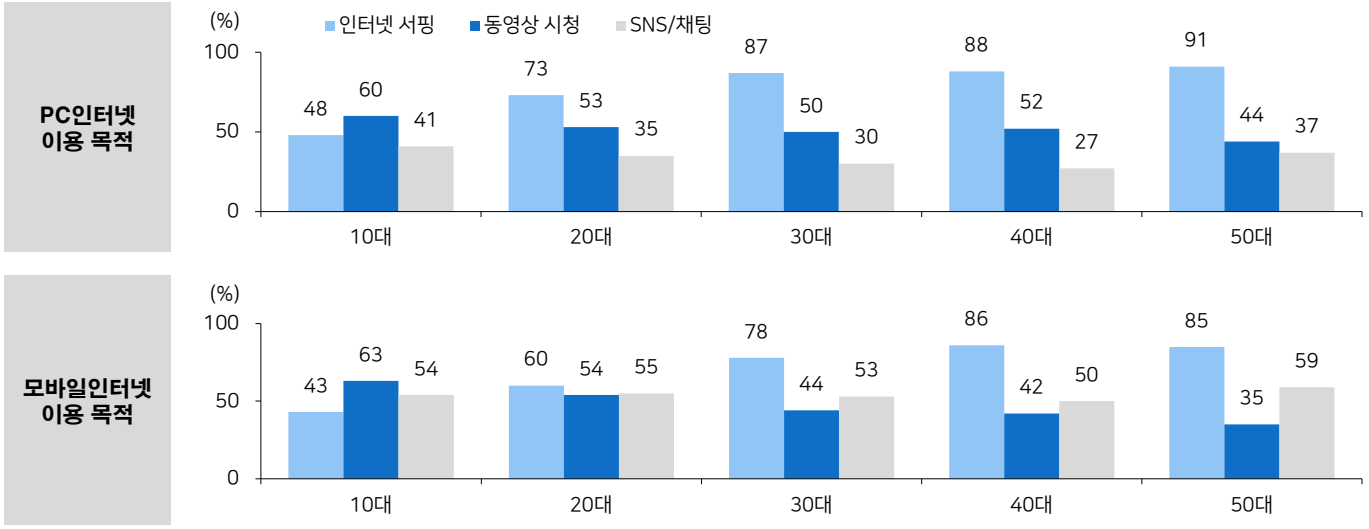
자료: 나스미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

동영상을 잡아라

1020세대의 선호 플랫폼

- "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 달함
- 1020세대는 게임과 1인미디어를 즐겨 보는 것으로 나타남. 10대를 제외한 연령대는 웹서핑을 주로 이용하였으며 40~50대의 동영상 시청 비율은 35~42%로 현저히 낮았음

PC/모바일 인터넷 이용 목적 – 10대는 '동영상'을 보기 위해 인터넷 접속



자료:메조미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

동영상 플랫폼별 경쟁전략

국내 기업들의 추격전

- 네이버TV : 창작자들이 동영상을 손쉽게 올리고 편집할 수 있는 '크리에이터 스튜디오' 오픈
  잼라이브(생방송 퀴즈쇼), 쉐프클럽(요리강좌), 플레이리그(오픈 동영상 플랫폼) 등 출시
- 카카오TV : 컨텐츠 제작사 '카카오M' 설립. 1월 첫 오리지널 콘텐츠 '럭키하키' 공개
- 아프리카TV : 파트너/베스트 BJ 육성, BJ지원금 등을 통해 크리에이터 유치. 오픈스튜디오 통한
  오리지널 콘텐츠 제작

콘텐츠 강화

	콘텐츠 제작 및 투자 확대	제작사 및 크리에이터 지원
NAVER TV	웹예능, 뷰티, 게임, 키즈 등 주제형 TV 콘텐츠 강화	창작자 관리도구인 '네이버TV 크리에이터 스튜디오'를 강화하여 크리에이터들이 별도 관리 시스템에 접속해야 하는 불편함 개선
	쥬니버의 키즈 영상, 뮤직 영상, 지식 분야 의 '하우투(How to)' 영상 확보 전략 발표	'뷰스타 아카데미'를 통해 뷰티콘텐츠의 비즈니 스 모델 마련 및 브랜드 콜라보레이션 기회 제공
kakao TV	자체프로그램 제작을 위한 '카카오M' 설립	자체 제작자의 친화적 관리 툴 '비디오스테이션 '(영상 업로드, 유통)과 '비즈스테이션'(수익관리) 운영
	1월 첫 오리지널 콘텐츠 '럭키하키' 공개	크리에이터(카카오TV PD) 후원하기 기능 운영
afreeca TV	라이브 방송을 통한 감독, 배우 모집 및 시청자 오디션 진행, 시나리오, 연출 구성에 시청자 의견 반영 등 플랫폼 특징 반영한 콘텐츠 제작	'BJ콘텐츠제작지원센터'를 운영하여 신입 BJ를 위한 콘텐츠 제작비 지원(1회 최대 1천만원)

자료: 나스미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

모바일 최적화

	라이브서비스	PC와 모바일 통합
NAVER TV	생방송 모바일 퀴즈쇼 '잼라이브', 생방송 요리 강좌 '쉐프클럽' 등 라이브 방송 장르 다양화	기존의 웹 'TV캐스트'와 애플리케이션 '미디어플레이어' 통합하여 '네이버TV'출시
	모바일 게임 라이브 스트리밍 기능 '플러그 라이브' 출시	모바일에 특화된 오픈 동영상 플랫폼인 '플레이 리그'를 출시하면서 모바일 온라인 동영상 시장 확대
kakao TV	다른 이용자들과 실시간 채팅 ('라이브 채팅')하며 생방송 경기를 시청할 수 있는 프로야구 콘텐츠 운영	웹 중심의 '다음tv팟'과 모바일 중심의 '카카오TV'를 통합하여 '카카오TV'를 새롭게 개편
		카카오톡에 '카카오TV'를 연동하면서 동영상 공유와 모바일 채팅 동시 가능
afreeca TV	스포츠 생중계 확대 및 캐스터 영입	'모바일 라이브캠'을 통해 별도의 웹 연결장치 없이도 모바일 화면 방송 가능

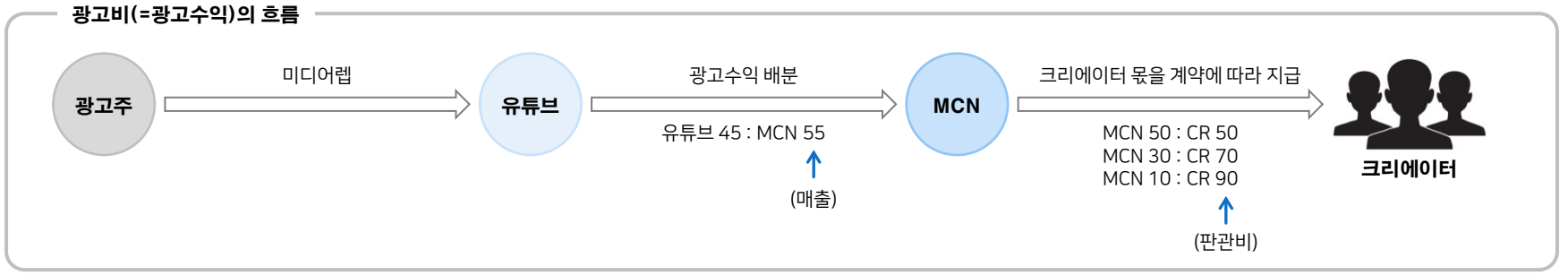
자료: 나스미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

유튜브의 수익구조

광고가 대부분

- 유튜브의 수익구조는 광고가 대부분. 2015년부터 광고없이 시청가능한 월정액 요금(유튜브레드) 운영
- 광고주가 광고비 지불시, 유튜브는 MCN과 45:55로 수익배분. MCN은 크리에이터와 통상적으로 4:6으로 수익 나눠갖는 구조
- MCN은 유튜버 소속사 개념으로 1명의 매니저가 여러명의 크리에이터 관리하는 동영상계의 매니지먼트사와 같은 역할. 주요 기능은 동영상 편집, 스폰서/광고 유치, MD 등 부가수익 창출

플랫폼 매출 수익구조



광고주
- 자사 광고 계획 수립 및 비용 집행
- 미디어렙을 통해 가장 적절한 매체 확보

유튜브
- '콘텐츠+광고'를 타겟 시청자와 정확히 연결
- 광고수익의 일부를 콘텐츠 제작자 측에 배분
- 유튜브는 각 MCN에 CMS* 서비스 제공

MCN
- 크리에이터에게 각종 매니지먼트 서비스 제공, 콘텐츠 제작 지원
- 리소스 투입 정도에 따라 정산비율 차별화

크리에이터
- 콘텐츠를 통해 트래픽 창출에 기여한 대가로 수익 취득
- MCN으로부터 받는 지원 수준에 따라 수취비율 상이

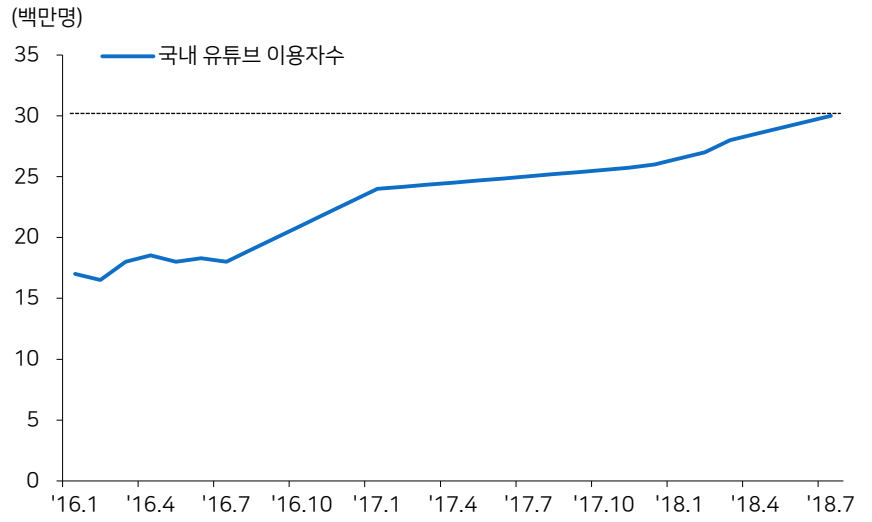
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

한국의 동영상 산업

유일하게 Q가 성장하는 산업

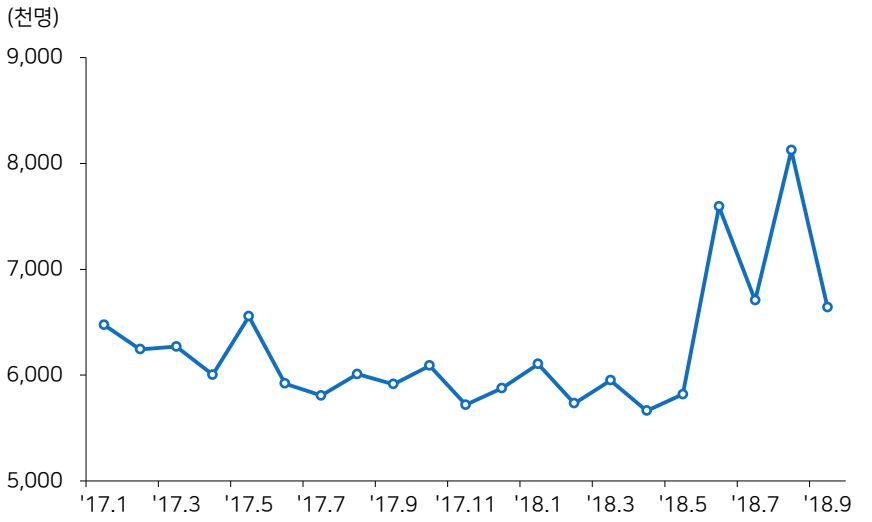
- 국내 유튜브 이용자수는 3천만명 돌파하며 카카오톡과 네이버의 이용자 기반과 비슷해질 것
- 아프리카TV 역시 2018년 동계올림픽/월드컵/아시안게임 등 다수의 스포츠 중계로 신규 고객 확보
- 동영상 컨텐츠는 기존 스포츠/게임/먹방/키즈 등에서 펫방/낚시/요리/뷰티 등으로 다변화

2018년 유튜브 이용자수, 3천만명 돌파



자료: 유튜브, 메리츠종금증권 리서치센터

아프리카TV의 MUV(Monthly Unique Visitors)



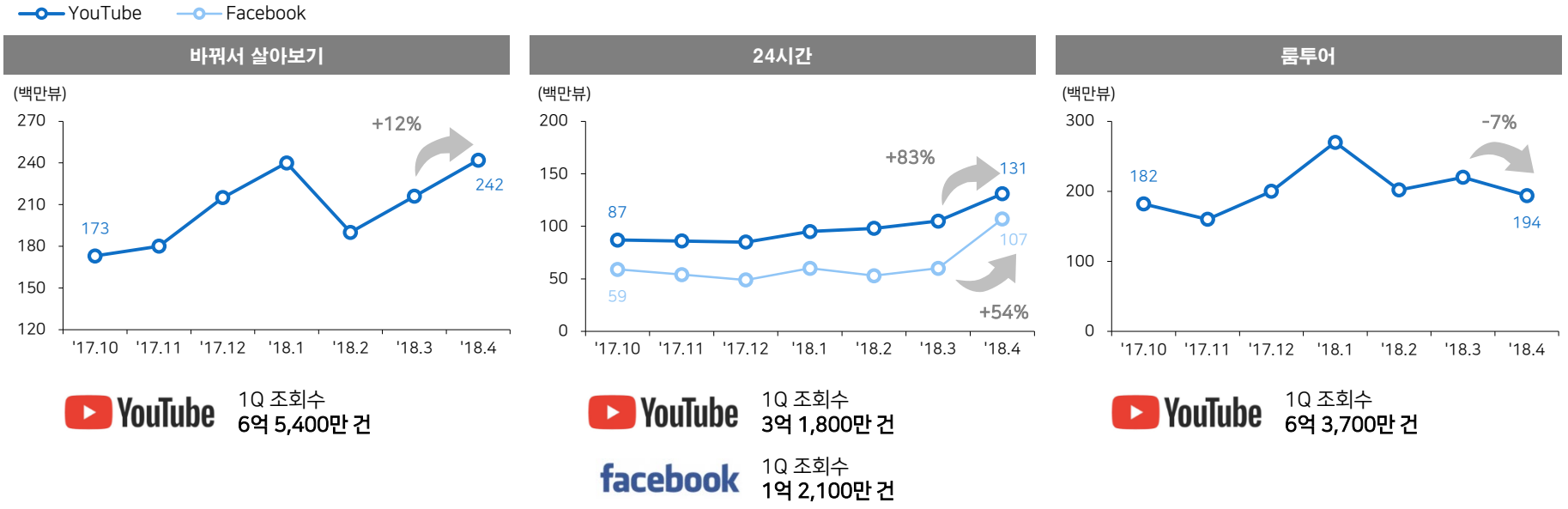
자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 동영상 트렌드

인플루언서, 트렌드의 변화와 분화가 매우 빠름

- 유튜브, 인스타그램으로 대표되는 소셜 비디오 시장은 트렌드의 변화가 매우 빠름
- 크리에이터로 불리는 컨텐츠 생산자 개개인이 시청자들의 기호 변화에 민감하게 반응하기 때문
- 예를 들어 먹방이 유행일 때는 게임이나 뷰티 채널에서 치킨을 먹는 형태
- 그리고 '철지난' 컨텐츠는 오디언스 개발과 마케팅에서도 성과 내기 어려움

대리경험



YouTube 1Q 조회수 6억 5,400만 건

YouTube 1Q 조회수 3억 1,800만 건

facebook 1Q 조회수 1억 2,100만 건

YouTube 1Q 조회수 6억 3,700만 건

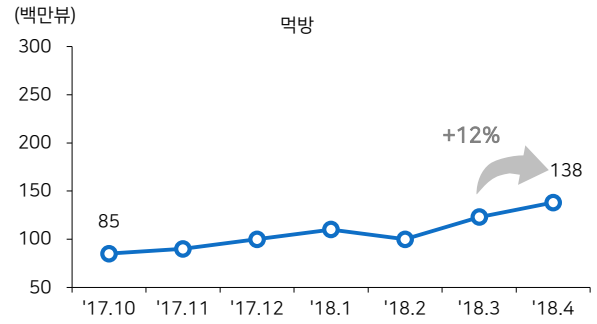
자료: Tubular(2018), 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 동영상 트렌드

YouTube Facebook

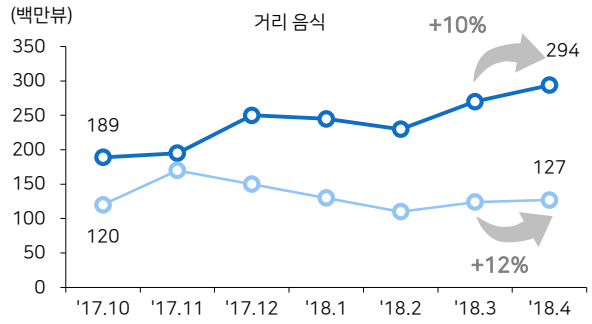
음식 관련 비디오 콘텐츠의 월별 조회수 추이

먹방



YouTube
1Q 조회수
3억 4,100만 건

거리 음식

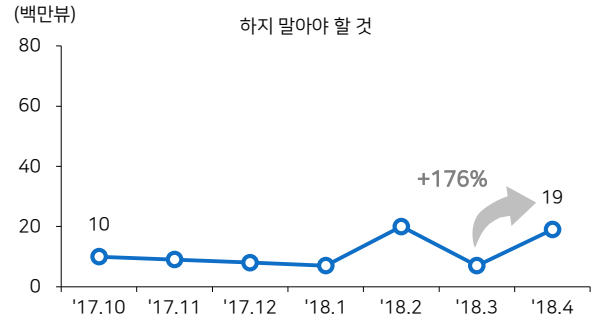


YouTube
1Q 조회수
7억 3,500만 건

facebook
1Q 조회수
3억 3,300만 건

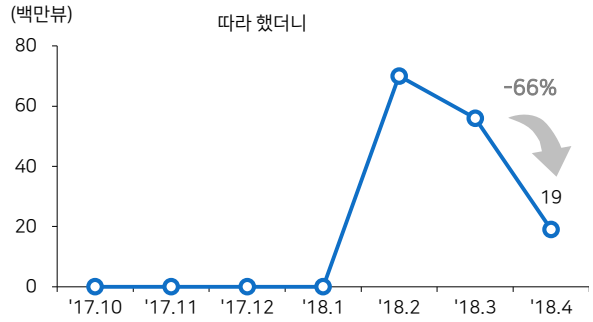
안티 튜토리얼

하지 말아야 할 것



facebook
1Q 조회수
3,400만 건

따라 했더니



YouTube
1Q 조회수
1억 1,900만 건

자료: Tubular(2018), 메리츠종금증권 리서치센터

10

Part IV

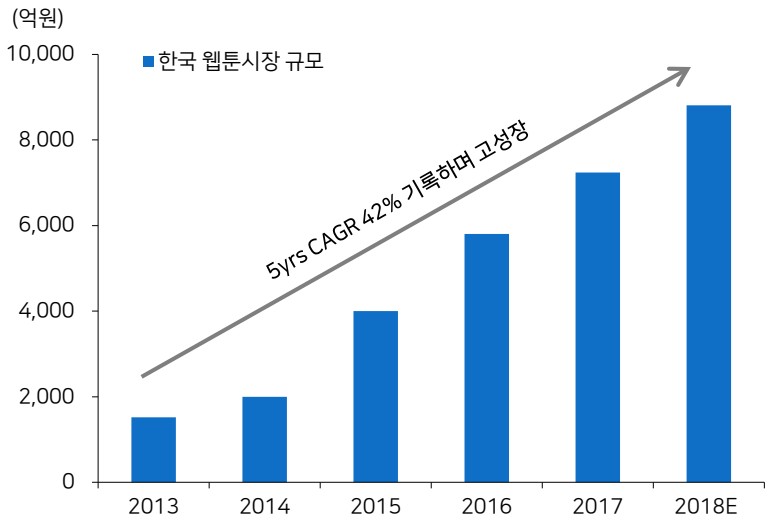
웹툰 전성시대

웹툰, 내가 제일 잘나가

한국 웹툰의 인기

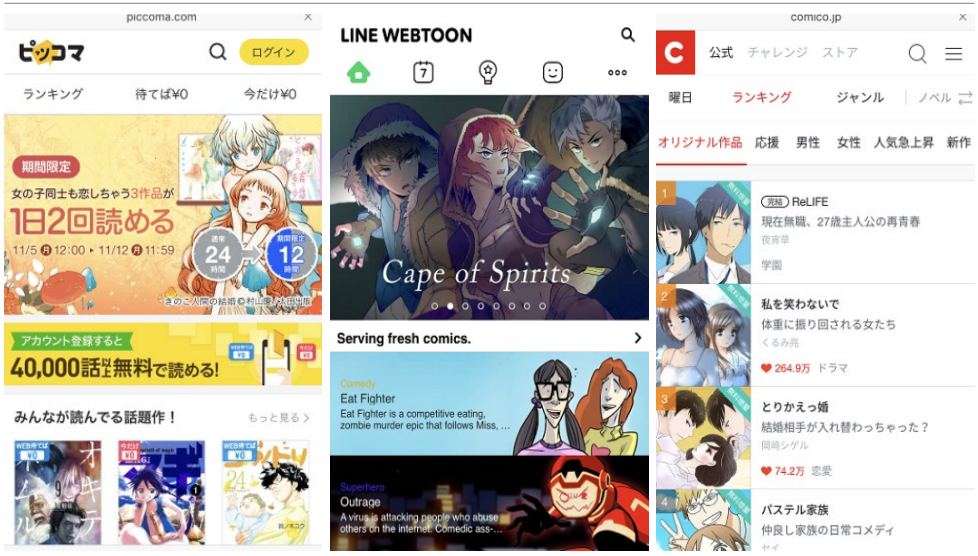
- 국내 웹툰 시장은 20013년 1,500억원 수준에 불과, 2020년 웹툰 매출 1조원 시대 눈앞에 두고 있음
- 한국 웹툰의 인기는 일본, 미국, 중국을 비롯한 세계 시장에서 확인되고 있으며
- 라인웹툰, 카카오픽코마, NHN엔터테인먼트의 코미코는 일본, 미국의 디지털만화 시장 주도

한국 만화시장의 CAGR 42% 에 달해



자료: KT경제경영연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

라인웹툰, 픽코마, 코미코 등 일본/미국 디지털만화 주도



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

웹툰, 내가 제일 잘 나가

한국 웹툰의 인기

- "인터넷 만화의 비약적인 성장은 눈부시다. 가히 혁명적인 상황이라고 할 만큼 만화 시장의 모든 것을 바꿔 놓았다. 이제 인기 만화 작가는 대여점이나 만화가게에서 찾으면 안되고 인터넷에 접속해야만 한다. "– 디지털만화규장각, 김병수
- 웹툰은 웹(Web)과 만화(Cartoon)이 결합된 컨텐츠로, 출판물에서 웹으로 만화가 연재되는 공간이 바뀌며 그 특징 또한 변화
- 첫째, 웹툰은 위에서 아래로 내려보는 세로 스크롤 방식으로 컷구성이 상이. 둘째, 댓글을 통해 적극적 소통이 가능하다는 점. 셋째, 플래시나 소리 효과를 통해 시각과 청각 자극하는 경험 가능

옥수동 귀신 – 웹툰에 자바스크립트와 플래시 활용

주: 옥수역 귀신, 2011. 호랑이 작가
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

내 ID는 강남미인 – 웹툰 IP의 드라마 성공사례

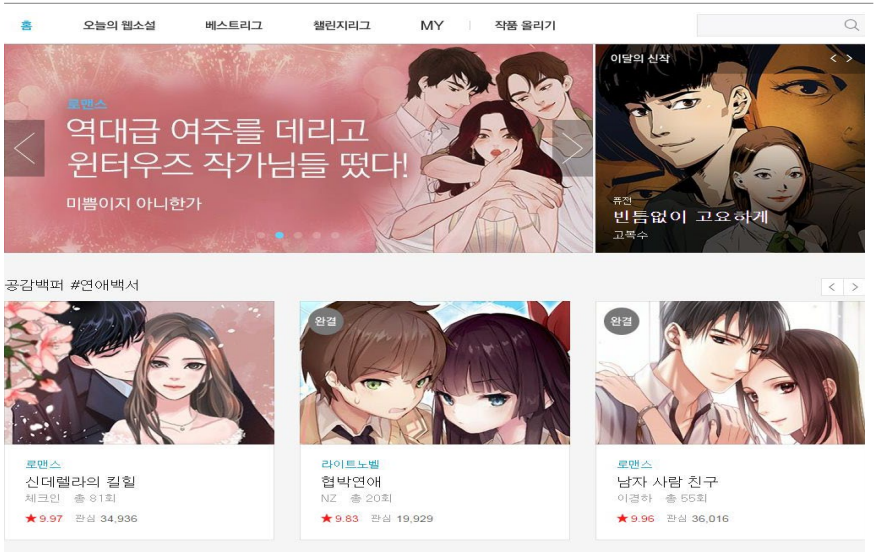
자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

웹소설의 인기

문화를 바꾼다

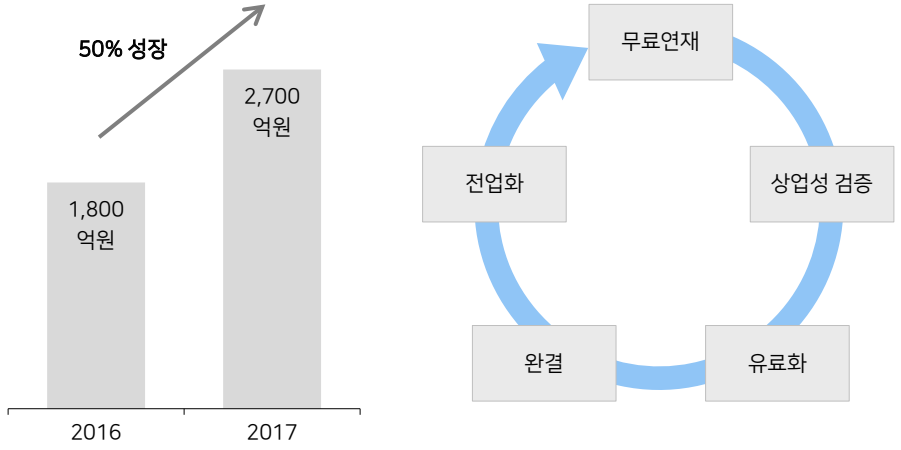
- 시장의 반응 측정과 제품이 수정에 극도로 용이한 디지털 콘텐츠의 특성을 잘 반영
- 웹소설의 인기 1) 중고등 때 경험했던 이용자가 구매가능 고객으로 성장, 2) 전자결제의 편의성으로 거부감 없어짐, 3) 다른 여가생활대비 현저히 낮은 가격
- 웹툰/웹소설의 시장 확장에는 1) 실력있는 작가들이 예전보다 훨씬 더 많은 기회, 2) 플랫폼의 투자와 트래픽 집객 능력과 3) 경험해본 소비자가 늘어나며 네트워크 효과, 구매 단가 상승

웹소설도 인기



자료: Naver, 메리츠종금증권 리서치센터

한국 웹소설 시장 규모와 등단구조



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

한국 웹툰의 역사

2009년 스마트폰 출시를 기점으로 폭발적 성장

- 웹툰은 '웹에서 보기 위하여 제작된 인터넷 만화'를 일컫는 말. 기존의 출판 만화와 구분하는 개념
- 2000년대 초반 웹툰은 포털사이트를 트래픽 유치 위한 대형마트 시식대의 '공짜컨텐츠'와 흡사
- 2005년 네이버 웹툰 태동. 2005년 조석의 '마음의 소리' 인기. '베도(베스트도전)' 통해 작가 등용문
- 그러나 2009년 스마트폰 출시되며 이용자수가 폭발적으로 성장. 초기 웹툰은 웹상에 흩어져있던 작품들을 모아 구축했던 생태계. 포털을 중심으로 만화컨텐츠의 유통, 2차 저작권판매와 해외진출
- 2013년 카카오페이지 서비스 개시. 2014년 '기다리면 무료'라는 수익모델 통해 이용자/트래픽 급증

한국 웹툰 History

자료: 한국컨텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오페이지

한국 웹툰 시장주도

- 포도트리는 2010년 7월 설립. 웹툰/웹소설/드라마/영화 전문 콘텐츠 플랫폼
- 2015년 카카오에 피인수 후 카카오페이지 운영, 관리하였으며 2018년 8월 사명 '카카오페이지'로 변경
- 카카오페이지의 인기에는 '기다리면 무료'라는 결제방식 주효. 컨텐츠의 초반 회는 무료로 제공하고, 이후 회부터는 일정 시간이 지나야 무료로 제공하는 방식
- 카카오페이지는 2016년말 엔커에쿼티로부터 1,250억원 투자받을 당시 기업가치 4,500억원 수준이었으나 2018년 카카오의 유상증자로 평가받은 가치는 1.4조원
- 1.4조원으로 가정시 Valuation은 2018E 거래액 기준 PSR 6.1배 수준

기업개요

구분	내용
설립일	2010년 7월 교육용 컨텐츠 제작,판매하는 포도트리로 설립
CEO	이진수
최근 실적	2017년 영업수익 1,318억원, 영업이익 33억원(OPM 2.5%)
비즈니스 모델	'기다리면 무료'라는 결제방식 주효
수익배분	총매출에서 30% 마켓수수료 제한 뒤 작가와 7:3 배분
특이사항	2016년말 엔커에쿼티로부터 1,250억원 투자(4,500억원 평가) 2018년 카카오 유상증자 당시 기업가치 1.4조원 평가

자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

손익계산서 및 가치평가 – 2018년 1.4조원의 EV

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
거래액	50.0	95.0	160.0	230.0	270.0
영업수익	30.1	64.0	131.8	167.9	202.5
성장률(%)		112.7%	105.8%	27.4%	20.6%
영업비용	30.7	63.5	128.5	151.6	178.9
영업이익	-0.6	0.5	3.3	16.3	23.6
성장률(%)		흑전	560.5%	391.1%	44.9%
OPM(%)	-1.8%	0.8%	2.5%	9.7%	11.7%
기타수익	0.0	110.0	0.7	1.0	1.3
기타비용	0.1	1.8	0.8	1.0	1.2
금융수익	0.1	0.0	1.8	2.0	2.2
금융비용	2.0	2.2	0.1	0.1	0.1
지분법손익	-	-	-3.1	-5.0	-7.0
세전이익	-2.5	-3.4	1.9	13.2	18.8
법인세비용	-	0.0	-3.2	-1.0	1.2
당기순이익	-2.5	-3.4	5.1	14.2	17.6
성장률(%)		적지	흑전	178.1%	24.0%
NPM(%)	-8.5%	-5.3%	3.9%	8.5%	8.7%
Enterprise Value		450.0	800.0	1,400.0	1,400.0
Target PSR (배)		4.7	5.0	6.1	5.2

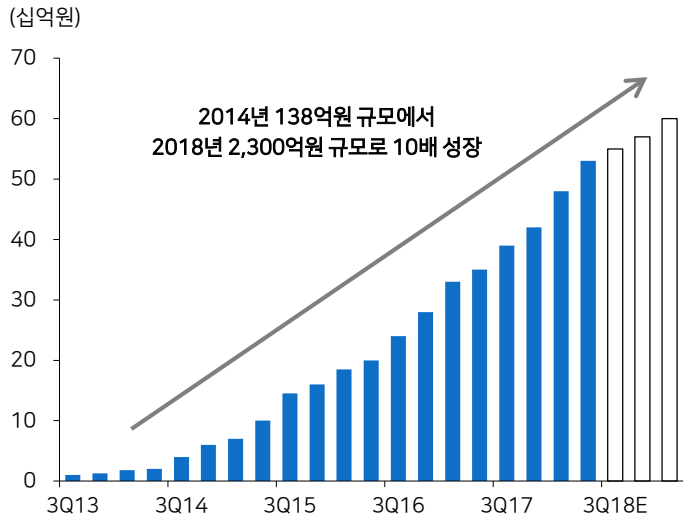
자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

카카오페이지

12시간 기다리면 무료

- 카카오페이지의 연간 거래액 규모는 2015년 500억원에서 2016년 1,000억원 → 2017년 1,600억원, 2018년 2,300억원으로 가파른 성장세 시현. 2018년 영화/드라마로 컨텐츠 저변 확충
- 9월부터 기다리면 무료 서비스는 기존 24시간 또는 72시간에 무료로 작품을 감상하던 방식에서 12시간마다 보는 구성도 추가하여 컨텐츠 소비속도를 가속화시키고 있음
- 카카오페이지의 IP는 드라마, 영화로 확장되고 있으며 2018년 인기드라마 '김비서가 왜그럴까'가 그예

카카오페이지 거래액, 지난 4년간 10배 성장



자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오페이지의 IP비즈니스 모델

	LicenseFree	RevenueShare	Co-Investment	Co-Protection	Co-development/JV
오프라인 출판	✓	✓			
TV드라마	✓	✓	✓		✓
영화	✓	✓	✓		
게임					
머천다이징	✓				

자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오페이지

IP 비즈니스 모델

- 김비서가 왜 그럴까: 웹소설로 시작하여 웹툰으로 제작, 이후 영상으로까지 제작
- 영상 서비스 확대. 2018년 1월 영화를 시작으로 5월 예능과 드라마 다시보기, 최근에는 해외 시리즈 등으로 영상 컨텐츠 늘려가며 종합 컨텐츠 플랫폼으로 성장
- 카카오페이지의 강점은 1) 우수한 편집능력, 2) 오리지널IP 확보, 3) 일본웹툰의 폭발적 성장

카카오페이지 웹툰/웹소설 IP 활용한 드라마

김비서가 왜 그럴까

이태원클라쓰

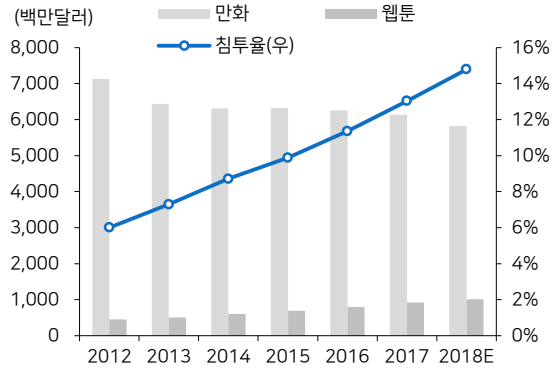
진심이 닿다(tvn, 2019년 1월 방영)

죽어도 좋아(KBS, 2018년 11월 방송)

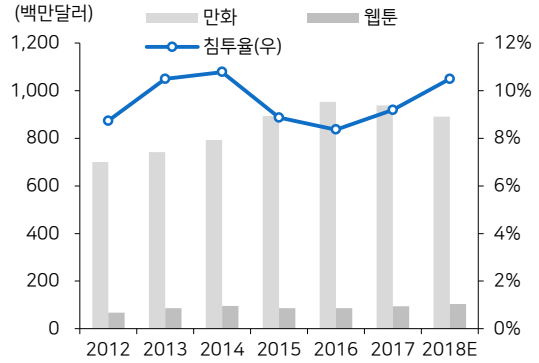
자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 웹툰 시장 규모

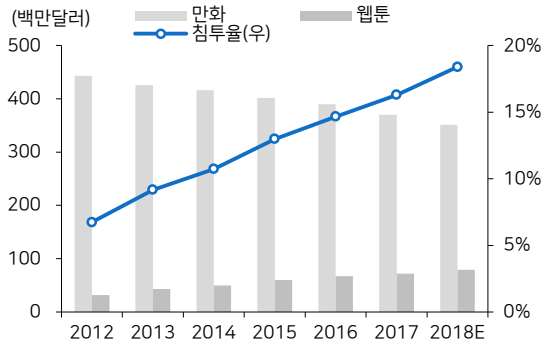
글로벌



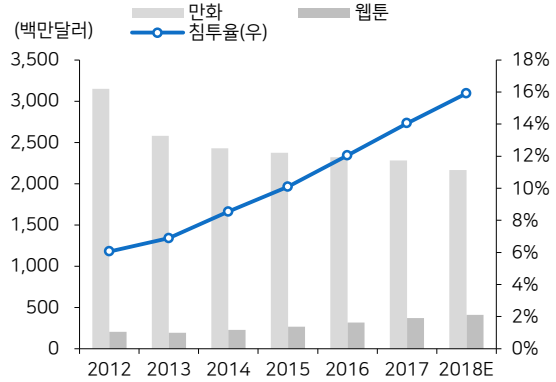
미국



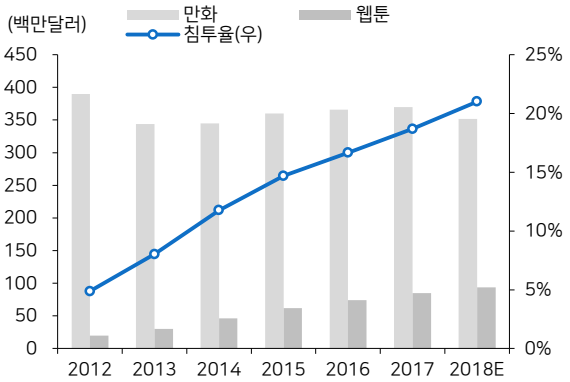
영국



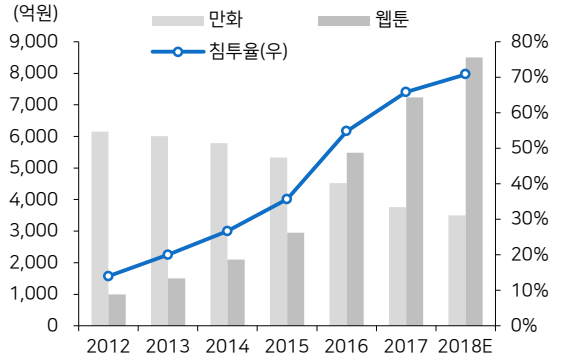
일본



중국



한국



자료:PWC2017, 메리츠종금증권 리서치센터

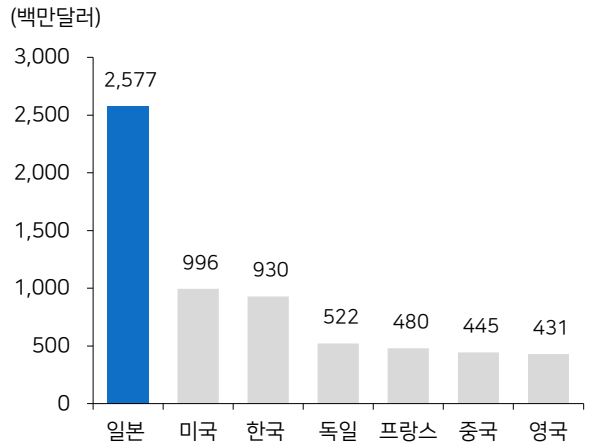
국가별 웹툰 시장규모

시장규모는 일본, 침투율은 한국, 성장성은 중국

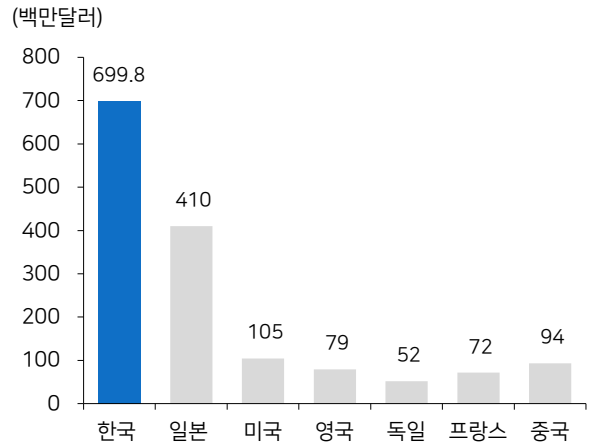
- 국가별 웹툰 시장의 규모는 일본 25.8억달러로 가장 컸으며 미국 10.0억달러, 한국 9.3억달러 순
- 만화시장 내 웹툰이 차지하는 비중은 한국이 71%로 최다
- 중국 만화시장의 성장잠재력 가장 크며 2015~2020년 CAGR은 70% 상회

글로벌 만화시장 규모 및 웹툰 침투율

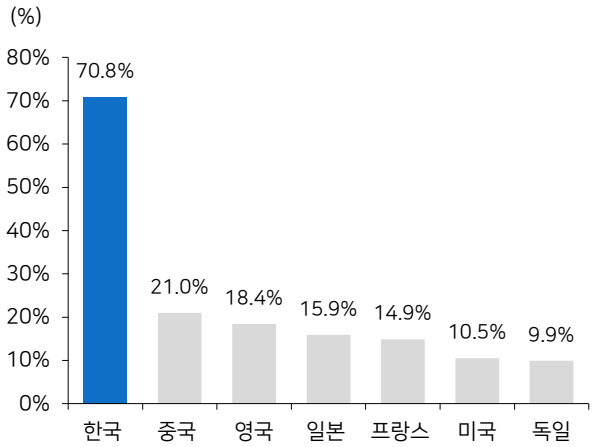
국가별 전체 만화시장 규모, 일본이 가장 큰 시장



국가별 웹툰 시장 – 한국이 1위 규모



국가별 웹툰 침투율 – 한국이 70%로 가장 빨라



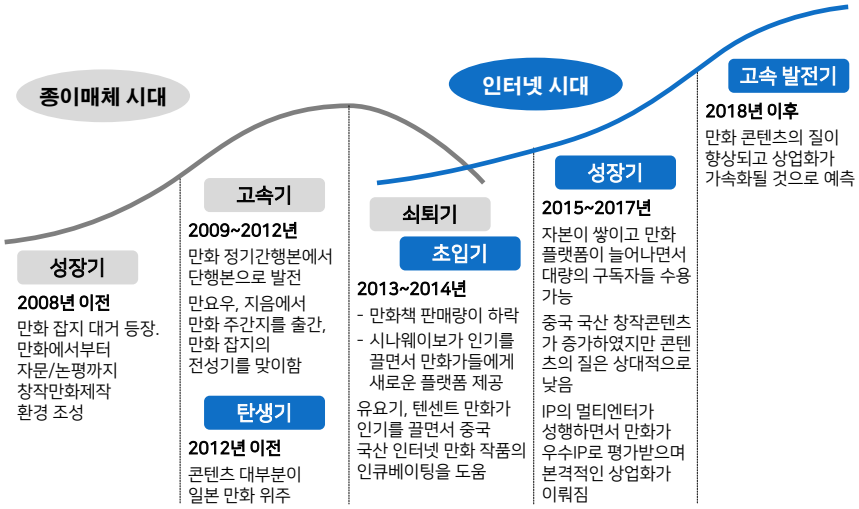
주: 2018년 기준
자료: PWC, 한국컨텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

중국 웹툰 시장구조

SNS가 웹툰 인큐베이팅 역할

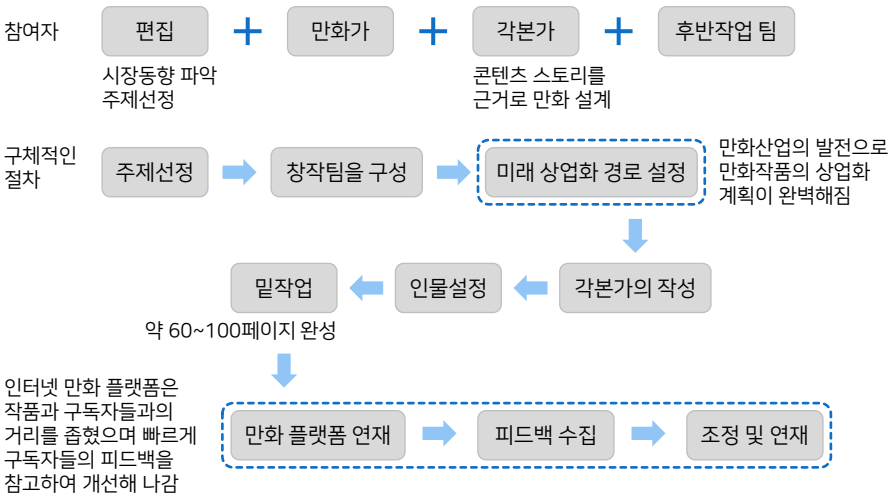
- 중국은 2008년 이전에는 만화잡지 등 전통매체를 중심으로 만화산업이 발전
- 2013~2014년 웨이보 등 SNS가 활기를 띄면서 만화가들에게 플랫폼 제공, 웹툰 인큐베이팅 역할
- 2015년부터 인터넷 만화 플랫폼이 많아지는 주요 원인은 IP 가치 상승이 대표적
- 우수한 컨텐츠는 희박한데 시장의 성장은 빨라지며 IP 확보 위한 경쟁 심화
- 2018년 중국 3대 웹툰 플랫폼은 U17, 텐센트 동만, 장웨임

중국 만화 산업의 발전현황



자료: 한국컨텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

만화 제작 과정



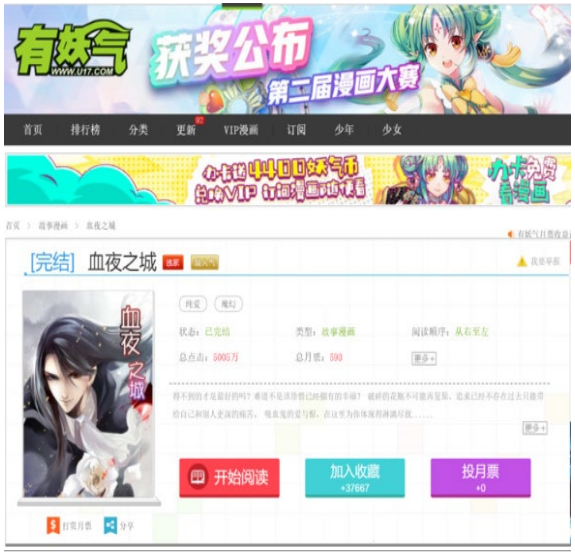
자료: 한국컨텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 웹툰 시장구조

다수의 Player 존재

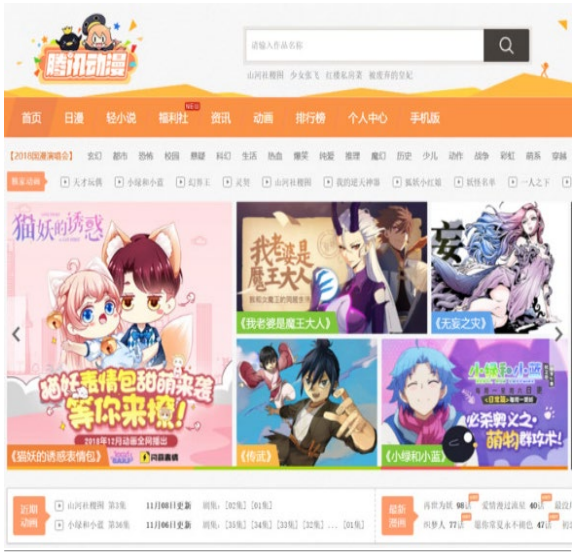
- U17 : 2016년말부터 VIP 서비스 확대하며 유료모델 구축. VIP 회원가는 월 30위안. VIP만화는 VIP만을 위해 개발. 참고로 U17 만화의 회당가격은 0.24위안~0.96위안
- 텐센트 동만 : 2018년 2만개 이상의 웹툰 타이틀 서비스. 카카오의 기다리면 무료 서비스 도입
  한국 만화부터 대만 만화까지 다양한 컨텐츠 소개. 5만명 이상의 작가들 활동
- 장웨: 회당 가격 0.13~0.52위안으로 가장 저렴. VIP 회원가도 월 10위안. 가장 역사가 오래되었으며 유료 회원비율도 높아. 1일 액티브 이용자수는 2천만명 상회

U17 – 6년동안 유료 서비스 기반 닦아



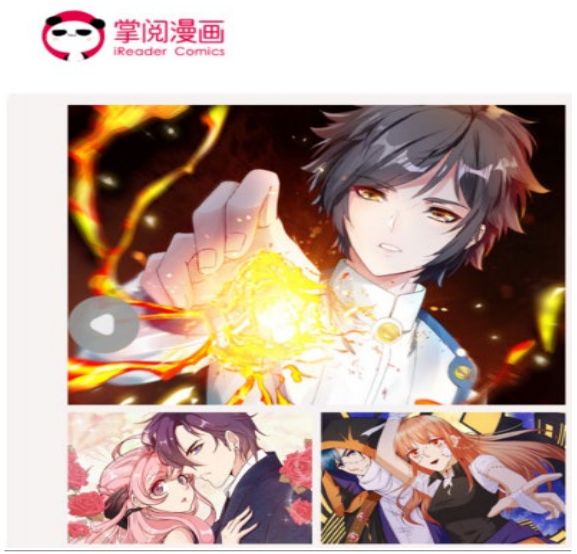
자료: U17, 메리츠종금증권 리서치센터

텐센트동만 – 기다리면 무료 수익모델 도입



자료: 텐센트, 메리츠종금증권 리서치센터

장웨



자료: 장웨, 메리츠종금증권 리서치센터

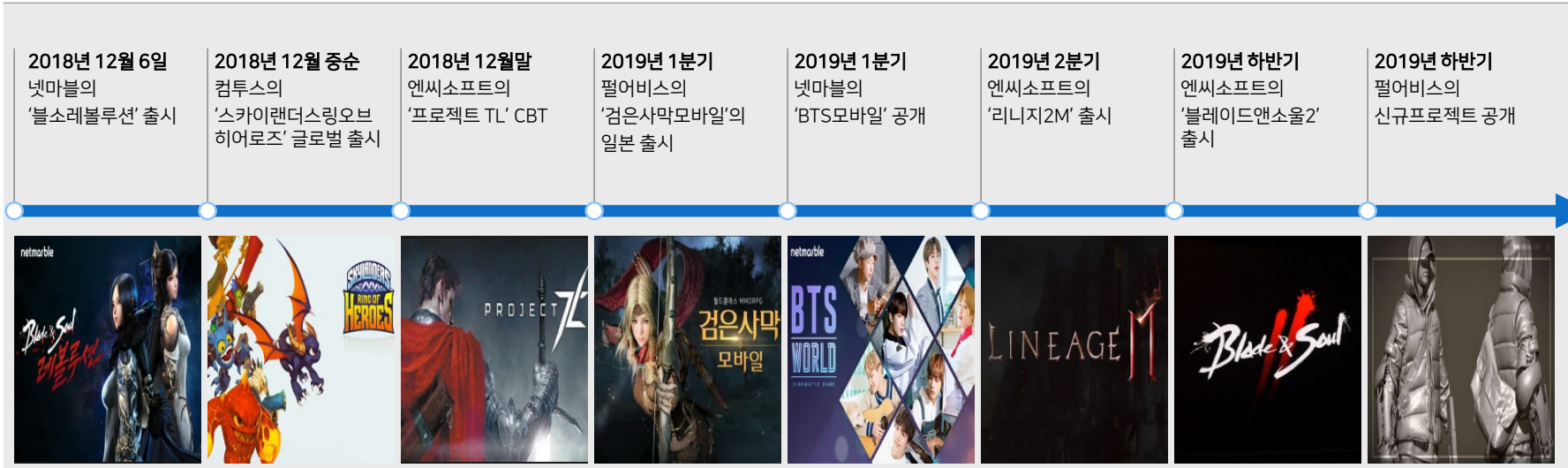
Part V
게임 르네상스

대형 IP 신작으로 화려한 부활

게임 르네상스

- 2019년 게임 산업은 대형IP 신작에 기반하여 지난 1년여의 부진을 떨쳐버리며 화려한 부활 기대
- 2018년 12월 넷마블의 '블소레볼루션'을 시작으로 2019년 엔씨소프트의 대형 신작라인업이 차례대로 공개 예정 (PC 1종, 모바일 5종)
- 펄어비스의 신규프로젝트(프로젝트K, 프로젝트V)와 CCPM게임즈 라인업(이브유니버스, 이브워오브어센션, 오메가, 이브차이나) 공개될 예정
- 넷마블의 'BTS모바일'은 게임과 K-Pop의 새로운 콜라보 컨텐츠 장르를 개척할 전망

2018 ~ 2019년 라인업



자료: 한국컨텐츠진흥원, 메리츠종금증권 리서치센터

마지막 성장 돌파구, 콘솔

MS와 엔씨소프트의 협력

- 2018년 11월 엔씨소프트와 MS의 협업계획을 공식화. 두 회사의 클라우드, 인공지능, 콘솔 협력에 관심
- 엔씨소프트의 김택진 대표는 1) 게임서버에 클라우드 서버 사용 비중 높이는 것과 2) 사용자 데이터 수집, 분석을 위한 MS의 클라우드 서비스 '애저' 활용하는 것, 그리고 3) MS의 XBOX 콘솔 게임 협력
- 마이크로소프트는 콘솔게임 컨텐츠 강화를 위해 스튜디오 설립, 게임사와의 협업 강화
- 프로젝트X클라우드는 애저 기반의 게임 스트리밍 서비스, PC와 스마트폰, 콘솔 등 기기에 국한되지 않고 사용자가 언제 어디서든 게임을 즐길 수 있게 한 기술

마이크로소프트의 사티아 나델라 대표는 왜 엔씨소프트, 펄어비스를 만났을까?

김택진
엔씨소프트 대표

사티아 나델라
MS 대표

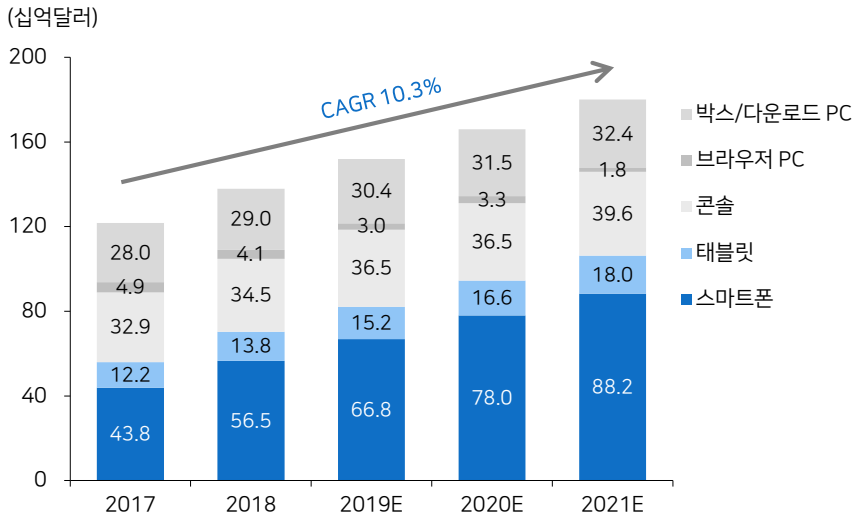
자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 게임 시장

게임 시장의 성장성은 여전히 견조

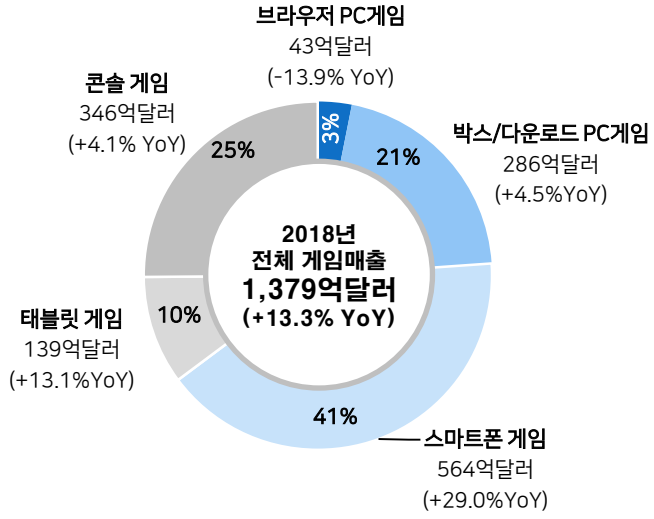
- 2018년 글로벌 게임 시장 규모는 1,379억달러(+13.3% YoY)로 글로벌 게임인구는 23억명
- 게임시장의 성장성은 여전히 견조. 모바일게임 시장은 2007년 아이폰 출시 이후 지난 10년간 두자릿수 성장률 유지
- 2018년 스마트폰 게임 시장은 564억달러로 51% 비중 차지. 그중에 20%가 태블릿 차지
- 콘솔 게임 시장 규모는 346억달러로 2번째로 큰 시장. 반면 PC게임 규모는 329억달러

글로벌 게임 시장 규모



자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 게임시장 비중



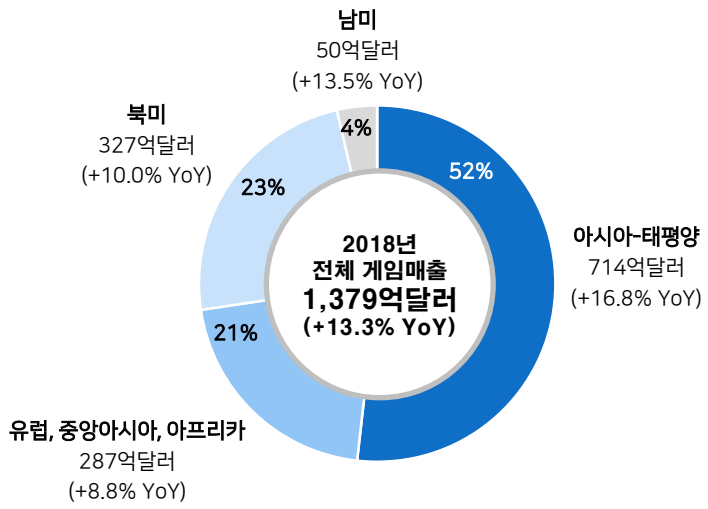
자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 게임 시장

중국 비중이 1/3

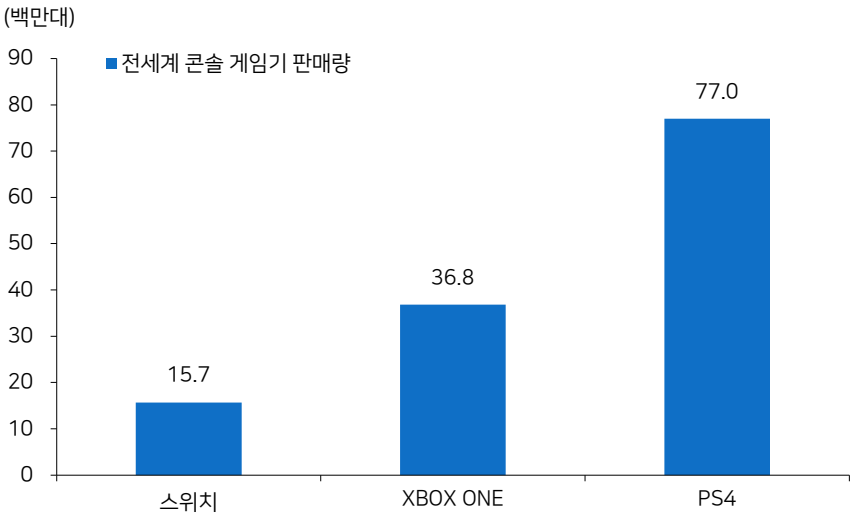
- 중국 게임 시장은 세계 시장의 3분의 1 비중 차지. 379억달러 규모 기록하였음
- 중국 모바일게임은 세계 시장의 61% 차지하였으며 2021년까지 70%로 확대 예상
- PC다운로드/박스 게임 시장 성장률도 4.2%로 견조. 2021년에는 323억달러 규모 예상
- PC/콘솔 게임 시장 성장 이유는 1) 네트워크 구축으로 경쟁 play 가능,
  2) e스포츠의 성장, 3) 'Free to Play, Item Sales'의 유료 모델 확대 등에 기인

글로벌 게임 시장 (지역별 비중)



자료: Newzoo, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 콘솔게임기 판매자료



주: 2018년 3월 17일까지 누적판매량 자료: vgchartz, 메리츠종금증권 리서치센터

블리즈컨 2018 그 이후

Cancel Diablo Immortal

- 블리쟈드의 인기게임 '디아블로'가 모바일게임 '디아블로 이모탈'로 재탄생
- '디아블로이모탈'은 블리쟈드와 넷이즈가 공동 개발. 디아블로2와 3사이의 설명되지 않은 20년 내용
- 디아블로 이모탈은 애플과 안드로이드 앱스토어에서 사전예약 진행 중이나 개발을 취소해달라는 서명운동이 전개될 정도로 디아블로 팬들의 불만 표출 되고 있음
- **이는 1) IP의 영향력 재확인, 2) 글로벌 게이머들의 새로운 PC 타이틀에 대한 갈망, 3) 국내 대형 PC MMO를 만들어낼 수 있는 엔씨소프트, 펄어비스에 대한 관심 유효**

블리즈컨 2018 – '디아블로 이모탈' 공개

자료: Blizzard, 메리츠종금증권 리서치센터

블리쟈드 주가는 블리즈컨 이후 25% 하락

자료: Investing.com, 메리츠종금증권 리서치센터

콘솔게임의 부활

Sony와 Microsoft

- 하드웨어 매출액은 콘솔 기기의 인기에 따라 매해 변동성 존재하나, 소프트웨어 매출액은 지속 성장
- **Sony :** 2018년 소니 콘솔 매출액은 1.8조엔(+16.9% YoY), 영업이익은 1,770억엔(+30.5% YoY) 기록
  2018년 소프트웨어 매출액은 5.1% 증가한 1조 332억엔 기록
  2017년을 기점으로 소프트웨어 매출액이 하드웨어를 능가. 수익성 향상에 기여
  네트워크 구축으로 아이템 판매 상시 가능해지며 MMO 장르에 대한 관심 고조
- **Microsoft :** 2018년 MS의 게임 매출액은 104억달러(+18.2% YoY) 기록. 손익은 따로 공개되지 않음

소니와 MS의 게임부문 실적추정

소니 (3월 결산)	(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	매출(게임/네트워크)	**744.3**	**527.1**	**946.5**	**1,292.1**	**1,479.8**	**1,581.6**	**1,848.3**
	growth(%)	-6.8%	-29.2%	79.6%	36.5%	14.5%	6.9%	16.9%
	하드웨어				733.8	721.8	598.4	815.1
	소프트웨어				558.3	758.0	983.2	1,033.2
	growth(%)					50.6%	35.1%	44.5%
	영업이익(게임/네트워크)	29.3	1.7	-18.8	48.1	88.7	135.6	177.0
	영업이익률(%)	3.9%	0.3%	-2.0%	3.7%	6.0%	8.6%	9.6%
마이크로소프트 (6월 결산)	**(백만달러)**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
	X Box 플랫폼 수익	8,045	7,100	8,643	9,121	9,395	9,256	10,350
	growth(%)	-0.7%	-11.7%	21.7%	5.5%	3.0%	-1.5%	18.2
	X Box Live active users(백만명)	-	-	-	37	49	53	59
	Gaming Revenue						9,051	10,350

자료:각사, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 게임사의 도전은 계속된다

콘솔은 마지막 블루오션

- **PC/모바일게임의 경쟁심화되며 새로운 플랫폼으로 다각화하려는 노력 필요**
- **PC와 모바일은 포화 상태이며 콘솔 시장 진출 절실. 중국 시장 판호 재개되기 기다리는 의존도 약해질 수 있음. 새로운 플랫폼으로 수익 포트폴리오 다변화 필요성**
- 하나의 IP를 다각화하는 전략은 게임사에게 유리. 원작의 컨텐츠를 참고하기 때문에 업데이트 빠름
- 17년 12월 '배틀그라운드(블루홀)' 의 X Box One 버전 출시되며 18년말까지 이용자수 1천만 돌파 예상
- 2018년 11월 8일 '검은사막(펄어비스)'도 X Box One 오픈베타 개시되며 콘솔 시장 성공여부 본격타진

국내 게임사의 콘솔게임 도전기

회사명	게임	내용
블루홀	테라	2018년 4월 북미/유럽에 PS4와 Xbox용으로 출시 (부분유료화)
	배틀그라운드	2017년 12월 Xbox 용으로 출시. 출시 6개월 이용자수 800만 돌파
펄어비스	검은사막	Xbox 용으로 2018년 11월 8일 오픈베타 개시, 북미/유럽 선출시 후 글로벌 오픈
네오위즈	블레스 언리쉬드	블레스 IP이나 완전히 새로운 게임. 2019년 공개 예정
엔씨소프트	프로젝트 TL	PC와 콘솔용으로 동시 개발 진행 중이며 18년말 CBT 예정

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

블루홀, 배틀그라운드 콘솔게임으로 출시 (2018년 12월 출시)

자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

플랫폼 르네상스

한국 게임사의 콘솔 도전

- 2019년 한국게임사들은 X Box, Playstation 등 콘솔 플랫폼에 본격적으로 도전하는 시기
- 펄어비스의 '검은사막'은 2016년 MMORPG.com에서 최고의 MMROPG로 선정
  2018년 11월 Xbox에서 오픈베타 서비스 성공적으로 진행. 사전예약자수 20만명 기록
  미리 준비한 15대의 서버가 포화상태로 2배 늘린 30대를 긴급하게 확장해 서비스
- 블루홀의 '배틀그라운드'는 2017년 12월 12일 미국에서 XBOX 버전으로 출시. 누적 800만 이용자 돌파

펄어비스의 '검은사막' 콘솔 버전

자료: 펄어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

블루홀의 '배틀그라운드' – 2018년 게임스컴 인비테이셔널

자료: 블루홀, 메리츠종금증권 리서치센터

Part VI

모빌리티 혁명: '기술 = 일자리 파괴자' 인가?

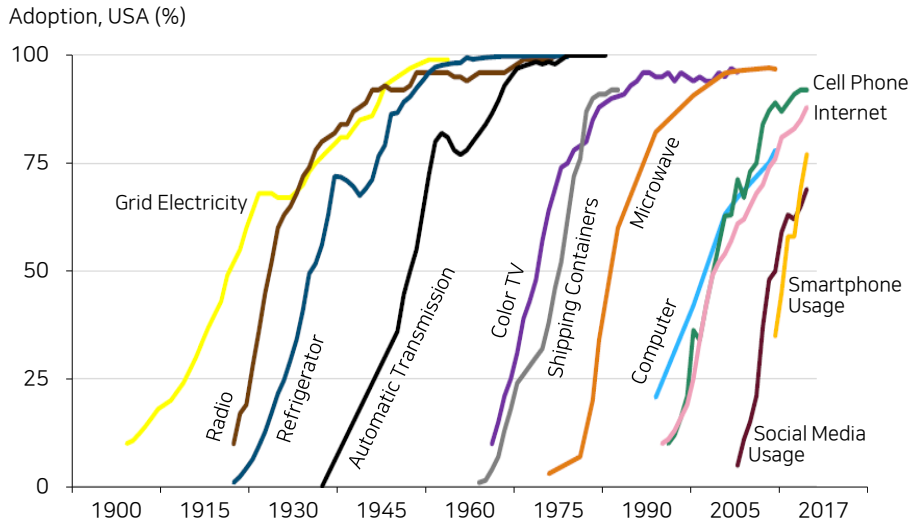
'새로운 기술이 등장할 때는 언제나 인접 산업을 위협하는 것처럼 보이나
결국 굉장히 생산적인 방법으로 혁신을 포용하는 형태로 진화된다.'

기술의 진보 속도

S curve in real life

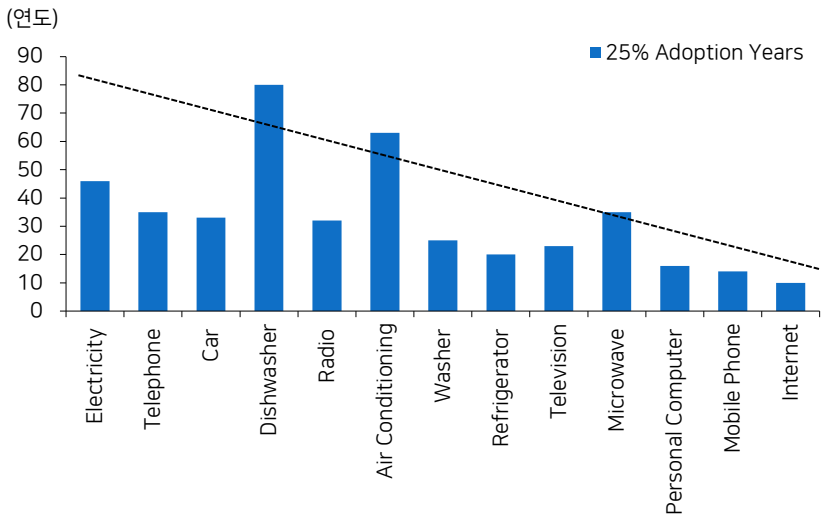
- 기술붕괴 속도는 새롭지 않으나 가속화되고 있으며 인터넷 > PC > TV > 전화 순이었음
- 1900년 이전 전화가 모든 가정의 50% 보급되기까지 30년 이상 소요되었음
- 1990년에 휴대폰이 동일한 침투율 이루는데 5년 혹은 그 이하의 시간 걸렸음
- 기술 진보를 끌고 가는 힘은 저렴한 가격으로 더 높은 효용을 얻고자 하는 힘, 데이타공유 필요성

신규 기술 확산 커브



자료: KPCB, 메리츠종금증권 리서치센터

신규 기술 습득커브



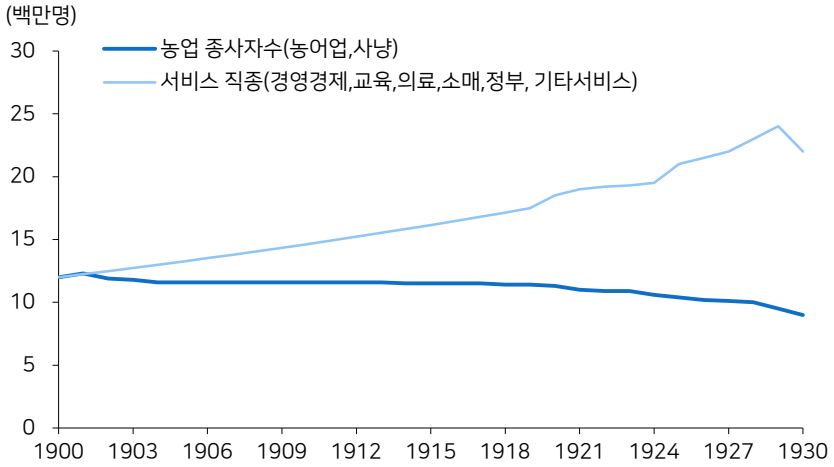
자료: KPCB, 메리츠종금증권 리서치센터

기술의 진보

기술 = 일자리 파괴자라는 인식이 타당한가?

- 미하엘라 비저의 '역사 속에 사라진 직업들' 에서는 모래장수란 직업 등장
- 20세기초까지 유럽 상류층 가정은 위생을 목적으로 거실이나 출입문 앞에 고운 모래를 깔아놓았으며 모래채취 과정은 살이 쓸리고 폐병을 얻기도 하여 기피업종 중의 하나 였음
- 19세기 영국은 마차산업 보호를 위해 'Red Flag Act'를 적용. 자동차 속도는 6.4km/h로 제한하고 승무원은 최소 3명, 조수는 55미터 앞에서 붉은 깃발을 들어 자동차의 등장을 알리고 마차 통행을 도와야
- 규제로 인해 자동차 산업의 패권은 미국으로 넘어갔으며, 2018년 아마존이 소매업자들을 파산으로 몰아간다는 FANG(페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글)에 대한 트럼프의 비난은 타당하지 못하다고 판단

Agriculture vs. Service Jobs



자료: KPCB, 메리츠종금증권 리서치센터

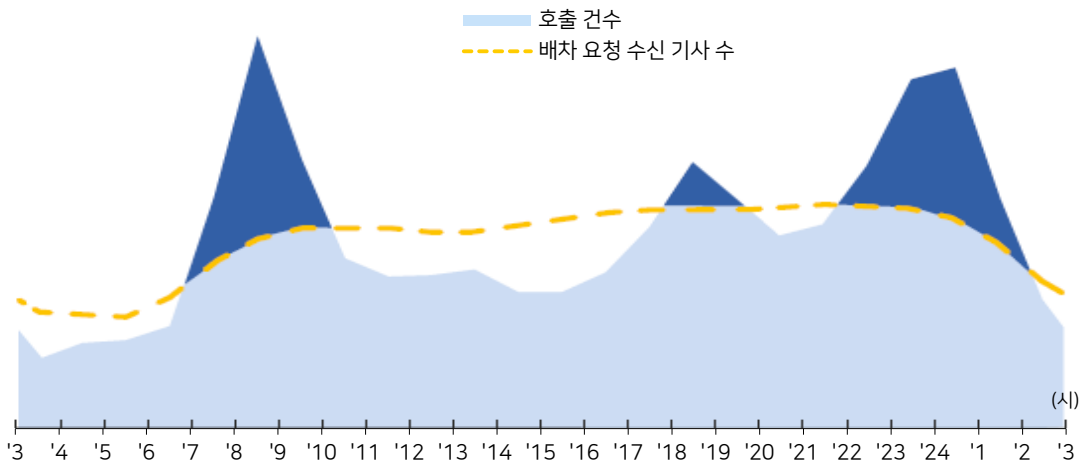
영국의 레드플래그법

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

기술의 진보 = 일자리 파괴자인가?

- 기술의 진보와 관련된 논의는 2018년 국내 교통시장에서도 활발한 논란 진행되고 있음
- 카카오의 카풀 서비스 도입을 앞두고 택시업계의 거센 반발
- 오전 8~9시 택시호출은 20.5만건이나 배차수락 차량은 3.7만대로 수요,공급의 불균형 심각한 상황
- 카풀 서비스를 찬성하는 여론도 더 우세하여 2018년 도입 가능성 커지고 있음

수요, 공급 안 맞는 택시시장



자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

10월 광화문 광장에서 열린 '택시 생존권 사수 결의대회'

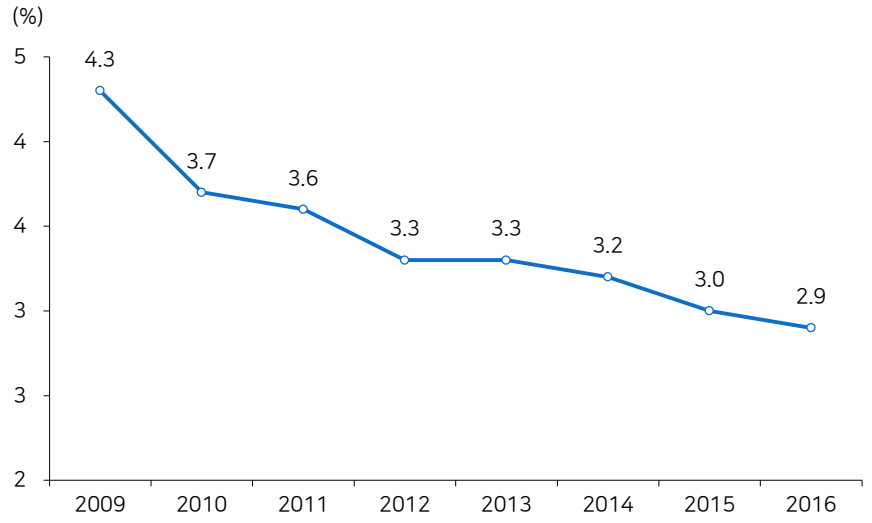
자료: 언론보도, 메리츠종금증권 리서치센터

모빌리티 혁명이 필요한 이유

택시기사 고령화와 심야시간 낮은 출근율

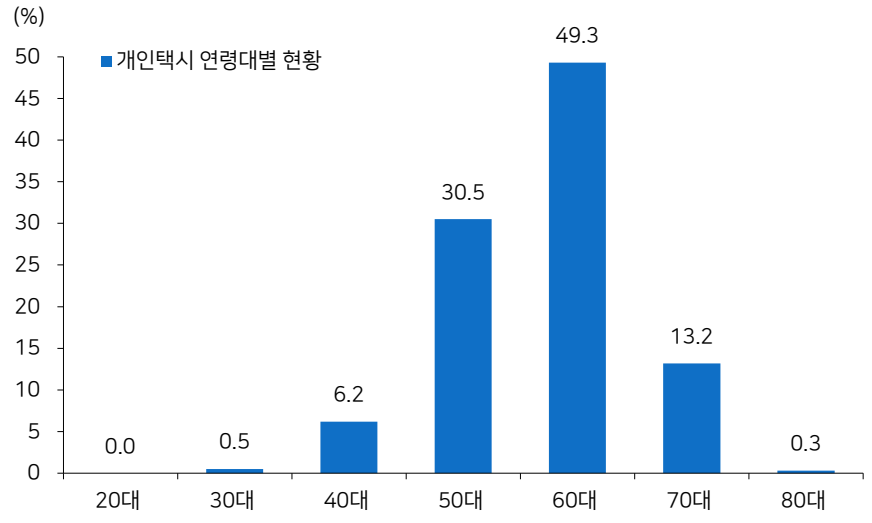
- 택시요금이 저렴하기 때문에 택시기사의 수입도 낮고 직업으로서 택시기사의 가치도 상대적으로 낮은 수준에 머물러 있음. 젊은 택시기사들의 유입이 감소하면서 택시기사들의 연령도 전반적으로 높게 형성, 특히 개인택시의 고령화 현상 심각한 상태
- 카카오택시에 가입되어 있는 전체 기사들의 평균 연령은 53.4세
- 개인택시기사들이 가장 많이 분포하는 연령대는 60~65세 미만

한국 택시의 대중교통 수송분담율, 지속적으로 하락세



자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

개인택시 연령대별 현황 – 60대 이상이 62.8%



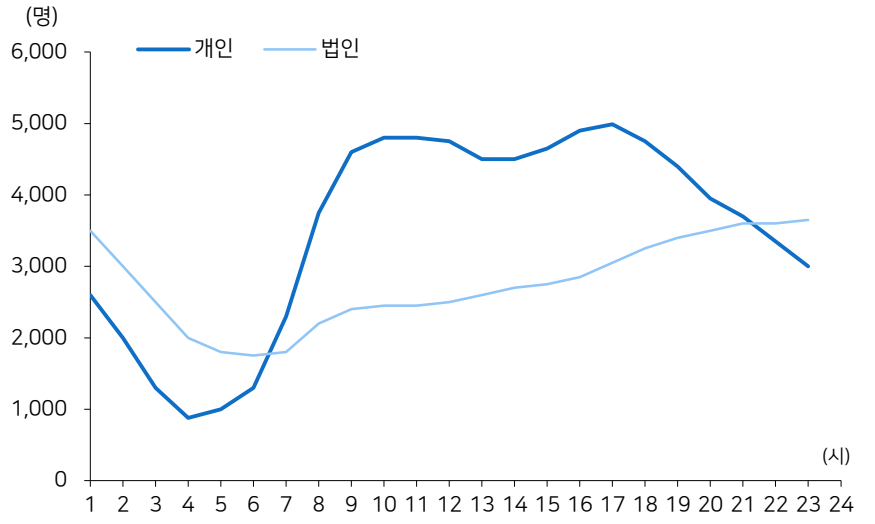
자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

모빌리티 혁명이 필요한 이유

수요와 공급 불균형

- 법인택시 기사들의 근무는 시간과 무관하게 비교적 균일하게 분포
- 반면, 개인택시 기사들의 근무는 일과 시간은 오전 8시에서 오후 7시에 집중되는 경향
- 한국의 택시요금이 해외 주요 도시에 비해 낮은 수준인 것도 공급부족 현상의 원인
- Price of Travel에 따르면 서울의 택시요금은 3km 주행기준 2.8~5.4달러로, 각국의 소득수준을 가늠해볼 수 있는 1인당 GDP를 감안하더라도 상당히 저렴한 편

개인 vs 법인 시간대별 택시기사



자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

전세계 주요 도시의 택시요금 비교

(달러)	택시요금 (3km 주행기준)	1인당 GDP	택시요금(중간값) / 1인당 GDP * 1,000
서울	2.8~5.4	29,891	2.7
로마	7.1~11.2	31,984	5.7
워싱턴DC	7.5~11.0	59,501	3.1
도쿄	9.1~11.8	38,440	5.4
베를린	10.4~15.6	44,550	5.3
런던	10.4~15.6	39,735	6.5
파리	11.2~16.9	39,869	7

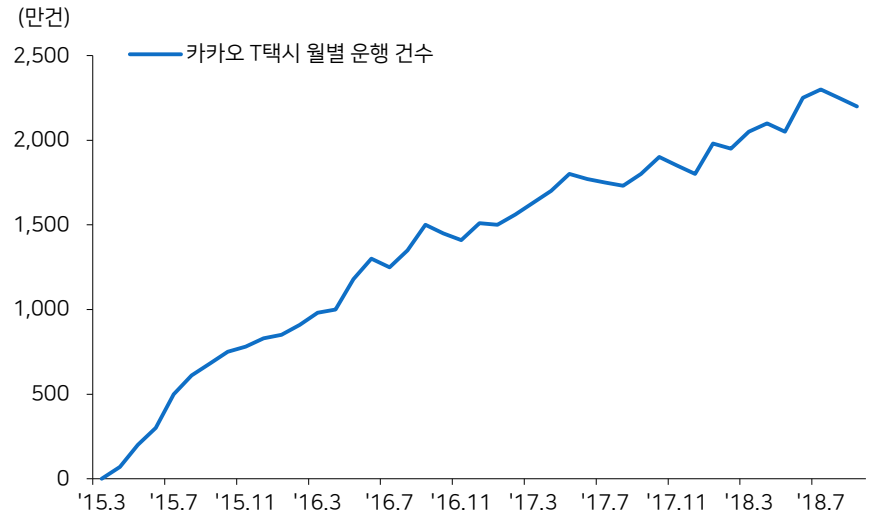
자료: Price of Travel(2017년 기준), 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

모빌리티 혁명이 필요한 이유

양적 그리고 질적인 성장 동시에

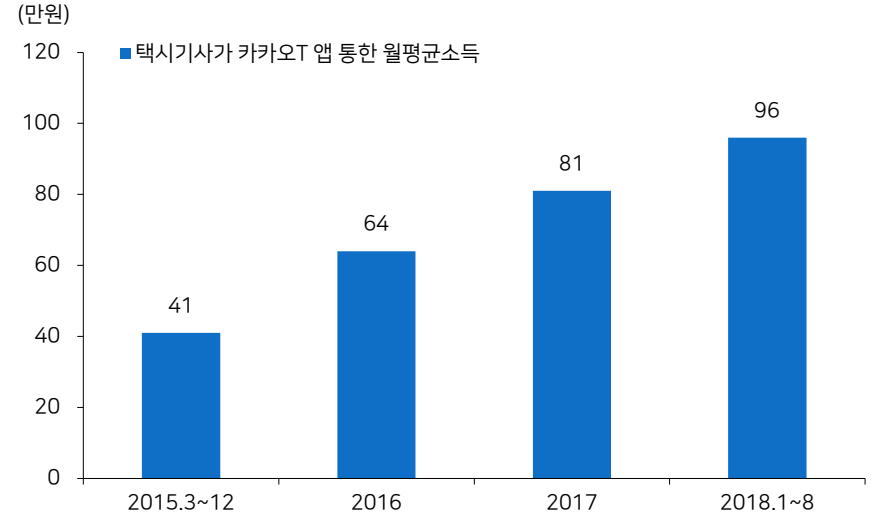
- 카카오T 택시를 이용한 택시운행 누적건수는 2015년 3월 출시 이후 운행완료 기준으로 5.6억건
- 이를 통한 경제적 효과는 약 4.8조원의 소득으로 추정. 2018년 9월 21일 일최대 90만건 운행 발생
- 카카오T 택시를 이용한 기사들의 소득은 해마다 증가
- 2015년 중형택시 기사가 카카오T를 통해 벌어들이는 월소득 41만원에 불과. 2016년 64만원, 2017년 81만원, 2018년 1~8월 평균 96만원까지 증가

카카오T 택시 월별 운행건수



자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

기사님들의 수입



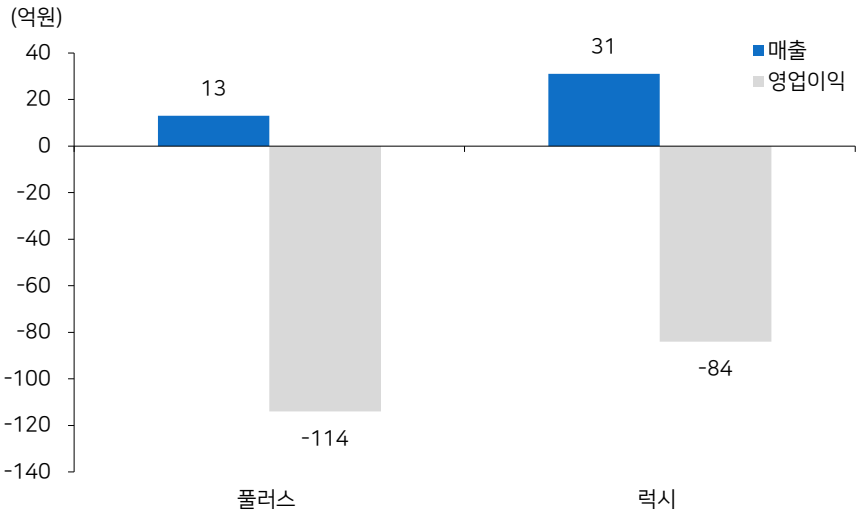
자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

모빌리티 혁명이 필요한 이유

택시업계- 카카오와 협력하는 윈윈 전략 필요

- 2017년 국내 주요 카풀 스타트업이었던 풀러스와 럭시는 각각 영업적자 114억원, 84억원 기록하며 재정위기 심화. 2018년 풀러스는 택시업계 반발 커지자 사업에 어려움. 인력 구조조정 등을 통한 노력
- 2018년 하반기 '티티카카' 와 '타다' 등의 신규 카풀 기업들 등장하고 있어 카풀시장 개화는 불가피
- 그렇다면 카카오와 협력하는 전략이 택시업계의 부가수익원 창출과 바게닝파워 확대에 긍정적

풀러스와 럭시, 영업적자에 시달려



자주: 2017년 기준
료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

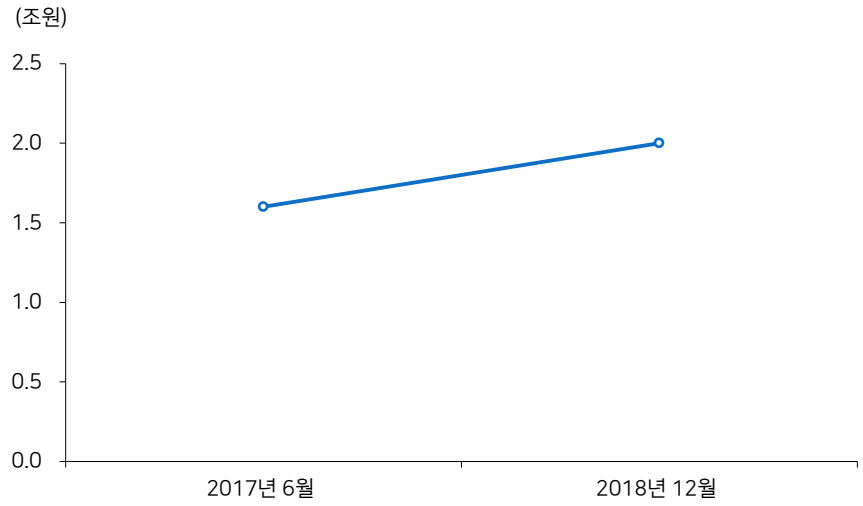
수많은 카풀앱들의 등장. 이미 시장은 개화되고 있어

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

2019년 카카오모빌리티 얼마나 벌까?

- 2018년 연내 카카오모빌리티는 대리기사+스마트호출 이외 즉시배차와 카풀 이라는 수익모델 추가 가능하다는 가정
- 2019년 카카오 모빌리티 매출액은 742억원, 카카오대리 451억원, 스마트호출 13억원, 카풀 71억원, 즉시배차 207억원으로 추정

카카오 모빌리티의 기업가치, 수익화 성공시 재평가 예상



자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오 모빌리티 수익 추정

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
카카오모빌리티	24.0	32.8	74.2	123.0	144.1
카카오대리	24.0	31.8	45.1	46.5	56.3
수수료율(20%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
일콜수 (천회)	21.5	26.7	29.4	32.3	35.5
콜단가 (천원)	15.0	16.0	17.6	19.4	21.3
월수익	10.0	13.3	16.0	19.4	23.5
스마트호출		0.7	1.3	5.7	6.3
수수료율(50%)		50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
일콜수 (천회)		5.0	27.8	30.6	33.6
콜단가 (천원)		1.0	1.0	1.0	1.0
월수익		0.2	0.9	0.9	1.0
카풀		0.2	7.1	33.6	40.7
수수료율(20%)		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
일콜수 (천회)		2.5	29.3	32.2	35.4
콜단가 (천원)		10.0	12.8	14.0	15.4
월수익		0.8	3.0	14.0	16.9
즉시배차		0.1	20.7	37.2	40.9
수수료율(50%)		50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
일콜수 (천회)		1.5	32.0	40.0	44.0
콜단가 (천원)		5.0	5.0	5.0	5.0
월수익		0.2	1.2	6.2	6.8

자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

10

인터넷/게임

기업분석

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	180,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
넷마블(251270)	Buy	180,000원
아프리카TV(067160)	Buy	55,000원
NAVER(035420)	Buy	170,000원
펄어비스(263750)	Buy	300,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	Buy	80,000원

카카오 (035720) 기업의 진화는 변화와 경쟁에서 나온다

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

Buy

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11.13)	101,500원
상승여력	77.3%
KOSPI	2,071.23pt
시가총액	84,637억원
발행주식수	8,339만주
유동주식비율	62.36%
외국인비중	24.63%
52주 최고/최저가	161,000원/87,600원
평균거래대금	439.9억원
주요주주(%)	
김범수 외 27 인	29.23
MAXIMO PTE	6.72
국민연금	5.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	-13.2	-34.1
상대주가	4.9	3.8	-19.5

주가그래프

카카오의 끊임없는 진화

- 2018년 우리의 삶은 모바일 플랫폼을 매개로 빠르게 변화하고 있고 그 중심에 카카오가 존재
- 카카오뱅크는 금융의 패러다임을, 게임즈는 게임비즈니스의 프레임을 확장, 카카오페이는 결제, 송금, 멤버쉽을 연결하며 오프라인 결제문화를 주도할 것
- 커머스는 선물하기, 톡스토어에 기반하여 오프라인과 글로벌 상거래에 도전. 카카오모빌리티는 카풀을 시작으로 승차공유플랫폼으로 변모할 것

지분구조 변화는 아비트라지 기회

- 적정기업가치는 카카오톡플랫폼(커뮤니케이션, 광고, 멜론 등)의 가치 6.6조원 + 자회사 가치(카카오페이 3,600억원, 게임즈 6,820억원, 모빌리티 1.1조원, 페이지 8,064억원, 뱅크 8,840억원 등) 5.2조원 + 순현금 1.95조원을 합산한 13.7조원으로 평가
- 2018년 카카오 기업가치는 45% 하락, 이제는 높은 밸류에이션 멀티플에 걸맞는 수익창출 능력을 보여줄때
- 카카오모빌리티의 '카풀'과 '즉시배차' 수익모델 가동여부가 매우 중요

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지. 인터넷업종 Top Pick

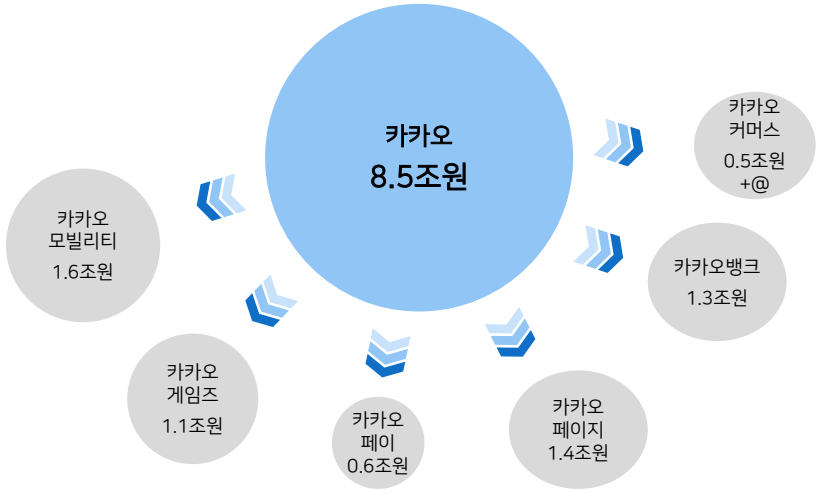
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-25.0	50,765	88.1	1.5	24.3	1.9	48.1
2017	1,972.3	165.4	108.6	1,602	86.2	59,332	85.5	2.3	30.5	2.9	40.9
2018E	2,398.2	112.6	102.4	1,351	-36.6	67,603	88.1	1.8	32.5	2.2	33.2
2019E	3,025.6	243.0	212.8	2,789	162.4	60,471	42.7	2.0	24.0	4.4	36.5
2020E	3,391.8	336.1	279.0	3,657	28.5	63,189	32.5	1.9	19.5	5.9	35.1

카카오의 끊임 없는 진화

플랫폼 혁명

- 카카오는 카카오톡을 통해 커뮤니케이션, 상거래, 컨텐츠 소비의 패러다임을 바꾸고 있으며
- 카카오택시, 페이, 뱅크 등을 통해 우리 삶의 생태계를 변화시키고 있음. 또한 뱅크를 통해 이용자 중심의 금융 서비스를, 카카오게임즈는 게임 개발/퍼블리싱/플랫폼으로 연결되는 게임서비스 제공
- 카카오페이는 결제, 송금, 멤버쉽을 연결시키고 오프라인 결제문화를 흔들고 있다(Shake It!). 우리의 삶은 모바일 플랫폼을 매개로 빠르게 변화하고 있고 그 변화와 경쟁의 중심에는 카카오가 존재

플랫폼 뉴트로



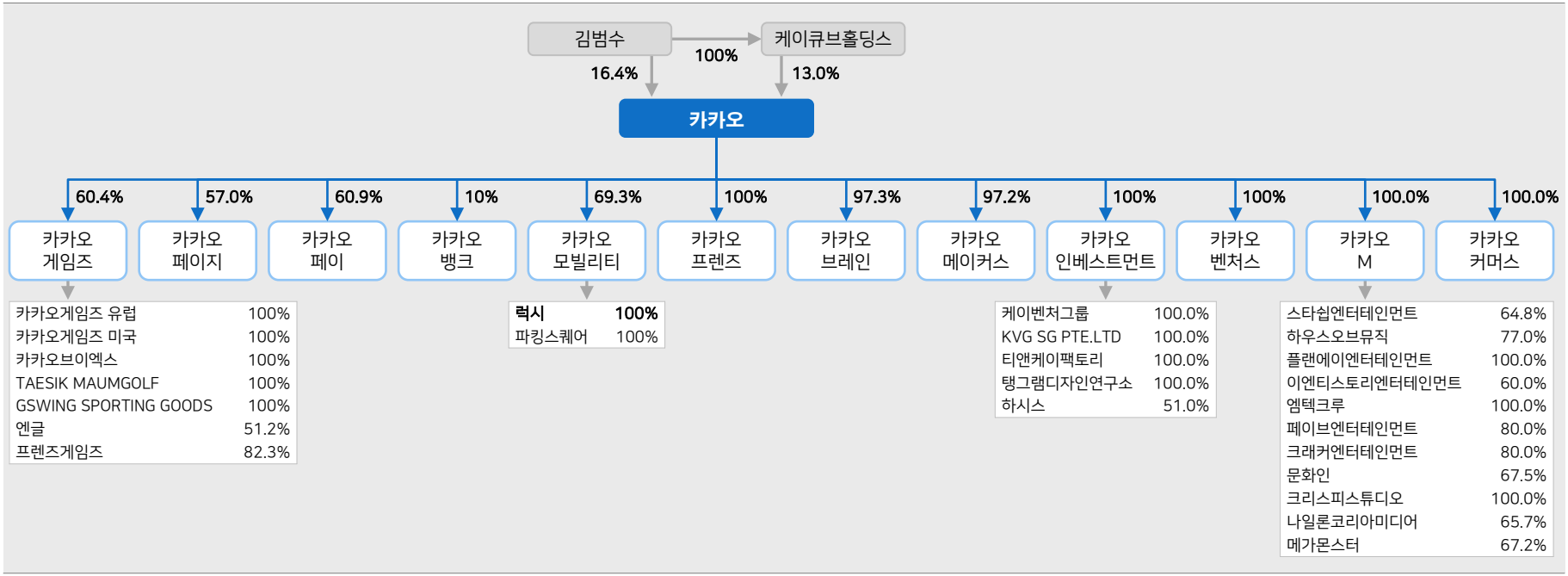
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

카카오의 끊임 없는 진화

플랫폼 혁명

- 계속되는 지분구조의 변화 : 2017년 10월 카카오게임즈홀딩스는 카카오에 흡수합병
- 2018년 2월 슈퍼노바일레븐은 프렌즈게임즈로 사명 변경
  2018년 3월 케이큐브벤처스는 카카오벤처스로 사명 변경
  2018년 3월 로엔 엔터테인먼트는 카카오M으로 사명 변경
  2018년 9월 카카오M은 비상장(드라마제작, 음원유통) 법인으로 분사
  2019년 12월 카카오커머스 분사. 유수 상거래기업과 M&A 전략으로 한단계 성장 노력

플랫폼 뉴트로



자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

인터넷 업종 Top Pick

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

- 카카오 플랫폼 빅뱅을 비중확대의 기회로 적극 활용해야 한다고 판단
- 적정 기업가치는 카카오톡 플랫폼(커뮤니케이션, 광고, 멜론 등)의 가치 6.6조원 + 자회사 가치(카카오페이 3,600억원, 게임즈 6,820억원, 모빌리티 1.1조원, 페이지 8,064억원, 뱅크 8,840억원 등) 5.2조원 등을 합산한 13.7조원 수준
- 2018년 카카오 주가는 연초대비 45.1% 하락하며 부진, 2019년은 높은 밸류에이션 멀티플을 설명해줄 수익창출능력을 보여줘야할 시점

Valuation

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치	**6,600.00**	
MAU (만명)	4,400.0	
MAU 당 가치 (원)	150,000.0	
자회사 가치	**5,214.29**	
카카오페이	366.0	지분율 61%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	682.0	지분율 55%, 1.5조원 가정, NAV 30% 할인
카카오모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	806.4	지분율 57.6%, 1.4조원 가정
카카오뱅크	884.0	지분율 34%, 1.3조원 가정, PBR 2배 부여
기타자회사	1,346.3	
순현금	**1,948.62**	
NAV	**13,762.91**	
적정주가	**182,399**	
현주가	107,500	
상승여력	69.7%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

카카오의 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**555.4**	**588.9**	**599.3**	**654.6**	**689.2**	**726.5**	**785.4**	**824.5**	**1,972.3**	**2,398.2**	**3,025.6**
광고	154.6	166.4	167.1	179.0	177.1	190.6	200.2	207.6	595.7	667.1	775.5
온라인	60.3	64.9	56.8	66.8	60.1	66.4	74.3	78.8	262.2	248.8	279.7
모바일	94.3	101.5	110.3	112.2	117.0	124.2	125.9	128.8	333.6	418.3	495.9
컨텐츠	285.6	302.8	306.7	330.5	358.8	372.9	392.8	408.0	985.5	1,225.6	1,532.6
게임	105.6	111.6	99.4	114.2	120.5	125.4	135.9	141.2	342.0	430.8	523.0
뮤직	126.3	130.5	136.0	141.5	156.1	161.1	166.2	171.5	478.5	534.3	654.9
기타	53.8	60.7	71.3	74.8	82.3	86.4	90.7	95.3	164.9	260.5	354.8
기타	115.2	119.8	125.5	145.1	153.2	163.0	192.3	208.9	391.1	505.6	717.5
커머스	67.9	73.1	79.1	87.0	91.1	97.8	105.1	112.1	225.8	307.1	406.1
영업비용	**545.0**	**561.3**	**568.6**	**610.6**	**643.7**	**676.4**	**715.7**	**746.9**	**1,806.9**	**2,285.6**	**3,088.7**
인건비	125.2	123.8	127.6	130.3	140.2	148.4	154.6	159.6	413.9	506.9	602.8
지급수수료	210.3	223.0	228.6	249.7	262.9	277.2	299.6	314.5	730.4	911.6	1,154.2
광고선전비	47.9	45.3	36.3	52.4	56.6	61.1	66.0	71.2	116.5	181.9	254.8
무형자산상각비	14.6	16.7	18.0	18.5	19.5	20.1	20.7	21.3	69.0	67.9	81.5
외주가공비	35.8	36.5	37.3	38.0	38.8	39.6	40.3	41.2	121.4	147.7	159.8
기타	111.2	115.9	120.9	121.7	125.8	130.1	134.5	139.1	355.9	469.6	835.5
영업이익	**10.4**	**27.6**	**30.7**	**44.0**	**45.5**	**50.2**	**69.7**	**77.6**	**165.4**	**112.6**	**243.0**
세전이익	**37.2**	**57.0**	**48.2**	**57.4**	**61.2**	**65.0**	**85.0**	**93.2**	**153.3**	**199.8**	**304.3**
지배순이익	**13.9**	**18.4**	**16.7**	**53.5**	**42.8**	**45.8**	**58.9**	**65.2**	**108.6**	**102.4**	**212.8**

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오(035720)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,464.2**	**1,972.3**	**2,398.2**	**3,025.6**	**3,391.8**
매출액증가율(%)	57.1	34.7	21.6	26.2	12.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,972.3	2,426.4	3,036.4	3,803.7
판매비와관리비	1,348.1	1,807.0	2,279.3	2,782.7	3,055.7
영업이익	**116.1**	**165.4**	**112.6**	**243.0**	**336.1**
영업이익률(%)	7.9	8.4	4.7	8.0	9.9
금융손익	0.7	33.2	38.0	40.8	45.1
종속/관계기업관련손익	-10.4	9.0	37.6	19.6	20.5
기타영업외손익	-6.2	-54.3	-1.7	-10.0	-10.5
세전계속사업이익	100.3	153.3	199.8	304.4	391.2
법인세비용	34.8	28.2	111.1	70.0	90.0
당기순이익	**65.5**	**125.1**	**88.7**	**234.4**	**301.2**
지배주주지분 순이익	57.7	108.6	102.4	212.8	279.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,217.0	1,993.1	3,158.6	2,473.3	2,531.1
현금및현금성자산	641.6	1,116.8	1,873.0	1,641.3	1,720.3
매출채권	173.9	179.2	173.9	191.3	172.2
재고자산	12.6	21.6	32.4	33.3	34.3
비유동자산	4,267.2	4,356.3	4,477.5	4,633.4	4,795.7
유형자산	253.9	271.0	279.2	287.6	296.2
무형자산	3,733.2	3,689.6	3,720.6	3,832.2	3,947.2
투자자산	255.5	372.6	402.5	434.7	469.5
자산총계	**5,484.1**	**6,349.4**	**7,636.1**	**7,106.7**	**7,326.9**
유동부채	806.0	1,040.9	1,650.7	1,639.5	1,631.1
매입채무	95.5	108.3	133.6	164.0	196.8
단기차입금	203.9	174.4	758.2	720.3	684.2
유동성장기부채	0.0	0.0	219.9	219.9	219.9
비유동부채	975.2	800.8	252.3	261.5	271.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	795.9	620.8	6.5	6.5	6.5
부채총계	**1,781.2**	**1,841.6**	**1,902.9**	**1,901.0**	**1,902.1**
자본금	33.9	34.0	38.2	38.2	38.2
자본잉여금	3,105.0	3,603.6	4,740.0	4,046.5	4,046.5
기타포괄이익누계액	0.9	-5.0	-19.1	-19.1	-19.1
이익잉여금	304.0	402.5	487.3	653.4	872.4
비지배주주지분	270.4	478.7	576.0	592.6	604.3
자본총계	**3,702.9**	**4,507.8**	**5,733.1**	**5,205.8**	**5,424.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**317.3**	**371.9**	**533.3**	**509.2**	**606.2**
당기순이익(손실)	65.5	125.1	88.7	234.4	301.2
유형자산감가상각비	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	12.2	173.7	187.7
투자활동 현금흐름	**-1,000.0**	**-354.7**	**-793.7**	**355.5**	**-51.9**
유형자산의 증가(CAPEX)	-81.0	-75.2	-71.4	-67.8	-64.4
투자자산의 감소(증가)	-133.1	-108.0	-7.8	-7.4	-34.8
재무활동 현금흐름	**923.8**	**467.6**	**1,695.4**	**651.2**	**654.0**
차입금증감	776.9	-209.8	-199.3	-189.4	-179.9
자본의증가	834.6	498.7	1,152.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	244.5	475.2	756.2	-231.6	79.0
기초현금	397.2	641.6	1,116.8	1,873.0	1,641.3
기말현금	641.6	1,116.8	1,873.0	1,641.3	1,720.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,178	29,101	31,652	39,662	44,461
EPS(지배주주)	874	1,602	1,351	2,789	3,657
CFPS	3,340	4,517	3,462	6,587	7,653
EBITDAPS	3,482	4,356	3,210	4,688	5,696
BPS	50,765	59,332	67,603	60,471	63,189
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	88.1	85.5	88.1	42.7	32.5
PCR	23.1	30.3	34.4	18.1	15.6
PSR	3.5	4.7	3.8	3.0	2.7
PBR	1.5	2.3	1.8	2.0	1.9
EBITDA	229.9	295.2	243.2	357.6	434.5
EV/EBITDA	24.3	30.5	32.5	24.0	19.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	2.9	2.2	4.4	5.9
EBITDA이익률	15.7	15.0	10.1	11.8	12.8
부채비율	48.1	40.9	33.2	36.5	35.1
금융비용부담률	1.0	0.6	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.1	14.7	11.1	16.1	24.7
매출채권회전율(x)	11.1	11.2	13.6	16.6	18.7
재고자산회전율(x)	163.5	115.6	89.0	92.1	100.3

엔씨소프트 (036570) 더할 나위 없이 좋다

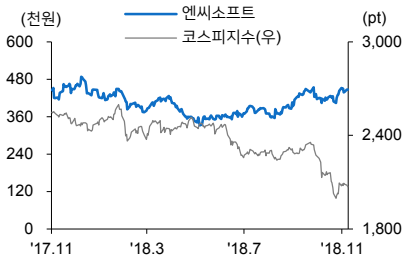
Analyst 김동희 02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	550,000원
현재주가 (11.13)	447,000원
상승여력	23.0%
KOSPI	2,071.23pt
시가총액	98,067억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	81.93%
외국인비중	50.27%
52주 최고/최저가	488,000원/332,500원
평균거래대금	487.8억원
주요주주(%)	
김택진 외 8 인	12.01
국민연금	11.67
넷마블	8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	34.4	5.9
상대주가	11.6	60.8	29.4

주가그래프



강력해지는 모바일 라인업

- 엔씨소프트는 PC게임 1종, 모바일게임 5종의 출시를 준비 중에 있으며 2019년 순차 출시 예상
- PC는 리니지 시리즈를 잇는 '프로젝트TL'로 콘솔로도 동시 개발 중이며 모바일 5종은 블소 IP 게임 3개(블소2, 블소M, 블소S)와 '리니지2M'과 '아이온2' 임
- 2019~2020년 동사의 PC IP가 모바일로 '2 혹은 M' 전략으로 재탄생하며 계단식의 성장 담보

2019E 매출액과 영업이익은 각각 28.3%, 42.2% 성장

- 2019년 상반기 리니지2M 출시를 시작으로 모바일게임 출시 연이어 진행될 예정
- 2019년 신규 게임별 예상 매출액은 리니지2M 3,936억원(일 17억원), 블레이드앤소울 2,556억원(일 18.6억원), 아이온2 1,012억원(일 5.5억원)으로 추정

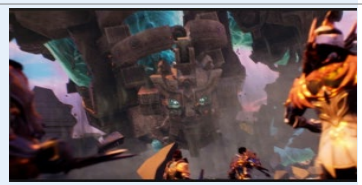
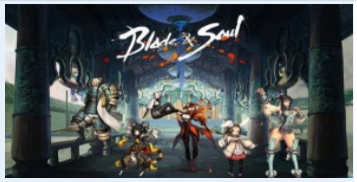
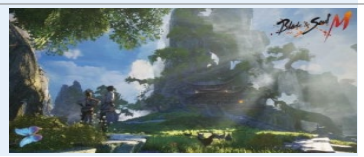
투자의견 Buy, 적정주가 55만원 유지

- 탄탄한 IP와 개발력에 근거하여 2019년 성장이 기대되는 게임사
- 투자의견 Buy, 2019년 게임업종 Top Pick으로 추천. 2019E 이익 추정치 대비 Target PER은 17배 수준에 불과

(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	1,707.3	637.0	458.4	20,892	3.7	139,865	20.7	3.1	13.5	15.8	28.5
2019E	2,190.2	924.0	724.4	33,019	57.3	167,610	13.1	2.6	9.5	21.5	26.1
2020E	2,412.3	926.9	726.8	33,128	0.3	195,085	13.1	2.2	9.2	18.3	24.7

엔씨소프트의 신규게임 라인업, 더욱 강력해지다

2019년 준비중인 모바일게임 5종

리니지2M		▪ 기존의 리니지의 장점인 전투 시스템, 성장 시스템, 다양한 캐릭터, 단체전의 메커니즘을 계승하여 땅, 하늘, 바다 모든 지형에서 구현 ▪ 원작에서의 여러 가지 세계에 대한 감성이 고스란히 이어지고 플레이어와 필드가 상호작용하도록 설계 ▪ 보이지 않는 곳에 대한 디테일인 캐릭터 내부, 착용하는 아이템 등에도 신경을 많이 씀 ▪ 클래스의 다양함을 넘어 자유로운 성장 루트를 짤 수 있어 극단적인 자유로움을 선사함 ▪ 단순한 보스레이드가 아닌 보스의 어느 부위와 어느 약점을 공략하느냐에 따라 전략과 전술이 바뀜
아이온2		▪ 원작과 달리 천족과 마족이 없고 이계의 침공을 통해 더울 치열하고 확대된 사투를 벌임 ▪ 플레이어는 이계로의 침공 혹은 이계로부터의 방어를 고를 수 있으며 이계라는 소재를 통해 독보적인 스케일과 재미를 선사 ▪ 전투 환경, 선호하는 전투 스타일에 따라서 스킬들을 선택하고 무기 또한 제약없이 사용할 수 있어 전투의 재미를 선사함 ▪ 기존에는 제한적인 활강 코스만 가능했지만 아이온2에서는 활강에 대한 모든 제약을 없앰 ▪ 어디에서든 사용 가능한 상승기류 활용, 급강하를 통해 기습 전투가 가능하며 입체적인 전투를 선사함
B&S 2		▪ 전작 시대 이후의 세계를 그렸으며 세상의 탄생과 관련된 이야기들도 담음 ▪ 새로운 경공을 사용할 수 있고 새로운 지역을 탐험하는 것도 가능함. 전설 속의 영웅들과도 실력을 겨루어 볼 수 있음 ▪ 전작의 개성있는 액션에 새로운 액션과 다양한 액션 조합을 통해 틀에 박히지 않은 무술을 보여줌 ▪ 문파들이 같이 즐기고 경쟁할 수 있는 다양한 수단을 마련하였으며 플레이어가 영수의 기운을 빌려 싸우기도 하고 관계 맺은 이들을 소환도 가능 ▪ 모방할 수 없는 독창적이고 생동감 있는 공간을 구현함
B&S S		▪ 기존의 엔씨소프트 게임과는 완전히 색다른 작품 ▪ 새롭게 태어난 기존의 블소 캐릭터들을 직접 플레이 하는 게임 ▪ '바라만 보던 영웅들, 이제 내 손으로' 라는 컨셉으로 제작 ▪ 진서연, 홍석근, 팔부기재 등 원작의 주요 캐릭터는 물론, 스쳐지나갔던 수많은 영웅들의 이야기들을 확장하고 완성함 ▪ 필드 보스부터 수많은 모험과 도전들, 파티플레이, 대규모 PVP까지 구현함
B&S M		▪ 콘솔에서만 가능했던 액션을 모바일로까지 담으려고 함 ▪ PC 원작과 같은 Bloodlust 팀이 제작 ▪ 원작의 재미를 유지하며 전투, 스토리, 그래픽에서 개선을 이룸 ▪ 플레이어 사이에서만 가능했던 대형전투를 몬스터를 포함하는 모든 전투환경으로 확장하려고 함

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

엔씨소프트의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**475.2**	**436.5**	**405.9**	**389.8**	**363.4**	**426.9**	**682.6**	**717.3**	**1,758.7**	**1,707.3**	**2,190.2**
PC	118.8	121.6	123.4	116.1	112.2	106.7	114.9	111.4	511.1	479.8	445.2
리니지	28.3	42.1	40.3	37.8	31.9	32.5	35.9	34.9	154.4	148.4	135.2
리니지2	14.2	13.3	15.6	14.2	12.8	12.6	12.3	12.1	65.8	57.5	49.9
아이온	18.8	15.6	16.4	15.1	16.1	15.3	15.1	15.0	47.0	65.8	61.5
블레이드앤소울	33.9	30.6	30.1	37.7	38.1	36.2	39.0	38.1	161.1	132.3	151.3
길드워2	23.6	19.9	21.0	11.3	13.2	10.1	12.6	11.3	82.8	75.8	47.2
로열티	84.2	92.4	51.6	64.5	62.2	65.9	58.4	53.7	202.8	292.6	240.1
모바일	264.1	209.9	216.5	194.9	176.5	239.7	441.8	494.9	995.3	885.4	1,352.8
리니지M	262.2	193.2	220.8	184.0	165.6	138.0	119.6	92.0	935.6	860.2	515.2
블레이드앤소울2							90.0	165.6		0.0	255.6
리니지2M						90.0	165.6	138.0		0.0	393.6
아이온템페스트							55.2	46.0		0.0	101.2
기타	8.1	12.6	14.5	14.3	12.5	14.7	14.5	14.6	49.6	49.5	56.3
영업비용	**271.1**	**277.2**	**264.8**	**255.1**	**257.7**	**282.0**	**352.7**	**373.9**	**962.2**	**1,068.2**	**1,266.2**
인건비	73.8	85.2	81.0	82.7	90.6	92.1	93.7	95.2	300.3	322.6	371.6
경상연구개발비	69.5	75.7	66.6	67.0	68.4	69.7	71.1	72.5	189.5	278.8	281.8
지급수수료	92.2	73.3	75.6	63.4	57.4	77.9	143.7	161.0	342.5	304.5	440.0
광고선전비	10.6	14.9	15.5	15.2	14.2	14.6	16.2	16.7	80.3	56.2	61.7
기타	25.0	28.1	26.2	26.8	27.1	27.5	28.0	28.5	49.6	106.1	111.1
영업이익	**203.8**	**159.5**	**139.0**	**134.7**	**105.7**	**145.0**	**329.9**	**343.5**	**585.0**	**637.0**	**924.0**
세전이익	**196.4**	**192.5**	**143.5**	**138.7**	**109.6**	**149.0**	**334.1**	**347.9**	**610.2**	**671.1**	**940.7**
지배순이익	**118.8**	**139.9**	**92.9**	**106.8**	**84.4**	**114.8**	**257.3**	**267.9**	**441.0**	**458.4**	**724.4**

자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**983.6**	**1,758.7**	**1,707.3**	**2,190.2**	**2,412.3**
매출액증가율(%)	17.3	78.8	-2.9	28.3	10.1
매출원가	187.6	211.5	0.0	0.0	0.0
매출총이익	796.0	1,547.2	1,707.3	2,190.2	2,412.3
판매비와관리비	467.2	962.2	1,068.2	1,266.2	1,485.5
영업이익	**328.8**	**585.0**	**637.0**	**924.0**	**926.9**
영업이익률(%)	33.4	33.3	37.3	42.2	38.4
금융손익	10.7	11.4	54.5	65.8	66.5
종속/관계기업관련손익	7.4	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7
기타영업외손익	-0.7	15.4	5.1	5.3	5.5
세전계속사업이익	346.1	610.2	671.1	940.7	943.8
법인세비용	74.7	166.2	208.9	216.4	217.1
당기순이익	**271.4**	**444.0**	**460.6**	**724.3**	**726.7**
지배주주지분 순이익	272.3	441.0	458.4	724.4	726.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,191.6	1,772.7	1,644.6	1,758.2	2,217.8
현금및현금성자산	144.8	187.3	429.9	397.7	658.2
매출채권	158.5	193.0	244.1	293.0	351.6
재고자산	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
비유동자산	1,169.2	1,753.8	2,309.5	2,892.9	3,134.9
유형자산	224.7	229.1	240.5	252.5	265.2
무형자산	53.4	52.4	55.0	57.8	60.7
투자자산	629.1	1,337.0	846.5	1,713.8	3,211.4
자산총계	**2,360.8**	**3,526.6**	**3,954.1**	**4,651.1**	**5,352.7**
유동부채	284.4	455.8	501.4	551.5	606.7
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
비유동부채	180.9	341.5	193.4	214.8	245.4
사채	149.7	149.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**465.3**	**797.3**	**876.3**	**963.2**	**1,058.8**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	52.2	525.3	525.3	525.3	525.3
이익잉여금	1,543.8	1,905.9	2,254.6	2,595.2	3,946.3
비지배주주지분	10.0	8.0	9.2	10.7	13.9
자본총계	**1,895.5**	**2,729.2**	**3,077.7**	**3,687.9**	**4,293.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**112.0**	**595.2**	**616.3**	**875.4**	**865.4**
당기순이익(손실)	271.4	444.0	460.6	724.3	726.7
유형자산감가상각비	26.5	26.9	24.9	22.4	19.6
무형자산상각비	5.9	3.1	1.3	0.7	0.6
운전자본의 증감	-154.4	10.8	-187.7	271.8	469.3
투자활동 현금흐름	**-138.7**	**-459.6**	**-676.3**	**-613.7**	**-304.4**
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.6	-28.8	-31.7	-34.9	-38.3
투자자산의 감소(증가)	-71.8	-708.0	-534.8	-561.6	-219.0
재무활동 현금흐름	**-73.8**	**-79.7**	**-265.8**	**-279.1**	**-293.0**
차입금증감	148.7	0.1	-149.8	0.0	0.0
자본의증가	-9.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-103.3	42.4	242.6	-32.2	260.6
기초현금	248.1	144.8	187.3	429.9	397.7
기말현금	144.8	187.3	429.9	397.7	658.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	44,852	80,181	77,821	99,830	109,955
EPS(지배주주)	12,416	20,104	20,892	33,019	33,128
CFPS	17,610	28,692	29,669	45,678	62,597
EBITDAPS	16,470	28,039	30,228	43,167	43,168
BPS	85,985	124,037	139,865	167,610	195,085
DPS	3,820	7,280	5,000	5,200	5,500
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.2	1.2	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	22.3	20.7	13.1	13.1
PCR	14.1	15.6	14.6	9.5	6.9
PSR	5.5	5.6	5.6	4.3	3.9
PBR	2.9	3.6	3.1	2.6	2.2
EBITDA	361.2	615.0	663.2	947.0	947.1
EV/EBITDA	12.7	13.7	13.5	9.5	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	19.1	15.8	21.5	18.3
EBITDA이익률	36.7	35.0	38.8	43.2	39.3
부채비율	24.5	29.2	28.5	26.1	24.7
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	110.4	179.6	194.6	280.7	281.6
매출채권회전율(x)	8.0	10.0	7.8	8.2	7.5
재고자산회전율(x)	1,455.7	2,983.9	3,293.9	4,142.5	4,473.2

넷마블 (251270) 껍질을 깨고 세상 밖으로

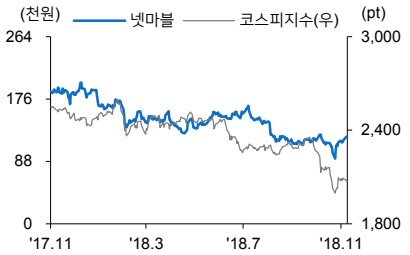
Analyst 김동희 02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11.13)	123,000원
상승여력	46.3%
KOSPI	2,071.23pt
시가총액	104,866억원
발행주식수	8,526만주
유동주식비율	27.95%
외국인비중	24.71%
52주 최고/최저가	199,500원/91,800원
평균거래대금	398.9억원
주요주주(%)	
방준혁 외 10 인	25.18
씨제이이앤엠	21.96
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-12.1	-33.7
상대주가	6.1	5.1	-19.0

주가그래프



구체화되는 신작라인업

- 넷마블은 12월 6일 '블소레볼루션' 출시를 시작으로 1Q19 'BTS월드' 2Q19 'A3', '세븐나이츠2' 를 출시계획
- 2018년 출시 일정이 명확하지 않았던 라인업들이 차례대로 가시화되고 있어 긍정적

12월 6일 D-Day

- 동사의 '블소레볼루션'은 10월 11일 사전예약 개시 이후 서버 100대, 사전예약자수 100만명 돌파
- 11월 15~18일 G스타에서 플레이버전 공개되며 기대감 고조. TV CF를 포함한 사전 마케팅 진행 되며 L2R의 340만명 사전예약자수 무난히 넘어설 전망
- 2019년 예상 '블소레볼루션'의 매출액은 5,704억원(일매출 15.6억원)으로 추정

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 제시

- 2019년 동사의 신작라인업이 풀가동된 이후 예상 순이익 대비 Target PER 31배 부여한 주가는 18만원
- 중국 판호발급 재개와 IP(Intellectual Property) 확보를 위한 추가 M&A 가시화된다면 금상첨화

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,500.0	294.7	174.0	2,719	14.1	17,946	0.0	0.0	-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	2,125.1	286.5	246.3	2,892	-27.4	53,364	49.6	2.7	29.9	5.5	20.0
2019E	2,678.8	543.2	448.5	5,264	74.1	62,991	27.3	2.3	16.3	9.0	18.1
2020E	3,103.9	689.2	513.0	6,021	12.4	68,209	23.8	2.1	12.8	9.2	17.9

넷마블의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**507.4**	**500.8**	**526.0**	**590.9**	**587.2**	**715.7**	**693.0**	**682.8**	**2,424.8**	**2,125.1**	**2,678.8**
리니지2레볼루션	177.6	140.2	121.0	110.4	91.1	91.1	91.2	91.2	1,079.7	549.2	364.6
모두의 마블	30.4	20.0	29.7	29.4	30.4	30.0	29.7	29.4	132.5	109.5	119.5
세븐나이츠	30.4	20.0	21.0	31.0	31.0	30.4	30.0	29.6	169.3	102.5	121.1
마블컨테스트오브챔피언	81.2	75.1	73.6	76.0	79.8	76.0	75.5	73.0	253.7	305.9	304.3
쿠키잼	35.5	35.1	35.9	37.7	36.2	34.4	35.2	36.9	138.6	144.2	142.7
블소 레볼루션	-	-	-	50.0	138.0	193.2	138.0	101.2	-	50.0	570.4
세븐나이츠2	-	-	-	-	0.0	45.0	73.6	55.2	-	-	173.8
기타	152.2	190.5	192.1	238.0	171.5	206.4	210.7	257.1	651.0	772.9	845.6
영업비용	**433.2**	**438.6**	**458.7**	**508.1**	**481.5**	**555.3**	**549.1**	**549.7**	**1,915.0**	**1,838.6**	**2,135.6**
인건비	98.9	101.7	101.8	106.9	110.1	113.4	116.8	120.3	363.4	409.3	460.6
지급수수료	212.8	207.5	215.7	242.3	240.8	293.5	284.2	280.0	1,006.4	878.3	1,098.5
마케팅비	74.7	78.6	85.1	101.0	70.5	85.9	83.2	81.9	381.2	339.4	321.5
기타	46.8	50.8	56.1	57.9	60.2	62.5	64.9	67.4	164.0	211.7	255.0
영업이익	**74.2**	**62.2**	**67.3**	**82.7**	**105.7**	**160.4**	**144.0**	**133.1**	**509.7**	**286.4**	**543.2**
지배순이익	**73.9**	**57.9**	**44.2**	**70.3**	**88.1**	**130.8**	**118.7**	**110.9**	**309.8**	**246.3**	**448.5**

자료: 넷마블게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

글로벌 게임업종 Peer Valuation

투자의견 Buy,
적정주가 18만원 하향

- 넷마블에 대한 투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 18만원으로 소폭 조정
- 조정 이유는 1) 글로벌 게임 업종의 주가 하락, 밸류에이션 멀티플 감소 2) 중국 게임 시장의 규제리스크 강화로 해외 성장 모멘텀 둔화 반영, 3) 그밖에 출시 지연으로 19년 이익 추정치 9.5% 하향
- 적정주가의 2019E 실적기준 Target PER은 31배로 여전히 글로벌 동종업종대비 40% 프리미엄 부여 받고 있으나 2019년 신작라인업이 다수의 기대작으로 극대화되어 성장의 폭 크다는 점 감안

Valuation – 글로벌 Peer 대비 프리미엄

국가	회사	시가총액	PER (x)		3yrs EPS	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	
		(십억원,십억달러)	2018E	2019E	CAGR (%)	2019E	2019E	2019E	2018E	2019E
한국	넷마블	10,486.6	42.2	23.5	24.7	1.0	9.3	2.1	20.0	10.9
	엔씨소프트	9,806.7	21.2	15.9	11.6	1.4	19.1	2.8	11.1	9.0
	컴투스	1,618.6	11.6	9.3	15.8	0.6	17.9	1.6	5.5	4.1
	펄어비스	2,393.2	12.9	9.1	31.0	0.3	47.3	5.3	10.1	6.5
	더블유게임즈	1,120.4	11.1	9.1	20.1	0.5	22.3	1.7	8.9	7.4
국내 평균		5,085.1	19.8	13.4	20.6	0.5	23.2	2.7	11.1	7.6
미국	EA	26.5	23.4	19.2	10.4	1.8	26.4	4.9	16.0	12.7
	Blizzard	41.1	20.7	19.1	14.8	1.3	17.7	3.1	14.9	13.5
중국	텐센트	333.7	29.5	23.4	43.6	0.5	25.4	5.5	20.2	16.5
	넷이즈	27.9	21.3	16.9	21.1	0.8	17.4	3.3	16.6	13.1
일본	넥슨재팬	9.2	10.2	10.7	0.7	15.2	15.7	1.6	5.9	5.4
	SquareEnix	4.0	26.4	17.4	9.9	1.8	15.1	2.1	7.5	7.5
글로벌 평균		73.7	21.9	17.8	16.8	3.6	19.6	3.4	13.5	11.5

주: 2018년 11월 13일 종가 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**1,500.0**	**2,424.8**	**2,125.1**	**2,678.8**	**3,103.9**
매출액증가율(%)	39.8	61.6	-12.4	26.1	15.9
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,125.1	2,678.8	3,103.9
판매비와관리비	453.9	1,915.0	1,838.6	2,135.6	2,414.7
영업이익	**294.7**	**509.8**	**286.5**	**543.2**	**689.2**
영업이익률(%)	19.6	21.0	13.5	20.3	22.2
금융손익	0.3	11.6	12.2	12.8	13.5
종속/관계기업관련손익	-3.5	-5.7	-5.9	-6.2	-6.5
기타영업외손익	-16.0	-44.2	-46.5	-48.8	-51.2
세전계속사업이익	275.6	471.5	385.5	635.1	666.3
법인세비용	66.3	110.6	93.4	146.1	153.2
당기순이익	**209.3**	**360.9**	**280.7**	**489.0**	**549.5**
지배주주지분 순이익	174.0	309.8	246.3	448.5	513.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721.5	2,918.4	2,862.4	3,602.4	3,858.8
현금및현금성자산	272.7	1,907.8	2,044.1	2,737.7	2,950.9
매출채권	244.2	291.4	319.3	340.7	357.7
재고자산	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
비유동자산	1,236.0	2,429.3	2,789.7	2,960.2	3,246.6
유형자산	122.9	145.4	152.7	160.3	168.3
무형자산	540.1	1,236.8	1,422.3	1,635.7	1,881.0
투자자산	543.8	974.7	974.7	974.7	974.7
자산총계	**1,957.4**	**5,347.7**	**5,652.2**	**6,562.6**	**7,105.5**
유동부채	421.2	501.3	540.4	585.2	636.6
매입채무	108.6	120.6	285.9	328.7	378.1
단기차입금	105.3	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	225.8	381.2	400.2	420.3	441.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
부채총계	**647.1**	**882.4**	**940.6**	**1,005.5**	**1,077.8**
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	298.6	298.6	298.6
이익잉여금	293.9	602.9	849.2	1,272.2	1,742.7
비지배주주지분	94.1	135.8	164.4	189.6	215.5
자본총계	**1,310.4**	**4,465.3**	**4,711.5**	**5,557.1**	**6,027.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**197.1**	**503.4**	**368.5**	**541.4**	**620.2**
당기순이익(손실)	209.3	360.9	280.7	489.0	549.5
유형자산감가상각비	8.2	11.5	31.8	29.6	22.4
무형자산상각비	22.4	53.3	21.5	10.6	10.1
운전자본의 증감	-82.3	-18.8	-46.1	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-207.4**	**-1,432.7**	**-116.5**	**-159.6**	**-276.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-89.9	-30.0	-40.0	-50.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	-104.3	-436.6	-163.9	-168.9	-173.9
재무활동 현금흐름	**63.0**	**2,527.3**	**46.0**	**46.7**	**47.4**
차입금증감	263.7	-34.3	-30.9	-27.8	-25.0
자본의증가	276.2	2,643.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	56.8	1,635.1	136.3	693.6	213.2
기초현금	215.9	272.7	1,907.8	2,044.1	2,737.7
기말현금	272.7	1,907.8	2,044.1	2,737.7	2,950.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,445	30,508	24,957	31,437	36,426
EPS(지배주주)	2,719	3,898	2,892	5,264	6,021
CFPS	5,301	7,365	4,148	6,413	6,998
EBITDAPS	5,084	7,228	3,991	6,846	8,470
BPS	17,946	50,920	53,364	62,991	68,209
DPS	0	360	360	360	360
배당수익률(%)		0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-	48.4	49.6	27.3	23.8
PCR	-	25.6	34.6	22.4	20.5
PSR	-	6.2	5.7	4.6	3.9
PBR	-	3.7	2.7	2.3	2.1
EBITDA	325.3	574.5	339.8	583.4	721.8
EV/EBITDA	-0.1	24.2	29.9	16.3	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	11.2	5.5	9.0	9.2
EBITDA이익률	21.7	23.7	16.0	21.8	23.3
부채비율	49.4	19.8	20.0	18.1	17.9
금융비용부담률	0.1	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	149.2	37.8	20.2	36.5	44.1
매출채권회전율(x)	8.1	9.1	7.0	8.1	8.9
재고자산회전율(x)	1,374.8	1,142.8	901.2	1,136.0	1,316.4

아프리카TV (067160) 별풍선, 다르거나 따르거나

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

Buy

적정주가 (12개월)	55,000원
현재주가 (11.13)	39,250원
상승여력	40.1%
KOSDAQ	670.85pt
시가총액	4,512억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.52%
외국인비중	20.97%
52주 최고/최저가	55,500원/18,000원
평균거래대금	130.2억원
주요주주(%)	
세인트인터내셔널 외 2 인	25.55
국민연금	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.6	0.9	98.7
상대주가	38.1	30.2	119.6

주가그래프

동영상, 메가 트렌드

- 동영상은 이제 더 이상 인터넷 서비스의 한 영역이 아닌 온라인 컨텐츠를 소비하는 지배적 수단
- 1인 미디어, 크리에이터, 인플루언서의 역할과 영향력은 2019년에도 더욱 강화될 것
- 포트폴리오 다변화와 별풍선 수익화를 기반으로 이익 성장세 가속화되고 있는 국내 대표 동영상 플랫폼으로서의 가치는 지속 부각될 것

3yrs EPS CAGR 38% 전망

- 3yrs EPS CAGR(17-20)은 38%로 추정. 가파른 이익 성장세 시현
- 별풍선 성장에 주로 기인하며 2019년에는 광고 매출 성장세도 기대. 1) 5~10분 분량의 비디오클립을 컨텐츠 다시보기 형태로 편집, 개인화, 추천 등 사용성 강화, 2) 숏클립 비디오 운영하는 전략 등에 근거

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원 유지

- 2019년 동영상 플랫폼 시장의 성장성 기대되며 국내 유일한 동영상 플랫폼 기업
- 아프리카TV에 대한 적극적 비중확대 필요. 참고로 적정주가의 2019년 예상기준 PER은 19.9배 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	79.8	16.0	10.2	962	135.1	5,266	25.6	4.7	12.9	19.6	45.6
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018E	123.3	27.0	23.1	2,030	50.5	8,061	15.8	4.0	10.6	28.5	36.0
2019E	153.1	37.4	31.4	2,727	34.6	10,921	11.8	2.9	7.4	28.7	26.9
2020E	181.2	54.3	42.3	3,680	35.1	14,133	8.7	2.3	4.7	29.4	21.0

아프리카TV 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**27.9**	**29.0**	**32.4**	**34.0**	**36.0**	**37.0**	**38.6**	**41.5**	**94.6**	**123.3**	**153.1**
아이템	23.2	23.9	25.6	26.5	28.2	28.7	29.9	32.3	79.2	99.3	119.2
광고	3.7	3.7	4.7	5.2	5.5	5.7	6.0	6.3	13.7	17.4	23.6
멀티플랫폼	0.7	0.9	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.0	4.4	6.6
기타	0.3	0.4	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.7	2.3	3.8
영업비용	**21.9**	**22.8**	**25.0**	**26.6**	**27.4**	**27.9**	**28.7**	**31.7**	**76.2**	**96.3**	**115.7**
인건비	5.4	5.5	5.7	5.9	6.1	6.3	6.4	6.4	18.8	22.5	25.1
지급수수료	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	0.8
마케팅비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
기타	4.8	5.2	6.8	7.5	7.7	7.9	8.1	8.4	16.5	24.3	32.1
영업이익	**6.0**	**6.1**	**7.4**	**7.4**	**8.6**	**9.1**	**9.9**	**9.7**	**18.3**	**27.0**	**37.3**
세전이익	**7.0**	**5.5**	**8.3**	**7.3**	**9.6**	**8.5**	**9.8**	**9.6**	**18.1**	**28.1**	**37.5**
지배순이익	**5.8**	**4.7**	**6.6**	**6.1**	**8.1**	**7.1**	**8.2**	**8.0**	**14.7**	**23.1**	**31.4**

자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**79.8**	**94.6**	**123.3**	**153.1**	**181.2**
매출액증가율(%)	27.0	18.4	30.4	24.1	18.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	79.8	94.6	123.3	153.1	181.2
판매비와관리비	63.8	76.2	96.3	115.7	126.9
영업이익	**16.0**	**18.3**	**27.0**	**37.4**	**54.3**
영업이익률(%)	20.1	19.4	21.9	24.4	30.0
금융손익	-1.5	0.2	0.6	0.5	0.5
종속/관계기업관련손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	-0.4	-0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.8	18.1	28.1	37.5	54.2
법인세비용	2.8	3.4	3.8	4.7	6.4
당기순이익	**10.1**	**14.7**	**23.0**	**31.2**	**42.2**
지배주주지분 순이익	10.2	14.7	23.1	31.4	42.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	50.2	63.4	93.3	124.3	159.1
현금및현금성자산	16.6	23.0	41.2	64.1	96.0
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	44.9	49.4	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**	**126.8**	**159.7**	**196.7**
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	51.6	79.5	116.2
비지배주주지분	0.1	0.4	0.6	0.3	0.1
자본총계	**57.3**	**70.1**	**93.2**	**125.9**	**162.5**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**21.5**	**21.3**	**36.3**	**27.5**	**43.7**
당기순이익(손실)	10.1	14.7	23.0	31.2	42.2
유형자산감가상각비	2.1	2.6	3.3	2.8	2.2
무형자산상각비	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	1.8	1.9	-5.8	0.8	1.0
투자활동 현금흐름	**-18.8**	**-11.5**	**-11.3**	**-11.5**	**-11.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.4	-4.4	-3.9	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.8	-0.1	-0.7	-0.7	-0.8
재무활동 현금흐름	**-3.3**	**-3.3**	**-7.2**	**-7.2**	**-7.2**
차입금증감	-2.1	0.0	5.3	0.3	0.3
자본의증가	4.9	3.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-0.6	6.5	18.2	22.9	31.8
기초현금	17.1	16.6	23.0	41.2	64.1
기말현금	16.6	23.0	41.2	64.1	96.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,498	8,643	10,835	13,318	15,761
EPS(지배주주)	962	1,348	2,030	2,727	3,680
CFPS	1,989	2,087	2,662	3,254	4,227
EBITDAPS	1,760	1,934	2,685	3,517	4,931
BPS	5,266	6,163	8,061	10,921	14,133
DPS	290	380	380	380	380
배당수익률(%)	1.2	2.0	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	25.6	14.2	15.8	11.8	8.7
PCR	12.4	9.2	12.1	9.9	7.6
PSR	3.3	2.2	3.0	2.4	2.0
PBR	4.7	3.1	4.0	2.9	2.3
EBITDA	18.7	21.2	30.6	40.4	56.7
EV/EBITDA	12.9	8.7	10.6	7.4	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.6	23.2	28.5	28.7	29.4
EBITDA이익률	23.5	22.4	24.8	26.4	31.3
부채비율	45.6	47.5	36.0	26.9	21.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	573.8		8,283.7		
매출채권회전율(x)	20.7	28.1	7.3	4.5	4.7
재고자산회전율(x)					

NAVER (035420) N플랫폼의 위기

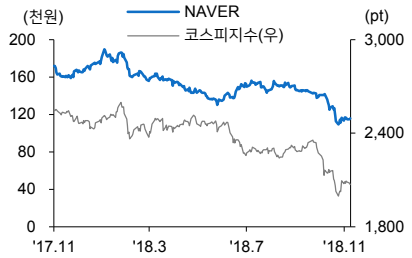
Analyst 김동희 02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (11.13)	116,000원
상승여력	46.6%
KOSPI	2,071.23pt
시가총액	191,184억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	78.70%
외국인비중	60.22%
52주 최고/최저가	190,000원/109,500원
평균거래대금	708.5억원
주요주주(%)	
국민연금	10.00
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.3	-19.1	-29.2
상대주가	-14.7	-3.2	-13.5

주가그래프



'그린닷과 그린윈도우', 얼마나 순조롭게 작동할까?

- 10월 10일 새로운 모바일 메인화면 개편안을 발표하였으며 안드로이드 OS와 IOS 베타테스트 진행
- 이용자 변화와 행동패턴 등을 정밀하게 분석한 이후 올해 말 혹은 내년초 완전 개편 예정
- 이용자와 광고주가 변화에 적응하는데 다소 시간 필요

국내보다는 해외로 , 투자의 시기

- 2018년 일본 라인 CB 발행에 7,500억원, 유럽법인에 2,589억원 투자하는 등 공격적 해외투자
- 라인은 18년초 라인파이낸셜 설립 이후 자산운용/증권/대출/가상화폐/간편결제에 있어 성장 가속화되고 있어, 당분간 투자비 증가는 불가피

▪ 투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

- 투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 17만원으로 액면분할 반영하여 제시
- 국내 광고사업 성장둔화와 라인의 공격적 투자라는 위기상황에 놓여 있어, 국내 N플랫폼에 적용하였던 적정 PER multiple을 기존 20배에서 15배로 하향

(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	4,546	46.8	21,811	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,570.6	972.2	748.1	4,539	-9.8	27,317	26.2	4.4	13.9	16.1	79.8
2019E	6,490.1	906.3	666.2	4,042	-2.7	30,941	29.4	3.8	14.1	13.9	76.0
2020E	7,132.4	1,040.6	760.1	4,612	13.8	34,895	25.8	3.4	12.0	14.0	72.4

NAVER 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**1,309.1**	**1,363.6**	**1,397.7**	**1,500.2**	**1,521.3**	**1,584.9**	**1,639.9**	**1,744.1**	**4,678.4**	**5,570.6**	**6,490.1**
광고	133.1	148.7	136.1	153.2	136.1	156.2	147.2	170.0	529.4	571.1	609.5
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	666.7	657.9	691.1	692.7	740.0	2,157.7	2,484.0	2,781.7
IT플랫폼	72.5	85.7	88.5	103.8	114.7	120.0	127.3	135.0	217.8	350.5	496.9
콘텐츠서비스	29.6	31.7	36.1	37.9	39.0	41.0	42.0	44.1	104.5	135.3	166.2
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	538.5	573.5	576.6	630.8	654.9	1,669.0	2,029.6	2,435.8
영업비용	**1,052.1**	**1,113.0**	**1,176.0**	**1,257.3**	**1,303.2**	**1,379.4**	**1,408.3**	**1,493.0**	**3,499.3**	**4,598.4**	**5,583.9**
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	206.6	227.3	238.6	240.2	252.2	605.6	773.1	958.3
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	267.4	275.5	289.2	297.9	312.8	857.2	1,024.7	1,175.4
인프라	60.3	63.8	67.3	70.7	72.8	76.4	78.7	82.7	225.0	262.1	310.6
마케팅	71.0	84.9	82.3	84.8	87.3	89.9	92.6	115.0	242.4	323.0	384.9
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.6	627.8	640.3	685.2	698.9	730.3	1,569.0	2,215.5	2,754.7
영업이익	**257.0**	**250.6**	**221.7**	**242.9**	**218.1**	**205.5**	**231.6**	**251.1**	**1,179.1**	**972.2**	**906.3**
세전이익	**255.7**	**388.4**	**186.8**	**243.8**	**249.3**	**233.3**	**262.6**	**263.1**	**1,195.8**	**1,074.6**	**1,008.2**
지배순이익	**165.2**	**296.4**	**99.0**	**187.5**	**164.6**	**153.9**	**173.6**	**174.1**	**772.9**	**748.1**	**666.2**

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**4,022.6**	**4,678.5**	**5,570.6**	**6,490.1**	**7,132.4**
매출액증가율(%)	23.6	16.3	19.1	16.5	9.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,585.3	6,559.7	7,815.3
판매비와관리비	2,920.6	3,499.3	4,598.4	5,583.9	6,091.8
영업이익	**1,102.0**	**1,179.2**	**972.2**	**906.3**	**1,040.6**
영업이익률(%)	27.4	25.2	17.5	14.0	14.6
금융손익	28.9	82.6	98.3	91.6	96.2
종속/관계기업관련손익	-9.4	-14.0	-14.5	-14.9	-15.3
기타영업외손익	10.3	-51.9	82.7	13.7	14.4
세전계속사업이익	1,131.8	1,195.8	1,074.6	1,008.2	1,147.6
법인세비용	360.9	423.2	413.1	332.7	378.7
당기순이익	**759.1**	**770.1**	**694.5**	**675.5**	**768.9**
지배주주지분 순이익	749.3	772.9	748.1	666.2	760.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	5,810.3	6,357.2	6,979.4
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	2,303.3	2,564.9	2,876.7
매출채권	475.4	621.5	742.4	852.9	995.2
재고자산	10.4	36.2	43.3	49.7	58.0
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,425.1	3,808.4	4,238.1
유형자산	863.3	1,150.0	1,265.0	1,391.5	1,530.7
무형자산	112.1	339.5	407.4	488.9	586.7
투자자산	796.9	1,387.7	1,359.2	1,495.1	1,644.6
자산총계	**6,370.6**	**8,019.3**	**9,235.5**	**10,165.6**	**11,217.5**
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	291.2	291.2	291.2
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
비유동부채	437.1	411.3	1,567.3	1,604.0	1,644.4
사채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	49.9	120.3	120.3	120.3
부채총계	**2,241.0**	**2,714.1**	**4,100.3**	**4,390.3**	**4,709.3**
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	5,281.2	5,884.8	7,065.1
비지배주주지분	534.9	542.8	633.0	675.8	757.0
자본총계	**4,129.6**	**5,305.2**	**5,135.2**	**5,775.3**	**6,508.2**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**1,164.0**	**940.0**	**1,197.8**	**1,433.7**	**872.2**
당기순이익(손실)	759.1	770.1	694.5	675.5	768.9
유형자산감가상각비	145.7	182.7	191.8	201.4	211.5
무형자산상각비	17.3	23.6	24.8	26.0	27.3
운전자본의 증감	88.3	-138.5	260.9	197.6	254.4
투자활동 현금흐름	**-941.7**	**-1,310.3**	**-1,056.8**	**-720.5**	**-796.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1
투자자산의 감소(증가)	-366.8	-604.8	16.1	-135.9	-149.5
재무활동 현금흐름	**697.9**	**636.2**	**1,038.6**	**435.0**	**605.0**
차입금증감	-290.4	38.3	195.8	203.6	211.8
자본의증가	1,084.1	290.7	15.6	0.0	0.0
현금의증가(감소)	912.8	181.3	395.7	261.7	311.8
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	2,303.3	2,564.9
기말현금	1,726.2	1,907.6	2,303.3	2,564.9	2,876.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	24,407	28,387	33,799	39,379	43,276
EPS(지배주주)	4,546	4,689	4,539	4,042	4,612
CFPS	8,393	8,698	6,283	5,862	8,228
EBITDAPS	7,675	8,406	7,213	6,879	7,762
BPS	21,811	28,895	27,317	30,941	34,895
DPS	226	289	289	289	289
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	37.1	26.2	29.4	25.8
PCR	18.5	20.0	18.9	20.3	14.5
PSR	6.4	6.1	3.5	3.0	2.7
PBR	7.1	6.0	4.4	3.8	3.4
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,188.8	1,133.7	1,279.3
EV/EBITDA	18.2	18.8	13.9	14.1	12.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	16.1	13.9	14.0
EBITDA이익률	31.4	29.6	21.3	17.5	17.9
부채비율	54.3	51.2	79.8	76.0	72.4
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	8.1	7.7
재고자산회전율(x)	311.2	201.0	140.2	139.7	132.5

펄어비스(263750) 2019년에 보여줄 게 많다

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

Buy

적정주가 (12개월)	300,000원
현재주가 (11.13)	184,900원
상승여력	62.2%
KOSDAQ	670.85pt
시가총액	23,932억원
발행주식수	1,294만주
유동주식비율	46.07%
외국인비중	9.85%
52주 최고/최저가	284,200원/157,500원
평균거래대금	190.6억원
주요주주(%)	
김대일 외 9 인	46.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	-19.6	17.4
상대주가	-2.5	3.8	29.7

주가그래프

검은사막이 가는길 - PC에서 모바일, 그리고 콘솔까지

- 검은사막은 국내, 일본, 러시아, 북미/유럽, 대만을 거쳐 중동/터키/동남아까지 글로벌 성공한 PC 게임
- 2018년에는 2월 한국과 8월 대만/마카오/홍콩에서 '검은사막M' 출시하며 성공적인 플랫폼 다각화
- 펄어비스는 2018년 11월 콘솔 플랫폼(X Box)에 '검은사막' 출시하며 플랫폼 다각화 노력 지속

2019년 보여줄 게 많다

- 2019년 1분기 '검은사막M'의 일본 출시를 시작으로 동남아, 북미/유럽까지 지역 확장 스토리 지속
- 2019년 CCP게임즈를 통해 확보한 'EVE:War of Ascension'과 'Eve:China'의 중국 출시
- 펄어비스에서 개발하는 신작 라인업 '프로젝트K'와 '프로젝트V' 등도 가시화, 2019년 한단계 레벨업 기대

투자의견 Buy, 적정주가 30만원 유지

- 투자의견 Buy, 적정주가 30만원을 유지. 적정주가의 2019E Target PER은 15.0배 수준
- 단일게임사에서 다양한 포트폴리오를 보유한 회사로 성장, 부담스럽지 않은 밸류에이션 수준

(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	447.8	224.5	191.3	15,584	1,105.2	25,024	14.5	9.0	11.0	64.1	8.0
2019E	695.0	377.8	296.8	23,046	47.9	35,956	9.8	6.3	5.8	75.6	3.6
2020E	721.2	427.6	335.6	26,061	13.1	58,158	8.7	3.9	4.4	55.4	2.6

펄어비스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**75.5**	**112.7**	**117.0**	**142.6**	**168.1**	**169.4**	**165.3**	**192.2**	**109.0**	**447.8**	**695.0**
PC	33.9	29.9	27.3	30.5	43.2	47.0	45.9	48.6	117.2	121.6	184.7
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	15.9	25.1	26.3	25.1	25.8	72.6	63.1	102.3
직접 서비스	12.0	13.4	13.5	14.5	18.1	20.8	20.8	22.8	44.6	53.5	82.4
모바일	41.6	82.8	89.7	97.6	110.4	105.5	100.5	90.6	-	311.7	406.9
콘솔				4.5	4.5	6.9	6.0	5.9	-	4.5	23.3
영업비용	**42.0**	**57.9**	**56.7**	**66.7**	**76.1**	**79.2**	**81.8**	**80.1**	**52.7**	**223.3**	**317.2**
인건비	10.8	16.6	13.6	15.3	16.4	17.7	19.0	20.5	22.5	56.3	73.6
지급수수료	17.8	30.0	31.5	38.3	42.5	42.0	44.1	43.2	9.6	117.6	171.8
광고선전비	10.5	9.2	10.0	11.2	15.2	17.5	16.5	14.2	9.1	40.9	63.4
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	5.1	3.2	2.0
감가상각비	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	1.2	1.3	1.8
기타	1.2	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	5.2	4.0	4.7
영업이익	**33.5**	**54.8**	**60.3**	**75.8**	**92.0**	**90.2**	**83.5**	**112.0**	**49.1**	**224.4**	**377.8**
세전이익	**34.3**	**61.0**	**60.9**	**76.5**	**92.7**	**90.8**	**84.2**	**112.7**	**37.4**	**232.7**	**380.4**
지배순이익	**27.8**	**52.2**	**51.7**	**59.6**	**72.3**	**70.8**	**65.7**	**87.9**	**31.1**	**191.3**	**296.7**

주: 2017년은 calendar year 기준
자료: 펄어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

펄어비스(263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**52.4**	**447.8**	**695.0**	**721.2**
매출액증가율(%)	55.5	754.8	55.2	3.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	447.8	695.0	721.2
판매비와관리비	30.7	223.3	317.2	293.6
영업이익	**21.7**	**224.5**	**377.8**	**427.6**
영업이익률(%)	41.4	50.1	54.4	59.3
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
종속/관계기업관련손익	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	232.7	380.5	430.2
법인세비용	3.0	45.5	83.7	94.7
당기순이익	**14.7**	**191.3**	**296.8**	**335.6**
지배주주지분 순이익	14.7	191.3	296.8	335.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	279.9	463.8	744.5	1,076.5
현금및현금성자산	240.5	423.1	701.6	1,023.9
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	13.4	15.3	15.9
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
자산총계	**296.6**	**348.0**	**479.9**	**768.7**
유동부채	19.8	22.4	15.1	17.9
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
비유동부채	1.6	3.4	1.8	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**21.4**	**25.8**	**16.9**	**19.8**
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	-0.6	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	85.1	83.8	260.7	546.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**275.2**	**322.2**	**463.0**	**748.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	**26.5**	**186.6**	**291.6**	**335.7**
당기순이익(손실)	14.7	191.3	296.8	335.6
유형자산감가상각비	0.7	0.8	0.6	0.5
무형자산상각비	0.3	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	6.6	6.8	7.0	7.2
투자활동 현금흐름	**-8.3**	**-15.9**	**-14.4**	**-19.0**
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	**178.8**	**182.2**	**-7.7**	**-5.3**
차입금증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	193.6	182.6	278.5	322.4
기초현금	46.9	240.5	423.1	701.6
기말현금	240.5	423.1	701.6	1,023.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	36,469	53,972	56,006
EPS(지배주주)	1,293	15,584	23,046	26,061
CFPS	2,139	16,298	23,665	26,666
EBITDAPS	1,989	18,397	29,425	33,283
BPS	22,807	25,024	35,956	58,158
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	14.5	9.8	8.7
PCR	115.7	13.9	9.6	8.5
PSR	53.8	6.2	4.2	4.0
PBR	10.9	9.0	6.3	3.9
EBITDA	22.7	225.9	378.9	428.6
EV/EBITDA	120.3	11.0	5.8	4.4
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	64.1	75.6	55.4
EBITDA이익률	43.3	50.4	54.5	59.4
부채비율	7.8	8.0	3.6	2.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	31,633.0		
매출채권회전율(x)	4.2	23.9	30.8	26.8
재고자산회전율(x)				

NHN엔터테인먼트(181710) 미워도 정말 다시 한번

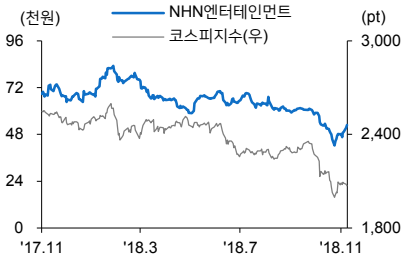
Analyst 김동희 02. 6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (11.13)	52,900원
상승여력	51.2%
KOSPI	2,071.23pt
시가총액	10,350억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	48.69%
외국인비중	11.67%
52주 최고/최저가	83,200원/42,400원
평균거래대금	39.9억원
주요주주(%)	
이준호 외 21 인	47.70
한국투자신탁운용	5.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-17.3	-22.2
상대주가	3.8	-1.1	-5.0

주가그래프



삼성페이에서 제로페이까지

- 8월 둘째주 페이코는 삼성페이 탑재로 오프라인 영역 확장에 본격 나섰으나 사용가능 카드가 롯데에 국한되며 성장폭이 더디었음
- 11월 현재 비씨카드, 현대카드 사용되며 연내 신한, 삼성 등 메이저카드 탑재. 2019년에는 제로페이와의 제휴로 중소가맹점과 이용자 증가 기대
- 거래액과 액티브 유저의 증가는 쇼핑, 여행, 맛집, 금융 등 컨텐츠 확대와 쿠폰, 기프트숍, 쇼핑적립 등의 광고플랫폼이 유용하게 작동하는 기반

2019년 매출액과 영업이익 각각 18.1%, 69.8% 성장 기대

- 2019년 매출액은 18.1% 증가한 1.5조원(NHN사이버결제 연결계상 온기반영) 예상
- 영업이익은 페이코 영업손실 축소로 개선. 19년 페이코 매출액과 영업손실은 각각 600억원, 180억원 추정

투자의견 Buy, 적정주가 8만원 유지

- 동사의 안정적 이익레벨에 대한 불신은 양호한 2018년 실적으로 충분히 해소
- 2019년에는 오프라인 결제 시장이 본격 개화되고 있어 페이코의 성장과 수익모델 추가로 적자규모 축소

(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	1,246.3	77.6	141.2	7,218	1,691.2	86,240	6.8	0.6	3.4	8.8	27.9
2019E	1,472.0	131.7	174.7	8,930	18.3	102,132	5.5	0.5	0.8	9.5	27.8
2020E	1,633.9	166.8	201.1	10,280	14.3	118,861	4.8	0.4	-0.9	9.3	27.7

NHN 엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**232.2**	**325.2**	**338.9**	**350.0**	**351.9**	**365.9**	**368.7**	**385.5**	**909.1**	**1,246.3**	**1,472.0**
PC	52.8	41.2	40.1	42.3	44.1	42.6	42.8	45.4	202.4	176.4	174.9
웹보드	36.7	28.6	28.1	30.9	33.0	31.7	32.3	34.6	138.7	124.2	131.6
퍼블리싱	16.1	12.6	12.0	11.4	11.1	10.9	10.5	10.8	63.9	52.2	43.3
모바일	63.6	57.3	67.6	62.7	65.0	66.1	68.2	70.0	273.5	251.2	269.3
기타	115.7	226.7	231.2	245.0	242.8	257.2	257.7	270.1	433.2	818.7	1,027.8
영업비용	**216.8**	**310.3**	**317.1**	**324.5**	**325.9**	**333.7**	**335.8**	**344.9**	**874.4**	**1,168.7**	**1,340.3**
인건비	74.8	80.2	81.3	83.3	85.7	88.3	91.0	93.7	277.5	319.5	358.7
지급수수료	91.5	181.2	183.6	185.8	183.1	186.5	184.2	188.8	387.0	642.1	742.6
광고선전비	15.9	14.2	18.0	20.2	20.8	21.4	22.1	22.7	83.8	68.4	87.0
감가상각비	8.4	10.2	10.5	10.8	11.1	11.4	11.8	12.1	33.5	39.9	46.5
통신비	5.9	6.2	6.4	6.5	6.7	6.9	7.1	7.4	23.2	25.0	28.2
기타	20.3	18.3	17.4	17.9	18.4	19.0	19.6	20.2	69.4	73.9	77.2
영업이익	**15.4**	**14.9**	**21.8**	**25.5**	**26.0**	**32.2**	**32.9**	**40.7**	**34.7**	**77.6**	**131.7**
세전이익	**78.0**	**43.0**	**35.7**	**56.9**	**62.0**	**68.9**	**70.4**	**74.9**	**55.1**	**213.6**	**276.3**
지배순이익	**55.0**	**23.4**	**23.7**	**39.1**	**39.0**	**43.6**	**44.6**	**47.5**	**16.6**	**141.2**	**174.7**

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠종금증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트(181710)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	**856.4**	**909.1**	**1,246.3**	**1,472.0**	**1,633.9**
매출액증가율(%)	32.9	6.2	37.1	18.1	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,246.3	1,472.0	1,633.9
판매비와관리비	830.1	874.4	1,168.7	1,340.3	1,467.1
영업이익	**26.4**	**34.7**	**77.6**	**131.7**	**166.8**
영업이익률(%)	3.1	3.8	6.2	8.9	10.2
금융손익	29.3	73.9	17.5	16.6	17.0
종속/관계기업관련손익	-13.1	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5
기타영업외손익	-16.6	-44.6	-46.0	-47.3	-48.7
세전계속사업이익	26.0	54.4	213.6	276.3	315.7
법인세비용	18.9	45.7	57.1	91.2	104.2
당기순이익	**7.1**	**8.7**	**156.5**	**185.1**	**211.5**
지배주주지분 순이익	12.5	16.6	141.2	174.7	201.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	749.5	947.7	1,076.3	1,222.6	1,441.7
현금및현금성자산	301.5	368.1	499.9	589.9	786.8
매출채권	113.2	196.8	265.6	292.2	301.0
재고자산	21.9	16.7	16.9	17.1	17.3
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,191.2	1,210.0	1,221.7
유형자산	114.3	118.0	111.5	104.7	97.5
무형자산	323.0	351.8	369.4	387.8	399.5
투자자산	492.3	543.6	550.7	557.9	565.2
자산총계	**1,838.2**	**2,117.6**	**2,320.0**	**2,555.7**	**2,822.8**
유동부채	267.6	396.4	436.0	479.6	527.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	82.0	8.6	8.6	8.6
유동성장기부채	21.4	8.5	8.2	8.2	8.2
비유동부채	60.2	63.3	76.5	77.1	77.8
사채	0.0	5.7	3.1	3.1	3.1
장기차입금	0.0	1.6	16.6	16.6	16.6
부채총계	**327.7**	**459.7**	**505.7**	**556.2**	**611.8**
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	14.2	-8.8	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	262.6	278.4	434.9	620.0	831.5
비지배주주지분	47.7	151.3	127.1	1.3	-114.5
자본총계	**1,510.5**	**1,657.9**	**1,814.4**	**1,999.5**	**2,211.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	**83.4**	**-43.5**	**65.2**	**100.3**	**148.3**
당기순이익(손실)	7.1	8.7	156.5	185.1	211.5
유형자산감가상각비	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	-38.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**36.7**	**-85.7**	**156.5**	**185.1**	**211.5**
유형자산의 증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5
투자자산의 감소(증가)	115.3	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7
재무활동 현금흐름	**-79.2**	**196.2**	**23.9**	**27.9**	**28.7**
차입금증감	-29.6	72.2	75.0	78.1	81.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.1	66.6	131.8	90.1	196.9
기초현금	260.4	301.5	368.1	499.9	589.9
기말현금	301.5	368.1	499.9	589.9	786.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	43,773	46,466	63,698	75,236	83,511
EPS(지배주주)	639	849	7,218	8,930	10,280
CFPS	3,682	3,931	66,583	86,848	83,320
EBITDAPS	3,238	3,488	5,746	8,585	10,452
BPS	74,766	77,006	86,240	102,132	118,861
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	78.7	80.6	6.8	5.5	4.8
PCR	13.7	17.4	0.7	0.6	0.6
PSR	1.1	1.5	0.8	0.6	0.6
PBR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
EBITDA	63.4	68.2	112.4	168.0	204.5
EV/EBITDA	9.3	14.7	3.4	0.8	-0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	8.8	9.5	9.3
EBITDA이익률	7.4	7.5	9.0	11.4	12.5
부채비율	21.7	27.7	27.9	27.8	27.7
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	13.2	117.6	70.4	187.9	237.9
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	5.4	5.3	5.5
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	74.4	86.7	95.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며
2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여
지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
당사는 자료 작성일 현재 넷마블로부터 자기주식 직접 취득 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

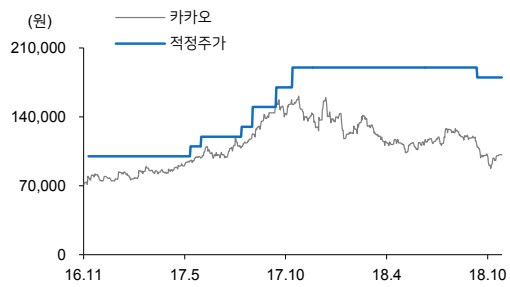
2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

카카오(035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.11.23	산업분석	Trading Buy	100,000	김동희	-21.6	-15.7
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-21.0	-14.6
2017.02.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-18.5	-10.5
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-17.2	-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	-32.6	-15.3
2018.07.13	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-33.3	-15.3
2018.08.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-33.7	-15.3
2018.10.05	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-39.9	-39.4
2018.10.10	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-45.5	-39.4
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-45.3	-39.4
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

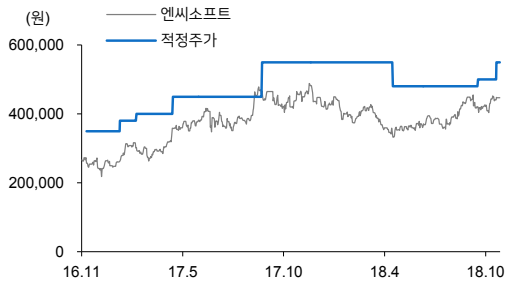


엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	-27.7	-22.3
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-27.6	-22.3
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	-24.5	-18.2
2018.07.13	산업브리프	Buy	480,000	김동희	-23.4	-17.7
2018.08.16	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.7	-18.6
2018.11.14	산업분석	Buy	550,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

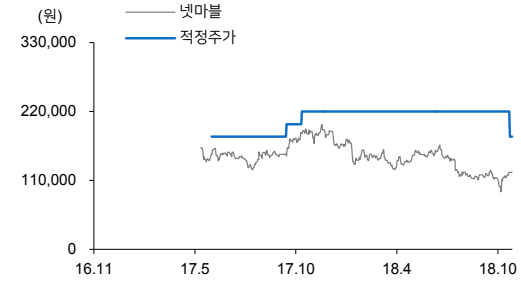


넷마블(251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-28.4	-9.3
2018.08.09	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-31.4	-9.3
2018.10.10	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-32.9	-9.3
2018.11.08		1년 경과			-45.5	-44.1
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

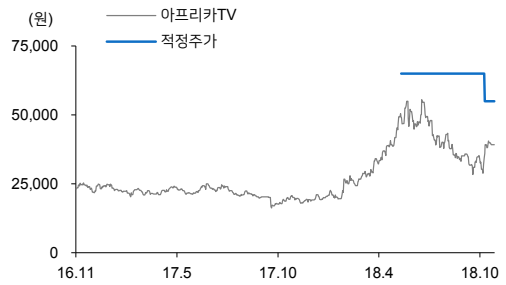


아프리카TV(067160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-24.7	-14.6
2018.07.13	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-29.4	-14.6
2018.09.03	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-33.8	-14.6
2018.10.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-36.5	-14.6
2018.11.01	기업브리프	Buy	55,000	김동희	-29.3	-26.2
2018.11.14	산업분석	Buy	55,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

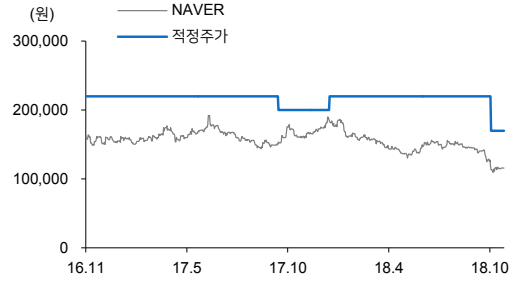


NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-28.0	-21.8
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.3	-21.8
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-21.8
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-19.5
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-27.4	-19.5
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.5	-19.5
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-27.0	-19.5
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.0	-12.7
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.9	-12.7
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-12.7
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-15.3
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-15.3
2018.10.02	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.5	-15.3
2018.10.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.1	-15.3
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-32.9	-31.2
2018.11.14	산업분석	Buy	170,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

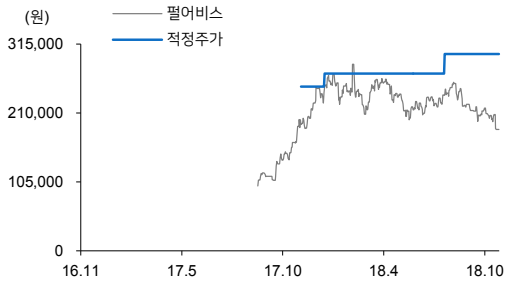


펄어비스(263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

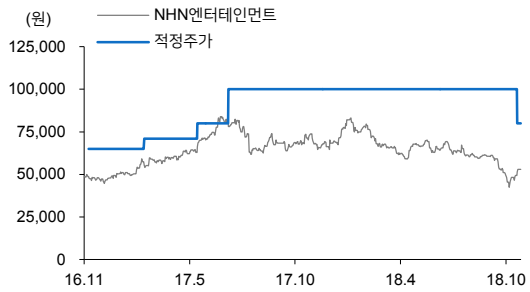
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2017.11.30	산업분석	Buy	250,000	김동희	-13.5	0.0
2018.01.11	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-10.2	5.3
2018.04.05	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-9.1	5.3
2018.05.14	기업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.0	5.3
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.6	5.3
2018.08.13	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.6	-14.3
2018.09.07	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-21.9	-14.3
2018.10.10	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-25.4	-14.3
2018.11.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-25.8	-14.3
2018.11.14	산업분석	Buy	300,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



NHN엔터테인먼트(181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2017.01.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-23.7	-8.9
2017.02.13	기업브리프	Buy	71,000	김동희	-17.9	-14.5
2017.04.14	산업브리프	Buy	71,000	김동희	-16.0	-9.0
2017.05.15	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-12.5	-10.9
2017.05.31	산업분석	Buy	80,000	김동희	-5.6	5.0
2017.07.07	산업분석	Buy	100,000	김동희	-22.7	-17.6
2017.08.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.7	-17.6
2017.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.7	-17.6
2017.11.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.6	-17.6
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.2	-17.6
2018.01.11	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.0	-16.8
2018.02.09	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.8	-16.8
2018.04.05	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.8	-16.8
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-30.0	-16.8
2018.06.05	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.4	-16.8
2018.07.07		1년 경과			-32.0	-31.0
2018.07.13	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-34.7	-30.7
2018.08.13	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-37.4	-30.7
2018.10.10	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-41.0	-30.7
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-34.8	-33.9
2018.11.14	산업분석	Buy	80,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이