

2019. 1. 11



▲ 인터넷/게임

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

Overweight

Top Picks

카카오(035720)	Buy	180,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	630,000원
넷마블(251270)	Buy	180,000원
아프리카TV(067160)	Buy	55,000원

관심종목

NAVER (035420)	Buy	170,000원
펄어비스(263750)	Buy	300,000원
NHNE(181710)	Buy	80,000원
컴투스(078340)	Buy	180,000원

인터넷/게임

인고의 2018년 종지부를 찍다

- ✓ 4분기 인터넷업종은 광고 성수기였으나 유튜브 등 글로벌 플랫폼의 강세로 그 효과는 예년만큼 크지 않았음. 4Q NAVER와 카카오 광고매출 성장률은 각각 9.7%, 12.2% 추정
- ✓ 게임업종의 상대적 강세 기대. 1) 12월 6일 넷마블의 '블소레볼루션' 출시를 시작으로 신작 사이클 본격 재개, 2) 12월~1월 중국정부는 내자판호 총 164종 발급하며 규제 상황 개선되고 있다는 점도 긍정적
- ✓ Top Picks는 카카오, 엔씨소프트, 넷마블, 아프리카TV임

인터넷 - 4Q 광고성수기였으나 예년보다 효과반감

2018년 NAVER와 카카오의 추가수익률은 -30.3%로 매우 부진한 모습을 시현하였다. 인터넷 플랫폼의 주요 수익원인 광고 매출의 성장세가 둔화되고 있는데 유튜브, 인스타그램 등 동영상/UGC(User generated Contents)에 근거한 글로벌 플랫폼의 강세 때문이다. 4Q18은 광고시장 성수기였으며 4Q18 NAVER와 카카오의 전년 동기대비 광고매출 성장률은 각각 9.7%, 12.2%로 추정한다.

다만 카카오는 모빌리티와페이 사업에 있어 '투자가 결실을 맺는 단계'에 진입하고 있다. 모빌리티는 '카풀'이 택시업계 반대로 고전하고 있으나 2019년 스마트버스, 자전거공유 등 승차공유 서비스의 새로운 모델을 지속적으로 제시할 전망이다.페이 역시 상반기 바로증권 인수 완료시 '투자플랫폼'으로 본격 성장이 기대된다.

게임 - 좋아질 일만 남았다

2019년 상반기 게임업종의 아웃퍼폼을 기대하는데 그 이유는 1) 게임업종의 신작 사이클이 본격 재개되고 있고, 2) 12월~1월 중국 내자판호 164종 발급되며 중국 규제상황 역시 개선되고 있기 때문이다. 게임산업의 회복 사이클에서 시장을 주도하는 대형주에 대한 비중확대 전략이 바람직하다고 판단하며 엔씨소프트는 1Q19 '리니지 리마스터' 출시로 PC '리니지'의 반등 기대되며 넷마블 역시 2~3월 'BTS월드' 출시로 엔터 콘텐츠와의 콜라보레이션으로 포트폴리오 다변화에 도전한다.

플랫폼보다는 콘텐츠, '게임'과 '동영상'에 주목

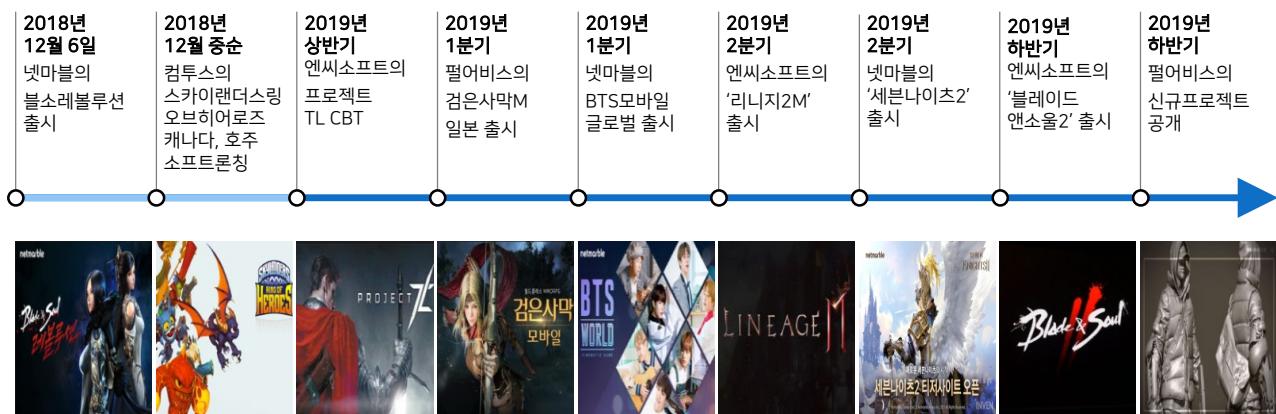
플랫폼보다는 콘텐츠, '게임과 동영상'에 주목한다. 2019년 상반기 신작 모멘텀은 PC, 콘솔, 모바일에 걸쳐 고르게 나타나고 있으며, 중국 규제상황도 한국게임에 대한 판호발급 재개는 시기의 문제일 뿐 좋아질 일만 남아있다. 참고로, 펄어비스의 '검은사막'은 1월 7일 Xbox 프리오더 개시되었으며 3월 4일 북미/유럽 정식 출시 예정이다. 국내 성공한 MMORPG의 첫 콘솔 출시라는 점에서 성과가 기대된다

2019년 게임업종에 투자해야 하는 이유

공급자 주도의 성장

2019년 상반기 게임업종의 리레이팅을 기대하며 그 이유는 다음과 같다. 첫째 공급자 주도의 성장이 기대된다. 국내 게임 시장의 성장성이 둔화되고 있는건 맞으나 2018년 부재했던 대작 신작사이클이 12월 6일 '블소레볼루션'을 시작으로 재개되고 있다. 또한 2019년은 국내 게임사의 플랫폼 다변화가 본격화되고 있다. 1월 7일 펠어비스의 검은사막은 'Xbox'에 프리오더 시작되었으며 3월 4일 북미/유럽 시장에 정식 출시된다. 국내 성공한 MMORPG의 첫 콘솔 진출이며 기대 이상의 성과 나올 경우 국내 대형게임사들의 콘솔 플랫폼 진출은 가속화될 수 있다. 또한 2018년 11월 로스트아크(스마일게이트)의 흥행을 시작으로 2019년에도 리니지리마스터(리니지1의 업그레이드 버전, 엔씨소프트), 어센던트원(넥슨), 프로젝트TL(엔씨소프트), AiR(블루홀), 프로젝트K(펠어비스) 등 다수의 PC 라인업도 출시 준비 중이다.

그림1 2019년 주요 게임의 출시일정



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 게임시장 규모 및 전망 - 시장 성장률은 한자릿수대로 둔화

구분 (십억원, %)	2013		2014		2015		2016		2017		2018P		2019E	
	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률
온라인게임	5,452.3	-19.6	5,542.5	1.7	5,280.4	-4.7	4,646.4	-12.0	4,720.7	1.6	4,782.1	1.3	4,834.7	1.1
모바일게임	2,327.7	190.0	2,913.6	25.2	3,484.4	19.6	4,330.1	24.3	4,880.0	12.7	5,314.3	8.9	5,670.4	6.7
비디오게임	93.6	-41.8	159.8	70.7	166.1	3.9	262.7	58.2	271.1	3.2	276.3	1.9	272.4	-1.4
PC게임	38.0	-44.1	33.7	-11.3	37.9	12.5	32.3	-14.8	33.7	4.3	34.5	2.4	35.0	1.4
아케이드게임	82.5	4.3	52.8	-35.9	47.4	-10.2	81.4	71.7	79.2	-2.7	73.7	-6.9	70.8	-3.9
PC방	1,661.8	-7.3	1,227.7	-26.1	1,660.4	35.2	1,466.8	-11.7	1,513.7	3.2	1,536.4	1.5	1,547.2	0.7
아케이드게임장	63.9	-3.9	40.5	-36.6	45.7	12.8	75.0	64.1	71.8	-4.3	65.7	-8.5	57.7	-12.2
합계	9,719.8	-0.3	9,970.6	2.6	10,722.3	7.5	10,894.7	1.6	11,570.3	6.2	12,083.0	4.4	12,488.2	3.4

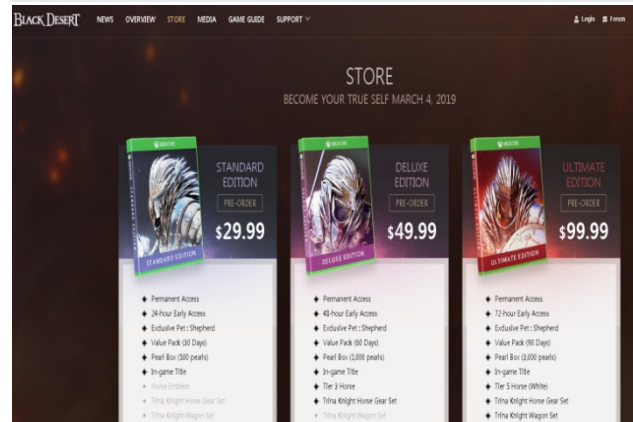
자료: 한국컨텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 1월 7일 펠어비스의 검은사막, Xbox 프리오더 개시



자료: Xbox One, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 가격대는 \$29.99~\$99.99로 다변화



자료: Xbox One, 메리츠증권증권 리서치센터

차이나, 드디어 열리나?

2018년 12월 중국 광전총국은 9개월만에 게임판호 발급을 재개하였으며 12월 19일 총 80종의 게임(모바일 67종), 그리고 1월 9일 84종(모바일 82종)의 게임에 대한 판호를 허가해주었다. 12월~1월 약 20일에 걸쳐 총 164종의 게임에 신규 라이선스를 취득하였다. 중국 공산당 중앙선전부 출판국 펑스신 부국장은 “몇몇 게임에 대한 심의가 완료되었고 판호를 발급하기 위한 절차가 진행 중이다. 열심히 일하고 있으니 인내심을 가지고 기다려 달라”라고 밝혔으며 현재 판호 발급 대기중인 타이틀은 5,000개가 넘는 것으로 추정된다.

이번 판호발급의 특징은 1) 발급개수의 축소(지난 2018년 3월 발급된 내자판호 개수는 759개였음)로 게임총량제를 의식한 조치로 판단되며 2) 텐센트, 넷이즈 등 대형게임업체의 게임이 없다는 점, 3) 다양한 장르와 플랫폼의 게임이 승인되었다는 점이다.

그러나 텐센트의 ‘배틀그라운드 모바일’ 처럼 유료 아이템을 판매하지 못하는 인기게임의 판호 승인도 조만간 가시화될 가능성이 크다고 판단된다. 향후 중국 판호발급 승인은 1) 중국 중소형 게임회사 → 2) 중국 대형 게임사 → 3) 외자판호(한국 미포함) → 4) 외자판호(한국 포함) 등 단계별로 오픈될 것으로 기대한다.

표2 12월~1월 중국 판호승인 허가내역- 중소형 게임사 위주

게임명	유형	출판회사	운영회사
뜨거운 혈맹그룹	모바일	북경 Changyuan Guoxun	광주 Zhangzu 네트워크
비정상적인	모바일	천진 전자출판 유한회사	청두 Lanfei 뮤직 엔터테인먼트
슬램덩크	모바일	천진 전자출판 유한회사	상하이 점프 네트워크기술
어두운 천둥	웹게임	북경 Xiakexing 네트워크	상하이 스타디스크 정보기술
드림 케이크하우스	모바일	북경 Changyuan Guoxun	심천 Yunbu 뮤직 엔터테인먼트
프린세스 리비와 엘프벨라	모바일	베이징 봉공 전자 출판사	청두 레이 야수 상호작용
외로운 기사	모바일	북경 매직 란이 소프트웨어	난징 Xingyuelong 네트워크
템플 가디언	웹	북경 Changyuan Guoxun	광주 Zhangzu 네트워크
영적 재배	모바일	Sanchen Yingku 시청각출판	하이난 Zhongyou 디지털 기술
소드 마켓	모바일	북경 Huawang Huitong	광주 Manling 소프트웨어
고대칼 비행요정	모바일	청두 Yukemeng 네트워크	상하이 Youzhan 네트워크
지안 시안 호수	모바일	항주 Runqu 기술유한	광주 Manling 소프트웨어
치오 히어로즈	-	심천 중경 바오 인터랙티브	베이징 Kemeng 기술유한
귀여운강아지	모바일	천진 전자출판	상해 Yougaung 네트워크
온 나라의 왕	모바일	청두 Yukemeng 네트워크	하이난 Zhishang 네트워크
대륙 대륙	모바일	천진 전자출판 유한회사	하이난 대성 조류 과학기술
페인티드 여우	모바일	항주 그룹투어 과학기술	하이난 Hexing 컨설팅
모험과 정복	모바일	Sanchen Yingku 시청각출판	하이난 Zhongyou 디지털기술
장미 눈	모바일	Fangyuan 전자오디오	상하이매직 전기정보
원래 범례	모바일	항주 한탕문화 통신	절강 Shenghe 네트워크 기술
대군주의 늑대	모바일	강소정 전자비디오 및 비디오	심천 Baili 레이 네트워크
큰 악마	모바일	베이징 Kehai 전자출판사	항주 Shentu 네트워크 과학기술
제국의 왕들의 전쟁	모바일	허페이 Letang 애니메이션	허페이 Letang 애니메이션
Xiu Xiandao	모바일	항주 Runqu 기술유한	광주 manling 소프트웨어
독보적인 전쟁용	모바일	북경 Changyuan Guoxun	하운 Yidiyuan 네트워크
Datang Xianling	모바일	허베이 Gualing 디지털 출판	광주 Haodong 네트워크
전국적인 투쟁	모바일	북경 매직 송곳니 란이	심천 Tainyi 뮤직 네트워크
천 시안다오	모바일	항주 Runqu 기술유한	심천 화성 네트워크
3다리	모바일	항주 Runqu 기술유한	심천 화성 네트워크
AR속도	모바일	북경 중전 전자출판	
플라잉 칼	모바일	북경 Changyuan	광주 Junhai 네트워크
삼국	모바일	청두 Yingzhong 규슈	소주 청두 과학기술
우주전함	모바일	흑룡강성 용화 디지털출판	북경 Qinyun 과학기술
문명 새벽	모바일	청두 Yukemeng 네트워크	청두 Yukemeng 네트워크
매직 도메인 상호운용성	모바일	북건 Netlong 컴퓨터 네트워크	북건 Netlong 컴퓨터 네트워크
트윈 전기	모바일	허베이 Guanlin 디지털출판	남경 Moge 네트워크 과학기술
Shaoxia를 기다려주세요	모바일	Sanchen Yingku 시청각 출판	심천 Molin 기술유한회사
새로운 스타제국	모바일	베이징 Kehai 전자출판	난징 Sadouchengbing
Meng 자동차 전투	모바일	강소성 전자 오디오 및 비디오	Horgos 퍼스트웨이브
Shacheng 방위	모바일	Sanchen Yingku 시청각출판	상하이 Suluo 기술유한
적색 초승달 형 천둥	모바일	Sanchen Yingku 시청각출판	하이난 Zhongyou 디지털기술
황무지	모바일	상하이 Yinzhi 네트워크 과학기술	항주 샬라인 기술유한
별의 전설	모바일	항주 Runqu 기술유한	심천 Huohuang Shenghuo
가이시 치앙	모바일	항주 Runqu 기술유한	하문 Xingyao 대화형 네트워크
무술이 물었다	모바일	북경 중경 과학기술 유한	광주 Zhangzu 네트워크 과학

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 중국 판호발급 기다리는 한국게임 리스트

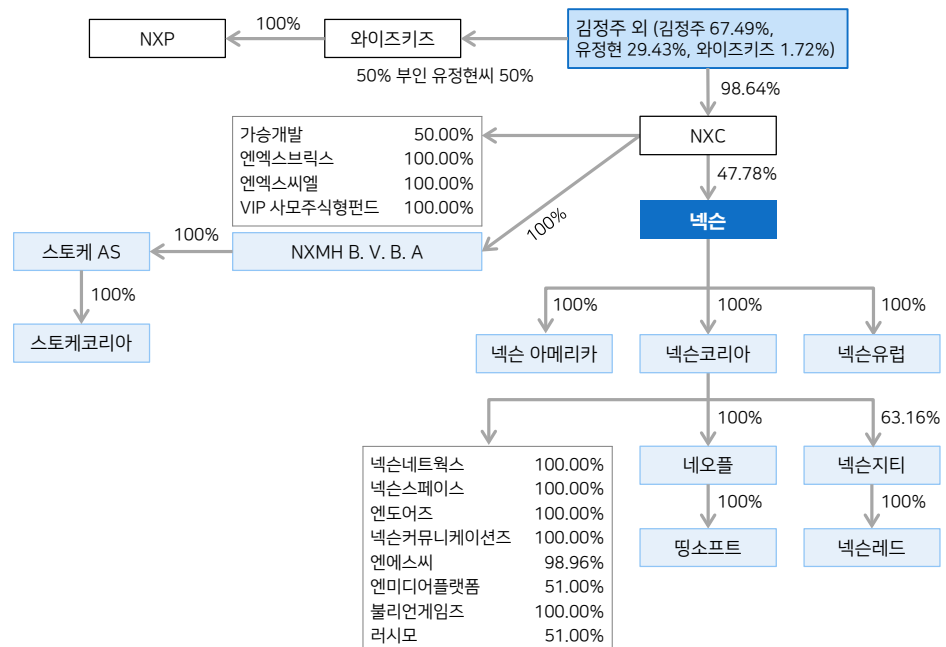
게임	플랫폼	개발사	현지 퍼블리셔	비고
검은사막	PC	펄어비스	스네일게임즈	<ul style="list-style-type: none"> 중국 신문출판광전총국이 주관하는 10대 게임 시상식에서 '2018년 중국에서 가장 기대되는 10대 온라인 게임' 1위 선정 2017년 12월 상하이에서 품정회 개최해 대대적으로 홍보, 약 250명 참여
배틀그라운드	PC	펍지주식회사	텐센트	<ul style="list-style-type: none"> 2018 1분기 '절지구생: 전민출격(가제)', '절지구생: 자격전장 (배틀그라운드 모바일 버전) 출시
리니지2레볼루션	모바일	넷마블	텐센트	<ul style="list-style-type: none"> 중국 빌드 개발 마무리된 상황 판호 발급시 과금 모델이 포함된 최종 테스트 진행 후 정식 출시 계획
리니지 레드나이트	모바일	엔씨소프트	알파게임즈	<ul style="list-style-type: none"> 중국 서비스명은 '천당: 홍기사'. 배급 계약금 규모 약 110억원

자료: 각사, 언론취합, 메리츠증권증권 리서치센터

넥슨 매각은 게임산업 판도 변화의 변수

2019년 1월초 넥슨의 김정주 회장은 NXC(넥슨의 지주사)의 지분전량을 매각할 의사를 밝혔다. 국내 게임산업에 미치는 영향은 중립 혹은 긍정적인 수 있다고 판단하는데, 넥슨 매각은 국내 게임기업이 지분 인수에 참여하는 시나리오도 충분히 가능하다고 추정된다. NXC 지분 매각 가치는 넥슨재팬의 시가총액이 약 13조원이며 보유지분을 48% × 경영권 프리미엄 감안시 최소 8~10조원으로 추정된다. 일단 넥슨이 매각 절차에 본격 나서면 중국 게임업체와 사모펀드가 가장 높은 관심 표명할 가능성이 높다. 그러나 텐센트의 경우 던전애파이터로 이미 안정적인 수익을 창출 하고 있고 중국 내 게임산업 규제 해소 등 당면과제도 남아있어 굳이 넥슨 M&A에 욕심을 낼지 여부는 불투명하다. 김정주 회장 입장에서도 최근 넥슨 직원들이 매각 반대 성명을 하는 등 국내 게임산업에 대한 소명 의식을 요구하고 있어 해외 매각 결정은 도의적인 부담이 따를 수도 있다.

그림4 넥슨 지분구조



자료: NXC, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 넥슨 매각 시나리오에 따른 장단점 - 국내 게임사의 인수가 경쟁력 제고/ 시너지 창출에 있어 가장 유리

인수주체	장점	단점	국내 게임산업에 미치는 영향
중국	중국 진출 용이	중국으로 한국 주요 게임 IP 유출 한국 게임의 중국 자본 종속 심화	부정적
사모펀드	없음	구조조정 리스크 / 잠재된 재매각 리스크	단기 중립, 중장기 부정적
서구권	디즈니/EA/블리자드 등 인수하면 글로벌 IP로 성장 가능성 북미/유럽 시장 진출 용이	구조조정 / 한국 게임산업과의 문화적 차이 가능성	단기 중립, 중장기 부정적
불발	직원 고용 유지, 한국게임산업의 단기 리스크 덜어줌	추후 매각 이슈 거듭될 가능성	중립
부분매각	직원 고용 유지, IP들이 다양하게 성장할 수 있는 기회	넥슨 본사의 마케팅, 퍼블리싱 네트워크/브랜드 가치 훼손 가능성	부정적
국내 게임사	한국 게임업체 경쟁력이 합병으로 레벨업	대형화는 중소게임사와의 양극화 심화	긍정적

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 넥슨 기업개요

구분	내용	비고
상장여부	상장	<ul style="list-style-type: none"> PC/모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 기업으로 1994년 서울에서 설립된 후 2002년 일본으로 본사 이전 플랫폼별 매출비중은 PC온라인게임 78%, 모바일게임 22%(2017) 지역별 매출비중은 한국 34%, 중국 49%, 일본 7%, 북미 4%, 유럽 및 기타 지역 5%(2017) 부분유료화(Free to Play) 모델의 선구자이며 2017년 말 기준 100여개 국가에서 60종 이상의 게임 서비스 중 주요 타이틀은 '바람의 나라', '메이플스토리', '던전앤파이터', '마비노기', '서든어택' 등
시가총액	1조 3,744억엔	
2018E 매출액/영업이익	2,582억엔/1,045억엔	
대표이사	오웬 마호니	
주요사업	게임 개발 및 퍼블리싱	
설립연도	2002년	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 넥슨 손익계산서 및 Valuation 지표

(십억엔)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
매출	87.6	108.4	155.3	172.9	190.3	183.1	234.9	258.2
성장률(%)	-	23.7	43.3	11.3	10.1	-3.8	28.3	9.9
플랫폼별								
PC온라인게임	87.6	108.4	155.3	172.9	146.8	138.5	181.6	-
모바일게임	-	-	-	-	42.0	43.3	51.4	-
기타	-	-	-	-	1.5	1.3	1.9	-
지역별								
한국	63.2	28.7	43.0	65.4	77.0	74.2	80.5	-
중국	3.1	48.4	63.9	67.0	75.4	74.2	115.4	-
일본	13.0	19.2	36.4	29.9	21.0	16.9	17.1	-
북미	6.2	5.4	5.4	5.5	9.0	8.1	9.3	-
유럽/기타	2.1	6.7	6.6	5.1	7.9	9.7	12.6	-
영업이익	38.2	47.3	50.7	45.5	62.3	40.7	90.5	104.5
성장률(%)	-	23.8	7.2	-10.3	36.9	-34.7	122.4	15.5
영업이익률(%)	43.6	43.6	32.6	26.3	32.7	22.2	38.5	40.5
세전이익	35.8	50.3	62.6	68.7	72.7	75.8	82.7	
순이익	25.8	28.3	30.1	29.3	55.1	20.1	56.8	100.4
성장률(%)	-	9.7	6.4	-2.7	88.1	-63.5	182.6	76.8
순이익률(%)	29.5	26.1	19.4	16.9	29.0	11.0	24.2	38.9
시가총액	471.7	378.0	427.0	485.2	859.1	736.7	1,443.8	1,374.4
PER(배)	15.5	13.3	14.1	16.7	15.5	36.6	25.4	13.5
PBR(배)	2.7	1.7	1.4	1.4	2.3	2.0	3.1	2.4
ROE(%)	21.7	14.4	11.4	9.0	15.4	5.4	13.5	19.6
EV/EBITDA(배)	7.4	5.4	4.6	5.3	7.7	8.9	11.1	-

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 넥슨 연혁

연도	시기	내용
1994년	12월	한국에서 넥슨 코퍼레이션(현재 넥슨 코리아) 설립
1995년	12월	글로벌 최초 인터넷 그래픽 온라인 게임 '바람의 나라' 발표
1999년	11월	넥슨 일본 현지법인 설립
2001년	2월	넥슨 무선사업부, 모바일한즈 설립
	10월	크레이지 아케이드 발표
2002년	4월	와이즈키즈 설립
	12월	마비노기 발표
2005년	9월	미국에 NX게임즈(현재의 넥슨아메리카) 설립
	10월	넥슨 코퍼레이션(현재 넥슨코리아)에서 넥슨재팬으로 분사 이전
2008년	8월	넥슨 코퍼레이션(현재 넥슨코리아)이 네오플 인수
2009년	4월	넥슨 컴퍼니로 사명 변경
2010년	5월	넥슨 코퍼레이션(현재의 넥슨코리아)이 엔도어즈 인수
	7월	넥슨 코퍼레이션(현재의 넥슨코리아)이 게임하이(현재의 넥슨지티) 인수
	11월	룩셈부르크에서 넥슨 유럽 설립
2011년	2월	넥스코퍼레이션, 넥슨코리아로 사명 변경
	12월	넥슨재팬, 도쿄증권거래소 1부 상장
2012년	2월	JCE (현재 조이시티) 지분투자
2012년	10월	글롭스 인수
2014년	3월	CEO로 오웬 마호니 선임
		게임하이, 넥슨지티로 사명 변경
2015년	3월	독일에서 넥슨 유럽 설립
	4월	불리언게임즈 인수
	12월	대만에서 넥슨 대만 설립
2016년	5월	넥슨지티, 웰게임즈(현재의 넥슨레드) 인수
2017년	3월	웰게임즈, 넥슨레드로 사명 변경
2018년	2월	NXC, 넥슨재팬 주식 1천만주 처분 (지분율 48.34%로 낮아져)
	4월	넷게임즈 인수
2019년	1월	김정주 NXC 지분 98.64% 매물로 내놓음

자료: NXC, 넥슨, 언론보도 취합, 메리츠증권리서치센터

표8 <참고> 2018년말 ~2019년 국내 게임사 신작라인업

출시시기	게임명	출시지역	퍼블리셔	개발사	장르
2018년 11월	로스트아크	한국	스마일게이트	스마일게이트알피지	MMORPG
2018년 12월 06일	블소레볼루션	한국	넷마블	체리벅스	MMORPG
2018년 12월 06일	코스모듀얼	캐나다, 브라질	게임빌	콩 스튜디오	대전퍼즐게임
2018년 12월 13일	아스텔리아(PC)	한국	넥슨	스튜디오8	MMORPG
2018년 12월 13일	스카이랜더스링오브히어로즈	캐나다, 호주	컴투스	컴투스	턴제 RPG
1Q19	검은사막M	일본	펄어비스	펄어비스	MMORPG
	리니지 리마스터(PC)	한국	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG
	검은사막 (XBOX)	북미/유럽	마이크로소프트	펄어비스	MMORPG
	BTS World	글로벌	넷마블	테이크원	RPG
	프린세스 커넥트 Re:Dive	한국	카카오게임즈	CyGames	애니메이션 RPG
	탁구왕 미키	한국	카카오게임즈	프렌즈게임즈	모바일탁구게임
	캡콤 슈퍼리그 온라인	한국	카카오게임즈	캡콤엔터테인먼트코리아	RPG
	어센던트원(PC)	한국	넥슨	데브캣 스튜디오	MMORPG
	엘룬	한국	게임빌	게임빌	전략 RPG
	댄스빌	한국	컴투스	컴투스	샌드박스 게임
	포커스온유(VR)	일본	스마일게이트	스마일게이트	RPG
2Q19	파이널어썰트(VR)	북미/유럽	스마일게이트	페이저락인터랙티브	RTS
	더킹오브파이터스 올스타	한국	넷마블	넷마블네오	대전액션게임
	리니지2M	한국	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG
	드래곤하운드(PC)	한국	넥슨	데브캣 스튜디오	액션 RPG
	이카루스M	일본	위메이드	위메이드	MMORPG
	미르의전설4	한국	위메이드	위메이드	MMORPG
	바람의 나라:연	한국	넥슨	넥슨/슈퍼캣	MMORPG
	테일즈위버M	한국	넥슨	넥슨코리아	RPG
	트라하	한국	넥슨	모아이게임즈	MMORPG
	기간틱엑스	한국	카카오게임즈	액션스퀘어	SF슈팅액션게임
	이터널랩소디	한국	카카오게임즈	액션스퀘어	캐릭터 수집형 전략 RPG
	세븐나이츠2	한국	넷마블	넷마블넥서스	MMORPG
	A3:스틸얼라이브	한국	넷마블	넷마블파크(2016년 PRG게임 사업부문을 이데아게임즈로 분할)	MMORPG
	검은사막M	북미/유럽	펄어비스	펄어비스	MMORPG
	NBA NOW	한국	게임빌	게임빌	스포츠
	게임빌 프로야구(가제)	한국	게임빌	게임빌	스포츠
2H19	스피릿위시	한국	넥슨	네온스튜디오	RPG
	블레이드앤소울2	한국	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG
	아이온2	한국	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG
	미르의 전설M	한국	위메이드	위메이드	MMORPG
	마비노기 모바일	한국	넥슨	데브캣스튜디오	MMORPG
	프로젝트V4	한국	넥슨	넷게임즈	MMORPG
	블레스 언리쉬드 (XBOX)	북미/유럽	네오위즈	-	MMORPG
	블레스 모바일(2종)	한국	네오위즈	조이시티/롱투게임즈 개발	MMORPG
	AiR(PC)	일본	네오위즈	블루홀	MMORPG
	건쉽워퍼어	한국	조이시티	조이시티	전쟁시물레이션
	프로젝트K(PC)	한국	펄어비스	펄어비스	MMO FPS
	프로젝트V(모바일)	한국	펄어비스	펄어비스	가족형 캐주얼 MMO
	이브 유니버스(PC)	한국	펄어비스	CCP	FPS
	이브 오브 어센션(모바일)	한국	펄어비스	CCP	Sci-Fi Strategy
	이브 에코스(모바일)	중국	펄어비스	넷이즈	Sci-Fi MMO
	이브 차이나(PC)	중국	펄어비스	CCP-넷이즈	Sci-Fi MMO

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

카카오 035720

고른 Top Line 성장

- ✓ 4분기 실적, 기대치 부합 전망
- ✓ 신규사업의 수익화 여부가 2019년 이익 성장의 열쇠.
 - 카카오페이는 증권 중심의 금융 플랫폼으로, 카카오 모빌리티는 카풀 등 승차공유 서비스 본격화 기대
- ✓ 인터넷 업종 Top Pick 추천

Buy

적정주가 (12개월) 180,000 원
현재주가 (1.10) 101,000 원
상승여력 78.2%

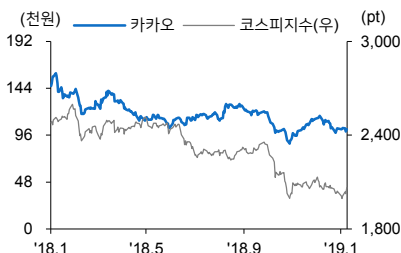
KOSPI	2,063.28pt
시가총액	84,222억원
발행주식수	8,339만주
유동주식비율	62.39%
외국인비중	24.99%
52주 최고/최저가	149,500원/87,600원
평균거래대금	333.8억원

주요주주(%)

김범수 외 27 인	29.20
국민연금	6.80
MAXIMO PTE	6.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	-13.7	-32.4
상대주가	-9.4	-4.0	-18.2

주가그래프



4Q18 실적, 기대치 부합 전망

카카오의 4분기 실적은 시장 컨센서스를 부합할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 6,546억원(+20.2% YoY), 320억원(-8.7% YoY)으로 컨센서스(6,429억원, 영업이익 329억원)에 대체로 부합한다. 사업부문별로는 광고 1,790억원(+12.2% YoY), 콘텐츠 3,305억원(+24.3% YoY), 기타 1,451억원(+21.7% YoY)으로 추정한다.

4분기에는 모든 사업부가 고른 외형성장세 기록하며, 마케팅비가 카카오페이, 게임, 멜론 등에서 고르게 증가하며 이익 개선폭은 크지 않았다. 광고 매출액은 채널, 알릴톡 등의 효과로 모바일광고 매출액은 1,122억원(+19.2% YoY)으로 성장한다. 게임 매출액은 '창세기전', '프렌즈레이싱', '외모지상주의' 등의 출시로 전분기 부진을 만회하며 1,142억원(+28.1% YoY)으로 회복된다.

2019년에는 카카오페이 역시 본격 수익창출에 나서 펌뱅킹으로 인한 영업손실 규모를 축소시킬 전망이다. 카카오페이는 18년 11월 20일부터 P2P 금융상품 판매를 통한 비즈니스 모델 구축에 나서 19년 1월 7일 누적 88건의 투자상품(부동산, 온라인몰 선정산, 개인 채권 등)이 완판되었다. 4Q18 영업이익률은 4.9%로 인건비, 마케팅비, 지급수수료 등의 증가로 수익성은 소폭 하락한다. 참고로 4분기 마케팅비는 652억원으로 79.7% QoQ 증가 예상된다.

카카오카풀, '상생' 반전 기대

2019년 상반기로 카카오모빌리티의 '카풀' 서비스 정식 출범을 기대한다. 1) '타다'의 성장에서 알 수 있듯이 승차공유 서비스 시장 개화는 불가피, 2) 차량 공유 서비스에 대한 긍정적 여론 우세하다는 점, 2) 상반기 법률개정을 통한 카풀의 공식화 기대한다. 참고로 카카오모빌리티는 1월초 타고솔루션즈와의 협약 통해 택시운송 가맹 사업(여성, 펫, 대절, 수요응답형 택시 등) 통해 '상생' 전략 펼치고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	100.6	88.6	1,135	-48.0	63,637	90.8	1.6	33.0	1.9	33.3
2019E	3,025.6	243.4	182.6	2,190	155.1	61,635	47.3	1.7	21.6	3.5	36.8
2020E	3,391.8	338.5	241.4	2,895	29.1	65,402	35.7	1.6	17.3	4.6	35.5
2021E	3,724.3	442.9	313.9	3,765	27.8	68,088	27.5	1.5	12.7	5.6	34.0

표9 4Q18 실적 - 기대치 부합 예상

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	654.6	544.7	20.2%	599.3	9.2%	642.9	1.8%
광고	179.0	159.5	12.2%	167.1	7.1%	-	-
온라인	66.8	65.4	2.1%	56.8	17.6%	-	-
모바일	112.2	94.1	19.2%	110.3	1.7%	-	-
콘텐츠	330.5	265.9	24.3%	306.7	7.8%	-	-
게임	114.2	89.1	28.1%	99.4	14.9%	-	-
뮤직	141.5	129.1	9.7%	136.0	4.1%	-	-
기타	74.8	47.7	56.9%	71.3	5.0%	-	-
기타	145.1	119.3	21.7%	125.5	15.6%	-	-
커머스	87.0	69.2	25.8%	79.1	10.0%	-	-
영업이익	32.0	35.0	-8.7%	30.7	4.3%	32.9	-2.8%
세전이익	45.4	36.0	26.2%	48.2	-5.9%	-	-
지배순이익	39.7	11.5	244.4%	16.7	165.3%	29.2	32.7%
영업이익률(%)	4.9%	6.4%	-1.5%p	5.1%	-0.2%p	5.1%	-
순이익률(%)	6.1%	2.1%	+4.6%p	2.8%	+4.0%p	4.7%	-

자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 카카오의 분기별 실적 - Top line의 성장은 견조, 이익 역시 개선 기대

(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
콘텐츠	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	622.6	642.7	675.3	716.6	747.7	1,806.9	2,297.6	3,100.7
인건비	125.2	123.8	127.6	139.8	150.5	159.3	165.9	171.3	413.9	516.5	646.9
지급수수료	210.3	223.0	228.6	237.2	249.8	263.3	284.6	298.8	730.4	899.1	1,096.5
광고선전비	47.9	45.3	36.3	65.2	56.2	60.7	68.2	73.7	116.5	194.7	258.8
무형자산상각비	14.6	16.7	18.0	20.2	21.2	21.8	22.5	23.2	69.0	69.5	88.7
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	122.1	126.3	130.6	135.0	139.6	355.9	470.1	849.9
영업이익	10.4	27.6	30.7	32.0	46.5	51.2	68.8	76.8	165.4	100.6	243.4
세전이익	37.2	57.0	48.2	45.4	62.2	66.1	84.0	92.4	153.3	187.8	304.7
지배순이익	13.9	18.4	16.7	39.7	37.4	40.0	49.8	55.4	108.6	88.6	182.6

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972.3	2,398.2	3,025.6	3,391.8	3,724.3
매출액증가율 (%)	34.7	21.6	26.2	12.1	9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,972.3	2,415.9	3,036.4	3,692.1	3,724.3
판매관리비	1,807.0	2,291.3	2,782.3	3,053.3	3,281.4
영업이익	165.4	100.6	243.4	338.5	442.9
영업이익률	8.4	4.2	8.0	10.0	11.9
금융손익	33.2	38.0	40.8	45.1	49.4
종속/관계기업손익	9.0	37.6	19.6	20.5	21.6
기타영업외손익	-54.3	-1.7	-10.0	-10.5	-11.0
세전계속사업이익	153.3	187.8	304.7	393.6	502.8
법인세비용	28.2	112.9	100.6	129.9	165.9
당기순이익	125.1	74.9	204.2	263.7	336.9
지배주주지분 손익	108.6	88.6	182.6	241.4	313.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	371.9	525.7	516.8	616.0	694.7
당기순이익(손실)	125.1	79.5	234.6	303.0	387.1
유형자산상각비	60.7	67.4	62.1	48.1	74.0
무형자산상각비	69.1	67.5	71.6	70.2	72.3
운전자본의 증감	28.0	-21.2	173.7	187.7	130.2
투자활동 현금흐름	-354.7	-793.7	355.5	-51.9	-17.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-75.2	-71.4	-67.8	-64.4	-61.2
투자자산의 감소(증가)	-108.0	-2.9	-2.8	-34.8	-37.6
재무활동 현금흐름	467.6	1,695.4	651.2	654.0	656.8
차입금의 증감	-209.8	-199.3	-189.4	-179.9	-170.9
자본의 증가	498.7	1,032.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	475.2	748.8	-231.4	80.4	138.3
기초현금	641.6	1,116.8	1,865.6	1,634.2	1,714.6
기말현금	1,116.8	1,865.6	1,634.2	1,714.6	1,852.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993.1	3,151.2	2,466.2	2,525.4	2,647.7
현금및현금성자산	1,116.8	1,865.6	1,634.2	1,714.6	1,852.9
매출채권	179.2	173.9	191.3	172.2	155.0
재고자산	21.6	32.4	33.3	34.3	35.4
비유동자산	4,356.3	4,477.5	4,633.4	4,795.7	4,964.7
유형자산	271.0	279.2	287.6	296.2	305.1
무형자산	3,689.6	3,720.6	3,832.2	3,947.2	4,065.6
투자자산	372.6	402.5	434.7	469.5	507.0
자산총계	6,349.4	7,628.7	7,099.6	7,321.2	7,612.5
유동부채	1,040.9	1,650.7	1,639.5	1,631.1	1,625.3
매입채무	108.3	133.6	164.0	196.8	216.1
단기차입금	174.4	758.2	720.3	684.2	650.0
유동성장기부채	0.0	279.9	279.9	279.9	0.0
비유동부채	800.8	252.3	261.5	271.0	280.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	620.8	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	1,841.6	1,902.9	1,901.0	1,902.1	1,906.2
자본금	34.0	38.2	38.2	38.2	38.2
자본잉여금	3,603.6	4,740.0	4,046.5	4,046.5	4,046.5
기타포괄이익누계액	-5.0	-24.1	-24.1	-24.1	-24.1
이익잉여금	402.5	479.9	646.2	866.7	1,153.9
비지배주주지분	478.7	415.6	30.9	-94.2	-71.3
자본총계	4,507.8	5,725.7	5,198.6	5,419.1	5,706.3

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	29,101	30,714	36,284	40,675	44,662
EPS(지배주주)	1,602	1,135	2,190	2,895	3,765
CFPS	4,517	2,711	6,636	6,599	7,465
EBITDAPS	4,356	3,016	4,522	5,479	7,067
BPS	59,332	63,637	61,635	65,402	68,088
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	85.5	90.8	47.3	35.7	27.5
PCR	30.3	38.0	15.6	15.7	13.9
PSR	4.7	3.4	2.9	2.5	2.3
PBR	2.3	1.6	1.7	1.6	1.5
EBITDA	295.2	235.5	377.0	456.8	589.3
EV/EBITDA	30.5	33.0	21.6	17.3	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	1.9	3.5	4.6	5.6
EBITDA 이익률	15.0	9.8	12.5	13.5	15.8
부채비율	40.9	33.3	36.8	35.5	34.0
금융비용부담률	0.6	0.4	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	14.7	9.9	16.1	24.9	36.2
매출채권회전율(x)	11.2	13.6	16.6	18.7	22.8
재고자산회전율(x)	115.6	89.0	92.1	100.3	106.9

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

Buy

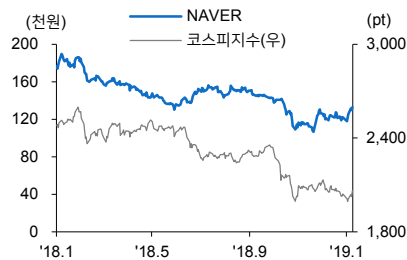
적정주가 (12개월) 170,000 원
현재주가 (1.10) 131,000 원
상승여력 29.8%

KOSPI	2,063.28pt
시가총액	215,906억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	78.70%
외국인비중	59.57%
52주 최고/최저가	186,400원/106,500원
평균거래대금	794.3억원

주요주주(%)	
국민연금	10.00
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.1	-13.8	-29.4
상대주가	9.6	-4.2	-14.5

주가그래프



NAVER 035420

눈높이 낮추기

- ✓ 4분기 실적, 기대치 하회. 외형은 계절적 성수기 효과로 견조했으나 라인 핀테크 관련 인건비, 마케팅 비용 증가로 이익 부진
- ✓ 2019년 1분기 '그린닷' 정식 론칭. 그러나 당분간 듀얼앱 체제 지속하며 이용자 학습 기간 확보 및 부정적 영향 최소화 예정
- ✓ 라인 중심의 핀테크(결제, 증권/보험 등) 사업 강화되나 네이버 본사는 현재 인터넷 은행 정도에 관심 있으며 핀테크 투자의 주체는 일본 법인 '라인'이었음

4Q18 실적, 기대치 하회 전망

네이버의 4분기 실적은 기대치 하회할 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,873억원(+17.5% YoY), 2,207억원(-24.2% YoY)으로 컨센서스(1조 4,089억원, 영업이익 2,411억원)대비 하회한다. 사업부문별로는 광고 매출액은 1,614억원(+7.3% YoY), 비즈니스플랫폼 매출액은 6,457억원(+12.2% YoY), IT플랫폼 1,038억원(+56.4% YoY), 콘텐츠서비스 379억원(+37.3% YoY), 라인 및 기타 플랫폼 5,385억원(+20.8% YoY)로 추정한다. 디스플레이광고 매출액은 전년동기 상품개편효과로 높은 기고로 성장률이 상반기대비 둔화되며 검색광고 매출액은 쇼핑의 성장으로 두자리수 성장 기대된다.

2019년 1분기 '그린닷' 정식 론칭

2019년 1분기 '그린닷' 정식 론칭. 그러나 당분간 듀얼앱 체제 지속하며 이용자 학습 기간 확보 및 부정적 영향을 최소화할 예정이다. 또한, 라인 중심의 핀테크(결제, 증권/보험 등) 사업 강화되나 네이버 본사는 3월 금융위원회의 인터넷 은행 추가 사업자 모집 여부에 관심 있으며 현재 핀테크사업 투자의 주체는 일본 법인 '라인'으로 모바일 메신저에 기반한 은행, 증권, 투자 등의 비즈니스는 라인을 중심으로 진행된다.

투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

2019년 국내 네이버의 그린닷 안착과 일본 라인 중심의 핀테크 투자 규모를 확인할 필요 존재, 3월 인터넷은행 추가사업자 공고가 국내 네이버 비즈니스의 변곡점 마련해줄 수 있으나 기대감 갖기는 시기상조이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	5,557.7	950.0	733.7	4,452	-11.7	27,230	26.7	4.4	14.1	15.9	80.1
2019E	6,475.1	879.1	648.0	3,932	-3.3	30,743	30.3	3.9	14.5	13.6	76.5
2020E	7,140.9	1,031.5	754.0	4,575	16.1	34,660	26.0	3.4	12.1	14.0	72.8
2021E	7,958.8	1,209.5	876.7	5,319	16.1	39,761	22.4	3.0	10.0	14.3	69.1

표11 4Q18 실적 - 기대치 하회 예상

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,487.3	1,265.9	17.5%	1,397.7	6.4%	1,466.5	2.7%
광고	161.4	150.5	7.3%	136.1	18.6%	-	-
비즈니스플랫폼	645.7	575.6	12.2%	613.0	5.3%	-	-
IT플랫폼	103.8	66.4	56.4%	88.5	17.3%	-	-
콘텐츠서비스	37.9	27.6	37.3%	36.1	5.0%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	538.5	445.8	20.8%	524.0	2.8%	-	-
영업이익	220.7	291.1	-24.2%	221.7	-0.5%	241.1	-2.2%
세전이익	221.6	262.9	-15.7%	186.8	18.6%	-	-
순이익	173.1	180.2	-4.0%	99.0	74.9%	172.3	6.1%

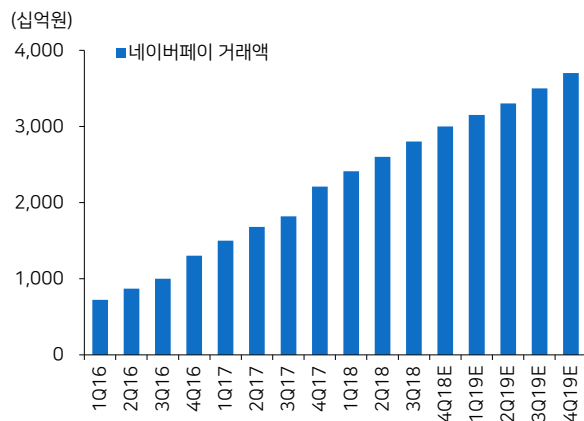
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 NAVER 분기별 실적 - 2019년에도 눈높이 낮출 필요

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,487.3	1,521.3	1,584.9	1,639.9	1,729.1	4,678.4	5,557.7	6,475.1
광고	133.1	148.7	136.1	161.4	136.1	156.2	147.2	178.4	529.4	579.3	617.8
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	645.7	657.9	691.1	692.7	716.7	2,157.7	2,463.0	2,758.4
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	1,266.6	1,312.9	1,379.5	1,410.8	1,492.8	3,499.3	4,607.7	5,596.0
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	208.5	229.4	236.3	240.2	252.2	605.6	775.0	958.1
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	269.5	277.6	285.9	294.5	309.2	857.2	1,026.8	1,167.2
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	87.2	89.9	92.6	95.3	115.0	242.4	325.4	392.7
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.6	630.7	643.3	688.3	702.1	733.7	1,569.0	2,218.4	2,767.4
영업이익	257.0	250.6	221.7	220.7	208.4	205.4	229.1	236.3	1,179.1	950.0	879.1
세전이익	255.7	388.4	186.8	221.6	239.6	233.2	260.1	248.3	1,195.8	1,052.4	981.1
지배순이익	165.2	296.4	99.0	173.1	158.1	153.8	172.0	164.2	772.9	733.7	648.0

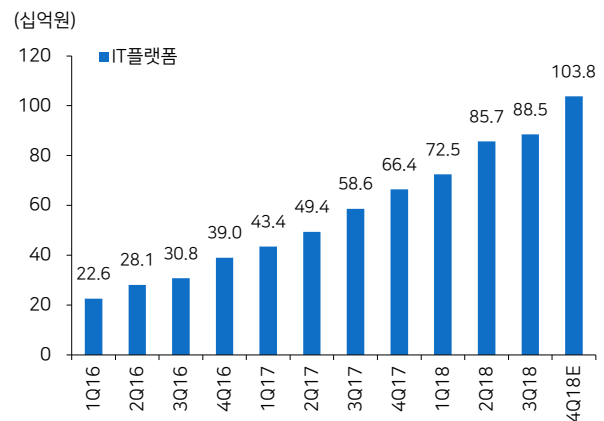
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 네이버페이 거래액 - 4Q18 3.0조원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 IT 플랫폼(네이버페이) 매출 성장



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 라인의 분기별 실적 - 4Q18 영업적자 확대 예상

(십억엔)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업수익	41.0	52.3	44.8	48.4	50.2	60.3	51.9	50.6	179.2	213.1	227.7
매출	40.7	41.6	44.3	47.9	48.7	50.5	51.9	49.6	167.1	199.8	222.7
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.1	7.4	7.3	6.9	7.0	30.2	28.6	28.5
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	9.7	9.2	9.4	9.9	9.6	40.1	38.1	38.7
라인광고	15.6	15.8	19.3	21.1	22.6	23.0	22.7	21.6	66.1	89.9	106.1
포털광고	2.7	3.3	2.7	2.6	2.6	4.0	4.2	4.2	10.4	15.0	16.8
기타	3.9	4.6	4.7	7.0	7.2	6.8	7.0	7.2	20.2	28.2	32.6
기타 영업수익	0.3	10.7	0.5	0.5	1.5	9.8	1.0	1.0	12.0	13.2	5.0
영업비용	37.0	37.7	39.0	47.8	49.0	52.1	55.5	58.5	154.1	214.1	250.9
Payment Processing and licensing	7.7	7.3	7.3	7.3	7.3	7.7	7.5	7.7	29.6	30.3	33.2
Employee Compensation	9.7	9.5	10.8	12.4	13.5	14.2	14.7	15.5	42.5	57.6	67.2
Marketing	4.0	3.8	2.5	5.1	3.9	5.4	5.8	6.5	15.5	20.9	28.0
Infrastructure and Communication	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5	2.7	2.6	9.1	10.3	11.0
Authentication and other service	5.0	5.8	6.5	7.7	7.3	7.9	8.1	8.6	24.9	31.8	37.1
Depreciation and Amortization	1.5	1.5	1.9	2.3	2.3	2.5	2.9	2.7	7.1	10.5	11.6
기타영업비용	7.0	7.4	7.8	10.5	12.0	12.0	13.8	14.9	25.4	52.6	62.8
영업이익	4.0	14.6	5.9	0.6	1.2	9.1	-3.6	-7.8	25.1	-1.1	-23.1
영업이익률(%)	9.8%	27.9%	13.1%	1.2%	2.5%	15.1%	-6.9%	-15.5%	14.0%	-0.5%	-10.2%
세전이익	3.6	13.4	4.2	-3.1	-0.1	1.2	-6.9	-15.0	18.1	-15.2	-20.0
당기순이익	1.6	8.9	1.6	-4.0	-1.8	3.2	-9.6	-21.0	8.2	-28.7	-24.3

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,557.7	6,475.1	7,140.9	7,958.8
매출액증가율 (%)	16.3	18.8	16.5	10.3	11.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,585.3	6,559.7	7,815.3	7,958.8
판매관리비	3,499.3	4,607.7	5,596.0	6,109.4	6,749.3
영업이익	1,179.2	950.0	879.1	1,031.5	1,209.5
영업이익률	25.2	17.1	13.6	14.4	15.2
금융손익	82.6	98.3	91.6	96.2	101.0
종속/관계기업손익	-14.0	-14.5	-14.9	-15.3	-15.8
기타영업외손익	-51.9	82.7	13.7	14.4	15.1
세전계속사업이익	1,195.8	1,052.4	981.1	1,138.6	1,321.9
법인세비용	423.2	405.4	323.8	375.7	436.2
당기순이익	770.1	680.1	657.3	762.8	885.7
지배주주지분 순이익	772.9	733.7	648.0	754.0	876.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	1,398.4	1,683.9	1,269.4	1,445.8
당기순이익(손실)	770.1	680.1	657.3	762.8	885.7
유형자산상각비	182.7	191.8	201.4	211.5	222.0
무형자산상각비	23.6	24.8	26.0	27.3	28.7
운전자본의 증감	-138.5	260.9	197.6	254.4	106.1
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-1,390.1	-1,087.1	-1,200.0	-1,325.6
유형자산의증가(CAPEX)	-472.2	-491.1	-510.7	-531.1	-552.4
투자자산의감소(증가)	-604.8	16.1	-135.9	-149.5	-164.5
재무활동 현금흐름	636.2	1,038.6	214.8	236.3	259.9
차입금의 증감	38.3	195.8	203.6	211.8	220.3
자본의 증가	290.7	15.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	181.3	381.3	243.5	305.7	380.1
기초현금	1,726.2	1,907.6	2,288.8	2,532.3	2,838.0
기말현금	1,907.6	2,288.8	2,532.3	2,838.0	3,218.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,795.9	6,324.6	6,940.7	7,658.8
현금및현금성자산	1,907.6	2,288.8	2,532.3	2,838.0	3,218.1
매출채권	621.5	742.4	852.9	995.2	1,109.2
재고자산	36.2	43.3	49.7	58.0	64.6
비유동자산	3,235.0	3,425.1	3,808.4	4,238.1	4,720.6
유형자산	1,150.0	1,265.0	1,391.5	1,530.7	1,683.7
무형자산	339.5	407.4	488.9	586.7	704.0
투자자산	1,387.7	1,359.2	1,495.1	1,644.6	1,809.0
자산총계	8,019.3	9,221.0	10,133.0	11,178.8	12,379.4
유동부채	2,302.7	2,533.0	2,786.3	3,064.9	3,371.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	291.2	291.2	291.2	291.2
유동성장기부채	150.0	150.0	150.0	150.0	0.0
비유동부채	411.3	1,567.3	1,604.0	1,644.4	1,688.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	49.9	120.3	120.3	120.3	120.3
부채총계	2,714.1	4,100.3	4,390.3	4,709.3	5,060.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,281.2	5,884.8	7,065.1	7,899.5
비지배주주지분	542.8	633.0	675.8	757.0	766.0
자본총계	5,305.2	5,120.8	5,742.7	6,469.5	7,319.1

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	28,387	33,721	39,288	43,327	48,290
EPS(지배주주)	4,689	4,452	3,932	4,575	5,319
CFPS	8,698	6,196	5,751	8,192	9,147
EBITDAPS	8,406	7,078	6,714	7,707	8,860
BPS	28,895	27,230	30,743	34,660	39,761
DPS	289	289	289	289	289
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	26.7	30.3	26.0	22.4
PCR	20.0	19.2	20.7	14.5	13.0
PSR	6.1	3.5	3.0	2.7	2.5
PBR	6.0	4.4	3.9	3.4	3.0
EBITDA	1,385.4	1,166.6	1,106.5	1,270.3	1,460.2
EV/EBITDA	18.8	14.1	14.5	12.1	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	15.9	13.6	14.0	14.3
EBITDA 이익률	29.6	21.0	17.1	17.8	18.3
부채비율	51.2	80.1	76.5	72.8	69.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9				
매출채권회전율(x)	8.5	8.1	8.1	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	201.0	139.9	139.4	132.7	129.9

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

Buy

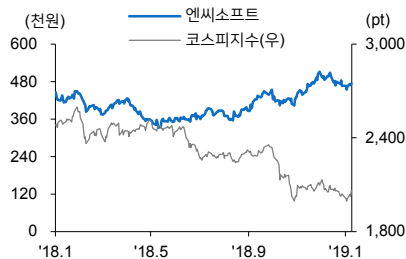
적정주가 (12개월) **630,000 원**
현재주가 (1.10) **472,000 원**
상승여력 **25.1%**

KOSPI	2,063.28pt
시가총액	103,552억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	81.85%
외국인비중	49.68%
52주 최고/최저가	512,000원/332,500원
평균거래대금	536.3억원

주요주주(%)	
김택진 외 8 인	12.01
국민연금	11.05
넷마블	8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	22.1	8.3
상대주가	-5.6	35.8	31.2

주가그래프



엔씨소프트 036570

리니지라는 황금거위

- ✓ 4Q18 실적, 기대치 부합 예상. '리니지M' 매출액은 9월말 '라스타바드' 업데이트 이후 18년 최고 수준의 트래픽과 일매출 유지되고 있음
- ✓ 2019년 1분기 '리니지 리마스터' 출시에 주목
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 63만원으로 상향, 게임업종 Top Pick

4Q18 실적, 기대치 부합 예상

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 3,898억원(-26.9% YoY), 1,287억원(-32.0% YoY)로 추정. 컨센서스(매출액 4,060억원, 영업이익 1,340억원)에 부합한다. '리니지M'의 일매출액은 20억원 수준으로 전분기 24억원 대비 크게 빠지지 않는다. 5월 'Black Flame'에 이어 9월 '더 라스타바드' 업데이트 진행. 신규 클래스 '투사'와 함께 '진명황의 집행검' 획득가능한 던전 공개하며 게이머들의 관심 유지되고 있다. 그 밖에 아이온과 길드워2 매출액은 전분기대비 소폭 하향 안정화, 리니지2와 블레이드앤소울 매출액은 견조할 전망이다.

영업이익률은 33.0%로 전분기대비 1.2%p 하락하는데 프로야구단 NC다이노스의 양익지 선수 영입 등 재계약에 따른 일회성 계약금 약 70억원 발생한다. 마케팅비도 리니지 리마스터 TV/인터넷 광고 집행으로 전분기대비 증가한다.

'리니지 리마스터'에 대한 기대

'리니지 리마스터(PC 리니지의 업그레이드 버전)'는 11월 29일 사전예약 시작 이후 18년 12월 27일~19년 1월 16일까지 테스트 서버 운영 이후 1월말~2월초 정식 출시된다. '리니지 리마스터'는 그래픽이 full HD로 향상, 자동사냥 도입, 신규클래스 '검사' 도입, 서버간 집단전투가 가능한 '월드 공성전' 도입 등이 특징이다. 리니지M 출시 이후 연매출액 1,400억원대로 감소하였던 PC 리니지 매출액은 2019년 1,861억원으로 18년대비 25% 증가할 것으로 기대한다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 63만원으로 상향

적정주가 상향은 2019년 이후 PC '리니지' 매출 추정치를 기존 대비 26% 상향 조정한 1,861억원으로 상향 조정한데 주로 기인한다. 2019F 실적 기준 적정 PER은 18배 수준으로 신규게임 출시 가시화시 멀티플 프리미엄 타당하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	631.0	453.7	20,682	2.7	139,655	20.9	3.1	13.7	15.7	28.5
2019E	2,160.2	962.2	753.8	34,361	65.3	168,741	12.6	2.6	9.1	22.3	25.9
2020E	2,341.7	1,085.4	848.9	38,694	12.6	201,782	11.2	2.1	7.7	20.9	23.8
2021E	2,575.0	1,276.3	996.1	45,402	17.3	241,007	9.5	1.8	6.0	20.5	21.9

표14 4Q18 실적- 기대치 부합 예상

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	389.8	533.3	-26.9%	405.9	-4.0%	406.0	-4.0%
PC	116.1	136.0	-14.6%	123.4	-5.9%		
리니지	37.8	33.8	11.8%	40.3	-6.3%	-	-
리니지2	14.2	15.1	-5.6%	15.6	-8.9%	-	-
아이온	15.1	12.7	18.7%	16.4	-7.9%	-	-
블레이드앤소울	37.7	39.5	-4.6%	30.1	25.2%	-	-
길드워2	11.3	34.9	-67.5%	21.0	-45.9%	-	-
로열티	64.5	59.5	8.3%	51.6	25.0%	-	-
모바일	194.9	327.1	-40.4%	216.5	-10.0%	-	-
리니지M	184.0	322.0		220.8	-16.7%	-	-
기타	14.3	10.7	33.3%	14.5	-1.3%	-	-
영업이익	128.7	189.2	-32.0%	139.0	-7.4%	134.0	-4.0%
세전이익	132.7	177.1	-25.1%	143.5	-7.6%	-	-
지배순이익	102.2	118.1	-13.5%	92.9	10.0%	106.2	-3.8%
영업이익률 (%)	33.0%	35.5%	-2.5%p	34.2%	-1.2%p	33.0%	0.0%
순이익률 (%)	26.2%	22.1%	+4.1%p	22.9%	+3.3%p	26.2%	0.1%

자료: 엔씨소프트, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표15 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망 - 2019년 '성장스토리'에 주목

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	475.2	436.5	405.9	389.8	375.4	448.3	606.1	730.5	1,758.7	1,707.3	2,160.2
PC	118.8	108.0	123.4	116.1	124.2	118.9	128.4	124.5	511.1	479.8	496.0
리니지	28.3	33.0	40.3	37.8	43.9	44.8	49.4	48.0	154.4	148.4	186.1
리니지2	14.2	13.7	15.6	14.2	12.8	12.6	12.3	12.1	65.8	57.5	49.9
아이온	18.8	15.4	16.4	15.1	16.1	15.3	15.1	15.0	47.0	65.8	61.5
블레이드앤소울	33.9	35.8	30.1	37.7	38.1	36.2	39.0	38.1	161.1	132.3	151.3
길드워2	23.6	10.1	21.0	11.3	13.2	10.1	12.6	11.3	82.8	75.8	47.2
로열티	84.2	79.8	51.6	64.5	62.2	65.9	58.4	53.7	202.8	292.6	240.1
모바일	264.1	206.8	216.5	194.9	176.5	248.9	351.8	494.9	995.3	885.4	1,272.0
리니지M	262.2	193.2	220.8	184.0	165.6	147.2	119.6	92.0	935.6	860.2	524.4
블레이드앤소울2	-	-	-	-	-	-	-	165.6	-	-	165.6
리니지2M	-	-	-	-	-	90.0	165.6	138.0	-	-	393.6
아이온2	-	-	-	-	-	-	55.2	46.0	-	-	101.2
기타	10.2	10.7	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	261.1	239.6	272.7	310.8	374.9	962.2	1,074.2	1,198.0
인건비	73.8	85.2	81.0	87.7	95.7	97.3	98.9	100.5	300.3	327.6	392.5
경상연구개발비	69.5	75.7	66.6	67.0	45.2	52.3	53.3	68.3	189.5	278.8	219.0
지급수수료	92.2	73.3	75.6	63.4	57.4	80.9	114.4	161.0	342.5	304.5	413.7
광고선전비	10.6	14.9	15.5	16.2	14.2	14.6	16.2	16.7	80.3	57.2	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	128.7	135.8	175.7	295.2	355.5	585.0	631.0	962.2
세전이익	196.4	192.5	143.5	132.7	139.7	179.8	299.5	360.0	610.2	665.1	978.9
지배순이익	118.8	139.9	92.9	102.2	107.6	138.4	230.6	277.2	441.0	453.7	753.8

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표16 엔씨소프트 적정주가 산출내역

	단위	2019E
매출액	십억원	2,160.2
순이익률	%	34.90%
순이익	십억원	753.8
EPS(a)	원	34,361
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	%	15.80%
Target PEG		1.2
적정 PER(b)	배	18.3
12개월 적정주가 (a*b)	원	628,806
적정시가총액	조원	13.8

자료: 메리츠증권리서치센터

표17 엔씨소프트 실적추정치 조정내역

(십억원)		2018E	2019E	2020E
매출액	수정후	1,707.3	2,160.2	2,341.7
	수정전	1,707.3	2,190.2	2,412.3
	% diff	0.0%	-1.4%	-2.9%
영업이익	수정후	631.0	962.2	1085.4
	수정전	637.0	924.0	926.9
	% diff	-0.9%	4.1%	17.1%
지배순이익	수정후	581.2	753.8	848.9
	수정전	460.6	724.3	726.7
	% diff	26.2%	4.1%	16.8%

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,707.3	2,160.2	2,341.7	2,575.0
매출액증가율 (%)	78.8	-2.9	26.5	8.4	10.0
매출원가	211.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,547.2	1,707.3	2,160.2	2,341.7	2,575.0
판매관리비	962.2	1,074.2	1,198.0	1,256.3	1,298.7
영업이익	585.0	631.0	962.2	1,085.4	1,276.3
영업이익률	33.3	37.0	44.5	46.4	49.6
금융손익	11.4	54.5	65.8	66.5	91.0
종속/관계기업손익	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8
기타영업외손익	15.4	5.1	5.3	5.5	5.7
세전계속사업이익	610.2	665.1	978.9	1,102.3	1,293.5
법인세비용	166.2	207.5	225.1	253.5	297.5
당기순이익	444.0	456.0	753.7	848.8	996.0
지배주주지분 순이익	441.0	453.7	753.8	848.9	996.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,640.0	1,783.0	2,364.7	3,177.3
현금및현금성자산	187.3	425.3	422.5	805.2	1,324.7
매출채권	193.0	244.1	293.0	351.6	421.9
재고자산	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
비유동자산	1,753.8	2,309.5	2,892.9	3,134.9	3,291.7
유형자산	229.1	240.5	252.5	265.2	208.2
무형자산	52.4	55.0	57.8	60.7	60.3
투자자산	1,337.0	846.5	1,713.8	3,211.4	3,531.3
자산총계	3,526.6	3,949.5	4,676.0	5,499.6	6,469.0
유동부채	455.8	501.4	551.5	606.7	667.3
매입채무	2.1	1.3	2.7	5.0	5.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	341.5	193.4	214.8	245.4	260.0
사채	149.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	797.3	876.3	963.2	1,058.8	1,163.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3
이익잉여금	1,905.9	2,250.0	2,595.2	3,946.3	4,786.1
비지배주주지분	8.0	9.2	10.7	13.9	17.7
자본총계	2,729.2	3,073.1	3,712.7	4,440.8	5,305.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	611.7	904.8	987.5	1,120.5
당기순이익(손실)	444.0	456.0	753.7	848.8	996.0
유형자산상각비	26.9	24.9	22.4	19.6	57.0
무형자산상각비	3.1	1.3	0.7	0.6	0.3
운전자본의 증감	10.8	-187.7	271.8	469.3	4.0
투자활동 현금흐름	-459.6	-676.3	-613.7	-304.4	-187.8
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-31.7	-34.9	-38.3	-42.2
투자자산의감소(증가)	-708.0	-534.8	-561.6	-219.0	-132.6
재무활동 현금흐름	-79.7	-265.8	-279.1	-293.0	-307.7
차입금의 증감	0.1	-149.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	238.0	-2.8	382.7	519.5
기초현금	144.8	187.3	425.3	422.5	805.2
기말현금	187.3	425.3	422.5	805.2	1,324.7

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	77,821	98,465	106,738	117,372
EPS(지배주주)	20,104	20,682	34,361	38,694	45,402
CFPS	28,692	29,459	47,020	68,163	57,424
EBITDAPS	28,039	29,954	44,909	50,396	60,790
BPS	124,037	139,655	168,741	201,782	241,007
DPS	7,280	5,000	5,200	5,500	6,000
배당수익률(%)	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	20.9	12.6	11.2	9.5
PCR	15.6	14.7	9.2	6.4	7.5
PSR	5.6	5.6	4.4	4.1	3.7
PBR	3.6	3.1	2.6	2.1	1.8
EBITDA	615.0	657.2	985.3	1,105.7	1,333.7
EV/EBITDA	13.7	13.7	9.1	7.7	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	15.7	22.3	20.9	20.5
EBITDA 이익률	35.0	38.5	45.6	47.2	51.8
부채비율	29.2	28.5	25.9	23.8	21.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	192.8	292.3	329.7	387.7
매출채권회전율(x)	10.0	7.8	8.0	7.3	6.7
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,293.9	4,085.9	4,342.3	4,681.3

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

Buy

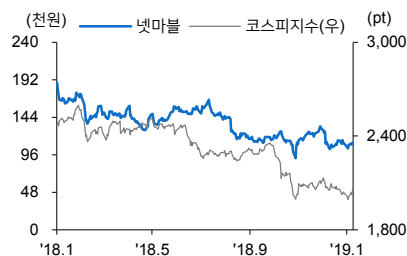
적정주가 (12개월) **180,000 원**
현재주가 (1.10) **114,000 원**
상승여력 **57.9%**

KOSPI	2,063.28pt
시가총액	97,203억원
발행주식수	8,527만주
유동주식비율	26.57%
외국인비중	24.73%
52주 최고/최저가	175,500원/91,800원
평균거래대금	369.6억원

주요주주(%)	
방준혁 외 11 인	25.18
씨제이이엔엠	21.95
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	-30.1	-32.1
상대주가	7.6	-22.2	-17.8

주가그래프



넷마블 251270

‘막내야 제법이구나’

- ✓ 2018년 12월 6일 ‘블소레볼루션’ 출시를 시작으로 신작사이클 본격화
- ✓ 1Q19 ‘BTS월드(글로벌)’와 ‘7개의 대죄(일본)’ 출시 진행할 예정. 2Q19 ‘요괴워치 메달워즈(일본)’, ‘킹오브파이터스올스타즈(국내)’, ‘A3(국내)’, ‘세븐나이츠2(국내)’까지 연이어 기대작 론칭
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 18만원 유지. 2019년 실적기준 적정 PER은 30배 수준으로 밸류에이션 멀티플에 타당한 성장성 보여줄 시점

4Q18 실적, 기대치 부합 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,511억원(-10.5% YoY), 679억원(-26.7% YoY)로 추정. 시장 컨센서스(매출액 5,626억원, 영업이익 718억원)에 대체로 부합한다. ‘세븐나이츠’, ‘모두의마블’ 등 기존 게임의 매출 하향 안정화되고 있으며 전분기 ‘해리포터:호그와트 미스터리’의 매출이연 효과도 제거되며 ‘리니지2레볼루션’의 매출 역시 ‘블소레볼루션’ 출시로 한단계 감소한다.

그러나 12월 6일 출시된 ‘블소레볼루션’의 성과는 비교적 양호하며 일매출 10~15억원 수준이 유지되고 있는 것으로 추정한다. 2019년 1분기 온기반영시에는 큰 폭의 이익 회복이 예상된다.

영업이익률은 12.3%로 외형 성장에도 불구하고 전분기와 유사하며 11월 G스타 참여, 12월 ‘블소레볼루션’ 출시 전후의 마케팅비 증가 등에 주로 기인한다. 참고로 4Q18 인건비와 마케팅비는 각각 1,069억원(+5.0% QoQ), 936억원(+10.0% QoQ)으로 추정한다.

블소레볼루션의 양호한 성과, ‘막내야 제법이구나’

12월 6일 출시된 ‘블소레볼루션’의 성과는 구글플레이 매출 순위 2위, 애플 앱스토어 매출 1위 유지하며 양호한데, 1) 국내 게임 시장이 ‘리니지M’, ‘검은사막M’ 이후大作게임 소강상태였으며 2) ‘블레이드앤소울’ IP Power 등에 기인한다. 2019년 예상 매출액은 5,244억원, 일평균 매출액 14.3억원으로 추정한다.

2019년 1분기에는 ‘BTS월드(글로벌)’와 ‘7개의 대죄(일본)’ 출시를 진행할 예정이며 봄에는 NTP 행사를 통해 2019년 출시 라인업 및 전략 공유된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	2,085.3	271.6	234.9	2,758	-30.3	53,230	52.0	2.7	31.3	5.3	20.0
2019E	2,729.4	546.5	451.1	5,294	82.4	62,887	27.1	2.3	16.2	9.1	18.1
2020E	3,161.1	717.1	534.5	6,273	16.1	68,357	22.9	2.1	12.4	9.6	17.8
2021E	3,546.1	838.9	627.7	7,367	15.7	74,840	19.5	1.9	10.1	10.3	17.5

표18 4Q18 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	551.1	615.8	-10.5%	526.0	4.8%	562.6	-2.0%
리니지2레볼루션	115.0	240.2	-52.1%	121.0	-4.9%	-	-
모두의 마블	18.2	30.8	-40.9%	18.4	-1.1%	-	-
세븐나이트	19.2	30.8	-37.6%	21.0	-8.7%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	73.2	86.2	-15.1%	73.6	-0.6%	-	-
쿠키잼	37.7	36.9	2.0%	35.9	4.8%	-	-
해리포터:호그와트 미스터리	23.0	-	-	52.6	-56.3%	-	-
블소레볼루션	32.5	-	-	-	-	-	-
기타	232.3	190.9	21.7%	203.4	14.2%	-	-
영업이익	67.9	92.7	-26.7%	67.3	0.9%	71.8	-5.4%
세전이익	88.4	66.6	32.6%	88.4	0.0%	-	-
지배순이익	44.2	35.3	25.3%	44.2	0.0%	52.9	-16.4%
영업이익률 (%)	12.3%	15.1%	-2.7%	12.8%	-0.5%	12.8%	-0.5%
순이익률 (%)	8.0%	5.7%	2.3%	8.4%	-0.4%	9.4%	-1.4%

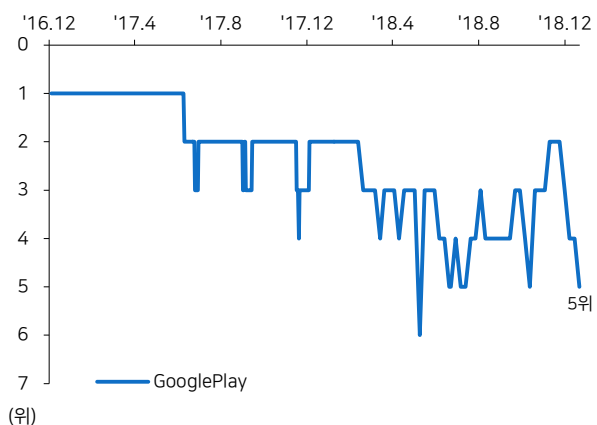
자료: 넷마블, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표19 넷마블 분기별 실적 - 2019년이 중요한 시점

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	507.4	500.8	526.0	551.1	618.7	700.0	739.9	670.9	2,424.8	2,085.3	2,729.4
리니지2레볼루션	177.6	140.2	121.0	115.0	95.7	95.7	95.8	95.8	1,079.7	553.8	383.0
모두의 마블	30.4	20.0	18.4	18.2	17.9	17.7	17.5	17.4	132.5	87.1	70.6
세븐나이트	30.4	20.0	21.0	19.2	18.9	18.7	18.5	18.3	169.3	90.7	74.5
마블컨테스트오브챔피언	81.2	75.1	73.6	73.2	71.7	70.3	68.9	67.5	253.7	303.1	278.4
쿠키잼	35.5	35.1	35.9	37.7	36.2	34.4	35.2	36.9	138.6	144.2	142.7
해리포터 호그와트 미스터리	-	19.8	52.6	23.0	13.8	9.2	9.2	9.2	-	95.4	41.4
블소 레볼루션	-	-	-	32.5	110.4	174.8	138.0	101.2	-	32.5	524.4
세븐나이트2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	165.6
기타	152.2	190.5	203.4	232.3	254.0	279.1	356.7	324.5	651.0	778.4	1,048.7
영업비용	433.2	438.6	458.7	483.2	507.9	545.6	572.5	556.9	1,915.0	1,813.6	2,182.9
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	226.0	253.7	287.0	303.4	275.1	1,006.4	862.0	1,119.3
마케팅비	74.7	78.6	85.1	93.6	85.3	84.0	88.8	95.5	381.2	332.0	353.5
기타	46.8	50.8	56.1	56.7	58.9	61.1	63.5	66.0	164.0	210.4	249.5
영업이익	74.2	62.2	67.3	67.9	110.8	154.4	167.4	114.0	509.7	271.6	546.5
세전이익	105.0	87.7	88.4	89.6	132.7	177.0	190.7	138.0	471.5	370.7	638.4
지배순이익	73.9	57.9	44.2	58.9	92.1	126.2	136.7	96.1	309.8	234.9	451.1

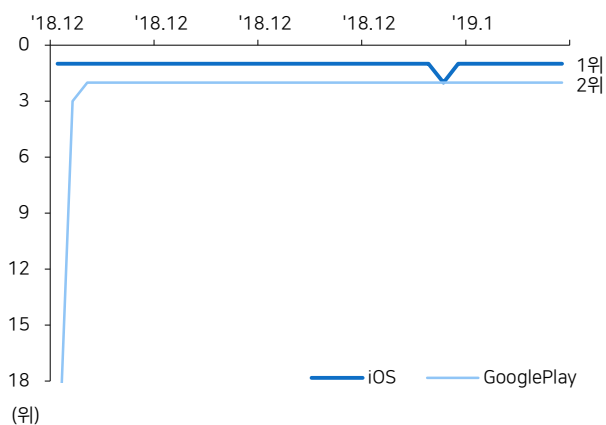
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 리니지2레볼루션 구글플레이 매출 순위(한국)



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 블소레볼루션 매출 순위(한국)



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 1Q19 기대작 -BTS 월드



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 2Q19 기대작 - 세븐나이츠2



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,085.3	2,729.4	3,161.1	3,546.1
매출액증가율 (%)	61.6	-14.0	30.9	15.8	12.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,085.3	2,729.4	3,161.1	3,546.1
판매관리비	1,915.0	1,813.6	2,182.9	2,444.1	2,707.2
영업이익	509.8	271.6	546.5	717.1	838.9
영업이익률	21.0	13.0	20.0	22.7	23.7
금융손익	11.6	12.2	12.8	13.5	14.1
종속/관계기업손익	-5.7	-5.9	-6.2	-6.5	-6.9
기타영업외손익	-44.2	-46.5	-48.8	-51.2	-53.8
세전계속사업이익	471.5	370.7	638.4	694.1	815.3
법인세비용	110.6	90.0	146.8	159.7	187.5
당기순이익	360.9	269.3	491.6	570.9	660.5
지배주주지분 순이익	309.8	234.9	451.1	534.5	627.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	357.0	543.9	641.7	745.3
당기순이익(손실)	360.9	269.3	491.6	570.9	660.5
유형자산상각비	11.5	31.8	29.6	22.4	42.1
무형자산상각비	53.3	21.5	10.6	10.1	5.5
운전자본의 증감	-18.8	-46.1	0.0	0.0	74.2
투자활동 현금흐름	-1,432.7	-116.5	-159.6	-276.7	-316.6
유형자산의증가(CAPEX)	-30.0	-40.0	-50.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-436.6	-163.9	-168.9	-173.9	-179.1
재무활동 현금흐름	2,527.3	46.0	46.7	47.4	48.1
차입금의 증감	-34.3	-30.9	-27.8	-25.0	-22.5
자본의 증가	2,643.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,635.1	124.9	696.1	234.7	295.5
기초현금	272.7	1,907.8	2,032.7	2,728.8	2,963.5
기말현금	1,907.8	2,032.7	2,728.8	2,963.5	3,258.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,851.0	3,593.5	3,871.4	4,212.3
현금및현금성자산	1,907.8	2,032.7	2,728.8	2,963.5	3,258.9
매출채권	291.4	319.3	340.7	357.7	375.6
재고자산	2.4	2.4	2.4	2.4	2.7
비유동자산	2,429.3	2,789.7	2,960.2	3,246.6	3,571.9
유형자산	145.4	152.7	160.3	168.3	126.2
무형자산	1,236.8	1,422.3	1,635.7	1,881.0	1,875.6
투자자산	974.7	974.7	974.7	974.7	1,093.4
자산총계	5,347.7	5,640.8	6,553.7	7,118.1	7,784.2
유동부채	501.3	540.4	585.2	636.6	695.4
매입채무	120.6	285.9	328.7	378.1	434.8
단기차입금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	381.2	400.2	420.3	441.3	463.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	882.4	940.6	1,005.5	1,077.8	1,158.8
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
기타포괄이익누계액	298.6	298.6	298.6	298.6	298.6
이익잉여금	602.9	837.8	1,263.3	1,755.3	2,340.5
비지배주주지분	135.8	164.4	189.6	215.5	248.3
자본총계	4,465.3	4,700.1	5,548.3	6,040.2	6,625.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	30,508	24,490	32,032	37,098	41,616
EPS(지배주주)	3,898	2,758	5,294	6,273	7,367
CFPS	7,365	4,014	6,443	7,250	9,910
EBITDAPS	7,228	3,816	6,885	8,797	10,403
BPS	50,920	53,230	62,887	68,357	74,840
DPS	360	360	360	360	360
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	48.4	52.0	27.1	22.9	19.5
PCR	25.6	35.7	22.3	19.8	14.5
PSR	6.2	5.9	4.5	3.9	3.4
PBR	3.7	2.7	2.3	2.1	1.9
EBITDA	574.5	325.0	586.7	749.6	886.5
EV/EBITDA	24.2	31.3	16.2	12.4	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	5.3	9.1	9.6	10.3
EBITDA 이익률	23.7	15.6	21.5	23.7	25.0
부채비율	19.8	20.0	18.1	17.8	17.5
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	37.8	19.2	36.7	45.9	51.1
매출채권회전율(x)	9.1	6.8	8.3	9.1	9.7
재고자산회전율(x)	1,142.8	884.4	1,157.5	1,340.6	1,417.6

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

펄어비스 263750

충분히 낮아진 눈높이

- ✓ 4Q18 실적, 컨센서스 대비 하회하나 낮아진 눈높이 충족 전망. 검은사막 PC와 모바일(국내/대만)의 매출이 점진적 하향세 시현하며 CCP게임즈 인수관련 일회성 비용 150억원 발생으로 분기실적 저점 형성 예상
- ✓ 그러나 충분히 낮아진 실적에 대한 눈높이로 주가는 바닥으로 판단. 2019년 1월 검은사막 콘솔과 모바일(일본) 출시를 시작으로 재성장 궤도 진입
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 30만원 유지

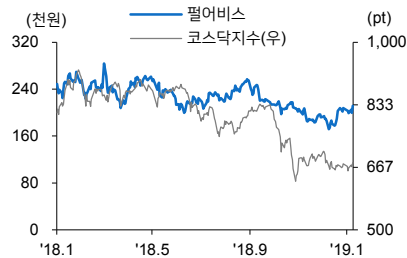
Buy

적정주가 (12개월) **300,000 원**
현재주가 (1.10) **206,100 원**
상승여력 **45.6%**

KOSDAQ	683.34pt
시가총액	26,676억원
발행주식수	1,294만주
유동주식비율	46.08%
외국인비중	11.31%
52주 최고/최저가	284,200원/172,000원
평균거래대금	126.3억원
주요주주(%)	
김대일 외 9 인	46.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.8	-7.0	-14.4
상대주가	17.6	10.7	4.5

주가그래프



4Q18 실적, 낮아진 눈높이 충족 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 1,192억원(+380.6% YoY), 421억원(+537.2% YoY) 전망, 컨센서스(매출액 1,172억원, 영업이익 547억원) 대비 하회하나 당사 추정치에는 대체로 부합할 전망이다. '검은사막'의 PC 매출액은 297억원으로 전 분기와 유사, 모바일게임 매출액은 794억원(-11.5% QoQ)으로 국내 460억원, 대만 182억원으로 추정하였다.

영업이익률은 35.3%로 인건비 165억원(+21.0% QoQ), 지급수수료 472억원(+50.0% QoQ), 광고선전비 112억원(+12.5% QoQ) 등으로 CCP게임즈 인수 관련 일회성 비용 150억원과 CCP게임즈 연결계상으로 전반적인 비용 한단계 증가한다. 참고로 펄어비스 인력 역시 3Q말 550명 수준에서 12월말 약 700명 수준으로 증가하였다.

1월, 다시 시작이다

'검은사막'의 Xbox 콘솔은 1월 7일 프리오더가 시작되었으며 3월 4일 북미/유럽에 정식 출시된다. '검은사막M'의 일본 출시 역시 1월 8일 기자회견을 통해 밝혔듯이 1분기 출시될 전망이다. 2018년 4분기 CCP게임즈와 관련된 비용 발생으로 실적 관련 노이즈는 일단락되고 있어 2019년 펄어비스의 검은사막 IP 확장 및 신규게임 출시에 의한 성장 스토리 재개된다. 또한 2019년 1분기 중국 판호 관련된 규제가 외자판호 발급에서도 완화될 경우 PC '검은사막'과 CCP 게임즈의 '이브차이나' 등 중국 관련 기대감도 고조될 전망이다.

(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	424.3	190.7	165.0	13,438	939.2	25,024	16.8	9.0	13.0	55.2	8.0
2019E	595.3	286.4	225.5	17,510	30.3	33,909	12.9	6.7	8.0	59.4	3.9
2020E	697.4	399.8	313.9	24,374	39.2	50,576	9.3	4.5	5.0	57.7	3.0

표20 4Q18 실적 - 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	119.1	24.8	380.6%	117.0	1.8%	122.4	-2.7%
PC	29.7	24.8	19.8%	27.3	8.7%	-	-
퍼블리싱	15.2	17.9	-15.5%	15.5	-2.4%	-	-
직접 서비스	14.5	6.8	112.5%	13.5	7.6%	-	-
모바일	79.4	0.0		89.7	-11.5%	-	-
영업이익	42.1	6.6	537.2%	60.3	-30.3%	53.7	-21.7%
세전이익	42.7	1.7	2,378.6%	60.9	-29.9%	-	-
지배순이익	33.3	1.1	2,848.8%	51.7	-35.6%	49.0	-32.1%
영업이익률 (%)	35.3%	26.6%	+8.7%p	51.5%	-16.2%p	43.9%	-8.6%p
순이익률 (%)	28.0%	4.6%	+23.4%p	44.2%	-16.2%p	40.0%	-12.1%p

자료: 펠어비스, Wifefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 펠어비스 분기별 실적 - 4Q18이 저점, 2019년 완만한 재성장 기조 시현

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	75.5	112.7	117.0	119.1	133.7	152.8	148.3	160.6	109.0	424.3	595.3
PC	33.9	29.9	27.3	29.7	32.2	45.2	45.1	47.8	117.2	120.8	170.4
퍼블리싱	15.6	16.0	15.5	15.2	14.1	24.4	24.3	25.1	72.6	62.4	87.9
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	79.4	87.0	90.7	87.2	78.7		293.5	343.5
콘솔				0.0	4.5	6.9	6.0	5.9		0.0	23.3
영업비용	42.0	57.9	56.7	77.0	73.4	78.6	78.1	79.0	52.7	233.6	309.0
인건비	10.8	16.6	13.6	16.5	17.7	18.6	19.5	20.5	22.5	57.5	76.4
지급수수료	17.8	30.0	31.5	47.2	38.2	40.1	40.9	41.7	9.6	126.5	161.0
광고선전비	10.5	9.2	10.0	11.2	15.2	17.5	15.2	14.2	9.1	40.9	62.1
주식보상비용	1.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	5.1	3.3	2.3
감가상각비	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.2	1.3	1.9
기타	1.2	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	5.2	4.2	5.4
영업이익	33.5	54.8	60.3	42.1	60.3	74.3	70.2	81.6	49.1	190.7	286.4
세전이익	34.3	61.0	60.9	42.7	61.0	75.0	70.9	82.3	37.4	198.9	289.1
지배순이익	27.8	52.2	51.7	33.3	47.5	58.5	55.3	64.2	31.1	165.0	225.5

주: Calendar Year 기준

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

펠어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	424.3	595.3	697.4
매출액증가율 (%)	55.5	710.0	40.3	17.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	424.3	595.3	697.4
판매관리비	30.7	233.6	309.0	297.6
영업이익	21.7	190.7	286.4	399.8
영업이익률	41.4	44.9	48.1	57.3
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	198.9	289.1	402.4
법인세비용	3.0	38.1	63.6	88.5
당기순이익	14.7	165.0	225.5	313.9
지배주주지분 순이익	14.7	165.0	225.5	313.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	160.3	220.4	313.9
당기순이익(손실)	14.7	165.0	225.5	313.9
유형자산상각비	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
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-4.2	-4.3	-4.4
투자자산의감소(증가)	-3.1	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	178.8	182.2	-7.7	-5.3
차입금의 증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	156.3	207.2	300.6
기초현금	46.9	240.5	396.8	603.9
기말현금	240.5	396.8	603.9	904.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	437.4	646.8	957.1
현금및현금성자산	240.5	396.8	603.9	904.6
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	453.5	671.0
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	234.4	449.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	436.6	651.2

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	34,557	46,234	54,157
EPS(지배주주)	1,293	13,438	17,510	24,374
CFPS	2,139	14,151	18,130	24,979
EBITDAPS	1,989	15,645	22,328	31,120
BPS	22,807	25,024	33,909	50,576
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	16.8	12.9	9.3
PCR	115.7	16.0	12.5	9.1
PSR	53.8	6.6	4.9	4.2
PBR	10.9	9.0	6.7	4.5
EBITDA	22.7	192.1	287.5	400.7
EV/EBITDA	120.3	13.0	8.0	5.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	55.2	59.4	57.7
EBITDA 이익률	43.3	45.3	48.3	57.5
부채비율	7.8	8.0	3.9	3.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	26,871.2		
매출채권회전율(x)	4.2	22.6	26.3	25.9
재고자산회전율(x)				

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

컴투스 078340

스카이랜더스 기대감 유효

- ✓ 더 이상의 delay는 없다. 스카이랜더스:링오브히어로즈의 12월 캐나다, 호주, 뉴질랜드에서 소프트론칭으로 글로벌 출시를 위한 준비. 1월 중순 대규모 업데이트 통해 패키지 아이템 등 추가하며 매출 순위 반등 기대
- ✓ 글로벌 출시는 1월말~2월초로 예상. 1월 9일 댄스빌도 출시되며 신작라인업 추가되고 있어 19년 성장성 회복에 대한 기대는 유효
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 18만원 유지. 19E Target PER 15.5배 수준

Buy

적정주가 (12개월) **180,000 원**
현재주가 (1.10) **115,000 원**
상승여력 **56.5%**

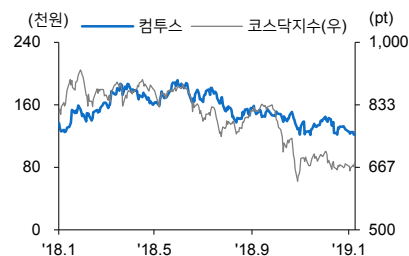
KOSDAQ	683.34pt
시가총액	14,796억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	71.17%
외국인비중	29.33%
52주 최고/최저가	191,500원/115,000원
평균거래대금	153.0억원

주요주주(%)

게임빌 외 3 인	24.52
KB자산운용	12.50
국민연금	6.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.8	-35.2	-8.4
상대주가	-20.3	-22.9	12.0

주가그래프



4Q18 실적, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,273억원(+1.3% YoY), 353억원(-23.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,263억원, 영업이익 398억원)대비 외형은 부합, 영업이익은 하회할 전망이다. 서머너즈워 매출액은 꾸준하며 연말 12월 프로모션으로 인해 마케팅비는 다소 증가했다. 참고로 12월말 기준 '서머너즈워'의 글로벌 주요 국가 매출 순위는 프랑스 6위, 독일 5위, 싱가포르 8위, 캐나다 13위, 한국 19위, 호주 18위, 일본 41위 등으로 10월 13일 SWC 2018(서머너즈워 월드 아레나) 월드결선 이후 매출 수준은 다소 하락하였다.

더 이상의 delay는 없어야 한다

'스카이랜더스:링오브히어로즈'의 글로벌 출시 임박하였다. 스카이랜더스:링오브히어로즈는 12월부터 호주, 뉴질랜드, 캐나다 등의 국가에서 소프트론칭을 진행하고 있으며 1월 중순 업데이트 통해 고가의 패키지 아이템 추가되며 매출 순위 반등할 것으로 기대한다. 참고로 1월 5일 기준 글로벌 매출 순위는 호주 327위, 뉴질랜드 385위, 캐나다 431위 등으로 아직 논할만한 수준은 아니다.

'스카이랜더스:링오브히어로즈'의 성공판단은 1월말~2월초 글로벌 정식 출시 이후에 해도 늦지 않으며 동사가 단일게임사에서 다변화된 포트폴리오 회사로 변모하는 터닝포인트에 위치한다. 당사는 '스카이랜더스:링오브히어로즈'의 2019년 예상 매출액은 975억원으로 일평균 매출액 2.4억원 가정하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018E	479.1	149.1	130.4	10,131	-8.4	67,808	13.7	2.0	7.0	16.0	9.0
2019E	576.0	183.8	149.0	11,584	14.3	77,889	12.0	1.8	4.7	15.9	8.0
2020E	649.9	224.2	180.2	14,001	20.9	90,313	9.9	1.5	3.8	16.6	7.1
2021E	714.9	248.1	198.6	15,431	10.2	104,086	9.0	1.3	2.8	15.9	6.2

표22 4Q18 실적 - 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	121.2	132.6	-8.6%	119.8	1.2%	128.1	-5.4%
국내 모바일	20.8	20.6	1.1%	20.4	2.0%	-	-
해외 모바일	36.3	41.0	-11.4%	35.9	1.0%	-	-
영업이익	35.3	46.0	-23.3%	38.0	-7.1%	39.8	-11.3%
세전이익	38.7	37.7	2.6%	39.8	-2.9%		
지배순이익	28.9	29.1	-0.5%	29.8	-2.9%	32.6	-11.4%
영업이익률 (%)	29.1	34.7	-5.6%p	31.7	-2.6%p	31.1	-2.0%p
순이익률 (%)	23.8	21.9	1.9%p	24.8	-1.0%p	25.4	-1.6%p

자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 컴투스 분기별 실적 - 19년 '스카이랜더스:링오브히어로즈' 성과에 따른 업사이드

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	114.0	124.1	119.8	121.2	132.5	142.0	146.7	154.8	508.0	479.1	576.0
국내 모바일	16.7	21.1	20.4	20.8	22.1	22.7	23.9	24.6	66.8	79.1	93.2
해외 모바일	35.0	38.5	35.9	36.3	39.6	43.1	45.3	47.5	160.0	145.8	175.5
영업비용	74.6	87.7	81.8	85.9	91.1	96.6	99.8	104.7	313.3	330.0	392.2
마케팅비	13.3	18.7	17.9	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	66.1	69.9	78.3
인건비	11.3	14.3	12.4	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	48.3	55.0	75.3
지급수수료	41.3	44.9	42.9	43.5	47.6	51.0	52.7	55.6	166.7	172.6	232.0
로열티	2.8	3.7	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7	3.9	12.7	13.0	20.2
기타	5.9	6.1	5.4	2.1	3.0	5.0	6.4	8.3	19.5	19.5	-13.6
영업이익	39.4	36.4	38.0	35.3	41.4	45.4	46.9	50.0	194.6	149.1	183.8
세전이익	49.7	46.0	39.8	38.7	43.8	47.9	49.3	52.5	193.2	174.3	193.6
지배순이익	36.5	35.2	29.8	28.9	33.7	36.8	38.0	40.5	141.5	130.3	149.0

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	508.0	479.1	576.0	649.9	714.9
매출액증가율 (%)	-1.0	-5.7	20.2	12.8	10.0
매출원가	51.3	55.7	68.5	78.0	85.8
매출총이익	456.7	423.5	507.4	571.9	629.1
판매관리비	262.0	274.3	323.7	347.8	381.0
영업이익	194.7	149.1	183.8	224.2	248.1
영업이익률	38.3	31.1	31.9	34.5	34.7
금융손익	7.7	13.6	14.8	17.9	19.5
종속/관계기업손익	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.7	-9.0	-4.1	-4.2	-4.3
세전계속사업이익	193.2	174.3	193.6	234.0	257.9
법인세비용	50.9	43.9	44.5	53.8	59.3
당기순이익	142.4	130.4	149.0	180.2	198.6
지배주주지분 순이익	142.4	130.4	149.0	180.2	198.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	134.6	124.9	151.8	183.2	201.6
당기순이익(손실)	142.4	130.4	149.0	180.2	198.6
유형자산상각비	1.7	1.8	1.1	0.6	1.0
무형자산상각비	1.1	0.7	0.4	0.3	0.3
운전자본의 증감	-11.1	5.0	-11.0	-10.0	8.4
투자활동 현금흐름	-182.0	-127.4	-122.8	-138.2	-110.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
투자자산의감소(증가)	-11.7	-12.1	-12.6	-13.1	-13.6
재무활동 현금흐름	-15.9	14.0	21.3	-14.8	-21.5
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.2	-2.8	6.1	17.6	62.4
기초현금	90.0	25.8	23.0	29.2	46.7
기말현금	25.8	23.0	29.2	46.7	109.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	768.0	871.3	990.7	1,138.2	1,300.8
현금및현금성자산	25.8	23.0	29.2	46.7	109.1
매출채권	74.1	96.8	98.7	100.7	102.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	70.3	80.6	92.5	106.5	122.9
유형자산	2.9	3.2	3.5	3.8	2.9
무형자산	2.7	2.8	2.8	2.9	2.6
투자자산	34.5	37.7	47.7	47.5	52.3
자산총계	838.3	951.8	1,083.2	1,244.8	1,423.8
유동부채	76.5	83.4	105.7	105.3	115.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.4	78.9	80.5	82.1	83.7
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	209.0	209.0	209.0	209.0
기타포괄이익누계액	5.9	3.5	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	559.7	667.4	833.4	1,010.4	1,191.3
비지배주주지분	0.0	0.5	0.6	0.7	0.8
자본총계	760.9	872.9	1,002.7	1,162.7	1,340.0

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	39,482	37,238	44,765	50,512	55,563
EPS(지배주주)	11,066	10,131	11,584	14,001	15,431
CFPS	14,961	13,220	15,160	17,554	18,851
EBITDAPS	15,343	11,777	14,401	17,494	19,379
BPS	59,141	67,808	77,889	90,313	104,086
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	13.7	12.0	9.9	9.0
PCR	9.1	10.5	9.1	7.9	7.4
PSR	3.4	3.7	3.1	2.7	2.5
PBR	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
EBITDA	197.4	151.5	185.3	225.1	249.3
EV/EBITDA	5.5	7.0	4.7	3.8	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.4	16.0	15.9	16.6	15.9
EBITDA 이익률	38.9	31.6	32.2	34.6	34.9
부채비율	10.2	9.0	8.0	7.1	6.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8,420.1	12,480.6			
매출채권회전율(x)	7.5	5.6	5.9	6.5	7.0
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

Buy

적정주가 (12개월) **55,000 원**
현재주가 (1.10) **41,800 원**
상승여력 **31.6%**

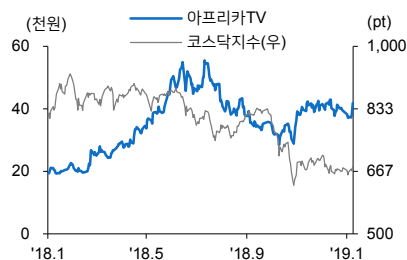
KOSDAQ	683.34pt
시가총액	4,805억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.52%
외국인비중	27.70%
52주 최고/최저가	55,500원/19,300원
평균거래대금	114.4억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 2 인	25.55
JF Asset Management Limited 외 1	6.25
국민연금	5.29

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-16.4	106.4
상대주가	-2.5	-0.5	152.2

주가그래프



아프리카 TV 067160

별풍선, 광고, 오픈플랫폼의 3박자

- ✓ 4Q18 실적, 기대치 부합 전망. 2018년 1~3분기 동계올림픽/월드컵/아시안게임의 트래픽 유입 효과는 제거되었으나 유료고객수와 ARPU가 꾸준히 상승하며 별풍선 매출 호조, 광고 역시 VOD 강화 노력 지속되며 29.4% YoY 증가
- ✓ 동영상 성장 스토리는 여전히 진행형. 19년에는 숏클립 위주의 '프리카켓' 서비스 론칭, 오픈스튜디오/채널의 BEP 도달 등으로 한단계 레벨업 전망
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 5.5만원 유지

4Q18 실적, 기대치 부합 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 349억원(+41.0% YoY), 74억원(+52.1% YoY) 예상, 컨센서스(매출액 330억원, 영업이익 74억원)에 부합할 전망이다. 2018년 1분기~3분기 동계올림픽/월드컵/아시안게임의 트래픽 유입 효과는 제거되었으나 유료고객수(3Q18말 23만 추정)와 ARPU(분기 ARPPU 10만원 추정)가 꾸준히 성장하고 있어 별풍선 매출의 성장세 견조하다. 광고 매출 역시 VOD 강화 노력이 숏클립의 인기로 가시화되며 29.4% YoY 증가한다.

영업이익률은 21.6%로 전분기와 유사한데 11월 G스타, 12월 BJ대상 관련 마케팅비 증가, 인건비는 특별 상여는 없었으나 아프리카프릭스 선수단 인센티브 지급으로 증가하였다.

2019년 프리켓 출시 기대

2018년 아프리카TV 'BJ어워즈'에서 서수길 대표는 19년 BJ의 동영상과 광고 등 AI 추천 서비스인 '프리카켓' 론칭 계획을 발표하였다. BJ의 생방송 콘텐츠 중에서 하이라이트만 편집된 '숏클립'이 주요 콘텐츠가 될 전망이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 5.5만원 유지

동영상 플랫폼 시장의 성장과 e스포츠 중계 플랫폼으로서의 가치 감안시 적극적인 비중 확대 전략이 유효하다. 적정주가 5.5만원 기준 2019년 Target PER은 20.4배 수준으로 역사적 평균 PER이 30배였다는 점 감안시 부담스럽지 않다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018E	124.2	27.2	23.2	2,041	51.3	8,073	15.7	4.0	10.5	28.6	36.0
2019E	153.8	36.6	30.7	2,670	31.0	10,875	12.0	3.0	7.6	28.2	27.0
2020E	182.0	53.5	41.7	3,628	36.1	14,035	8.8	2.3	4.8	29.1	21.2
2021E	216.1	74.5	58.1	5,054	39.5	18,608	6.4	1.7	2.8	31.0	16.1

표24 4Q18 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	34.9	25.8	35.5%	32.4	7.7%	33.0	5.8%
아이템	27.4	21.2	29.4%	25.6	7.0%	-	-
광고	5.2	3.8	38.8%	4.7	10.7%	-	-
멀티플랫폼	1.5	0.5	200.8%	1.3	11.6%	-	-
기타	0.8	0.3	145.6%	0.8	5.0%	-	-
영업이익	7.6	4.4	70.4%	7.4	1.6%	7.4	2.1%
세전이익	7.4	4.3	72.6%	8.3	-10.5%	-	-
지배순이익	6.2	3.9	57.3%	6.6	-6.3%	6.0	3.2%
영업이익률 (%)	21.6%	17.2%	+4.4%p	22.9%	-1.3%p	22.4%	-0.8%p
순이익률 (%)	17.7%	15.3%	+2.5%p	20.4%	-2.6%p	18.2%	-0.4%p

자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 아프리카TV 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	27.9	29.0	32.4	34.9	36.2	37.2	38.8	41.6	94.6	124.2	153.8
아이템	23.2	23.9	25.6	27.4	28.3	28.9	30.1	32.5	79.2	100.2	119.9
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	0.9	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	27.4	28.2	28.3	28.9	31.9	76.2	97.1	117.2
인건비	7.2	7.1	7.5	7.9	8.2	8.4	8.2	8.3	25.2	29.7	33.1
지급수수료	4.3	4.4	4.8	4.9	5.1	5.2	5.4	5.5	14.5	18.4	21.1
과금수수료	2.2	2.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	7.6	11.0	13.9
회선사용료	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	6.8	9.5	10.7
BJ지원금	1.8	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7	2.0	2.3	5.4	7.0	7.7
콘텐츠제작비	1.4	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	4.8	6.5	7.3
유무형감가상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8	1.0	1.2
지급임차료	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	1.9	2.6	2.9
광고선전비	0.2	0.1	0.1	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.2	1.0	2.7
기타	1.7	2.0	3.0	3.9	4.0	3.5	3.4	5.6	8.0	10.5	16.5
영업이익	6.0	6.1	7.4	7.6	8.0	8.8	9.9	9.8	18.3	27.2	36.6
세전이익	7.0	5.5	8.3	7.4	9.0	8.2	9.9	9.6	18.1	28.2	36.7
지배순이익	5.8	4.7	6.6	6.2	7.6	6.8	8.3	8.1	14.7	23.2	30.7

자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	94.6	124.2	153.8	182.0	216.1
매출액증가율 (%)	18.4	31.4	23.8	18.4	18.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	124.2	153.8	182.0	216.1
판매관리비	76.2	97.1	117.2	128.5	141.6
영업이익	18.3	27.2	36.6	53.5	74.5
영업이익률	19.4	21.9	23.8	29.4	34.5
금융손익	0.2	0.6	0.5	0.5	0.5
종속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	28.2	36.7	53.5	74.5
법인세비용	3.4	3.8	4.7	6.4	9.5
당기순이익	14.7	23.1	30.5	41.6	58.0
지배주주지분 순이익	14.7	23.2	30.7	41.7	58.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21.3	36.4	26.8	43.1	59.6
당기순이익(손실)	14.7	23.1	30.5	41.6	58.0
유형자산상각비	2.6	3.3	2.8	2.2	3.4
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
운전자본의 증감	1.9	-5.8	0.8	1.0	-2.6
투자활동 현금흐름	-11.5	-11.3	-11.5	-11.7	-11.8
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-3.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	-3.3	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
차입금의 증감	0.0	5.3	0.3	0.3	0.3
자본의 증가	3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	18.3	22.3	31.2	47.4
기초현금	16.6	23.0	41.3	63.6	94.8
기말현금	23.0	41.3	63.6	94.8	142.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	63.4	93.4	123.7	158.0	208.5
현금및현금성자산	23.0	41.3	63.6	94.8	142.2
매출채권	3.2	30.8	37.8	39.7	41.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	40.1	44.9	49.4	54.8	55.6
유형자산	13.9	14.6	15.3	16.1	12.7
무형자산	2.4	2.7	3.1	3.6	3.3
투자자산	13.8	16.7	20.1	24.2	28.7
자산총계	103.4	126.9	159.2	195.5	248.3
유동부채	33.3	33.6	33.9	34.1	34.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
단기차입금	0.0	5.3	5.6	5.9	6.2
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	33.3	33.6	33.9	34.1	34.4
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	41.2	41.2	41.2	41.2	41.2
기타포괄이익누계액	-0.9	-4.7	-4.7	-4.7	-4.7
이익잉여금	28.5	51.7	79.0	115.0	167.5
비지배주주지분	0.4	0.6	0.3	0.1	-0.1
자본총계	70.1	93.3	125.4	161.4	213.8

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,643	10,914	13,379	15,835	18,802
EPS(지배주주)	1,348	2,041	2,670	3,628	5,054
CFPS	2,087	2,674	3,197	4,175	6,577
EBITDAPS	1,934	2,699	3,448	4,863	6,804
BPS	6,163	8,073	10,875	14,035	18,608
DPS	380	380	380	380	380
배당수익률(%)	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	15.7	12.0	8.8	6.4
PCR	9.2	12.0	10.0	7.7	4.9
PSR	2.2	2.9	2.4	2.0	1.7
PBR	3.1	4.0	3.0	2.3	1.7
EBITDA	21.2	30.7	39.6	55.9	78.2
EV/EBITDA	8.7	10.5	7.6	4.8	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	28.6	28.2	29.1	31.0
EBITDA 이익률	22.4	24.7	25.8	30.7	36.2
부채비율	47.5	36.0	27.0	21.2	16.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		8,330.8			
매출채권회전율(x)	28.1	7.3	4.5	4.7	5.3
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2019. 1. 11

▲ 인터넷/게임

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

NHN 엔터테인먼트 181710

19년 차원이 달라야할 '페이코'

- ✓ 4Q18 실적, 기대치 부합 전망. 웹보드 매출액은 전분기와 유사, 모바일게임 매출액은 콤파스, 요괴워치, 크루세이더퀘스트 등의 호조로 양호
- ✓ 2018년 페이코 거래액은 4.6조원 예상(17년 2.5조원 대비 84% 증가)
- ✓ 안정적 이익 창출 능력, 저평가된 밸류에이션 감안시 저평가
- ✓ 그러나 페이코의 성과 개선이 동사 투자의 핵심이라는 점에서 19년 성장에 대한 확신이 필요한 시점

Buy

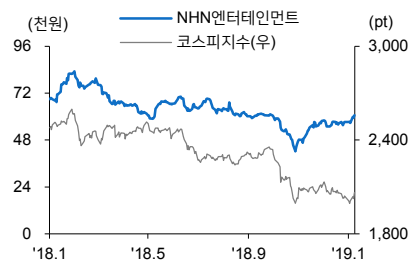
적정주가 (12개월) **80,000 원**
현재주가 (1.10) **60,000 원**
상승여력 **33.3%**

KOSPI	2,063.28pt
시가총액	11,739억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	48.69%
외국인비중	14.33%
52주 최고/최저가	83,200원/42,400원
평균거래대금	32.8억원

주요주주(%)	
이준호 외 21 인	47.70
한국투자신탁운용	5.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	-11.4	-11.0
상대주가	8.6	-1.5	7.9

주가그래프



4Q18 실적, 기대치 부합 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 3,500억원(+47.2% YoY), 255억원(+154.1% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 3,613억원, 영업이익 250억원)에 부합한다. 웹보드 매출액은 전분기와 유사한 309억원, 모바일게임 매출액은 신작 출시 효과는 없었지만 기존 출시게임들(콤파스, 요괴워치, 크루세이더퀘스트 등)의 성과 양호하였다. 기타 자회사들 중에서 소프트웨어/커머스 사업군은 계절적인 성수기 효과로 양호한 성장 시현하였다. 영업이익률은 7.3%로 0.9%p QoQ 개선되며 꾸준한 수익창출 능력 시현한다.

이제는 페이코가 보여줘야

2018년 페이코 거래액은 4.6조원으로 17년 2.5조원 대비 84% 증가하나 연초 기대했던 5조원 수준에서 못 미쳤다. 페이코는 2018년 8월부터 삼성페이 가맹점에서 사용가능했으나 사용 가능한 카드가 제한적으로 풀리면서 이용자와 거래액의 의미있는 증가 나타나는데 시간 소요되었다. 1월 8일 기준 삼성, 현대, BC, 롯데 카드 사용 가능하며 1월중에 신한, KB, NH 카드 탑재 예정이다. 2019년은 간편결제 시장이 오프라인 중심으로 성장하며 카카오페이를 비롯한 대형 사업자들이 적극 진입하고 있어 기회와 위협 요인이 공존한다. 올해에는 페이코가 차별화된 성장 스토리를 보여줄 수 있을지 주목한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 8만원 유지

NHN엔터테인먼트에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 8만원을 유지한다. 안정적 이익 창출 능력과 저평가된 밸류에이션은 매력적인 투자 포인트이나 페이코의 성장이 예상보다 더디다는 점은 우려 요인이다. 19년 페이코의 성장에 대한 확신이 필요한 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	120.9	6,179	1,458.7	85,202	7.9	0.6	8.9	7.6	28.2
2019E	1,472.0	128.4	90.6	4,632	-25.8	96,796	10.5	0.5	6.1	5.1	29.4
2020E	1,633.9	163.1	114.3	5,844	23.5	109,089	8.4	0.4	5.0	5.7	30.3
2021E	1,819.7	205.6	143.3	7,323	23.2	116,411	6.7	0.4	4.1	6.5	31.0

표26 4Q18 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q18E	4Q17	% YoY	3Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	350.0	237.7	47.2%	338.9	3.3%	361.3	-3.1%
PC	42.3	49.3	-14.2%	40.1	5.5%	-	-
웹보드	30.9	34.2	-9.8%	28.1	10.0%	-	-
퍼블리싱	11.4	15.1	-24.2%	12.0	-5.0%	-	-
모바일	62.7	64.9	-3.3%	67.6	-7.2%	-	-
기타	245.0	123.6	98.2%	231.2	6.0%	-	-
영업이익	25.5	10.0	154.1%	21.8	17.0%	25.0	2.0%
세전이익	29.1	0.7	3,955.4%	35.7	-18.6%	-	-
지배순이익	18.8	-8.2	-330.5%	23.7	-20.8%	23.0	-18.3%
영업이익률 (%)	7.3%	4.2%	+3.1%p	6.4%	+0.9%p	6.9%	+0.4%p
순이익률 (%)	5.4%	-3.4%	+8.8%p	7.0%	-1.6%p	6.4%	-1.0%p

자료: NHN엔터테인먼트, Wisefn, 메리츠증권리서치센터

표27 NHN엔터테인먼트 분기별 실적 - 18년 한단계 레벨업에 성공, 이제는 페이코가 보여줄 차례

(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	334.1	336.7	347.0	874.4	1,168.7	1,343.6
인건비	74.8	80.2	81.3	83.3	85.7	88.3	91.0	94.5	277.5	319.5	359.5
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	21.8	22.9	24.1	83.8	68.4	89.7
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	31.8	32.1	38.6	34.7	77.6	128.4
세전이익	78.0	43.0	35.7	29.1	32.3	38.3	38.7	41.4	55.1	185.8	150.8
지배순이익	55.0	23.4	23.7	18.8	19.2	23.1	23.3	25.0	16.6	120.9	90.6

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	909.1	1,246.3	1,472.0	1,633.9	1,819.7
매출액증가율 (%)	6.2	37.1	18.1	11.0	11.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	909.1	1,246.3	1,472.0	1,633.9	1,819.7
판매관리비	874.4	1,168.7	1,343.6	1,470.8	1,614.2
영업이익	34.7	77.6	128.4	163.1	205.6
영업이익률	3.8	6.2	8.7	10.0	11.3
금융손익	73.9	14.7	4.3	4.5	4.6
종속/관계기업손익	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5	-10.9
기타영업외손익	-44.6	-46.0	-47.3	-48.7	-50.2
세전계속사업이익	54.4	185.8	150.8	186.2	229.3
법인세비용	45.7	49.6	49.8	61.4	75.7
당기순이익	8.7	136.2	101.0	124.7	153.7
지배주주지분 순이익	16.6	120.9	90.6	114.3	143.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-43.5	44.9	16.2	61.5	94.3
당기순이익(손실)	8.7	136.2	101.0	124.7	153.7
유형자산상각비	22.8	23.7	24.7	25.7	26.7
무형자산상각비	10.7	11.1	11.6	12.0	12.5
운전자본의 증감	-49.5	-38.8	0.0	0.0	47.4
투자활동 현금흐름	-85.7	136.2	101.0	124.7	153.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-84.0	-87.4	-90.9	-94.5	-98.3
투자자산의 감소(증가)	-51.3	-53.4	-55.5	-57.7	-60.0
재무활동 현금흐름	196.2	23.9	27.9	28.7	29.6
차입금의 증감	72.2	75.0	78.1	81.2	84.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	66.6	111.5	6.0	110.1	140.7
기초현금	301.5	368.1	479.5	485.5	595.6
기말현금	368.1	479.5	485.5	595.6	736.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	947.7	1,056.0	1,118.2	1,250.5	1,416.1
현금및현금성자산	368.1	479.5	485.5	595.6	736.3
매출채권	196.8	265.6	292.2	301.0	310.0
재고자산	16.7	16.9	17.1	17.3	19.3
비유동자산	1,169.9	1,191.2	1,210.0	1,221.7	1,276.6
유형자산	118.0	111.5	104.7	97.5	86.7
무형자산	351.8	369.4	387.8	399.5	400.8
투자자산	543.6	550.7	557.9	565.2	629.5
자산총계	2,117.6	2,299.7	2,451.3	2,631.6	2,846.5
유동부채	396.4	436.0	479.6	527.6	577.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	82.0	8.6	8.6	8.6	8.6
유동성장기부채	8.5	8.2	8.2	8.2	0.0
비유동부채	63.3	76.5	77.1	77.8	83.5
사채	5.7	3.1	3.1	3.1	3.1
장기차입금	1.6	16.6	16.6	16.6	16.6
부채총계	459.7	505.7	556.2	611.8	673.0
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	-8.8	2.1	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	278.4	414.5	515.6	640.3	793.9
비지배주주지분	151.3	127.1	1.3	-114.5	-104.1
자본총계	1,657.9	1,794.1	1,895.1	2,019.8	2,173.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	46,466	63,698	75,236	83,511	93,010
EPS(지배주주)	849	6,179	4,632	5,844	7,323
CFPS	3,931	65,545	82,549	78,884	13,647
EBITDAPS	3,488	5,746	8,412	10,262	12,510
BPS	77,006	85,202	96,796	109,089	116,411
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	80.6	7.9	10.5	8.4	6.7
PCR	17.4	0.7	0.6	0.6	3.6
PSR	1.5	0.8	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDA	68.2	112.4	164.6	200.8	244.8
EV/EBITDA	14.7	8.9	6.1	5.0	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.1	7.6	5.1	5.7	6.5
EBITDA 이익률	7.5	9.0	11.2	12.3	13.5
부채비율	27.7	28.2	29.4	30.3	31.0
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	117.6	70.4	183.1	232.6	572.7
매출채권회전율(x)	5.9	5.4	5.3	5.5	6.0
재고자산회전율(x)	47.2	74.4	86.7	95.0	99.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 당사는 자료 작성일 현재 넷마블로부터 자기주식 직접취득 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 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%
2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-16.5	-10.5	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-15.0	-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	-43.1	-36.4	
2018.12.06	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-42.4	-35.6	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-	

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-19.5	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-26.8	-19.5	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.9	-19.5	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.2	-19.5	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.1	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-25.0	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.4	-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	-29.5	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-	-	

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Buy	180,000	김동희	-15.8	-10.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.1	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-26.2	-9.3	
2018.05.02	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.4	-9.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.06	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-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	-35.6	-26.4	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-	

펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-29.7	-14.3	
2019.01.11	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-	-	

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.09	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.2	0.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-13.8	-10.8	
2017.05.15	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-7.1	
2017.07.07	산업분석	Buy	140,000	김동희	-15.7	-7.1	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-15.9	-7.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-3.0	
2017.11.08	기업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-13.1	-2.5	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-11.6	13.6	
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	-6.5	33.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-19.3	-14.4	
2018.05.11	기업브리프	Buy	210,000	김동희	-17.4	-8.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-24.0	-18.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-26.1	-18.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	230,000	김동희	-30.3	-18.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-32.3	-18.3	
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-27.1	-19.4	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-	

아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-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	-27.0	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	55,000	김동희	-	-	

NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-29.4	-24.1	
2019.01.11	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-	-	