

[4Q18 Preview]

# 성수기에 걸맞은 양호한 탑라인 성장

[인터넷/게임/미디어]  
In-Depth

## Overweight (Maintain)

커버리지종목		
종목명	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	BUY	165,000원
카카오(035720)	BUY	170,000원
엔씨소프트(036570)	BUY	580,000원
넷마블(251270)	BUY	135,000원
펄어비스(263750)	BUY	310,000원
컴투스(078340)	BUY	190,000원
게임빌(063080)	HOLD	61,000원
NHN엔터테인먼트(181710)	BUY	82,000원
제일기획(030000)	BUY	29,000원
이노션(214320)	BUY	87,000원
CJ ENM(035760)	BUY	335,000원
스튜디오드래곤(253450)	BUY	144,000원
CJ CGV(079160)	BUY	60,000원

김민정  
(2122-9180)  
mjkim@hi-ib.com

# CONTENTS

## 4Q18 Preview: 성수기에 걸맞은 양호한 탑라인 성장

### [산업분석]

- 4 I. 4Q18 실적 전망
  - 1. 인터넷/게임 업종 4분기 예상 실적
  - 2. 미디어/광고 업종 4분기 예상 실적
- 8 II. 투자전략
- 9 III. 컨센서스 추이

### [기업분석]

- 15 IV. 기업분석
- 16 NAVER(035420)\_핀테크 플랫폼으로서 가치 상승 기대
- 22 카카오(035720)\_자회사 이익 모멘텀 가시화될 듯
- 28 엔씨소프트(036570)\_명품 IP의 활약
- 34 넷마블(251270)\_하향 조정 불가피
- 40 펠어비스(263750)\_시련이 끝나간다
- 46 컴투스(078340)\_부담 없는 추가
- 52 게임빌(063080)\_흑자 전환만으로 부족하다
- 58 NHN 엔터테인먼트(181710)\_핀테크 시장 확대의 수혜주
- 64 제일기획(030000)\_인력 선투자에도 호실적 지속
- 70 이노션(214320)\_불황에도 명품 시계는 돌아간다
- 76 CJENM(035760)\_스튜디오드래곤보다 좋은 점
- 82 스튜디오드래곤(253450)\_OTT 전쟁 속 기업가치 레벨업
- 88 CJ CGV(079160)\_국내 사업 정체 + 해외 사업 불확실성

## Summary

### ■ 4Q18 예상 실적 요약

2018년 4분기 인터넷/게임 업종의 매출액은 전년동기대비 무난한 성장세를 유지할 것으로 예상하나, 영업이익은 전분기와 마찬가지로 역성장 기조가 지속될 것이다. 커버리지 8개 업체의 예상 합산 매출액은 시장 컨센서스에 부합하나 영업이익은 소폭 하회할 것으로 예상된다. 게임 업종 커버리지 6개 업체의 예상 합산 매출액은 전년동기대비 2.2% 증가에 그치겠으나, 신작 출시와 주요 게임의 대규모 업데이트 및 이벤트 진행으로 마케팅비는 증가하고 일회성 비용 발생 등으로 영업이익은 전년동기대비 14.3% 감소할 것으로 추정한다.

미디어/광고 업종의 4분기 실적은 극장 사업자를 제외하고 전반적으로 양호할 전망이다. 특히 광고 대행사는 국내 광고 시장 성장이 더딘 상황에서도 1) 계열사 광고 물량 증가 견조하게 유지, 2) 비계열 광고주 확대 3) 디지털, 리테일 등 기준에 취급하지 않았던 신규 광고 매체 증가로 인한 신성장 동력 확보를 기반으로 양호한 탑라인 성장이 지속될 전망이다.

### ■ 인터넷/게임/미디어 업종 투자전략

최근 네이버의 주가가 반등한 주요 요인은 실적 개선 기대감이 아닌 자회사 라인의 핀테크 위주의 신사업 성과 및 스노우가 출시한 '잼라이브', '제페토' 등의 이익 기여 기대감인 것으로 판단된다. 2020년 도쿄 올림픽을 앞두고 2019년은 일본 인터넷 기업의 핀테크 사업 선점을 위한 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 당사는 2019년 네이버의 연간 영업이익은 여전히 역성장을 지속할 것으로 추정한다. 다만, 2017년부터 신사업 부문에 본격적으로 투자를 집행했던 인터넷 기업에 대해 투자자들은 실적 개선보다 신사업 부문의 사업 성과에 주목할 것으로 예상된다. 일본보다 상대적으로 규모가 작은 한국 시장에서 주요 사업을 영위하고 있는 카카오가 신사업 성과 및 이익 개선을 보여 줄 수 있는 시점이 네이버보다 빠를 것으로 예상되어 인터넷/게임 업종 내 최선호주를 카카오로 추천한다.

게임 업종은 국내보다는 해외에서 성과를 낼 수 있고 IP 파워를 갖춘 업체 위주로 선별 투자할 것을 권고한다. 해외에서 흥행 경험 및 운영 노하우를 갖춘 펠어비스와 컴투스, '리니지' 등 다수의 MMORPG IP 확보하고 있고 PC 온라인 게임 '리니지'에 이어 '리니지 M'을 통해 축적한 기술과 경험을 보유하고 있는 엔씨소프트를 관심종목으로 제시한다.

미디어/광고 업종에서는 4분기 실적에서는 불안정한 국내 광고 경기 흐름에도 불구하고 안정적인 성장을 이어갈 것으로 보이는 광고 대행사의 성장성이 가장 부각될 것으로 판단한다. 성장성과 더불어 높은 배당 매력까지 갖추고 있어 제일기획과 이노션 매수를 추천한다.

# I. 4Q18 실적 전망

## 1. 인터넷/게임 업종 4분기 예상 실적

인터넷/게임 업종  
커버리지 8개 업체의  
4분기 예상 영업이익  
시장 컨센서스 하회할  
전망

2018년 4분기 인터넷/게임 업종의 매출액은 전년동기대비 무난한 성장세를 유지할 것으로 예상하나 영업이익은 전분기와 마찬가지로 역성장 기조가 지속될 전망이다. 커버리지 8개 업체의 예상 합산 매출액은 시장 컨센서스에 부합하나 영업이익은 소폭 하회할 것으로 예상된다. 인터넷 업종은 4분기가 광고와 전자상거래의 최대 성수기로 매출액은 두자릿수 성장을 유지하겠지만 4분기는 콘텐츠, 간편결제, 모빌리티 등 다양한 사업 분야의 프로모션도 집중되는 시기로 비용 또한 증가하는 시기로 영업이익은 부진할 전망이다.

게임 업종은 전분기와 유사한 실적 흐름을 보일 것으로 예상된다. 게임 업종 커버리지 6개 업체의 예상 합산 매출액은 전년동기대비 2.2% 증가에 그치겠으나, 신작 출시와 주요 게임의 대규모 업데이트 및 이벤트 진행으로 마케팅비는 증가하고 일회성 비용 발생 등으로 영업이익은 전년동기대비 14.3% 감소할 것으로 추정한다. '김은사막 모바일'을 지난해 출시한 펠어비스는 올해 4분기까지 출시 효과에 따른 매출 고성장이 가능하며, NHN 엔터테인먼트 또한 자회사 인크로스와 NHN 한국사이버결제의 연결 실적 반영 효과가 올해 2분기까지 유효할 것이다. 넷마블은 신작 '블소 레볼루션'을 지난해 12월 6일 출시하여 출시 효과는 4분기보다 올해 1분기부터 본격화될 것으로 4분기까지는 역성장이 지속될 것이고 '블소 레볼루션'의 매출액이 당초 예상치보다 낮아 시장 예상치를 하회하는 실적을 기록할 것으로 예상된다. 신작의 흥행이 계속 부진했던 게임빌은 지난해 4분기에 출시했던 신작 '탈리온'이 출시 초기에 동남아와 일본 지역에서 흥행에 성공하며 매출액은 전년동기대비 큰 폭으로 증가하겠지만 4분기까지는 적자에서 벗어나지 못할 것으로 보인다.

표1. 인터넷/게임 업종 커버리지 업체 4Q18 Preview 요약

업종	종목	(단위: 십억원)									
		4Q18E		YoY (%)		QoQ (%)		Consensus		차이 (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	1,479	246	16.8	-15.4	5.8	11.1	1,467	241	0.8	2.3
	카카오	649	31	19.2	-12.9	8.4	-0.4	643	33	1.0	-6.1
게임	넷마블	537	67	-12.9	-27.5	2.0	-0.1	560	71	-4.2	-5.1
	엔씨소프트	416	129	-22.0	-32.0	3.0	-7.4	405	133	2.6	-3.3
	펠어비스	122	31	393.5	382.4	4.5	-49.3	122	49	-0.1	-37.1
	NHN 엔터테인먼트	364	23	53.3	131.2	7.6	7.5	361	25	0.8	-6.9
	컴투스	125	39	-5.5	-15.1	4.6	2.9	128	40	-1.7	-1.6
	게임빌	37	-1	64.9	적지	59.2	적지	43	4	-13.9	-131.1
인터넷/게임 업종 합계		3,730	565	10.4	-14.7	5.8	-1.3	3,729	594	0.0	-5.0

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표2. 인터넷/게임 업종 주요 업데이트 현황

(단위: 십억원)

종목 시가총액	투자의견/ T.P	항목	2017	2018E	YoY(%)	주요 업데이트
NAVER  21,591	BUY/ 165,000 원	Sales	4,678	5,550	18.6	- 2019년에는 실적보다 라인의 테크핀 사업 위주의 신사업 부문 성과에 집중
		OP	1,179	976	-17.3	- 자회사 스노우는 갤럭시의 광고 매출 창출에 이어 최근 제페토가 전세계 20 여개국 애플 앱스토어 다운로드 1위를 기록하며 수익 기여 기대감 상승
		NP	770	725	-5.8	- 비즈니스플랫폼 사업은 소품검생광고의 광고수주 증가로 투자릿수 성장세 꾸준히 이어나갈 전망
		OPM	25.2	17.6	-7.6p	- 탐라인 성장은 견조하나, AI, 핀테크 등의 고임금 인력 투자 지속으로 당분간 수익성 하락은 불가피
카카오  8,422	BUY/ 170,000 원	Sales	1,972	2,393	21.3	- 네이버와 마찬가지로 AI, 핀테크, 콘텐츠 투자 확대에 수익성 하락은 불가피
		OP	165	99	-40.0	- 카카오모빌리티, 포도트리 등 주요 자회사의 수익화 기대감 상승. 카카오택시 '즉시배차' 등 유료서비스 도입으로 수익 모델 가시화될 전망
		NP	125	77	-38.3	- 은산분리가 완료되어 카카오뱅크 최대주주로 등극할 경우 카카오페이의 시너지 창출 가능, 흑자 전환하면 연결 실적 기여에도 긍정적
		OPM	8.4	4.1	-4.2p	- 커머스 사업 분할하여 카카오 플랫폼을 벗어나 커머스 사업 확대할 예정이며, 향후 외부 투자 유치 진행할 가능성 높음
넷마블  9,720	BUY/ 135,000 원	Sales	2,425	2,071	-14.6	- 지난 12월 6일 출시된 '블소 레볼루션'의 일매출액은 10억원 수준으로 안정적인 매출 지속되고 있는 상황
		OP	510	271	-46.8	- 하지만 '블소레볼루션'의 일매출액은 시장 기대감보다 낮아 4분기 및 2019년 실적 추정치 하향 조정 불가피
		NP	361	256	-29.1	- 2019년 대형 신작 라인업은 '세븐나이즈 2', 'A3: Still Alive', 'BTS 월드'로 모두 상반기 내에 출시될 예정
		OPM	21.0	13.1	-7.9p	- 국내 모바일게임 시장 파이 성장은 제한적일 전망으로 국내보다 해외 성과에 주목할 필요. '블소레볼루션'은 순차적으로 해외 지역에서 출시할 예정
엔씨소프트  10,355	BUY/ 580,000 원	Sales	1,759	1,731	-1.6	- 지난 12월 '리니지 M'의 국내 평균 일매출액은 지난 3분기 대비 3% 증가한 23억원 수준으로 4분기에도 안정적인 매출 흐름 이어나갈 전망
		OP	585	631	7.9	- '총사' 업데이트에 이어 지난 9월 28일 '투사' 업데이트 진행하여 PC 온라인에는 없는 모바일만의 차별화된 콘텐츠 제공
		NP	444	565	27.2	- 2019년에는 '리니지 2M', 하반기에 '블소 2', '아이온 2' 등에서 1~2개 정도 신작 출시할 것으로 예상
		OPM	33.3	36.4	3.2p	- PC 게임 '프로젝트 TL'은 2019년에 CBT 진행, 2020년에 정식 출시될 것으로 예상
컴투스  1,480	BUY/ 190,000 원	Sales	508	483	-4.9	- 출시된 지 5년이 되는 '서머너즈워'는 모바일게임 라이프사이클을 연장시키고 있다는 점에서 긍정적
		OP	195	153	-21.4	- '서머너즈워'의 IP를 모바일게임의 영역을 넘어 코믹스, 애니메이션, 소설, MD 상품에 적용시켜 IP 다각화 추진할 예정
		NP	142	134	-6.1	- 지난 12월 캐나다, 호주, 뉴질랜드에서 소프트웨어 '스카이랜더스'의 초기 이용자 지표는 '서머너즈워'보다 양호한 상황
		OPM	38.3	31.6	-6.7p	- 4분기 실적 발표때 글로벌 IP를 활용한 전략 RPG 신작 라인업 공개할 예정
게임빌  350	HOLD/ 61,000 원	Sales	106	108	1.4	- '탈리온'이 동남아, 일본 지역에서 출시 초기에 흥행을 기록했으나 4분기까지는 흑자 전환 어려울 전망
		OP	-20	-18	적지	- '탈리온'의 출시 초기에 동남아와 일본 지역에서 매출 순위 상위권에 진입했으나 짧은 PLC의 한계를 벗어나지 못하는 모습 연출
		NP	8	9	15.8	- 지난 10월 MMORPG 신작 '탈리온'을 일본 지역에서 출시하여 초기에 top 10에 진입했었으나, 현재 구글 매출 기준 100위권 이하로 하락
		OPM	-18.4	-16.5	1.9p	- 2019년 '엘룬', '프로야구', 'NBA' 등 신작 라인업 보유하고 있으나 신작 기대감만으로 접근하기에는 리스크 존재
NHN 엔터테인먼트  1,174	BUY/ 82,000 원	Sales	909	1,260	38.6	- 주요 수익원인 웹브드게임은 지난 2분기부터 넷마블 신작 포커 게임에 의해 잠시폭이 컸으며, 회복 속도 더딘 상황
		OP	35	75	116.6	- 국내 휴대폰 시장에서 70% 점유율 차지하고 있는 삼성전자의 휴대폰 기능이 페이코에 탑재되기 때문에 오프라인에서 페이코 범용성 확대될 것으로 기대
		NP	9	143	1,540.0	- 페이코는 마케팅비 효율화로 적자폭 점진적으로 축소
		OPM	3.8	6.0	2.1p	- 자회사 인크로스, 한국사이버결제와의 제휴 강화를 통한 광고 사업 경쟁력 향상 기대
풀러비스  2,668	BUY/ 310,000 원	Sales	117	428	264.8	- 지난 2월에 출시한 '검은사막 모바일'의 지난 12월 평균 일매출액 7억원 수준으로 '블소레볼루션' 출시에 따른 매출 감소 영향 없음
		OP	65	179	177.6	- '검은사막 모바일'은 지난 8월 말 대만, 홍콩, 마카오 출시, 내년 1분기에 일본, 동남아, 상반기 내 북미/유럽 순으로 서비스 지역 확대할 예정
		NP	50	157	217.5	- '검은사막' 콘솔버전 3월 중 출시될 예정, PC/콘솔 MMO+FPS 1종, 모바일 MMO 1종 신작 라인업 보유
		OPM	55.1	41.9	-13.2p	- 10월부터 '검은사막 모바일'의 매출이 급감했고 CCP 게임즈 인수 비용 140억원 수준이 4분기에 일회성 비용으로 발생할 것으로 4분기 실적은 부진

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

## 2. 미디어/광고 업종 4분기 예상 실적

### 미디어/광고 업종의 4분기 실적은 광고 대행사의 견조한 실적 흐름이 부각될 전망

2018년 4분기 미디어/광고 업종은 극장 사업자를 제외하고 전반적으로 양호한 실적을 기록할 전망이다. 특히 광고 대행사는 국내 광고 시장 성장이 더딘 상황에서도 1) 계열사 광고 물량 증가 견조하게 유지, 2) 비계열 광고주 확대 3) 디지털, 리테일 등 기존에 취급하지 않았던 신규 광고 매체 증가로 인한 신성장 동력 확보를 기반으로 양호한 탑라인 성장이 지속될 전망이다. 제일기획은 삼성전자의 계열사 물량이 성장을 이끌었다면 이노션은 현대기아차가 글로벌 수요 부진을 겪으면서 계열사 물량보다 공격적인 비계열 광고주 영입 및 D&G 인수 효과가 탑라인 성장을 견인할 것이다.

콘텐츠 업종인 CJ ENM 과 스튜디오드래곤은 드라마 경쟁력을 바탕으로 고성장 흐름을 유지할 것으로 보인다. CJ ENM 은 ‘남자친구’와 ‘알함브라 궁전의 추억’이 4분기 말부터 방영됐지만 ‘미스터션샤인’부터 끌어온 채널 입지력으로 광고 물량과 광고단가가 안정적으로 증가하며 광고 최대 성수기에 걸맞은 실적을 기록할 것으로 예상된다. 다만 스튜디오드래곤은 ‘알함브라 궁전의 추억’이 중국 대형 OTT 사업자에게 판매되었지만 중국 내 방영이 되지 않았기 때문에 당초 예상했던 수치보다 판권 가격이 낮을 것으로 이익 추정치를 하향 조정했으며, 시장 컨센서스 또한 하회할 것으로 전망한다.

CJ CGV 는 4분기 박스오피스 매출액이 국내와 중국 모두 전년동기대비 역성장을 기록하여 부진한 실적을 기록할 것이며, 성장성이 가장 부각되었던 베트남 지역 또한 축구 열풍 등으로 인해 관람객 유치가 저조하여 10 억원 수준의 적자를 기록하며 4분기 실적은 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다.

표3. 미디어/광고 업종 커버리지 업체 4Q18 Preview 요약

(단위: 십억원)

업종	종목	4Q18E		YoY (%)		QoQ (%)		Consensus		차이 (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
미디어/ 광고	CJ ENM	1,182	81	8.5	33.6	7.9	5.7	1,150	82	2.8	-1.7
	스튜디오드래곤	96	14	33.0	309.4	-22.7	-51.5	107	16	-10.2	-12.9
	CJ CGV	458	23	0.9	-45.0	-3.1	-28.2	469	29	-2.3	-17.9
	제일기획	1,103	52	10.4	13.8	26.9	13.1	1,050	48	5.0	7.6
	이노션	358	33	15.3	34.5	11.9	7.1	356	32	0.4	0.5
<b>미디어/광고 업종 합계</b>		<b>3,197</b>	<b>203</b>	<b>9.3</b>	<b>15.1</b>	<b>10.9</b>	<b>-5.5</b>	<b>3,132</b>	<b>208</b>	<b>2.1</b>	<b>-2.3</b>

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표4. 미디어/광고 업종 주요 업데이트 현황

(단위: 십억원)

종목 시가총액	투자의견/ T.P	항목	2017	2018E	YoY(%)	주요 업데이트
CJ ENM  4,571.7	BUY/ 335,000 원	Sales	3,973	4,360	9.7	- 3분기 TV 광고 매출 YoY 23.7% 증가, 4분기는 광고시장 최대 성수기로 올해 TV 광고 성장률 15%라는 가이드선 무난히 달성 가능할 전망 - SNS, 동영상 스트리밍 플랫폼에 유통되는 오리지널 디지털 콘텐츠 연간 4천편 제작할 예정으로 미디어커머스 사업 빠르게 전개될 전망 - '프로듀스 48' 출신의 '아이즈원' 데뷔, 11월 19일 '워너원' 정규앨범 발매될 예정으로 4분기 음악 부문 호실적 예상 - 멀티플이 높은 콘텐츠 사업 부문의 이익 비중 증가 기반의 기업가치 상승 기대
		OP	288	327	13.5	
		NP	565	295	-47.8	
		OPM	7.2	7.5	0.3p	
스튜디오 드래곤  2,701.4	BUY/ 144,000 원	Sales	287	373	30.2	- 2019년 드라마 라인업수 전년대비 3~4편 증가한 30여편 수준으로 예상 - 드라마 라인업 수 증가에 따른 편성매출과 판매 매출의 자연적 증가와 글로벌 동영상 플랫폼 판매 확대에 따른 이익 개선 기대 - 12월 1일 방영 시작한 '알함브라 궁전의 추억'은 텐센트에 판매되었으나, 동시 방영 불가로 판매 단가 예상보다 낮아 4분기 실적 기대감 낮출 필요 - 대작 '아스달 연대기(송중기, 장동건, 김지원 주연)' 올해 상반기 편성 확정되어 텐트폴 프로젝트 모멘텀 지속
		OP	33	62	86.2	
		NP	24	58	142.1	
		OPM	11.5	16.5	5p	
CJ CGV  874.0	BUY/ 60,000 원	Sales	1,714	1,777	3.7	- 지난 4분기 국내외 중국의 박스오피스 매출액은 YoY 각각 -4.2%, -10.3% 기록 - 지난해는 10월 추석연휴가 있었던 관계로 기저부담 존재하지만 국내 10월 누적 관객수는 YoY 3.0% 감소하여 영화관산업의 침체 우려 존재 - 지난 12월 강릉, 마산, 춘천을 비롯한 전국 11개 영화관 건물과 부동산을 2,100억원에 매각하여 재무구조 개선 및 이자비용 절감 가능 - 베트남 자회사 상장철회하면서 차입금 증가 및 유상증자 우려 또한 해소
		OP	86	76	-12.4	
		NP	10	-13	적전	
		OPM	5.0	4.3	-0.8p	
제일기획  2,617.2	BUY/ 29,000 원	Sales	3,375	3,694	9.5	- 삼성전자 광고 물량 확대는 광고 시장 성장률을 아웃포럼하여 제일기획 매출 성장 견인 - 하만 인수 등 삼성전자의 사업 확대는 제일기획에게 추가 성장의 기회로 작용 - 전통적 마케팅 분야와 더불어 이커머스, B2B 대상 컨퍼런스, 전시회 등 통합 마케팅 추진으로 신규 수익원 창출 - 배당성향 60% 수준 예상, 시가배당을 3.1% 예상
		OP	157	177	13.1	
		NP	128	133	3.9	
		OPM	4.6	4.8	0.2p	
이노션  1,356.0	BUY/ 87,000 원	Sales	1,139	1,282	12.6	- 현대/기아차의 실적 부진에도 불구하고 비계열 광고 물량 증가 및 D&G 인수효과로 4분기에도 호실적 이어나갈 전망 - 올해부터는 D&G 인수 효과 소멸되면서 성장률은 둔화되지만 현대/기아차의 주요 신차 출시가 본격화되면서 계열 물량 중심의 성장 기대 - 올해 총수 일가 지분이 20% 미만으로 축소되면 불확실성 해소되면서 밸류에이션 디스카운트 해소될 전망
		OP	97	117	21.0	
		NP	76	96	26.9	
		OPM	8.5	9.1	0.6p	

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

## II. 투자 전략

### 인터넷/게임 업종 최선호주: 카카오

인터넷 업종의 4 분기 실적 흐름은 전분기와 유사하다. 최근 네이버의 주가가 반등한 주요 요인은 실적 개선 기대감이 아닌 자회사 라인의 핀테크 위주의 신사업 성과 및 스노우가 출시한 ‘잼라이브’, ‘제페토’ 등의 이익 기여 기대감인 것으로 판단된다. 2020 년 도쿄 올림픽을 앞두고 2019 년은 일본 인터넷 기업의 핀테크 사업 선점을 위한 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 당사는 2019 년 네이버의 연간 영업이익은 여전히 역성장을 지속할 것으로 추정한다. 다만, 2017 년부터 신사업 부문에 본격적으로 투자를 집행했던 인터넷 기업에 대해 투자자들은 실적 개선보다 신사업 부문의 사업 성과에 주목할 것으로 예상한다. 일본보다 상대적으로 규모가 작은 한국 시장에서 주요 사업을 영위하고 있는 카카오가 신사업 성과 및 이익 개선을 보여 줄 수 있는 시점이 네이버보다 빠를 것으로 예상되어 인터넷/게임 업종 내 최선호주를 카카오로 추천한다.

### 국내보다 해외 성과가 기대되고 IP 파워를 갖춘 펄어비스, 컴투스, 엔씨소프트 매수 추천

게임 업종은 넷마블의 ‘블소 레볼루션’이 출시되면서 국내 모바일 게임 시장 파이가 확대될 것으로 예상했으나, 일부 모바일 MMORPG 게임 매출을 잠식시키면서 일매출액 10 억원 수준이 발생하고 있어 국내 모바일 게임 시장의 성장여력에 대한 의구심이 깊어졌다. 이에 따라 국내보다는 해외에서 성과를 낼 수 있고 IP 파워를 갖춘 업체 위주로 선별 투자할 것을 권고한다. 해외에서 흥행 경험 및 운영 노하우를 갖춘 펄어비스와 컴투스, ‘리니지’ 등 다수의 MMORPG IP 확보하고 있고 PC 온라인 게임 ‘리니지’에 이어 ‘리니지 M’을 통해 축적한 기술과 경험을 보유하고 있는 엔씨소프트를 관심종목으로 제시한다.

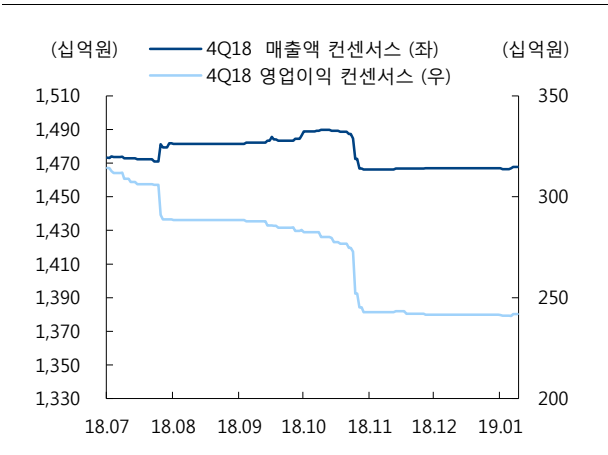
### 미디어/광고 업종의 4분기 실적에서는 광고대행사의 안정적 성장 부각될 전망

미디어/광고 업종에서는 4 분기 실적에서는 불안정한 국내 광고 경기 흐름에도 불구하고 안정적인 성장을 이어갈 것으로 보이는 광고 대행사의 성장성이 가장 부각될 것으로 판단한다. 성장성과 더불어 높은 배당 매력까지 갖추고 있어 제일기획과 이노션 매수를 추천한다.



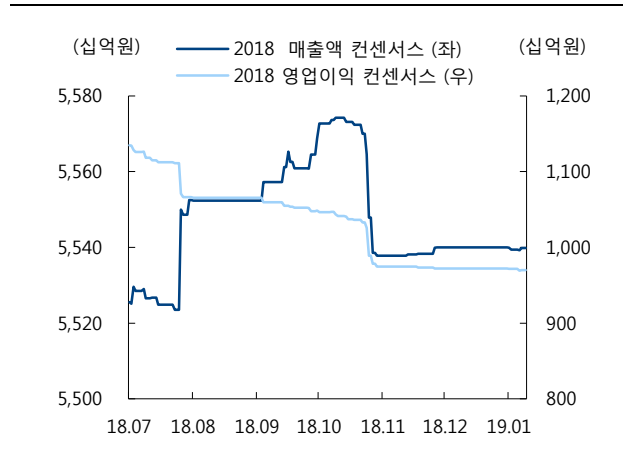
### Ⅲ. 컨센서스 추이

그림1. NAVER 4Q18 컨센서스 추이



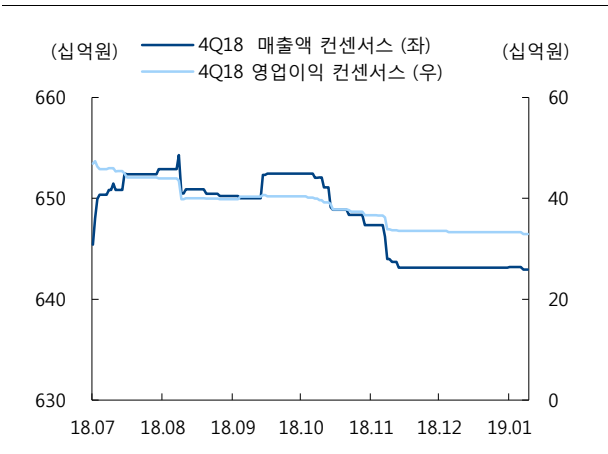
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림2. NAVER 2018 컨센서스 추이



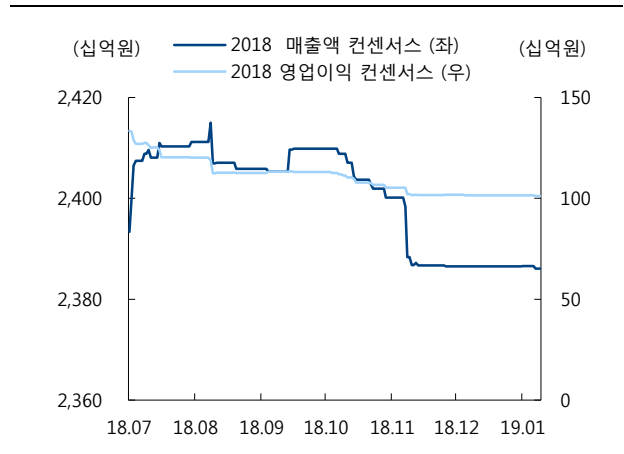
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 카카오 4Q18 컨센서스 추이



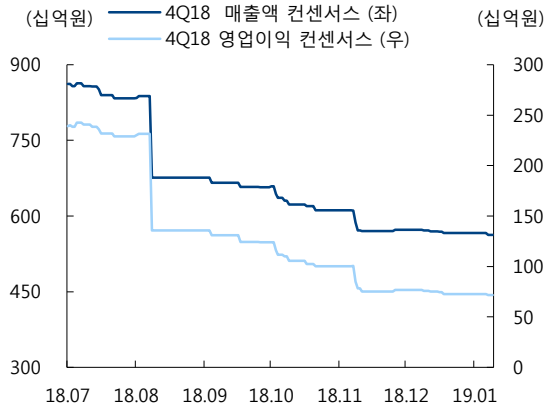
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 카카오 2018 컨센서스 추이



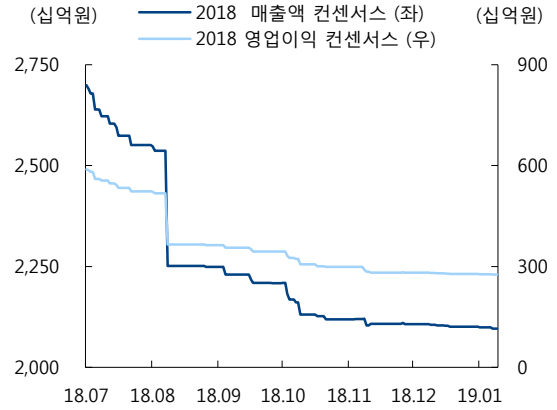
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 넷마블 4Q18 컨센서스 추이



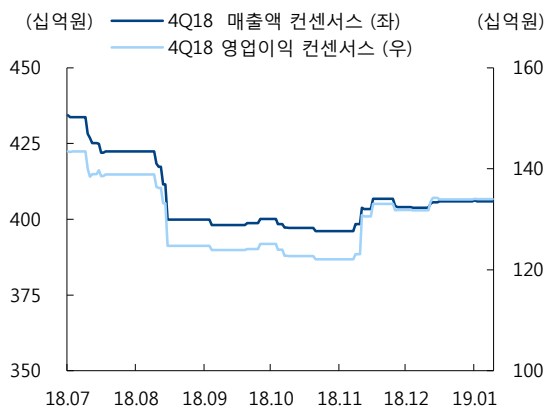
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림6. 넷마블 2018 컨센서스 추이



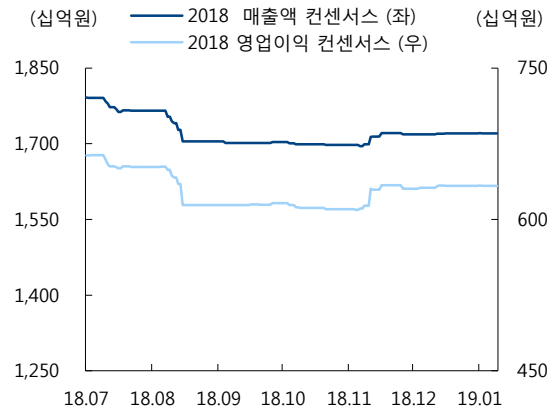
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림7. 엔씨소프트 4Q18 컨센서스 추이



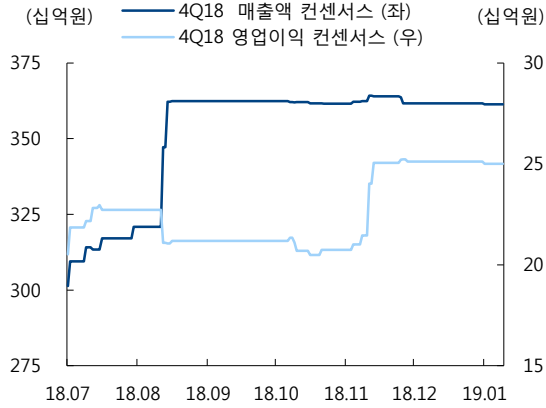
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림8. 엔씨소프트 2018 컨센서스 추이



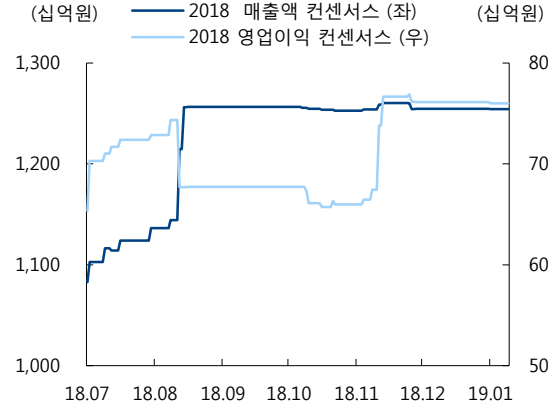
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림9. NHN 엔터테인먼트 4Q18 컨센서스 추이



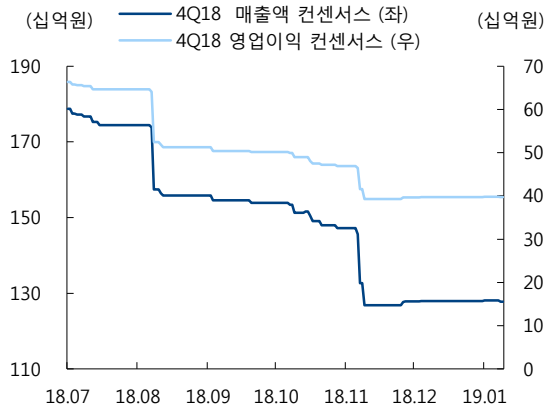
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림10. NHN 엔터테인먼트 2018 컨센서스 추이



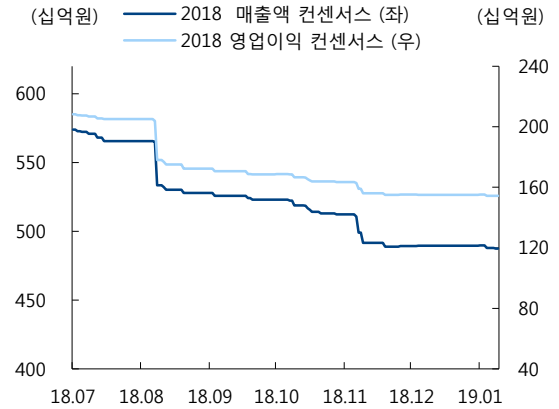
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림11. 컴투스 4Q18 컨센서스 추이



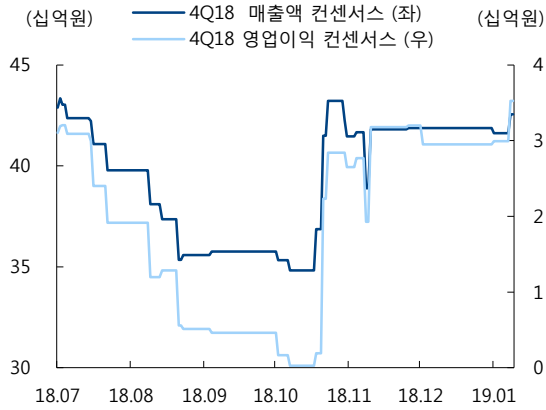
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림12. 컴투스 2018 컨센서스 추이



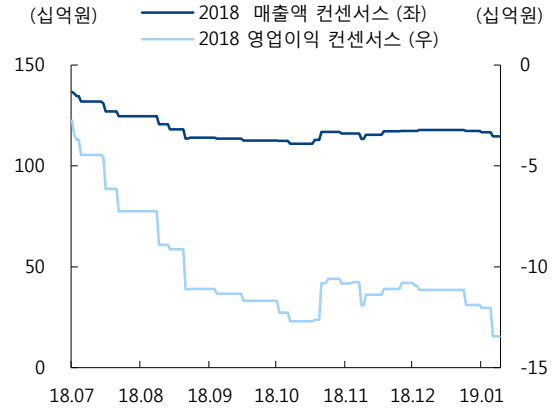
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림13. 게임빌 4Q18 컨센서스 추이



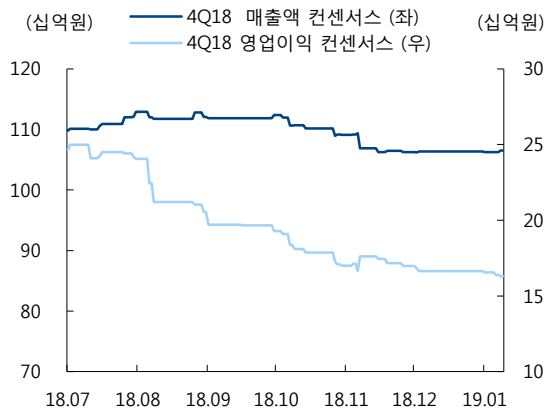
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림14. 게임빌 2018 컨센서스 추이



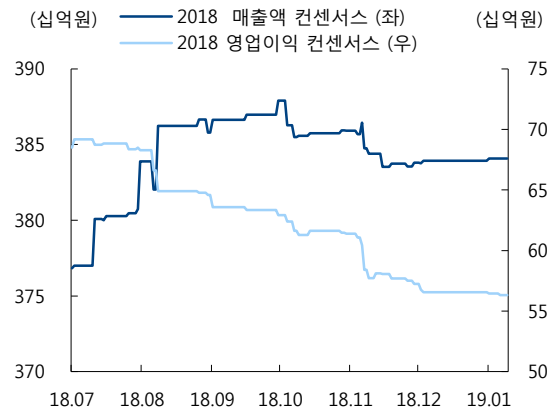
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림15. 스튜디오드래곤 4Q18 컨센서스 추이



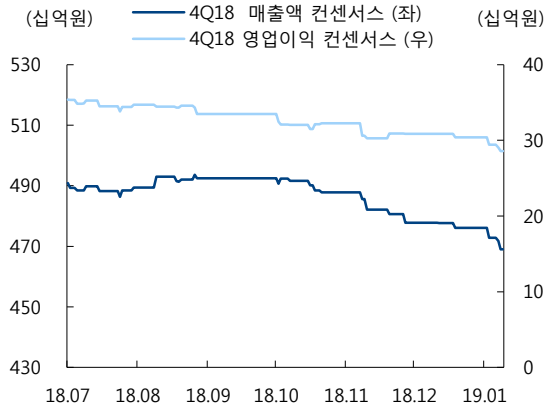
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림16. 스튜디오드래곤 2018 컨센서스 추이



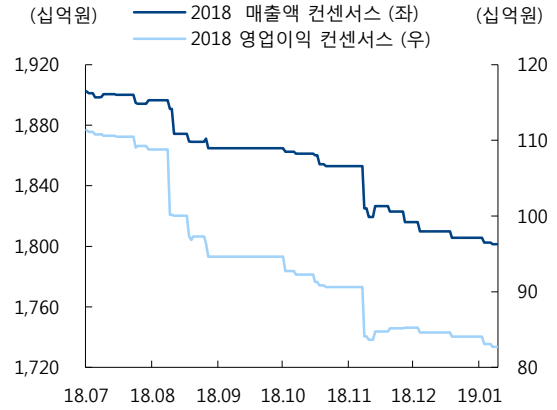
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림17. CJCGV 4Q18 컨센서스 추이



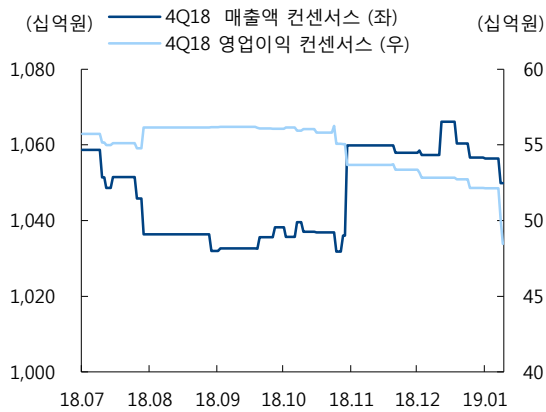
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림18. CJCGV 2018 컨센서스 추이



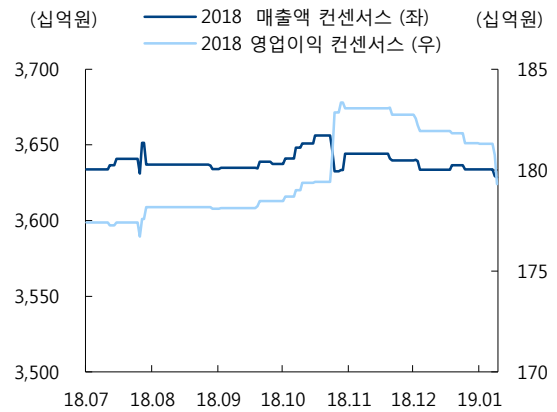
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림19. 제일기획 4Q18 컨센서스 추이



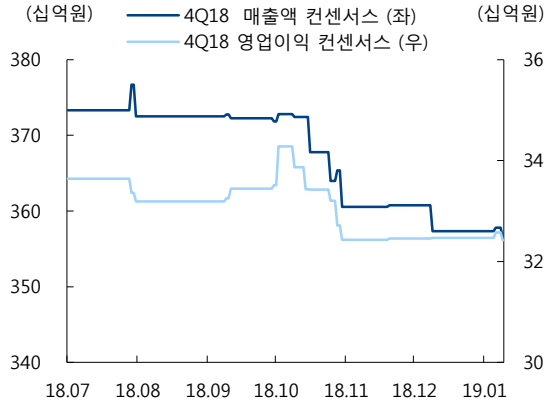
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림20. 제일기획 2018 컨센서스 추이



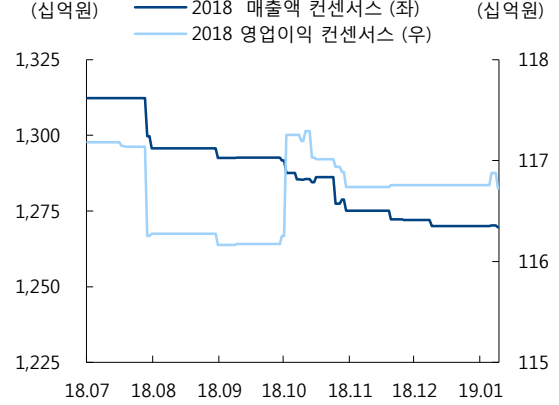
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림21. 이노션 4Q18 컨센서스 추이



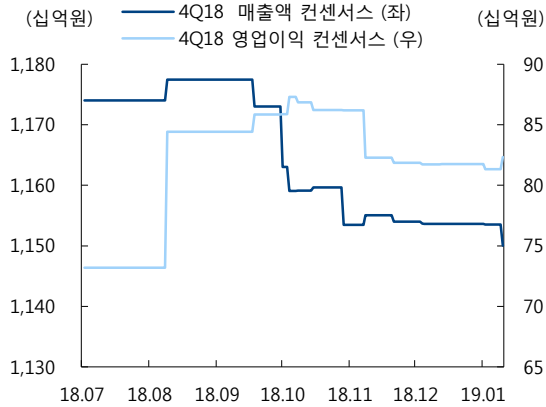
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림22. 이노션 2018 컨센서스 추이



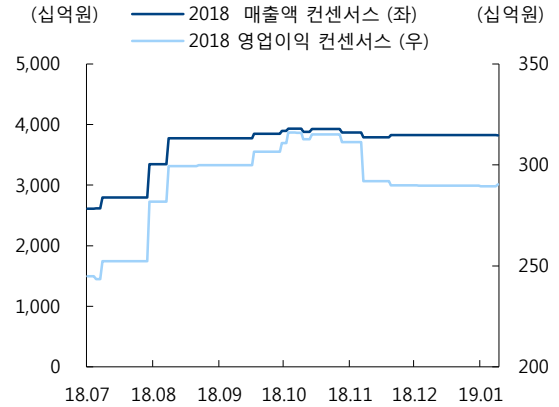
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림23. CJENM 4Q18 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림24. CJENM 2018 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

## IV. 기업분석

16	NAVER(035420)_핀테크 플랫폼으로서 가치 상승 기대
22	카카오(035720)_ 자회사 이익 모멘텀 가시화될 듯
28	엔씨소프트(036570)_명품 IP의 활약
34	넷마블(251270)_하향 조정 불가피
40	펄어비스(263750)_시련이 끝나간다
46	컴투스(078340)_부담 없는 주가
52	게임빌(063080)_흑자 전환만으로 부족하다
58	NHN 엔터테인먼트(181710)_핀테크 시장 확대의 수혜주
64	제일기획(030000)_인력 선투자에도 호실적 지속
70	이노션(214320)_불황에도 명품 시계는 돌아간다
76	CJENM(035760)_스튜디오드래곤보다 좋은 점
82	스튜디오드래곤(253450)_OTT 전쟁 속 기업가치 레벨업
88	CJ CGV(079160)_국내 사업 정체 + 해외 사업 불확실성

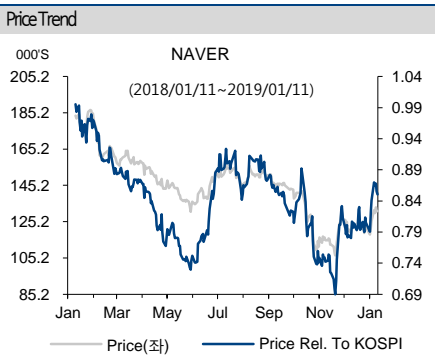
# NAVER (035420)

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	165,000 원(유지)
종가(2019/01/11)	131,000 원

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	16,481만주
시가총액	21,591십억원
외국인지분율	59.6%
52주 주가	106,500~186,665 원
60일평균거래량	655,044 주
60일평균거래대금	78.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.5	-7.1	-14.9	-28.7
상대수익률	5.4	-4.6	-6.0	-12.1



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	4,678	5,550	6,371	7,329
영업이익(십억원)	1,179	976	966	1,298
순이익(십억원)	773	730	663	887
EPS(원)	23,447	4,429	4,025	5,383
BPS(원)	144,477	31,575	33,451	36,685
PER(배)	37.1	29.6	32.5	24.3
PBR(배)	6.0	4.1	3.9	3.6
ROE(%)	18.5	14.6	12.4	15.4
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	1.8	14.0	14.8	11.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

# 핀테크 플랫폼으로서 가치 상승 기대

## 4Q18 Preview: 매출액 +16.8% YoY, 영업이익 -15.4% YoY 예상

네이버의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1 조 4,792 억원(+16.8% YoY, +5.8% QoQ), 2,462 억원(-15.4% YoY, +11.1% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 광고와 비즈니스플랫폼 사업은 안정적인 성장을 이어가 2018 년 연간 합산 매출액은 전년대비 13% 증가할 것으로 추정한다. 탐라인 성장은 양호하겠으나, 라인 및 기타 플랫폼 사업의 투자 확대로 영업이익 역성장 기조는 지속될 것이다. 지난해 12 월 소프트뱅크와 야후 재팬이 공동 투자한 모바일 결제 플랫폼 '페이페이'를 출시하면서 100 억엔 규모의 캠페인을 실시하고 있는 만큼 라인의 마케팅비용 또한 증가하여 적자폭은 더욱 확대될 것으로 판단한다.

## 라인 전방 배치로 핀테크 사업 확대 가속화

라인은 핀테크, 엔터테인먼트, 커머스, SI 등 다양한 분야에 투자를 확대하고 있다. 그 중에서 2019년에는 핀테크 사업의 성과가 가장 기대된다. 금융 사업의 키워드는 1) 인터넷 은행 설립 추진, 2) 한-중-일 협업체계 구축을 통한 간편결제 사업 확대, 3) 투자, 대출, 보험 등 금융서비스 출시이다. 라인은 대만과 태국에 이어 일본에서는 미즈호파이낸셜그룹과 공동출자하여 자본금 20 억엔 규모의 라인뱅크를 설립할 예정이다. 간편결제 라인페이는 네이버페이, 텐센트의 위챗페이와 글로벌 연합을 구성하여 일본 가맹점에서도 네이버페이와 위챗페이로 결제 가능한 시스템을 구축하여 범용성이 더욱 확대될 전망이다. 또한 금융서비스는 보험, 대출, 신용평가 등의 서비스와 라인에서 투자 가능한 '스마트 투자'를 출시하여 메신저와 금융을 결합한 차별화된 금융 서비스를 제공할 예정이다. 라인의 대만, 태국, 일본 인터넷은행 설립 및 운영 경험과 네이버의 대규모 사용자 기반으로 네이버 역시 국내에서 인터넷은행에 진출할 가능성이 높아졌다고 판단한다.



표5. 네이버 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	4,678	5,550	6,371	1,266	1,398	1,479	1,468	0.8
YoY (%)	16.3	18.6	14.8	16.7	16.4	16.8	15.9	0.9
QoQ (%)				5.4	2.5	5.8	5.0	0.8
<b>영업이익</b>	1,179	976	966	291	222	246	242	1.8
YoY (%)	7.0	-17.3	-1.0	0.3	-29.0	-15.4	-16.9	1.5
QoQ (%)				-6.8	-11.5	11.1	9.1	2.0
이익률 (%)	25.2	17.6	15.2	23.0	15.9	16.6	16.5	0.2
<b>당기순이익</b>	770	725	663	172	68	190	162	17.4
이익률 (%)	16.5	13.1	10.4	13.6	4.9	12.8	11.0	1.8

자료:NAVER, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

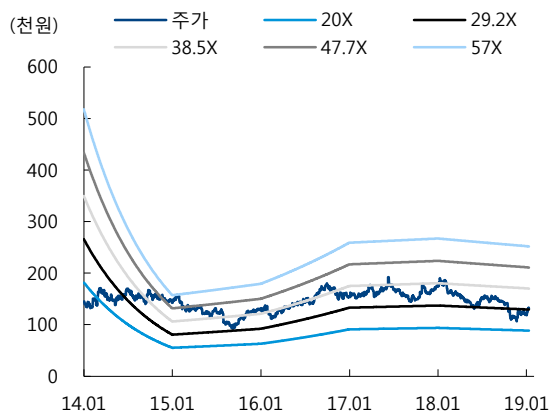
표6. 네이버 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	4,678	5,550	6,371	1,082	1,130	1,201	1,266	1,309	1,364	1,398	1,479
광고	529	576	628	112	134	133	151	133	149	136	158
비즈니스플랫폼	2,158	2,461	2,732	511	522	550	576	593	612	613	644
IT 플랫폼	218	347	555	43	49	59	66	73	86	89	100
콘텐츠서비스	105	135	162	25	25	27	28	30	32	36	38
LINE 및 기타플랫폼	1,669	2,031	2,295	391	400	432	446	481	486	524	540
<b>영업이익</b>	1,179	976	966	291	285	312	291	257	251	222	246
<b>세전이익</b>	1,196	1,084	991	307	305	321	263	256	388	187	253
<b>당기순이익</b>	770	725	663	211	171	216	172	153	314	68	190
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<i>매출액</i>	16.3	18.6	14.8	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	20.7	16.4	16.8
<i>광고</i>	n/a	8.8	9.0	n/a	n/a	n/a	n/a	18.6	11.1	2.4	4.9
<i>비즈니스플랫폼</i>	n/a	14.1	11.0	n/a	n/a	n/a	n/a	16.1	17.2	11.5	11.8
<i>IT 플랫폼</i>	n/a	59.2	60.0	n/a	n/a	n/a	n/a	67.1	73.5	51.0	50.6
<i>콘텐츠서비스</i>	n/a	29.5	20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	19.8	26.8	32.7	37.3
<i>LINE 및 기타플랫폼</i>	n/a	21.7	13.0	n/a	n/a	n/a	n/a	22.9	21.6	21.2	21.1
<i>영업이익</i>	7.0	-17.3	-1.0	13.2	4.6	10.6	0.3	-11.6	-12.1	-29.0	-15.4
<i>세전이익</i>	5.7	-9.3	-8.6	19.8	-2.0	11.5	-4.8	-16.7	27.3	-41.8	-3.6
<i>당기순이익</i>	1.5	-5.8	-8.6	27.8	-19.6	9.0	-5.9	-27.5	83.1	-68.3	10.5
<b>이익률 (%)</b>											
<i>영업이익률</i>	25.2	17.6	15.2	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	18.4	15.9	16.6
<i>세전이익률</i>	25.6	19.5	15.6	28.3	27.0	26.7	20.8	19.5	28.5	13.4	17.1
<i>당기순이익률</i>	16.5	13.1	10.4	19.5	15.2	18.0	13.6	11.7	23.0	4.9	12.8

자료: NAVER, 하이투자증권

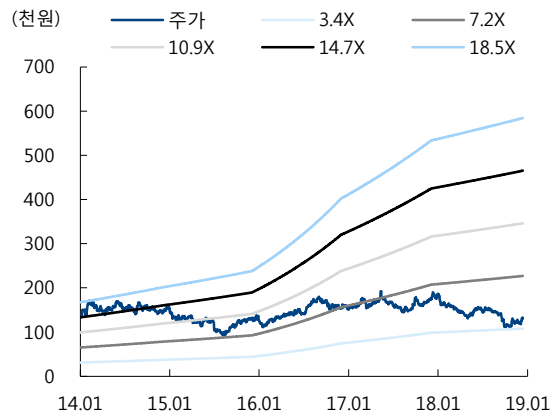
주: 연결기준

그림25. NAVER 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림26. NAVER 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,784	5,700	6,497	7,570
현금 및 현금성자산	1,908	2,628	3,183	3,888
단기금융자산	1,690	1,605	1,525	1,449
매출채권	1,025	1,216	1,396	1,606
재고자산	36	43	49	57
비유동자산	3,235	3,093	3,032	3,036
유형자산	1,150	899	722	598
무형자산	340	302	277	262
자산총계	8,019	8,793	9,530	10,605
유동부채	2,303	2,639	3,067	3,610
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	211	211	211	211
유동성장기부채	150	150	150	150
비유동부채	411	411	411	411
사채	-	-	-	-
장기차입금	50	50	50	50
부채총계	2,714	3,051	3,478	4,021
자배주주지분	4,762	5,204	5,513	6,046
자본금	16	82	82	82
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	4,556	5,074	5,526	6,202
기타자본항목	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
비자배주주지분	543	538	538	538
자본총계	5,305	5,742	6,052	6,585

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,678	5,550	6,371	7,329
증가율(%)	16.3	18.6	14.8	15.0
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	4,678	5,550	6,371	7,329
판매비와관리비	3,499	4,574	5,406	6,032
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,179	976	966	1,298
증가율(%)	7.0	-17.3	-1.0	34.4
영업이익률(%)	25.2	17.6	15.2	17.7
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-14	20	14	17
기타영업외손익	-52	34	-35	-39
세전계속사업이익	1,196	1,084	991	1,326
법인세비용	423	359	328	439
세전계속이익률(%)	25.6	19.5	15.6	18.1
당기순이익	770	726	663	887
순이익률(%)	16.5	13.1	10.4	12.1
지배주주귀속 순이익	773	730	663	887
기타포괄이익	-143	-143	-143	-143
총포괄이익	627	583	521	744
지배주주귀속총포괄이익	621	577	515	737

현금흐름표

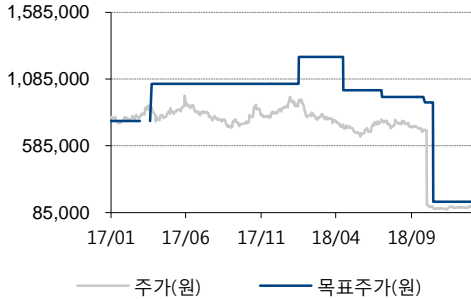
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	940	880	953	1,108
당기순이익	770	726	663	887
유형자산감가상각비	183	251	177	124
무형자산상각비	24	38	24	16
지분법관련손실(이익)	-14	20	14	17
투자활동 현금흐름	-1,310	-232	-237	-241
유형자산의 처분(취득)	-472	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-31	-	-	-
금융상품의 증감	-22	84	80	76
재무활동 현금흐름	636	146	-89	-89
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	66	-	-
배당금지급	-33	-42	-211	-211
현금및현금성자산의증감	181	721	555	706
기초현금및현금성자산	1,726	1,908	2,628	3,183
기말현금및현금성자산	1,908	2,628	3,183	3,888

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	23,447	4,429	4,025	5,383
BPS	144,477	31,575	33,451	36,685
CFPS	29,704	6,183	5,245	6,233
DPS	1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)				
PER	37.1	29.6	32.5	24.3
PBR	6.0	4.1	3.9	3.6
PCR	29.3	21.2	25.0	21.0
EV/EBITDA	18.8	14.0	14.8	11.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.5	14.6	12.4	15.4
EBITDA 이익률	29.6	22.8	18.3	19.6
부채비율	51.2	53.1	57.5	61.1
순부채비율	-60.1	-66.6	-71.0	-74.8
매출채권회전율(x)	5.4	5.0	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	201.0	140.2	138.1	138.3

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치센터

NAVER  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	1,050,000	6개월	-84.5%	-81.7%
2017-07-17	Buy	1,050,000	1년	-84.4%	-81.9%
2018-01-26	Buy	1,250,000	1년	-87.1%	-85.1%
2018-04-26	Buy	1,000,000	1년	-85.7%	-84.3%
2018-07-13	Buy	950,000	1년	-84.4%	-83.6%
2018-10-08	Buy	910,000	1년	-85.4%	-84.4%
2018-10-25	Buy	165,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-



# 카카오 (035720)

## 자회사 이익 모멘텀 가시화될 듯

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000 원(유지)
증가(2019/01/11)	102,000 원

Stock Indicator	
자본금	34 십억원
발행주식수	8,339만주
시가총액	8,506 십억원
외국인지분율	25.1%
52 주 주가	87,600~145,000 원
60 일평균거래량	325,381 주
60 일평균거래대금	33.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	3.6	-12.4	-27.4
상대수익률	-8.5	6.5	2.3	-7.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,972	2,393	2,779	3,153
영업이익(십억원)	165	99	180	246
순이익(십억원)	109	77	118	167
EPS(원)	1,602	924	1,411	2,006
BPS(원)	59,332	49,123	50,322	52,116
PER(배)	85.5	110.4	72.3	50.8
PBR(배)	2.3	2.1	2.0	2.0
ROE(%)	2.9	1.9	2.8	3.9
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	28.9	32.8	25.4	20.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

4Q18 Preview: 매출액 +19.2% YoY, 영업이익은 -12.9% YoY 예상

카카오의 4 분기 예상 매출액은 6,495 억원(+19.2% YoY, +8.4% QoQ), 영업이익은 307 억원(-12.9% YoY, -0.4% QoQ)으로 영업이익은 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다. 타깃형 광고 플랫폼 '카카오 모먼트' 중심으로 광고 사업은 안정적인 성장을 이어가서 4 분기 광고 매출액은 전년비 13.7% 증가할 것으로 예상된다. '창세기전', '프렌즈레이싱', '외모지상주의'와 같은 게임 신작 출시, 전분기대비 멜론 가입자 15 만명 순증, 카카오페이지의 거래액 증가로 매출 비중이 가장 높은 콘텐츠 사업 또한 고성장을 이어나갈 것이다. 다만, 4 분기 상여금 지급에 따라 일시적으로 인건비가 상승할 것이고 게임 신작 출시 및 모빌리티 쿠폰 지급 확대에 따른 마케팅비가 전분기대비 34% 증가할 것으로 예상되어 영업이익은 다소 부진할 전망이다.

### 콘텐츠 서비스 경쟁력 더욱 강화

매출 비중이 가장 높고 2018 년에 가장 높은 성장을 기록했던 콘텐츠 서비스 사업은 올해에도 성장세가 부각될 전망이다. 지난해 11 월 분사한 콘텐츠 전문 기업 카카오 M 은 카카오페이지, 다음웹툰 등에서 보유하고 있는 웹툰, 웹소설 IP 기반의 독자적인 영상 콘텐츠로 국내뿐만 아니라 해외 OTT 시장을 공략할 것으로 보인다. 기존에 보유하고 있던 킹콩 바이 스타십, E&T 스토리 엔터테인먼트에 더해 최근 BH 엔터테인먼트, 제이와이드 컴퍼니 등의 배우 매니지먼트 3 개, 광고모델 캐스팅 에이전시 1 개를 인수하여 100 여명의 배우군을 확보하여 제작 역량을 갖추고 있다. 올해는 자회사 메가몬스터에서 3~4 개의 콘텐츠를 제작, 웹예능 제작소인 크리스피 스튜디오에서 모바일 전용 콘텐츠를 제작하며 제작 사업을 본격화할 전망이다. 오리지널 콘텐츠 제작으로 동영상 플랫폼으로서 경쟁력을 강화할 수 있을 뿐만 아니라 지속적으로 증가하고 있는 콘텐츠 수급 비용을 절감할 수 있어 긍정적이다

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

표7. 카카오 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	<b>1,972</b>	<b>2,393</b>	<b>2,779</b>	<b>545</b>	<b>599</b>	<b>649</b>	<b>643</b>	<b>1.0</b>
YoY (%)	34.7	21.3	16.1	20.0	16.3	19.2	18.0	1.2
QoQ (%)				5.7	1.8	8.4	7.3	1.1
<b>영업이익</b>	<b>165</b>	<b>99</b>	<b>180</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>-7.3</b>
YoY (%)	42.4	-40.0	81.2	-8.2	-35.3	-12.9	-6.0	-6.9
QoQ (%)				-26.0	11.1	-0.4	7.4	-7.8
이익률 (%)	8.4	4.1	6.5	6.4	5.1	4.7	5.1	-0.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>109</b>	<b>77</b>	<b>118</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>-15.9</b>
이익률 (%)	5.5	3.2	4.2	2.1	2.8	3.9	4.7	-0.8

자료:카카오, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

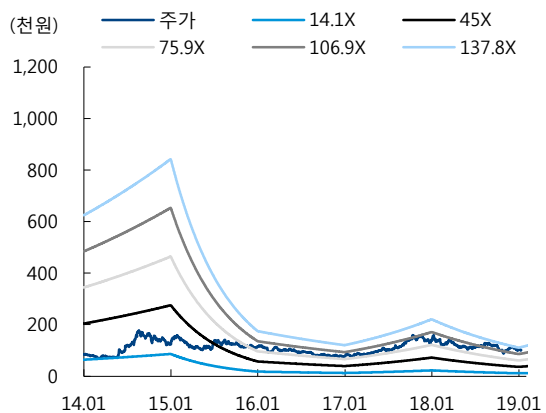
표8. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>1,972</b>	<b>2,393</b>	<b>2,779</b>	<b>444</b>	<b>468</b>	<b>515</b>	<b>545</b>	<b>555</b>	<b>589</b>	<b>599</b>	<b>649</b>
광고	596	669	712	133	151	151	160	155	166	167	181
온라인	261	245	233	63	70	64	64	61	65	57	63
모바일	334	424	479	70	82	88	95	94	101	110	119
콘텐츠	985	1,228	1,447	224	234	261	266	286	303	307	333
게임	342	428	492	80	79	94	89	106	112	99	111
뮤직	479	533	639	110	117	122	129	126	130	136	140
기타	165	268	316	33	39	45	48	54	61	71	82
기타	391	495	619	87	83	102	119	115	120	126	135
<b>영업이익</b>	<b>165</b>	<b>99</b>	<b>180</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>세전이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>218</b>	<b>18</b>	<b>36</b>	<b>63</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>60</b>	<b>48</b>	<b>42</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>109</b>	<b>77</b>	<b>118</b>	<b>54</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>25</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	<b>34.7</b>	<b>21.3</b>	<b>16.1</b>	<b>83.0</b>	<b>24.4</b>	<b>31.7</b>	<b>20.0</b>	<b>25.2</b>	<b>25.7</b>	<b>16.3</b>	<b>19.2</b>
<b>광고</b>	<b>11.6</b>	<b>12.4</b>	<b>6.4</b>	<b>3.0</b>	<b>11.2</b>	<b>19.4</b>	<b>12.8</b>	<b>16.0</b>	<b>9.9</b>	<b>10.3</b>	<b>13.7</b>
<b>온라인</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.1</b>	<b>-5.0</b>	<b>-10.8</b>	<b>-5.1</b>	<b>0.8</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.2</b>	<b>-7.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-3.0</b>
<b>모바일</b>	<b>29.2</b>	<b>26.8</b>	<b>13.0</b>	<b>19.7</b>	<b>30.3</b>	<b>37.8</b>	<b>28.4</b>	<b>33.3</b>	<b>24.4</b>	<b>25.8</b>	<b>25.0</b>
<b>콘텐츠</b>	<b>40.4</b>	<b>24.6</b>	<b>17.8</b>	<b>144.2</b>	<b>23.1</b>	<b>31.8</b>	<b>20.0</b>	<b>27.7</b>	<b>29.2</b>	<b>17.3</b>	<b>25.4</b>
<b>게임</b>	<b>6.8</b>	<b>25.1</b>	<b>15.0</b>	<b>14.2</b>	<b>0.5</b>	<b>19.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>31.5</b>	<b>41.9</b>	<b>5.8</b>	<b>24.9</b>
<b>뮤직</b>	<b>61.5</b>	<b>11.3</b>	<b>20.0</b>	<b>3,165.6</b>	<b>29.4</b>	<b>27.8</b>	<b>20.7</b>	<b>14.5</b>	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>	<b>8.5</b>
<b>기타</b>	<b>93.3</b>	<b>62.3</b>	<b>18.0</b>	<b>84.9</b>	<b>78.9</b>	<b>86.5</b>	<b>122.9</b>	<b>62.5</b>	<b>57.0</b>	<b>56.7</b>	<b>71.9</b>
<b>기타</b>	<b>71.3</b>	<b>26.6</b>	<b>25.0</b>	<b>303.5</b>	<b>65.6</b>	<b>55.0</b>	<b>31.3</b>	<b>32.7</b>	<b>44.9</b>	<b>22.6</b>	<b>13.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>42.4</b>	<b>-40.0</b>	<b>81.2</b>	<b>81.8</b>	<b>67.7</b>	<b>56.6</b>	<b>-8.2</b>	<b>-72.9</b>	<b>-38.2</b>	<b>-35.3</b>	<b>-12.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>53.1</b>	<b>22.5</b>	<b>16.1</b>	<b>9.5</b>	<b>70.4</b>	<b>199.1</b>	<b>-12.8</b>	<b>103.8</b>	<b>66.6</b>	<b>-23.5</b>	<b>17.7</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>82.2</b>	<b>-29.0</b>	<b>52.7</b>	<b>307.7</b>	<b>28.0</b>	<b>162.4</b>	<b>-54.6</b>	<b>-74.2</b>	<b>88.9</b>	<b>-48.0</b>	<b>118.5</b>
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	<b>8.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6.5</b>	<b>8.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.2</b>	<b>6.4</b>	<b>1.9</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>
<b>세전이익률</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	<b>4.1</b>	<b>7.7</b>	<b>12.2</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>10.2</b>	<b>8.0</b>	<b>6.5</b>
<b>지배주주순이익률</b>	<b>5.5</b>	<b>3.2</b>	<b>4.2</b>	<b>12.1</b>	<b>2.4</b>	<b>6.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>

자료:카카오, 하이투자증권 리서치센터

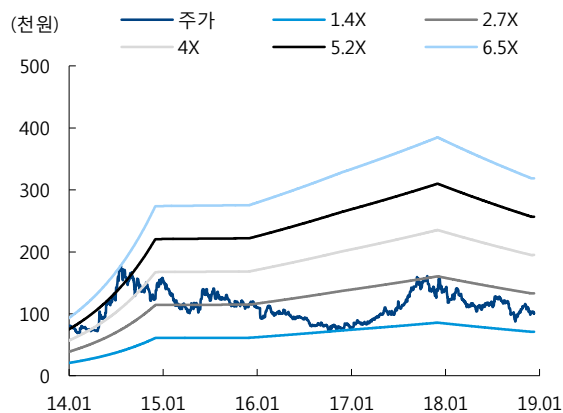
주: 연결기준

그림27. 카카오 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림28. 카카오 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터



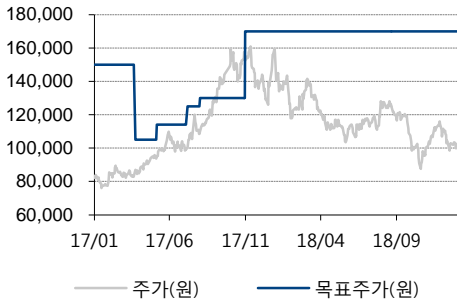
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,993	2,277	2,656	3,150	매출액	1,972	2,393	2,779	3,153
현금 및 현금성자산	1,117	1,199	1,400	1,688	증가율(%)	34.7	21.3	16.1	13.5
단기금융자산	451	541	595	655	매출원가	-	-	-	-
매출채권	310	377	437	496	매출총이익	1,972	2,393	2,779	3,153
재고자산	22	26	30	34	판매비와관리비	1,807	2,294	2,599	2,907
비유동자산	4,356	4,287	4,240	4,212	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	271	216	177	151	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,690	3,624	3,564	3,510	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,349	6,564	6,896	7,362	영업이익	165	99	180	246
유동부채	1,041	1,188	1,381	1,642	증가율(%)	42.4	-40.0	81.2	37.1
매입채무	108	131	153	173	영업이익률(%)	8.4	4.1	6.5	7.8
단기차입금	174	174	174	174	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	801	801	801	801	지분법이익(손실)	9	36	22	29
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-54	-11	-32	-22
장기차입금	621	621	621	621	세전계속사업이익	153	188	218	310
부채총계	1,842	1,989	2,182	2,442	법인세비용	28	111	61	87
자배주주지분	4,029	4,096	4,196	4,346	세전계속이익률(%)	7.8	7.8	7.8	9.8
자본금	34	42	42	42	당기순이익	125	77	157	223
자본잉여금	3,604	3,604	3,604	3,604	순이익률(%)	6.3	3.2	5.6	7.1
이익잉여금	403	468	574	729	지배주주귀속 순이익	109	77	118	167
기타자본항목	-6	-6	-6	-6	기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	479	479	518	574	총포괄이익	119	71	151	217
자본총계	4,508	4,575	4,714	4,920	지배주주귀속총포괄이익	118	70	149	215

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	372	416	508	600	주당지표(원)				
당기순이익	125	77	157	223	EPS	1,602	924	1,411	2,006
유형자산감가상각비	61	65	48	36	BPS	59,332	49,123	50,322	52,116
무형자산상각비	69	66	60	54	CFPS	3,518	2,499	2,704	3,087
지분법관련손실(이익)	9	36	22	29	DPS	148	148	148	148
투자활동 현금흐름	-355	-83	-47	-53	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-75	-10	-10	-10	PER	85.5	110.4	72.3	50.8
무형자산의 처분(취득)	-30	-	-	-	PBR	2.3	2.1	2.0	2.0
금융상품의 증감	-206	-90	-54	-60	PCR	38.9	40.8	37.7	33.0
재무활동 현금흐름	468	683	674	674	EV/EBITDA	28.9	32.8	25.4	20.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	2.9	1.9	2.8	3.9
자본의증감	-	8	-	-	EBITDA 이익률	15.0	9.6	10.3	10.7
배당금지급	-16	-10	-12	-12	부채비율	40.9	43.5	46.3	49.6
현금및현금성자산의증감	475	82	201	287	순부채비율	-17.1	-20.7	-25.5	-31.5
기초현금및현금성자산	642	1,117	1,199	1,400	매출채권회전율(x)	7.0	7.0	6.8	6.8
기말현금및현금성자산	1,117	1,199	1,400	1,688	재고자산회전율(x)	115.6	100.3	98.3	97.3

자료 : 카카오, 하이투자증권 리서치센터

카카오  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	105,000	6개월	-14.4%	-8.8%
2017-05-16	Buy	114,000	6개월	-11.1%	-3.7%
2017-07-17	Buy	125,000	1년	-12.0%	-4.0%
2017-08-11	Buy	130,000	1년	5.0%	22.7%
2017-11-10	Hold	170,000	1년	-16.3%	-5.3%
2018-02-09	Buy	170,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-



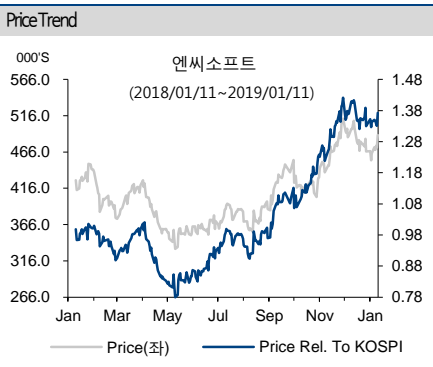
# 엔씨소프트 (036570)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	580,000 원(유지)
증가(2019/01/11)	489,500 원

Stock Indicator	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,194만주
시가총액	10,739 십억원
외국인지분율	49.7%
52 주 주가	332,500~512,000 원
60 일평균거래량	115,951 주
60 일평균거래대금	54.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	21.0	26.3	14.6
상대수익률	-2.7	23.6	35.3	31.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,759	1,731	2,034	2,594
영업이익(십억원)	585	631	785	1,098
순이익(십억원)	441	561	624	873
EPS(원)	20,104	25,585	28,420	39,802
BPS(원)	124,037	164,436	207,670	262,287
PER(배)	22.3	19.1	17.2	12.3
PBR(배)	3.6	3.0	2.4	1.9
ROE(%)	19.1	17.7	15.3	16.9
배당수익률(%)	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	13.7	12.3	8.4	4.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 명품 IP의 활약

4Q18 Preview: 매출액 -22.0% YoY, 영업이익 -32.0% YoY 예상

엔씨소프트 4분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,160억원(-22.0% YoY, +3.0% QoQ), 1,287억원(-32.0% YoY, -7.4% QoQ)으로 추정한다. 매출의 절반을 차지하고 있는 '리니지 M'은 지난 9월 28일 '투사' 업데이트를 통해 콘텐츠가 추가되면서 10월 매출액이 상승하면서 4분기 국내 매출액은 전분기대비 3% 증가할 것으로 예상된다. PC 게임 또한 '리니지 2'의 15주년 기념 사전 이벤트 진행을 통한 매출 상승 등 견조한 흐름을 이어나갈 것으로 보인다. 비용단에서는 프로야구단 선수 영입에 의한 일회성 비용 60억원 수준이 발생하여 영업이익은 전분기대비 7.4% 감소할 것으로 예상된다.

### '리니지 M'의 견조함으로 신작 기대감까지 높아져

출시한지 2년이 되어가는 '리니지 M'은 출시한 이후 단 한번도 매출 순위 1위를 내어준 적이 없으며, 경쟁사의 MMORPG 신작이 출시됐을 때도 매출 잠식 없이 꾸준한 이익을 창출하면서 당사의 MMORPG 개발력과 운영 노하우라는 경쟁력은 더욱 부각되고 있다. 이에 따라 올해 5~6월 중에 출시를 예상하고 있는 신작 '리니지 2M'의 흥행에 대해 투자자들의 기대감이 지속적으로 확대되고 있는 추세이다. 당사는 '리니지 2M'의 출시 초기 일매출액을 20억원으로 가정했으며, 2019년 연간으로 '리니지 2M'이 기여하는 매출액은 4,096억원으로 추정한다. '리니지 2M'의 매출액이 온기 반영되는 3분기부터 본격적으로 실적 상승 모멘텀이 시작될 것이다. 올해 안에 '리니지 2M'을 제외하고 추가적으로 1~2개의 신작이 더 출시될 가능성이 존재하지만 당사는 '아이온 2'가 연말에 출시되어 한달 동안의 매출액만 반영시켰기 때문에 2019년 실적은 보수적인 추정치이다. PC 게임 '리니지'는 서비스 20주년을 기념한 '리니지:리마스터' 버전이 1분기 중에 정식 출시될 예정으로 이에 대한 기대감 또한 존재하지만 리마스터 버전은 매출 상승보다 게임성 개선을 통한 이용자 지표 개선에 초점을 둘 것으로 판단한다.

표9. 엔씨소프트 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	<b>1,759</b>	<b>1,731</b>	<b>2,034</b>	<b>533</b>	<b>404</b>	<b>416</b>	<b>406</b>	<b>2.5</b>
YoY (%)	78.8	-1.6	17.5	87.4	-44.5	-22.0	-23.9	1.9
QoQ (%)				-26.7	-7.5	3.0	0.5	2.5
<b>영업이익</b>	<b>585</b>	<b>631</b>	<b>785</b>	<b>189</b>	<b>139</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>-3.9</b>
YoY (%)	77.9	7.9	24.3	86.0	-57.6	-32.0	-29.2	-2.8
QoQ (%)				-42.3	-12.9	-7.4	-3.6	-3.8
이익률 (%)	33.3	36.4	38.6	35.5	34.4	30.9	33.0	-2.1
<b>당기순이익</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>121</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>105</b>	<b>11.3</b>
이익률 (%)	25.2	32.6	30.6	22.6	27.4	28.1	25.9	2.2

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

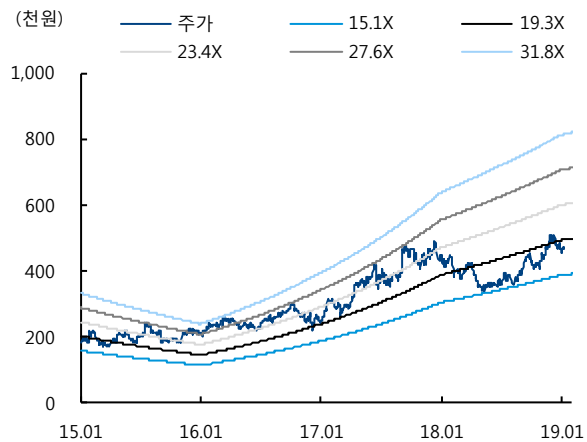
표10. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>1,759</b>	<b>1,731</b>	<b>2,034</b>	<b>240</b>	<b>259</b>	<b>727</b>	<b>533</b>	<b>475</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>416</b>
PC 게임	1,556	1,446	1,781	176	222	684	474	391	344	352	358
Lineage1	154	151	150	51	34	35	34	28	42	40	40
Lineage2	66	60	57	18	17	16	15	14	13	16	16
Aion	47	67	60	13	11	10	13	19	16	16	16
Blade & Soul	161	125	110	45	39	38	40	34	31	30	30
Guildwar2	83	83	74	14	14	20	35	24	20	21	19
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	995	916	1,284	23	94	551	327	264	210	216	225
리니지 M	916	877	840	n/a	70	534	313	252	203	207	215
리지니 2M	n/a	n/a	410	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
아이온 2	n/a	n/a	45	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	39	35	n/a	24	17	14	12	7	9	10
기타	50	45	46	11	15	13	11	8	13	12	12
로열티매출	203	286	253	64	36	44	60	84	92	52	57
<b>영업이익</b>	<b>585</b>	<b>631</b>	<b>785</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>328</b>	<b>189</b>	<b>204</b>	<b>160</b>	<b>139</b>	<b>129</b>
<b>세전이익</b>	<b>609</b>	<b>781</b>	<b>823</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>366</b>	<b>176</b>	<b>247</b>	<b>219</b>	<b>158</b>	<b>156</b>
<b>당기순이익</b>	<b>444</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>275</b>	<b>121</b>	<b>170</b>	<b>167</b>	<b>111</b>	<b>117</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	<b>78.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>17.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>7.5</b>	<b>234.3</b>	<b>87.4</b>	<b>98.4</b>	<b>68.8</b>	<b>-44.5</b>	<b>-22.0</b>
PC 게임	80.6	-7.1	23.2	-16.8	4.2	253.6	94.9	122.2	54.6	-48.5	-24.3
Lineage1	-58.9	-2.5	-0.6	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-45.1	24.5	13.9	18.1
Lineage2	-14.7	-9.4	-5.2	7.7	-12.5	-24.1	-26.0	-22.6	-19.9	0.0	8.8
Aion	-34.5	41.8	-9.7	-33.9	-38.5	-36.8	-29.2	41.1	44.3	61.1	25.1
Blade & Soul	-11.6	-22.4	-11.8	-17.5	-20.2	-5.0	0.3	-23.9	-21.4	-20.9	-23.1
Guildwar2	8.1	0.6	-10.6	-53.4	-14.7	31.5	134.7	66.2	46.5	4.0	-46.0
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	n/a	-8.0	40.3	n/a	n/a	n/a	n/a	1,028.1	124.0	-60.7	-31.1
리니지 M	n/a	-4.3	-4.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	189.9	-61.2	-31.2
리지니 2M	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
아이온 2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	-9.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-70.6	-45.6	-30.3
기타	-35.6	-9.4	1.7	11.2	-15.9	-24.4	-66.5	-23.8	-15.6	-6.5	9.7
로열티매출	66.1	40.9	-11.3	116.4	33.9	80.2	43.2	32.5	155.8	18.3	-3.4
<b>영업이익</b>	<b>77.9</b>	<b>7.9</b>	<b>24.3</b>	<b>-59.8</b>	<b>-56.4</b>	<b>403.4</b>	<b>86.0</b>	<b>569.7</b>	<b>324.6</b>	<b>-57.6</b>	<b>-32.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>76.1</b>	<b>28.1</b>	<b>5.4</b>	<b>-70.3</b>	<b>-55.3</b>	<b>476.7</b>	<b>69.2</b>	<b>926.7</b>	<b>404.0</b>	<b>-56.7</b>	<b>-11.5</b>
<b>당기순이익</b>	<b>63.6</b>	<b>27.2</b>	<b>10.4</b>	<b>-73.7</b>	<b>-65.9</b>	<b>474.3</b>	<b>80.6</b>	<b>877.0</b>	<b>442.3</b>	<b>-59.8</b>	<b>-3.0</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	33.3	36.4	38.6	12.7	14.5	45.1	35.5	42.9	36.5	34.4	30.9
세전이익률	34.7	45.1	40.4	10.1	16.8	50.3	33.1	52.0	50.3	39.2	37.5
당기순이익률	25.2	32.6	30.6	7.3	11.9	37.8	22.6	35.8	38.3	27.4	28.1

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터

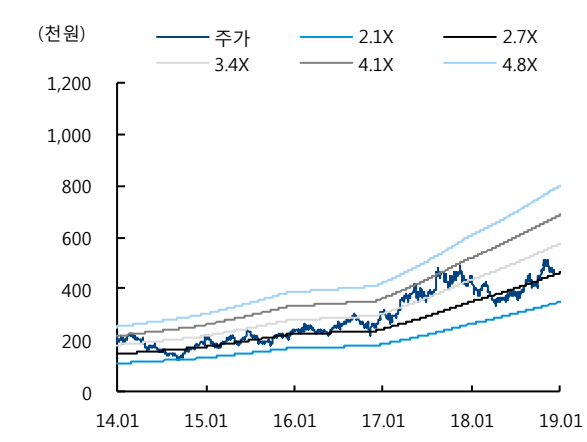
주: 연결기준

그림29. 엔씨소프트 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림30. 엔씨소프트 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,773	2,938	4,348	6,372
현금 및 현금성자산	187	528	557	334
단기금융자산	1,357	2,194	3,546	5,732
매출채권	203	200	235	300
재고자산	1	1	1	1
비유동자산	1,754	1,682	1,614	1,551
유형자산	229	202	178	158
무형자산	52	49	47	44
자산총계	3,527	4,620	5,962	7,923
유동부채	456	659	1,053	1,816
매입채무	2	2	2	3
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	342	342	342	342
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	797	1,001	1,395	2,157
지배주주지분	2,721	3,608	4,556	5,754
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,317	2,791	3,514
기타자본항목	-154	-154	-154	-154
비지배주주지분	8	11	11	11
자본총계	2,729	3,619	4,568	5,766

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,759	1,731	2,034	2,594
증가율(%)	78.8	-1.6	17.5	27.5
매출원가	212	208	245	312
매출총이익	1,547	1,523	1,790	2,282
판매비와관리비	962	892	1,005	1,184
연구개발비	189	187	219	279
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	585	631	785	1,098
증가율(%)	77.9	7.9	24.3	40.0
영업이익률(%)	33.3	36.4	38.6	42.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	15	125	-3	-12
세전계속사업이익	610	781	823	1,152
법인세비용	166	216	199	279
세전계속이익률(%)	34.7	45.1	40.4	44.4
당기순이익	444	565	624	873
순이익률(%)	25.2	32.6	30.6	33.7
지배주주귀속 순이익	441	561	624	873
기타포괄이익	475	475	475	475
총포괄이익	919	1,040	1,098	1,348
지배주주귀속총포괄이익	910	1,029	1,087	1,335

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	595	775	974	1,556
당기순이익	444	565	624	873
유형자산감가상각비	27	27	24	20
무형자산상각비	3	3	3	2
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-460	2	-513	-1,347
유형자산의 처분(취득)	-29	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-518	-837	-1,352	-2,186
재무활동 현금흐름	-80	-153	-149	-149
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-81	-155	-150	-150
현금및현금성자산의증감	42	341	28	-223
기초현금및현금성자산	145	187	528	557
기말현금및현금성자산	187	528	557	334

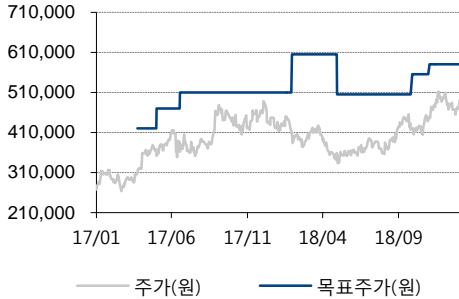
주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	20,104	25,585	28,420	39,802
BPS	124,037	164,436	207,670	262,287
CFPS	21,472	26,981	29,617	40,829
DPS	7,280	7,280	7,280	7,280
Valuation(배)				
PER	22.3	19.1	17.2	12.3
PBR	3.6	3.0	2.4	1.9
PCR	20.8	18.1	16.5	12.0
EV/EBITDA	13.7	12.3	8.4	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.1	17.7	15.3	16.9
EBITDA 이익률	35.0	38.2	39.9	43.2
부채비율	29.2	27.7	30.5	37.4
순부채비율	-51.1	-71.1	-86.5	-102.6
매출채권회전율(x)	9.5	8.6	9.3	9.7
재고자산회전율(x)	2,983.9	3,400.1	3,702.7	3,840.9

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치센터



**엔씨소프트**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	420,000	6개월	-16.6%	-9.9%
2017-05-12	Buy	470,000	6개월	-18.3%	-11.5%
2017-06-28	Buy	510,000	6개월	-17.7%	-4.3%
2017-07-17	Buy	510,000	1년	-16.5%	-4.3%
2018-02-08	Buy	605,000	1년	-35.4%	-29.4%
2018-05-10	Buy	505,000	1년	-24.4%	-9.9%
2018-10-08	Buy	555,000	1년	-23.3%	-18.5%
2018-11-12	Buy	580,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	90.9%	9.1%	-

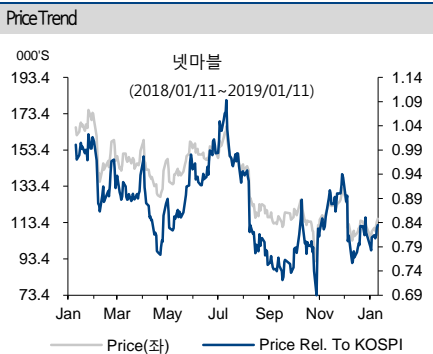
# 넷마블 (251270)

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 135,000 원(하향)  
 증가(2019/01/11) 115,500 원

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,527만주
시가총액	9,848십억원
외국인지분율	24.7%
52주 주가	91,800~175,500원
60일평균거래량	326,934주
60일평균거래대금	36.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	-8.3	-28.9	-30.4
상대수익률	10.5	-5.8	-19.9	-13.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,425	2,071	2,606	2,915
영업이익(십억원)	510	271	527	623
순이익(십억원)	310	220	386	448
EPS(원)	3,898	2,584	4,531	5,250
BPS(원)	50,919	55,452	62,075	69,416
PER(배)	48.4	44.7	25.5	22.0
PBR(배)	3.7	2.1	1.9	1.7
ROE(%)	11.2	4.9	7.7	8.0
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	23.5	18.0	10.2	8.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 하향 조정 불가피

4Q18 Preview: 매출액 -12.9% YoY, 영업이익 -27.5% YoY 예상

넷마블의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 5,366 억원(-12.9% YoY, +2.0% QoQ), 672 억원(-27.5% YoY, -0.1% QoQ)으로 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다. 지난 12 월 6 일 출시된 '블소 레볼루션'의 평균 일매출액은 12 억원 수준으로 당초 예상했던 20 억원에 못 미치면서 4 분기와 2019 년 연간 실적 하향 조정은 불가피하다. 신작 출시로 매출액은 전분기대비 증가하겠지만 신작 홍보를 위한 마케팅비 증가로 영업이익은 전분기와 유사할 것으로 예상된다.

### 신작의 매출 눈높이 낮아져

향후 출시 예정인 신작 라인업 중 흥행 기대감이 높은 주요 게임은 '세븐나이츠 2', 'A3: 스틸 얼라이브', 'BTS 월드'이다. 3 개 신작 모두 올해 상반기 내에 출시될 것으로 예상되며, IP 파워 및 차별화된 장르를 바탕으로 무난한 흥행 성적을 거둘 것으로 기대한다. 다만 1) 국내 모바일 게임 시장의 성장 둔화, 2) 확률형 아이템 비중을 낮춘 수익모델 변모로 매출에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있다. 'BTS 월드'는 IP 파워는 보유하고 있지만 육성 시뮬레이션이라는 장르 특성상 MMORPG 대비 ARPU가 낮을 것으로 예상된다. 북미의 모바일게임 개발사 글루 모바일이 지난 2014 년 출시했던 유명스타를 활용한 '킴 카다시안: 할리우드' 게임은 출시 초기 일매출액이 4~5 억원, 최근 일매출액은 1~2 억원 수준인 점을 감안하면 기존 MMORPG 장르에 비해 매출액은 낮을 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 135,000 원으로 하향 조정

'블소 레볼루션'의 매출 추정치와 신작 라인업의 매출 추정치를 하향 조정하면서 2019 년 매출 추정치를 하향 조정하면서 목표주가를 기존 172,000 원에서 135,000 원으로 하향 조정한다. 연간 20 여종의 다양한 신작 라인업을 바탕으로 매출액 성장세는 게임 업종 내에서 부각될 것으로 PSR 적용 방식은 유지했다. 목표주가는 2019 년 예상 SPS 30,568 원에 글로벌 peer 의 평균 PSR 4.4 배를 적용하여 산출했다.

표11. 넷마블 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	2,425	2,071	2,606	616	526	537	570	-5.8
YoY(%)	61.7	-14.6	25.8	33.0	-9.6	-12.9	-7.5	-5.4
QoQ(%)				5.9	5.0	2.0	8.3	-6.3
<b>영업이익</b>	510	271	527	93	67	67	75	-10.7
YoY(%)	73.0	-46.8	94.7	-21.5	-39.8	-27.5	-18.8	-8.7
QoQ(%)				-17.1	8.2	-0.1	11.8	-12.0
이익률(%)	21.0	13.1	20.2	15.1	12.8	12.5	13.2	-0.7
<b>지배주주순이익</b>	310	220	386	35	44	44	54	-17.7
이익률(%)	12.8	10.6	14.8	5.7	8.4	8.3	9.5	-1.2

자료:넷마블, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표12. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	2,425	2,071	2,606	687	540	582	616	507	501	526	537
L2R(글로벌)	1,080	561	445	378	200	262	240	178	140	121	123
MCOC	254	311	321	27	70	70	86	81	75	74	81
세븐나이츠	169	97	83	55	49	35	31	30	25	21	21
모두의마블	132	92	80	34	32	35	31	30	20	21	20
쿠키잼	139	135	124	34	32	35	37	36	35	32	33
B&S 레볼루션	n/a	30	381	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	30
기타	620	845	1,173	158	157	145	160	152	205	258	230
<b>판매비</b>	1,915	1,800	2,079	487	435	470	523	433	439	459	469
<b>영업이익</b>	510	271	527	200	105	112	93	74	62	67	67
<b>세전이익</b>	471	337	565	191	108	106	67	105	88	72	72
<b>지배주주순이익</b>	310	220	386	130	70	74	35	74	58	44	44
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	61.7	-14.6	25.8	110.7	53.5	62.0	33.0	-26.2	-7.3	-9.6	-12.9
L2R(글로벌)	792.5	-48.0	-20.8	n/a	n/a	n/a	98.5	-53.0	-29.8	-53.8	-49.0
MCOC	n/a	22.6	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	195.3	7.0	5.5	-6.0
세븐나이츠	-52.0	-42.5	-14.9	n/a	n/a	n/a	n/a	-44.6	-48.5	-39.7	-32.3
모두의마블	-34.8	-30.9	-12.5	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.4	-38.2	-39.7	-35.1
쿠키잼	-3.6	-2.6	-8.3	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	8.2	-9.6	-11.2
B&S 레볼루션	n/a	n/a	1,184.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	-8.7	36.3	38.8	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.7	31.1	77.2	43.5
<b>판매비</b>	58.9	-6.0	15.5	82.6	45.4	59.6	51.7	-11.1	0.8	-2.4	-10.3
<b>영업이익</b>	73.0	-46.8	94.7	236.9	99.8	73.1	-21.5	-62.9	-40.8	-39.8	-27.5
<b>세전이익</b>	71.1	-28.6	67.9	180.7	111.3	80.4	-31.8	-45.0	-18.9	-32.1	8.4
<b>지배주주순이익</b>	78.1	-28.9	75.3	216.5	234.3	86.2	-51.0	-43.2	-17.5	-40.5	25.6
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	21.0	13.1	20.2	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4	12.8	12.5
<b>세전이익률</b>	19.4	16.3	21.7	27.8	20.0	18.2	10.8	20.7	17.5	13.7	13.5
<b>지배주주순이익률</b>	12.8	10.6	14.8	18.9	13.0	12.8	5.7	14.6	11.6	8.4	8.3

자료:넷마블, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

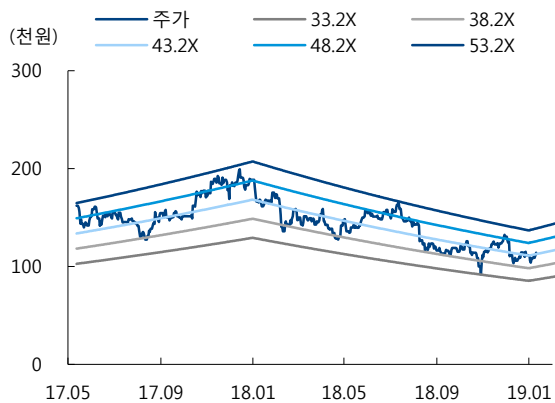
주: 연결기준

표13. 넷마블 목표주가 산정

(단위: 십억원)	12MF	2019E	2020E
SPS (원)	30,568	30,568	34,195
PSR (배)		3.7	3.3
Target PSR (배)		4.4	3.9
목표주가 (원)			135,000
현재주가 (원)			115,500
상승여력 (%)			16.9

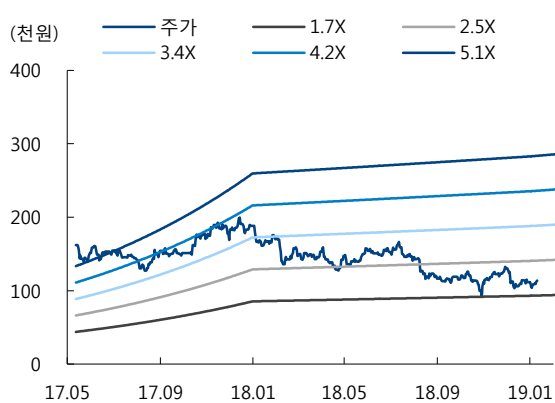
자료: 하이투자증권 리서치

그림31. 넷마블 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림32. 넷마블 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표14. 넷마블 Global peer valuation 비교

	Netmarble	ACTIVISION BLIZZARD	ELECTRONIC ARTS	NETEASE	TENCENT	KINGNET NETWORK	NEXON
현재주가 (USD)	103.3	46.5	90.7	243.4	42.2	0.6	14.0
시가총액 (백만달러)	8,808	35,512	27,403	31,968	402,195	1,254	12,554
절대수익률 (%)							
1M	9.5	-3.9	9.3	-1.5	4.6	-6.6	9.7
3M	-4.5	-40.3	-14.5	10.2	14.9	2.9	9.9
6M	-30.6	-42.8	-39.0	-8.9	-12.8	-38.1	-11.0
1Y	-28.5	-33.9	-19.8	-26.0	-25.1	-72.3	-7.3
YTD	3.6	-0.1	14.9	3.4	5.5	6.2	7.7
초과수익률 (%p)							
1M	9.6	-3.8	9.4	-1.3	4.7	-6.5	9.9
3M	1.6	-34.1	-8.3	16.4	21.0	9.0	16.1
6M	-23.3	-35.5	-31.6	-1.5	-5.5	-30.7	-3.7
1Y	-21.7	-27.0	-13.0	-19.2	-18.3	-65.5	-0.5
YTD	0.0	-3.6	11.4	-0.1	1.9	2.6	4.1
PER (X)							
2017	48.2	43.7	28.1	27.6	44.5	19.6	25.4
2018E	42.1	17.9	19.8	25.0	34.1	4.9	13.3
2019E	24.5	17.4	17.6	20.8	28.7	4.3	14.6
PBR (X)							
2017	3.7	5.1	6.8	6.4	12.5	6.6	3.1
2018E	2.1	3.1	5.0	4.1	8.0	n/a	2.4
2019E	2.0	2.7	4.4	3.6	6.4	n/a	2.1
PSR (X)							
2017	6.2	6.8	5.6	5.5	13.4	10.3	6.1
2018E	4.7	4.8	5.3	3.2	8.7	n/a	5.3
2019E	3.6	4.7	4.9	2.6	6.7	n/a	4.9
ROE (%)							
2017	11.2	2.9	25.9	25.5	33.2	39.2	13.5
2018E	5.4	18.2	26.7	13.9	26.8	n/a	19.0
2019E	8.6	16.5	25.6	15.4	24.3	n/a	15.5
매출액성장률 (%)							
2017	61.6	6.2	10.2	41.7	56.5	17.6	28.3
2018E	-13.9	6.2	7.5	24.3	31.3	n/a	9.9
2019E	29.4	0.5	7.4	24.7	29.7	n/a	6.7
영업이익성장률 (%)							
2017	73.0	-7.3	36.3	-3.8	59.9	98.3	122.6
2018E	-45.6	91.8	35.8	-36.2	20.0	n/a	15.5
2019E	95.6	3.4	13.6	21.8	13.3	n/a	8.1
순이익성장률 (%)							
2017	78.1	-71.7	-16.3	-7.7	74.0	136.2	181.9
2018E	-24.7	636.8	45.2	-21.1	7.8	n/a	76.9
2019E	72.7	4.0	11.7	21.5	22.0	n/a	-9.0
영업이익률 (%)							
2017	21.0	18.7	25.3	22.5	35.6	35.8	38.5
2018E	13.3	33.7	31.9	11.5	32.5	n/a	40.5
2019E	20.1	34.7	33.8	11.3	28.4	n/a	41.0
순이익률 (%)							
2017	12.8	3.9	20.0	19.8	30.1	51.9	24.2
2018E	11.2	27.0	27.0	12.6	24.7	n/a	38.9
2019E	14.9	27.9	28.0	12.2	23.2	n/a	33.2

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,918	3,446	4,164	4,932
현금 및 현금성자산	1,908	296	246	255
단기금융자산	644	2,814	3,501	4,201
매출채권	303	259	326	365
재고자산	2	2	3	3
비유동자산	2,429	2,343	2,289	2,248
유형자산	145	145	144	144
무형자산	1,237	1,154	1,101	1,066
자산총계	5,348	5,789	6,453	7,180
유동부채	501	509	565	616
매입채무	121	103	130	145
단기차입금	4	4	4	4
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	381	381	381	381
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	882	890	946	997
자배주주지분	4,329	4,728	5,293	5,919
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	603	793	1,149	1,567
기타자본항목	-423	-423	-423	-423
비자배주주지분	136	171	214	264
자본총계	4,465	4,899	5,507	6,183

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,425	2,071	2,606	2,915
증가율(%)	61.6	-14.6	25.8	11.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,425	2,071	2,606	2,915
판매비와관리비	1,915	1,800	2,079	2,293
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	510	271	527	623
증가율(%)	73.0	-46.9	94.7	18.1
영업이익률(%)	21.0	13.1	20.2	21.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-6	-6	-6	-6
기타영업외손익	-44	-45	11	-1
세전계속사업이익	471	337	565	655
법인세비용	111	81	136	158
세전계속이익률(%)	19.4	16.3	21.7	22.5
당기순이익	361	256	429	497
순이익률(%)	14.9	12.3	16.5	17.1
지배주주귀속 순이익	310	220	386	448
기타포괄이익	208	208	208	208
총포괄이익	569	464	638	706
지배주주귀속총포괄이익	564	460	631	699

현금흐름표

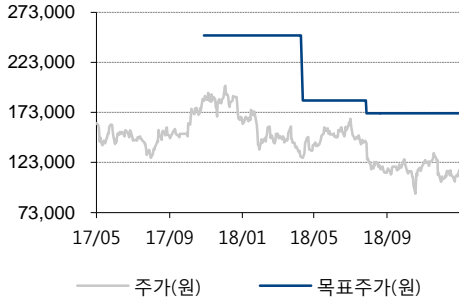
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	503	407	485	555
당기순이익	361	256	429	497
유형자산감가상각비	11	16	15	15
무형자산상각비	53	88	58	40
지분법관련손실(이익)	-6	-6	-6	-6
투자활동 현금흐름	-1,433	-2,662	-1,180	-1,189
유형자산의 처분(취득)	-30	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-3	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-496	-2,171	-687	-700
재무활동 현금흐름	2,527	-37	-36	-36
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	2,635	0	-	-
배당금지급	-	-31	-30	-30
현금및현금성자산의증감	1,635	-1,612	-51	10
기초현금및현금성자산	273	1,908	296	246
기말현금및현금성자산	1,908	296	246	255

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,898	2,584	4,531	5,250
BPS	50,919	55,452	62,075	69,416
CFPS	4,713	3,795	5,397	5,893
DPS	360	360	360	360
Valuation(배)				
PER	48.4	44.7	25.5	22.0
PBR	3.7	2.1	1.9	1.7
PCR	40.0	30.4	21.4	19.6
EV/EBITDA	23.5	18.0	10.2	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	4.9	7.7	8.0
EBITDA 이익률	23.7	18.1	23.1	23.2
부채비율	19.8	18.2	17.2	16.1
순부채비율	-57.0	-63.4	-68.0	-72.0
매출채권회전율(x)	8.8	7.4	8.9	8.4
재고자산회전율(x)	1,142.8	947.4	1,146.0	1,085.9

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

넷마블  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년	-34.6%	-20.2%
2018-04-23	Buy	185,000	1년	-19.8%	-10.0%
2018-08-08	Buy	172,000	1년	-32.4%	-23.0%
2019-01-14	Buy	135,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-

# 풀어비스 (263750)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	310,000 원(하향)
증가(2019/01/11)	203,300 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,294만주
시가총액	2,631 십억원
외국인지분율	11.0%
52 주 주가	172,000~284,200 원
60 일평균거래량	64,907 주
60 일평균거래대금	128십억원

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	3.0	-7.1	-18.6
상대수익률	12.5	6.0	7.6	0.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	52	428	662	814
영업이익(십억원)	22	179	274	377
순이익(십억원)	15	157	224	309
EPS(원)	1,293	12,425	17,338	23,903
BPS(원)	22,807	33,852	50,691	74,549
PER(배)	191.5	16.4	11.7	8.5
PBR(배)	10.9	6.0	4.0	2.7
ROE(%)	8.3	44.4	41.2	38.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	120.3	11.8	6.6	2.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 시련이 끝나간다

4Q18 Preview: 매출액 +393.5% YoY, 영업이익 +382.4% YoY

풀어비스 4분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,223 억원(+393.5% YoY, +4.5% QoQ), 306 억원(+382.4% YoY, -49.3% QoQ)으로 영업이익은 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. '검은사막 모바일'의 4분기 국내 일평균 매출액은 3분기 대비 26% 감소한 것으로 파악되나, 대만·마카오·홍콩 지역의 매출액이 4분기부터 온기 반영되면서 국내 지역 매출 하락분을 상쇄하며 전분기대비 19% 감소할 것으로 추정한다. 주요 수익원인 '검은사막 모바일'의 매출 자연 감소에도 불구하고 CCP 게임즈의 연결기준 실적 반영으로 인해 전체 매출액은 소폭 증가하겠으나, CCP 게임즈가 기존에 무형자산으로 인식한 인건비가 회계기준 변경으로 비용 처리될 예정으로 이익 기여는 없을 것으로 보인다. 더불어 CCP 게임즈 인수 관련 일회성 비용 140 억원이 발생하면서 영업이익은 부진한 것으로 예상된다.

### '검은사막 모바일'의 일본 성과 기대

지난 8일 '검은사막 모바일' 일본 서비스 사전예약을 시작했으며, 도쿄에서 개최한 미디어 컨퍼런스에는 유명 인플루언서도 참여하여 일본 서비스에 대한 관심이 증가하고 있다. 일본은 '검은사막' 온라인 게임이 흥행한 지역으로 IP 파워가 유효하며, MMORPG 장르인 넷마블의 '리니지 2 레볼루션'이 일본 앱스토어 매출 1위를 기록한 점이 있었던 것을 감안하면 흥행 가능성이 높아 보인다. 당사는 '검은사막 모바일'의 1분기 일본 평균 일매출액을 3 억원으로 추정하고 있으나, 상위 10위권 내에 진입할 경우 최소 5 억원, 5 위권 안에 진입한다면 10 억원 이상의 매출액이 발생할 것으로 향후 실적 상황 가능성이 상당히 높다고 판단한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 31 만원으로 하향 조정

CCP 게임즈의 회계 기준 변경으로 기존 추정치 대비 비용이 증가할 것으로 추정하여 목표주가는 기존 33 만원에서 31 만원으로 하향 조정하나, 현재 주가에서 적극 매수를 추천한다. 1) 부진한 4분기 실적은 주가에 선반영, 2) '검은사막 모바일'의 일본, 동남아, 북미·유럽 지역의 순차적 출시로 인한 지속적인 매출 상승, 3) 오는 3월 4일 '검은사막' Xbox One 버전의 북미·유럽 출시, 4) '프로젝트 K' (PC 온라인), '프로젝트 V' (모바일) 등의 신작 모멘텀으로 본격적으로 주가 상승이 시작될 것으로 기대한다.



표15. 펠어비스 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	117.2	427.6	662.3	24.8	117.0	122.3	121.6	0.5
YoY (%)	90.3	264.8	54.9	62.7	323.8	393.5	390.8	2.7
QoQ (%)				-10.2	3.8	4.5	4.0	0.6
<b>영업이익</b>	64.6	179.3	273.7	6.3	60.3	30.6	51.0	-40.0
YoY (%)	44.8	177.6	52.6	-21.0	297.3	382.4	704.5	-322.1
QoQ (%)				-58.3	10.0	-49.3	-15.5	-33.8
이익률 (%)	55.1	41.9	41.3	25.6	51.6	25.0	41.9	-16.9
<b>당기순이익</b>	49.5	157.2	224.4	1.1	51.7	25.5	42.9	-40.6
이익률 (%)	42.2	36.8	33.9	4.6	44.2	20.8	35.3	-14.4

자료: 펠어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

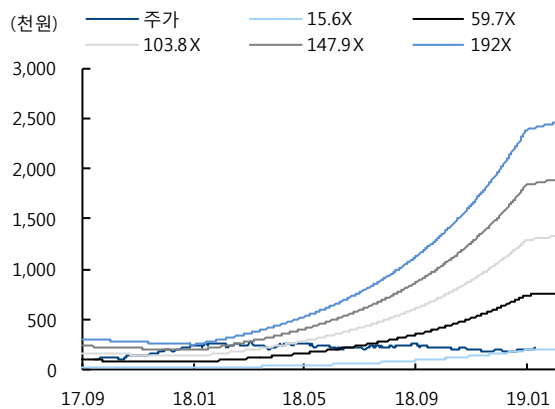
표16. 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	117.2	427.6	662.3	31.8	33.0	27.6	24.8	75.6	112.7	117.0	122.3
검은사막 PC	117.2	120.8	111.5	31.8	33.0	27.6	24.8	34.0	29.9	27.3	29.6
검은사막 모바일	n/a	286.8	419.9	n/a	n/a	n/a	n/a	41.6	82.8	89.7	72.7
검은사막 콘솔	n/a	n/a	32.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로젝트 k	n/a	n/a	18.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	20.0	80.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20.0
<b>영업이익</b>	64.6	179.3	273.7	20.9	22.2	15.2	6.3	33.6	54.8	60.3	30.6
<b>세전이익</b>	58.5	182.9	273.7	18.0	22.9	16.1	1.5	34.3	61.0	58.7	28.9
<b>당기순이익</b>	49.5	157.2	224.4	15.2	19.6	13.6	1.1	27.8	52.2	51.7	25.5
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	90.3	264.8	54.9	79.8	106.4	118.0	62.7	137.7	241.2	323.8	393.5
검은사막 PC	n/a	3.1	-7.7	n/a	n/a	n/a	76.6	7.1	-9.4	-1.1	19.4
검은사막 모바일	n/a	n/a	46.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
검은사막 콘솔	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로젝트 K	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	300.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>영업이익</b>	44.8	177.6	52.6	35.8	74.1	79.3	-21.0	60.7	147.1	297.3	382.4
<b>세전이익</b>	27.5	212.8	49.6	16.0	77.8	151.0	-86.8	90.9	165.9	264.3	1,880.4
<b>당기순이익</b>	22.3	217.5	42.7	-1.9	119.6	112.1	-88.3	83.1	165.9	281.4	2,158.3
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	55.1	41.9	41.3	65.7	67.2	55.0	25.6	44.4	48.7	51.6	25.0
<b>세전이익률</b>	49.9	42.8	41.3	56.5	69.5	58.4	5.9	45.3	54.1	50.2	23.7
<b>당기순이익률</b>	42.2	36.8	33.9	47.8	59.4	49.1	4.6	36.8	46.3	44.2	20.8

자료: 펠어비스, 하이투자증권 리서치센터

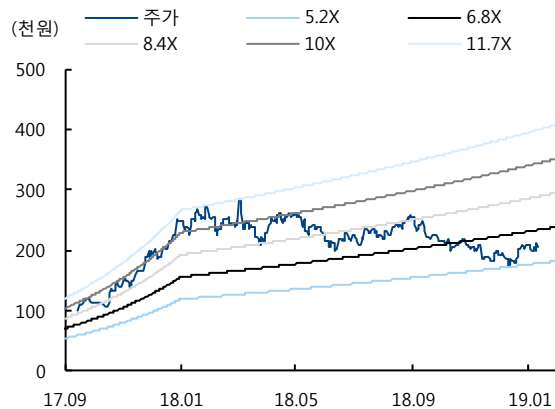
주: 연결기준

그림33. 펠어비스 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림34. 펠어비스 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	280	457	792	1,559
현금 및 현금성자산	241	413	727	1,477
단기금융자산	21	27	36	46
매출채권	17	15	26	33
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	17	24	27	29
유형자산	6	8	9	10
무형자산	4	6	7	7
자산총계	297	481	819	1,587
유동부채	20	48	161	621
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	2	2	2	2
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	21	49	163	622
지배주주지분	275	432	656	965
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	181	181	181	181
이익잉여금	85	242	467	776
기타자본항목	3	3	3	3
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	275	432	656	965

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52	428	662	814
증가율(%)	-43.5	716.3	54.9	22.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	52	428	662	814
판매비와관리비	31	248	389	437
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	179	274	377
증가율(%)	-63.6	727.9	52.6	37.9
영업이익률(%)	41.3	41.9	41.3	46.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	3	-1	-3
세전계속사업이익	18	183	274	377
법인세비용	3	26	49	68
세전계속이익률(%)	33.8	42.8	41.3	46.3
당기순이익	15	157	224	309
순이익률(%)	28.1	36.8	33.9	38.0
지배주주귀속 순이익	15	157	224	309
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	14	157	224	309
지배주주귀속총포괄이익	14	155	222	306

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27	193	336	773
당기순이익	15	157	224	309
유형자산감가상각비	1	3	4	4
무형자산상각비	0	3	5	5
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-8	3	2	-1
유형자산의 처분(취득)	-4	-5	-5	-5
무형자산의 처분(취득)	-1	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-21	-6	-8	-11
재무활동 현금흐름	179	-5	-6	-6
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	185	0	0	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	194	172	315	750
기초현금및현금성자산	47	241	413	727
기말현금및현금성자산	241	413	727	1,477

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,293	12,425	17,338	23,903
BPS	22,807	33,852	50,691	74,549
CFPS	1,381	12,885	18,008	24,631
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	191.5	16.4	11.7	8.5
PBR	10.9	6.0	4.0	2.7
PCR	179.3	15.8	11.3	8.3
EV/EBITDA	120.3	11.8	6.6	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.3	44.4	41.2	38.2
EBITDA 이익률	43.3	43.3	42.6	47.5
부채비율	7.8	11.4	24.8	64.5
순부채비율	-95.0	-101.8	-116.3	-157.8
매출채권회전율(x)	2.6	27.0	32.0	27.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치센터

**필어비스**  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2018-02-14	Buy	300,000	1년	-22.2%	-5.3%
2018-10-08	Buy	330,000	1년	-40.1%	-34.0%
2019-01-14	Buy	310,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	90.9%	9.1%	-



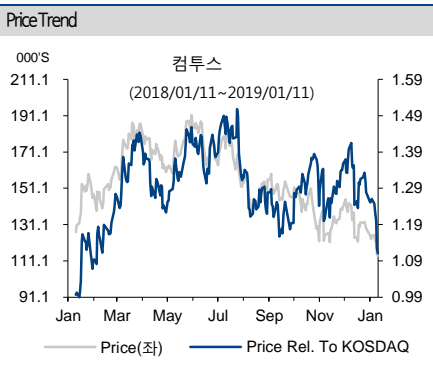
# 컴투스 (078340)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000 원(유지)
증가(2019/01/11)	113,900 원

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,287만주
시가총액	1,465십억원
외국인지분율	28.9%
52주 주가	113,900~191,500원
60일평균거래량	117,966주
60일평균거래대금	15.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.7	-17.5	-34.1	-10.2
상대수익률	-18.5	-14.5	-19.4	9.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	508	483	616	640
영업이익(십억원)	195	153	216	233
순이익(십억원)	142	134	167	179
EPS(원)	11,066	10,387	12,948	13,918
BPS(원)	59,141	68,116	79,654	92,162
PER(배)	12.3	11.0	8.8	8.2
PBR(배)	2.3	1.7	1.4	1.2
ROE(%)	20.4	16.3	17.5	16.2
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	5.5	4.3	2.5	1.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 부담 없는 주가

4Q18 Preview: 매출액 -5.5% YoY, 영업이익 -15.1% YoY 예상

컴투스의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,254 억원(-5.5% YoY, +4.6% QoQ), 391 억원(-15.1% YoY, +2.9% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. '서머너즈워'는 지난해 10월 아레나 챔피언십 결승전을 개최 및 연말 프로모션 진행으로 매출액은 전분기대비 4% 증가할 것으로 추정되며, '컴투스프로야구', 'MLB9 이닝스'와 같은 야구게임도 지난해 10월 사상 최대 매출액을 기록하며 양호한 성장세를 이어나가고 있다.

### '스카이랜더스' 정식 출시 이후 마케팅 본격화할 예정

지난해 12월 13일 캐나다, 호주, 뉴질랜드 지역에서 소프트웨어 신작 '스카이랜더스 링오브히어로즈'는 3개 국가에서 모두 구글 기준 매출 순위는 300위 이하로 초기 성과가 부진하다. 하지만 DAU 및 사용자 재접속률 등의 사용자 지표는 '서머너즈워'의 출시 초기 지표보다 오히려 양호한 상황으로 북미·유럽 지역에서 정식 출시할 때 패키지 아이템을 추가하고 구글 피쳐드 선정 및 TV 광고 등의 마케팅이 진행될 경우 분위기가 반전될 것으로 기대한다. 당사는 '스카이랜더스'가 정식 출시된 이후 일매출액을 3 억원으로 가정하고 있어 흥행에 실패하더라도 실적 추정치 하향 조정폭은 제한적이기 때문에 리스크가 크지 않다. 북미와 유럽 지역 출시의 지역별 순차 출시가 아니라 동시 출시로 진행할 경우 2월에 출시될 가능성이 높는데 동시 출시할 경우 마케팅 효과가 더 클 것으로 출시 지연으로 주가가 조정 받는다면 저가 매수 기회가 될 수 있다.

### 글로벌 IP 활용 신작 라인업 추가 공개될 예정

'스카이랜더스' 외에 올해 신작 라인업은 '서머너즈워 MMO'로 당사는 4 분기에 출시될 것으로 예상된다. 더불어 글로벌 IP 를 활용한 신작이 추가적으로 공개될 예정으로 신작 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 기대한다. 신작 출시는 매출 증가와 더불어 '서머너즈워'에 집중된 매출을 분산시켜 단일 게임 의존도를 낮춰 밸류에이션 디스카운트 디스카운트 또한 해소시킬 수 있다.

표17. 컴투스 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	508.0	483.3	615.7	132.6	119.8	125.4	127.7	-1.9
YoY (%)	-1.0	-4.9	27.4	-0.4	-4.7	-5.5	-3.7	-1.8
QoQ (%)				5.5	-3.5	4.6	6.6	-2.0
<b>영업이익</b>	194.6	152.9	216.5	46.1	38.0	39.1	39.7	-1.6
YoY (%)	1.4	-21.4	41.6	8.6	-23.2	-15.1	-13.8	-1.3
QoQ (%)				-6.9	4.4	2.9	4.5	-1.6
이익률 (%)	38.3	31.6	35.2	34.7	31.7	31.2	31.1	0.1
<b>당기순이익</b>	142.4	133.6	166.6	29.4	29.8	32.2	33.6	-4.1
이익률 (%)	28.0	27.7	27.1	22.2	24.8	25.7	26.3	-0.6

자료: 컴투스, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표18. 컴투스 실적 추이 및 전망

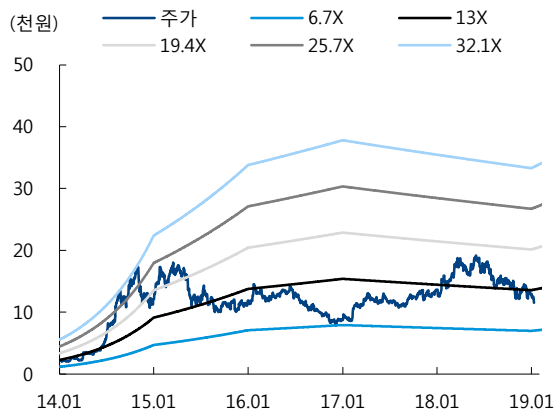
(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	508.0	483.3	615.7	120.3	129.4	125.7	132.6	114.0	124.1	119.8	125.4
서머너즈워(국내)	19.6	17.5	20.6	5.9	5.3	4.3	4.1	4.0	4.6	4.4	4.6
서머너즈워(해외)	359.6	347.2	323.0	86.6	85.8	85.1	102.1	84.6	88.5	85.0	89.2
원더택틱스	16.7	12.0	8.1	4.7	4.3	4.1	3.7	3.2	3.2	2.9	2.6
스카이랜더스	n/a	n/a	81.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
서머너즈워 MMO	n/a	n/a	30.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	112.1	106.6	152.4	23.1	34.0	32.3	22.8	22.2	27.9	27.6	28.9
<b>영업이익</b>	194.6	152.9	216.5	50.1	49.0	49.5	46.1	39.4	36.4	38.0	39.1
<b>세전이익</b>	193.2	178.0	221.8	50.0	52.1	53.4	37.7	49.7	46.0	39.8	42.3
<b>당기순이익</b>	142.4	133.6	166.6	36.7	37.5	38.8	29.4	36.5	35.2	29.8	32.2
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	-1.0	-4.9	27.4	-11.0	2.2	6.4	-0.4	-5.2	-4.1	-4.7	-5.5
서머너즈워(국내)	-26.7	-10.7	18.0	-14.3	-26.9	-35.0	-31.4	-32.3	-14.5	1.5	12.2
서머너즈워(해외)	-1.4	-3.4	-7.0	-10.8	-6.9	-4.0	17.6	-2.3	3.0	-0.1	-12.6
원더택틱스	-34.3	-28.2	-32.8	-25.0	-38.4	-35.0	-38.4	-30.7	-24.6	-28.6	-28.6
스카이랜더스	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
서머너즈워 MMO	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	16.6	-4.9	43.0	-7.5	68.5	94.0	-33.8	-3.9	-17.9	-14.6	26.9
<b>영업이익</b>	1.4	-21.4	41.6	-16.2	0.7	20.3	8.6	-21.3	-25.7	-23.2	-15.1
<b>세전이익</b>	-2.9	-7.9	24.7	-18.1	2.0	28.0	-16.4	-0.6	-11.7	-25.4	12.4
<b>당기순이익</b>	-6.2	-6.1	24.7	-21.0	-1.2	25.4	-19.4	-0.5	-6.2	-23.3	9.6
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	38.3	31.6	35.2	41.6	37.8	39.4	34.7	34.6	29.3	31.7	31.2
<b>세전이익률</b>	38.0	36.8	36.0	41.6	40.3	42.5	28.4	43.6	37.1	33.3	33.8
<b>순이익률</b>	28.0	27.7	27.1	30.5	29.0	30.9	22.2	32.0	28.4	24.8	25.7

자료: 컴투스, 하이투자증권 리서치센터

주 1: 연결기준

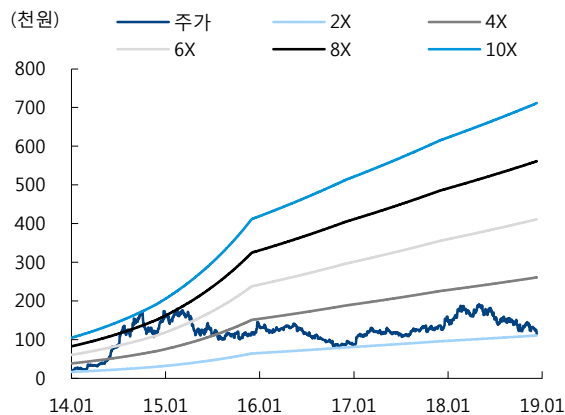
주 2: 게임별 매출액은 당사 추정치

그림35. 컴투스 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림36. 컴투스 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	768	884	1,032	1,192
현금 및 현금성자산	26	16	24	46
단기금융자산	644	773	889	1,022
매출채권	88	84	107	111
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	70	69	69	70
유형자산	3	1	0	0
무형자산	3	2	1	0
자산총계	838	953	1,101	1,262
유동부채	77	75	75	75
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	77	76	76	76
자배주주지분	761	876	1,025	1,186
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	208	208	208	208
이익잉여금	560	676	825	987
기타자본항목	-20	-20	-20	-20
비자배주주지분	-	-	0	0
자본총계	761	876	1,025	1,186

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	508	483	616	640
증가율(%)	-1.0	-4.9	27.4	4.0
매출원가	51	51	51	51
매출총이익	457	432	564	589
판매비와관리비	262	279	348	356
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	195	153	216	233
증가율(%)	1.4	-21.4	41.6	7.6
영업이익률(%)	38.3	31.6	35.2	36.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-10	15	-7	-9
세전계속사업이익	193	178	222	238
법인세비용	51	44	55	59
세전계속이익률(%)	38.0	36.8	36.0	37.2
당기순이익	142	134	167	179
순이익률(%)	28.0	27.7	27.1	28.0
지배주주귀속 순이익	142	134	167	179
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	141	133	166	178
지배주주귀속총포괄이익	140	131	164	176

현금흐름표

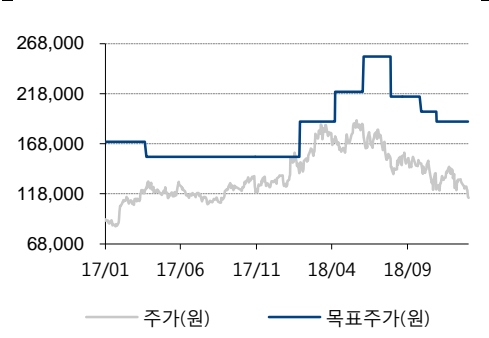
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	135	121	126	157
당기순이익	142	134	167	179
유형자산감가상각비	2	2	1	0
무형자산상각비	1	1	1	0
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-182	-135	-122	-139
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-164	-129	-116	-133
재무활동 현금흐름	-16	-18	-17	-17
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-17	-18	-17	-17
현금및현금성자산의증감	-64	-10	8	21
기초현금및현금성자산	90	26	16	24
기말현금및현금성자산	26	16	24	46

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	11,066	10,387	12,948	13,918
BPS	59,141	68,116	79,654	92,162
CFPS	11,281	10,621	13,052	13,966
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	12.3	11.0	8.8	8.2
PBR	2.3	1.7	1.4	1.2
PCR	12.1	10.7	8.7	8.2
EV/EBITDA	5.5	4.3	2.5	1.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.4	16.3	17.5	16.2
EBITDA 이익률	38.9	32.3	35.4	36.5
부채비율	10.2	8.7	7.4	6.4
순부채비율	-88.1	-90.1	-89.1	-90.1
매출채권회전율(x)	6.3	5.6	6.5	5.9
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 컴투스, 하이투자증권 리서치센터

컴투스  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	155,000	6개월	-23.6%	-15.9%
2017-07-17	Buy	155,000	1년	-18.7%	2.6%
2018-02-06	Buy	190,000	1년	-11.4%	-1.4%
2018-04-18	Buy	220,000	1년	-20.4%	-13.0%
2018-06-14	Buy	255,000	1년	-34.0%	-28.6%
2018-08-08	Buy	215,000	1년	-30.8%	-26.0%
2018-10-08	Buy	200,000	1년	-31.0%	-24.5%
2018-11-08	Buy	190,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-



# 게임빌 (063080)

## Hold (Maintain)

목표주가(12M)	61,000 원(상향)
증가(2019/01/11)	53,000 원

Stock Indicator	
자본금	3십억원
발행주식수	660만주
시가총액	350십억원
외국인지분율	11.1%
52 주 주가	42,300~75,800 원
60 일평균거래량	97,595 주
60 일평균거래대금	5.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	20.0	2.7	-24.0
상대수익률	-0.9	23.0	17.4	-4.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	106	108	161	181
영업이익(십억원)	-20	-18	6	12
순이익(십억원)	8	9	38	47
EPS(원)	1,211	1,406	5,809	7,082
BPS(원)	36,613	37,931	43,652	50,646
PER(배)	76.2	37.7	9.1	7.5
PBR(배)	2.5	1.4	1.2	1.0
ROE(%)	3.4	3.8	14.2	15.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	36.4	22.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

# 흑자 전환만으로 부족하다

## 4Q18 Preview: 매출액 +64.9% YoY, 영업이익 적자 축소 YoY 예상

게임빌의 4 분기 매출액은 367 억원(+64.9% YoY, +59.2% QoQ), 영업손실은 11 억원(적자 YoY, 적자 QoQ)을 기록할 것으로 추정한다. 지난해 10 월 일본에서 출시한 '탈리온'이 양호한 초기 성과를 거두어 매출액은 큰 폭으로 증가하겠지만, BEP 달성을 위해서는 월매출액이 130 억원은 수준은 발생해야하기 때문에 4 분기에도 흑자로 전환하기에는 역부족이었던 것으로 보인다.

## 2019 년 흑자 전환 가능할 전망

'엘룬', 'NBA NOW', '게임빌 프로야구' 등의 신작 출시 및 '탈리온'의 서비스 지역 확대로 2019 년 매출액이 전년동기대비 48.8% 증가하면서 영업이익은 흑자 전환이 가능할 것으로 전망한다. 자체 개발작 '엘룬'은 전략 RPG 장르로 1 월 중에 대만, 홍콩, 마카오 지역에서 출시할 계획이며, '탈리온'은 대규모 업데이트 및 호주 등 오세아니아 지역으로 서비스 지역을 확대하여 안정적인 매출 흐름을 이어나갈 것으로 전망한다. 현재까지 공개된 라인업 외에 올해 출시할 2~3 종의 신작이 추가적으로 공개될 것으로 예상된다.

## 투자의견 HOLD, 목표주가 61,000 원으로 상향 조정

밸류에이션 적용 시점 변경으로 목표주가를 기존 55,000 원에서 61,000 원으로 상향 조정하나 투자의견은 HOLD 를 유지한다. 출시 초기에 동남아와 일본 지역에서 매출 10 위권 안에 진입했던 '탈리온'은 지난해 10 월에 글로벌 일매출액이 최고 6 억원까지 기록했었으나 최근 1 억원 이하로 하락하였다. 양산형 모바일 게임이 증가하고 게임 시장 경쟁이 심화되고 있는 가운데 게임의 라이프사이클 장기화가 입증되지 않는다면 주가 상승 모멘텀은 약하다고 판단한다.

표19. 게임빌 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	106.4	107.8	160.5	22.2	23.0	36.7	42.6	-13.9
YoY(%)	-34.4	1.4	48.8	-43.3	-9.3	64.9	91.4	-26.5
QoQ(%)				-12.4	-6.2	59.2	84.8	-25.6
영업이익	-19.6	-17.8	6.3	-8.6	-6.8	-1.1	3.5	-131.1
YoY(%)	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전	-
QoQ(%)				적지	적지	적지	흑전	-
이익률(%)	-18.4	-16.5	3.9	-38.5	-29.3	-3.0	8.3	-11.3
당기순이익	8.0	9.3	36.8	-3.4	-0.8	5.0	6.8	-25.8
이익률(%)	7.5	8.6	22.9	-15.1	-3.5	13.7	15.9	-2.2

자료: 게임빌, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

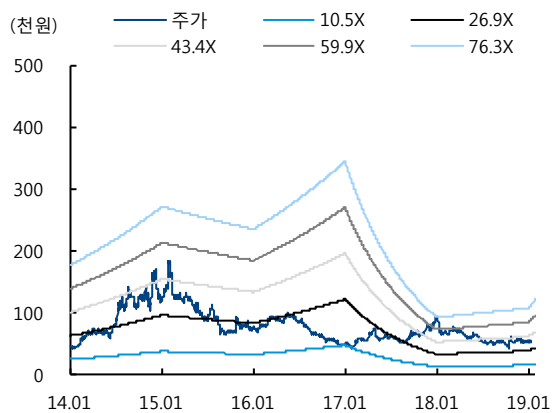
표20. 게임빌 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	106.4	107.8	160.5	28.6	30.2	25.4	22.2	23.6	24.5	23.0	36.7
별이되어라 (카카오)	15.0	6.7	3.7	4.8	3.9	3.5	2.8	2.3	1.4	1.5	1.6
별이되어라 (해외)	26.0	15.7	10.4	8.3	6.7	6.1	4.9	4.6	4.4	2.2	4.4
크리티카	6.3	5.7	5.5	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4	1.6
탈리온	n/a	15.8	42.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6	14.3
코스모 듀얼	n/a	0.1	10.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1
엘룬	n/a	n/a	15.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	59.0	64.0	72.8	13.8	18.0	14.2	13.1	15.3	17.4	16.4	14.8
영업이익	-19.6	-17.8	6.3	-3.0	-4.2	-3.8	-8.6	-5.8	-4.1	-6.8	-1.1
세전이익	6.5	13.1	48.4	4.8	4.3	3.4	-5.9	3.2	3.4	0.0	6.6
당기순이익	8.0	9.3	36.8	3.2	5.6	2.5	-3.4	3.7	1.4	-0.8	5.0
성장률 (YoY %)											
매출액	-34.4	1.4	48.8	-30.0	-30.2	-34.9	-43.3	-17.4	-18.7	-9.3	64.9
별이되어라 (카카오)	-26.7	-55.6	-44.6	-8.8	-24.7	-30.9	-43.6	-52.9	-65.1	-57.8	-44.6
별이되어라 (해외)	-26.7	-39.8	-33.5	-8.8	-24.7	-30.9	-43.6	-44.1	-34.3	-63.9	-9.7
크리티카	-25.5	-10.6	-2.5	-31.5	-26.9	-22.8	-18.5	-16.7	-17.7	-12.5	6.0
탈리온	n/a	n/a	168.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
코스모 듀얼	n/a	n/a	11,029.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
엘룬	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	-39.6	8.3	13.7	-42.5	-33.3	-38.4	-45.0	10.9	-2.9	15.5	13.2
영업이익	적전	적지	흑전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	-82.0	100.1	269.5	-66.1	-61.1	-51.6	적전	-33.8	-22.4	-100.0	흑전
당기순이익	-73.0	15.8	296.8	-72.1	-39.0	-55.3	적전	13.7	-75.5	적전	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	-18.4	-16.5	3.9	-10.7	-14.0	-14.8	-38.5	-24.6	-16.7	-29.3	-3.0
세전이익률	6.2	12.2	30.2	16.7	14.4	13.3	-26.7	13.4	13.7	0.0	18.0
당기순이익률	7.5	8.6	22.9	11.4	18.6	9.9	-15.1	15.6	5.6	-3.5	13.7

자료: 게임빌, 하이투자증권 리서치센터

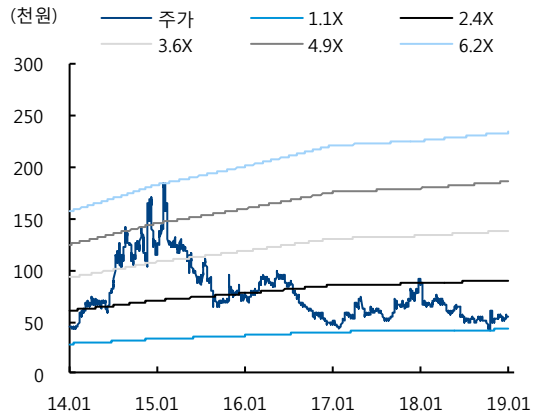
주: 연결기준

그림37. 게임빌 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림38. 게임빌 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36	53	97	144
현금 및 현금성자산	10	23	54	90
단기금융자산	2	1	0	0
매출채권	9	9	14	15
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	300	290	283	277
유형자산	28	25	23	21
무형자산	7	6	5	4
자산총계	336	344	380	421
유동부채	56	56	55	54
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	1	1	1	1
유동성장기부채	36	36	36	36
비유동부채	37	37	37	37
사채	-	-	-	-
장기차입금	17	17	17	17
부채총계	93	93	92	91
지배주주지분	241	250	288	334
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	169	178	217	263
기타자본항목	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	1	1	0	-4
자본총계	243	251	288	330

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	106	108	161	181
증가율(%)	-34.1	1.4	48.8	12.6
매출원가	50	51	76	86
매출총이익	56	57	85	95
판매비와관리비	76	75	78	84
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-20	-18	6	12
증가율(%)	-570.6	-11.8	-135.6	83.1
영업이익률(%)	-18.9	-16.5	3.9	6.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	33	33	33	33
기타영업외손익	-5	-1	10	11
세전계속사업이익	7	13	48	56
법인세비용	-1	4	12	13
세전계속이익률(%)	6.2	12.2	30.2	31.1
당기순이익	8	9	37	43
순이익률(%)	7.5	8.6	22.9	23.6
지배주주귀속 순이익	8	9	38	47
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	7	9	36	42
지배주주귀속총포괄이익	7	9	36	42

현금흐름표

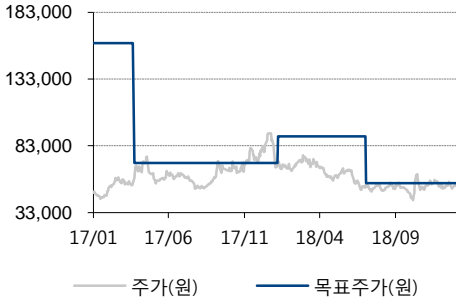
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-21	9	29	34
당기순이익	8	9	37	43
유형자산감가상각비	3	3	2	2
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	33	33	33	33
투자활동 현금흐름	3	38	38	37
유형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	3	1	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-	-	-
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	0	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-21	12	31	36
기초현금및현금성자산	32	10	23	54
기말현금및현금성자산	10	23	54	90

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,211	1,406	5,809	7,082
BPS	36,613	37,931	43,652	50,646
CFPS	2,037	2,136	6,305	7,424
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	76.2	37.7	9.1	7.5
PBR	2.5	1.4	1.2	1.0
PCR	45.3	24.8	8.4	7.1
EV/EBITDA	-	-	36.4	22.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.4	3.8	14.2	15.0
EBITDA 이익률	-13.8	-12.0	6.0	7.7
부채비율	38.4	36.8	31.9	27.7
순부채비율	17.2	12.2	-0.1	-10.9
매출채권회전율(x)	9.9	11.8	14.0	12.4
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 게임빌, 하이투자증권 리서치센터

게임빌  
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Buy	70,000	6개월	-14.2%	7.0%
2017-07-17	Buy	70,000	1년	-5.2%	32.1%
2018-01-17	Buy	90,000	1년	-28.5%	-15.8%
2018-07-13	Hold	55,000	1년	-4.8%	12.2%
2019-01-14	Hold	61,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-





# NHN 엔터테인먼트 (181710)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000 원(유지)
종가(2019/01/11)	60,800 원

Stock Indicator	
자본금	10 십억원
발행주식수	1,957만주
시가총액	1,190 십억원
외국인지분율	14.3%
52 주 주가	42,400-83,200 원
60 일평균거래량	62,399 주
60 일평균거래대금	3.3 십억원

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	12.0	-9.8	-14.8
상대수익률	5.7	14.9	4.9	4.6



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	909	1,260	1,491	1,639
영업이익(십억원)	35	75	101	139
순이익(십억원)	17	126	91	113
EPS(원)	849	6,460	4,638	5,769
BPS(원)	77,006	82,327	85,825	90,455
PER(배)	80.6	9.4	13.1	10.5
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	1.1	8.1	5.5	6.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	12.3	5.9	5.7	4.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 핀테크 시장 확대의 수혜주

4Q18 Preview: 매출액 +53.3% YoY, 영업이익 +131.2% YoY 예상

NHN 엔터테인먼트의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 3,644 억원(+53.3% YoY, +7.6% QoQ), 233 억원(+131.2% YoY, +7.5% QoQ)으로 추정한다. 자회사 NHN 한국사이버결제와 인크로스의 연결 실적 반영으로 높은 전년비 성장률은 올해 2 분기까지 지속될 것이다. 지난해 2 분기부터 매출 타격을 받은 웹보드 게임 매출액은 전분기와 유사한 흐름을 이어가고 있으며, 모바일게임은 '루비:아미티 아레나' 등의 신작 출시 및 기존 게임의 프로모션 진행으로 전분기대비 소폭 증가할 것으로 전망한다. 4 분기는 전자상거래 시장의 성수기인 만큼 간편결제와 PG 거래액 모두 전분기대비 증가할 것이며, 중국 역직구대행사서비스인 에이컴메이트, 온라인 쇼핑몰 솔루션 기업 NHN 고도몰 모두 게임 외 기타 매출 상승을 견인할 것으로 보인다.

### 페이코는 외형 성장보다 비용 절감에 주목

페이코는 단순 간편결제서비스에서 벗어나 상품 검색부터 쇼핑, 결제까지 원스톱으로 가능하게 하는 모바일 쇼핑 채널링 서비스로 진화하고 있다. 페이코의 지분 4.8%를 보유하고 있는 한화인베스트먼트와의 시너지 창출 일환으로 한화투자증권과의 제휴를 통한 CMA 개설 서비스 출시, 한화생명과의 제휴를 통한 포인트 소액 대출 등 금융서비스 또한 확대하고 있다. 더불어 쿠폰/포인트와 같은 혜택 범위는 확대되고 있는 반면 동사가 부담하는 마케팅 비용이 축소되고 있는 점이 상당히 긍정적이다. 지난해 3 분기 페이코의 마케팅비용은 50 억원 수준까지 축소되었고, 향후에도 점진적으로 축소되면서 적자폭이 축소될 것으로 예상된다. 페이코의 누적 결제 이용자 수는 900 만명, 최근 월별 거래액은 4,000 억원 수준으로 더욱 경쟁이 치열해지고 있는 간편결제서비스 시장에서 외형 성장률은 둔화될 것으로 비용 절감을 통한 실적 개선에 초점을 맞춘 투자전략이 유효하다.

표21. NHN 엔터테인먼트 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	909	1,260	1,491	238	339	364	361	0.8
YoY(%)	6.2	38.6	18.3	1.3	54.2	53.3	52.0	1.3
QoQ(%)				8.2	4.2	7.6	6.7	0.9
<b>영업이익</b>	35	75	101	10	22	23	25	-6.9
YoY(%)	31.7	116.6	34.9	121.1	292.2	131.2	148.4	-17.2
QoQ(%)				82.3	45.4	7.5	15.5	-8.0
이익률(%)	3.8	6.0	6.8	4.2	6.4	6.4	6.9	-0.5
<b>당기순이익</b>	9	143	113	-10	26	28	24	18.5
이익률(%)	1.0	11.4	7.6	-4.4	7.7	7.8	6.6	1.2

자료: NHN 엔터테인먼트, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

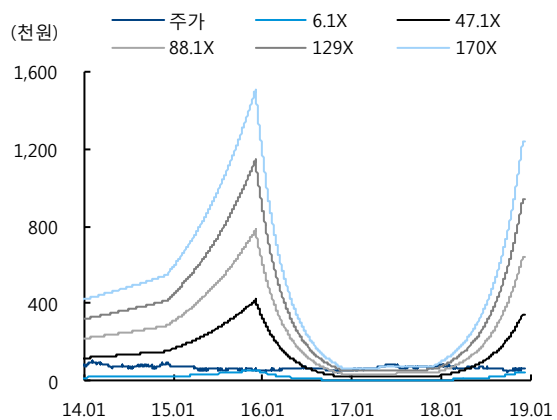
표22. NHN 엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	909	1,260	1,491	227	225	220	238	232	325	339	364
<b>게임매출</b>	476	438	506	127	123	112	114	116	98	108	115
PC	202	176	170	56	49	49	49	53	41	40	42
모바일	273	262	336	71	74	64	65	64	57	68	74
<b>기타매출</b>	433	823	985	100	102	107	124	116	227	231	249
기술	87	88	98	22	20	20	24	20	23	21	23
커머스	155	167	177	38	36	35	46	37	41	41	49
엔터테인먼트	134	142	155	30	34	35	35	32	35	37	38
기타	58	426	555	10	12	17	19	26	128	132	139
<b>영업이익</b>	35	75	101	9	10	6	10	15	15	22	23
<b>세전이익</b>	54	194	154	21	19	14	0	78	43	36	37
<b>당기순이익</b>	9	143	113	12	6	1	-10	63	26	26	28
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	6.2	38.6	18.3	11.3	6.8	5.9	1.3	2.4	44.6	54.2	53.3
<b>게임매출</b>	0.6	-8.0	15.4	4.2	2.7	-1.6	-3.0	-8.0	-19.8	-4.1	1.0
PC	3.5	-13.1	-3.5	14.0	-1.2	2.8	-1.6	-5.0	-15.9	-17.4	-15.3
모바일	-1.4	-4.2	28.1	-2.4	5.5	-4.7	-4.1	-10.3	-22.4	5.9	13.4
<b>기타매출</b>	13.0	89.9	19.8	21.9	12.2	15.0	5.7	15.6	122.0	115.1	101.5
기술	-7.0	1.0	11.8	14.7	-2.2	-12.5	-20.0	-8.3	12.2	3.8	-2.3
커머스	-5.7	8.0	6.1	-0.9	-12.7	-1.3	-6.7	-3.0	14.2	16.0	6.2
엔터테인먼트	46.8	6.1	9.5	70.5	55.8	42.0	28.8	7.7	3.3	5.5	7.9
기타	65.5	637.7	30.3	46.3	59.8	71.4	76.2	163.8	964.7	676.1	645.2
<b>영업이익</b>	31.7	116.6	34.9	0.4	-4.1	142.2	121.1	66.6	50.3	292.2	131.2
<b>세전이익</b>	109.2	256.4	-20.8	-36.0	-52.0	108.9	흑전	272.5	123.9	151.0	72417.0
<b>당기순이익</b>	22.8	1,540.0	-20.8	-50.9	-80.5	-11.7	적지	425.2	340.5	1,902.8	흑전
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	3.8	6.0	6.8	4.1	4.4	2.5	4.2	6.6	4.6	6.4	6.4
<b>세전이익률</b>	6.0	15.4	10.3	9.2	8.5	6.5	0.0	33.6	13.2	10.5	10.2
<b>당기순이익률</b>	1.0	11.4	7.6	5.3	2.6	0.6	-4.4	27.2	7.9	7.7	7.8

자료: NHN 엔터테인먼트, 하이투자증권 리서치센터

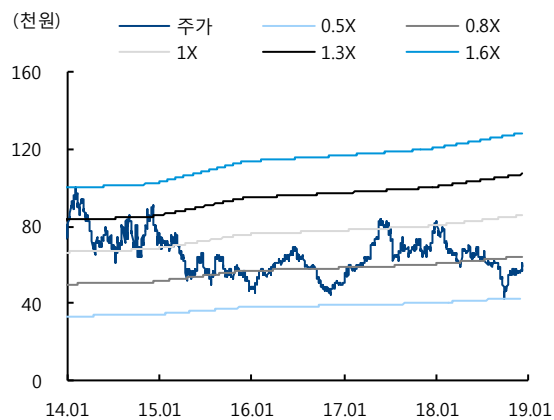
주: 연결기준

그림39. NHN 엔터테인먼트 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림40. NHN 엔터테인먼트 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	948	1,163	1,404	1,768
현금 및 현금성자산	368	329	183	177
단기금융자산	226	290	372	477
매출채권	241	310	367	403
재고자산	17	27	32	35
비유동자산	1,170	1,197	1,235	1,281
유형자산	118	90	72	59
무형자산	352	341	332	326
자산총계	2,118	2,360	2,639	3,049
유동부채	396	518	706	997
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	82	82	82	82
유동성장기부채	9	9	9	9
비유동부채	63	63	63	63
사채	6	6	6	6
장기차입금	2	2	2	2
부채총계	460	581	769	1,060
자배주주지분	1,507	1,611	1,679	1,770
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	278	405	496	608
기타자본항목	-10	-10	-10	-10
비자배주주지분	151	168	191	219
자본총계	1,658	1,779	1,870	1,989

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	909	1,260	1,491	1,639
증가율(%)	6.2	38.6	18.3	9.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	909	1,260	1,491	1,639
판매비와관리비	874	1,185	1,389	1,500
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	35	75	101	139
증가율(%)	31.7	116.6	34.9	36.9
영업이익률(%)	3.8	6.0	6.8	8.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-10	-10	-10	-10
기타영업외손익	-45	53	-12	-14
세전계속사업이익	54	194	154	191
법인세비용	46	51	40	50
세전계속이익률(%)	6.0	15.4	10.3	11.7
당기순이익	9	143	113	141
순이익률(%)	1.0	11.4	7.6	8.6
지배주주귀속 순이익	17	126	91	113
기타포괄이익	-22	-22	-22	-22
총포괄이익	-14	121	91	119
지배주주귀속총포괄이익	-13	120	90	118

현금흐름표

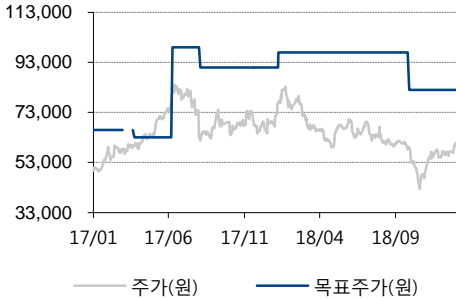
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-43	107	19	181
당기순이익	9	143	113	141
유형자산감가상각비	23	28	19	12
무형자산상각비	11	11	9	7
지분법관련손실(이익)	-10	-10	-10	-10
투자활동 현금흐름	-86	-25	-43	-66
유형자산의 처분(취득)	-84	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-
금융상품의 증감	-50	-64	-82	-105
재무활동 현금흐름	196	132	132	132
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	12	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-	-	-
현금및현금성자산의증감	67	-39	-146	-6
기초현금및현금성자산	301	368	329	183
기말현금및현금성자산	368	329	183	177

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	849	6,460	4,638	5,769
BPS	77,006	82,327	85,825	90,455
CFPS	2,561	8,430	6,022	6,748
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	80.6	9.4	13.1	10.5
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
PCR	26.7	7.2	10.1	9.0
EV/EBITDA	12.3	5.9	5.7	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	1.1	8.1	5.5	6.5
EBITDA 이익률	7.5	9.0	8.6	9.6
부채비율	27.7	32.7	41.1	53.3
순부채비율	-29.9	-29.3	-24.5	-28.0
매출채권회전율(x)	4.1	4.6	4.4	4.3
재고자산회전율(x)	47.2	58.1	51.2	49.4

자료 : NHN 엔터테인먼트, 하이투자증권 리서치센터

**NHN 엔터테인먼트**  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-04-03(담당자변경)	Hold	63,000	6개월	6.0%	23.5%
2017-06-19	Buy	99,000	6개월	-18.0%	-15.2%
2017-07-17	Buy	99,000	1년	-22.7%	-16.8%
2017-08-14	Buy	91,000	1년	-25.1%	-15.7%
2018-01-18	Buy	97,000	1년	-31.0%	-14.2%
2018-10-08	Buy	82,000	1년		

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 :김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-



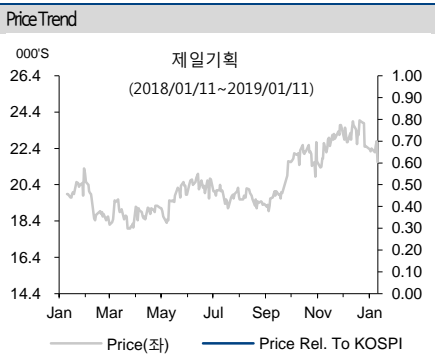
# 제일기획 (030000)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	29,000 원(상향)
종가(2019/01/11)	21,600 원

Stock Indicator	
자본금	23십억원
발행주식수	11,504만주
시가총액	2,485십억원
외국인지분율	37.2%
52주 주가	17,950~23,900 원
60일평균거래량	302,141 주
60일평균거래대금	6.8십억원

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.9	-2.9	7.7	8.8
상대수익률	-7.6	1.1	16.9	25.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	3,375	3,694	3,930	4,124
영업이익(십억원)	157	177	195	208
순이익(십억원)	127	131	148	158
EPS(원)	1,105	1,143	1,289	1,374
BPS(원)	7,354	7,596	7,983	8,456
PER(배)	19.2	18.9	16.8	15.7
PBR(배)	2.9	2.8	2.7	2.6
ROE(%)	15.8	15.3	16.5	16.7
배당수익률(%)	3.6	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	10.8	10.2	9.4	8.8

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 인력 선투자에도 호실적 지속

4Q18 Preview: 매출총이익 +10.3% YoY, 영업이익 +13.8% YoY

제일기획 4 분기 매출총이익은 3,257 억원(+10.3% YoY), 영업이익은 521 억원(+13.8% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 신규 광고주 개발을 위한 인력 선투자가 진행되었음에도 불구하고 계열사 물량의 지속적인 증가와 비계열사 물량도 증가하면서 호실적 흐름이 유지될 것으로 예상된다. 인력 효율화로 매출총이익 대비 영업이익률은 전년동기대비 0.6%p 상승한 16.1%를 기록할 것으로 추정한다. 전분기대비해서는 영업이익률이 1.6%p 하락할 것으로 추정하는데 이는 인력 선투자에 의한 일회적 이슈로 인력 선투자는 광고 물량 증가로 이어져 결국 2019 년 탐라인 성장을 견인할 것이다.

2019 년에도 전년과 유사한 성장률 유지할 전망

2018 년 매출총이익은 전년대비 8.3% 증가할 것으로 예상, 지난해 초 제시했던 성장률 가이드라인인 7~10% 성장률을 무난하게 달성할 것으로 보인다. 국내 광고 시장의 성장세는 더딘 상황이기 때문에 안정적인 성장세는 더욱 부각되고 있다. 삼성전자의 광고 물량이 국내와 해외 지역에서 동시에 증가하고 있는데 그 중에서도 닷컴 비즈니스 중심의 디지털 광고, B2B 등의 신사업 영역에서 성장세가 두드러진다. 인력 선투자가 이루어진 만큼 2019 년 매출총이익 성장률 가이드라인도 작년과 유사한 수준으로 제시될 가능성이 높다.

투자 의견 BUY, 목표주가 29,000 원으로 상향 조정

제일기획의 2019 년 매출총이익과 영업이익은 각각 7.6%, 10.0% 증가할 것으로 추정한다. 성장성과 배당 매력까지 겹치면서 긍정적인 투자 심리가 지속될 것으로 투자 의견 BUY 유지하며, 목표주가는 밸류에이션 적용 시점 변경으로 기존 27,000 원에서 29,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12MF EPS 1,322 원에 Target PER 21.7 배를 적용하여 산출했다. Target PER 은 제일기획의 과거 5 개년 평균 PER 을 적용했다.



표23. 제일기획 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	3,375	3,694	3,930	999	869	1,103	1,050	5.0
YoY(%)	4.4	9.5	6.4	2.7	-0.8	10.4	5.1	5.3
QoQ(%)				14.0	-4.5	26.9	20.8	6.1
<b>영업이익</b>	157	177	195	46	46	52	48	7.6
YoY(%)	4.7	13.1	10.0	-16.0	31.3	13.8	5.8	8.0
QoQ(%)				30.4	-20.8	13.1	5.1	8.0
이익률(%)	4.6	4.8	5.0	4.6	5.3	4.7	4.6	0.1
<b>당기순이익</b>	128	133	150	32	32	41	38	7.6
이익률(%)	3.8	3.6	3.8	3.2	3.6	3.7	3.6	0.1

자료: 제일기획, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

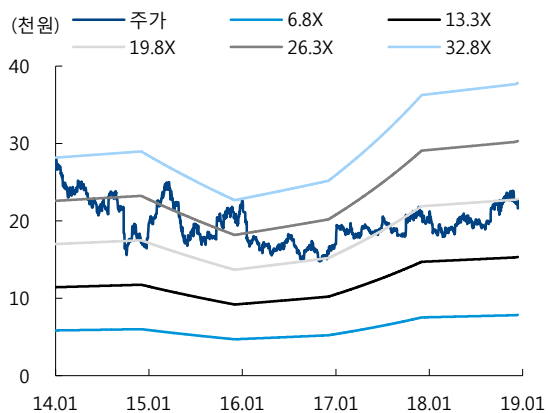
표24. 제일기획 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>총매출액</b>	3,375	3,694	3,930	675	825	876	999	812	910	869	1,103
<b>매출총이익</b>	1,013	1,096	1,180	213	256	248	295	235	273	263	326
매체	129	142	145	23	33	34	39	26	37	37	42
광고물 제작	152	160	162	31	40	37	44	32	43	35	49
연결대상 종속회사	731	794	873	159	184	177	212	177	193	191	234
<b>영업이익</b>	157	177	195	23	52	35	46	26	58	46	52
<b>세전이익</b>	165	188	206	23	51	40	51	27	65	47	54
<b>당기순이익</b>	128	133	150	16	39	42	32	19	46	32	41
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>총매출액</b>	4.4	9.5	6.4	2.3	0.6	12.2	2.7	20.4	10.3	-0.8	10.4
<b>매출총이익</b>	1.5	8.3	7.6	-5.6	0.0	4.9	5.9	10.3	6.6	6.0	10.3
매체	-2.4	10.3	1.7	-7.6	-11.2	16.1	-4.4	12.3	13.6	8.8	7.6
광고물 제작	-0.6	5.1	1.5	3.7	-3.0	-1.6	-0.5	3.5	8.8	-5.8	12.3
연결대상 종속회사	2.7	8.6	9.9	-7.0	3.0	4.4	9.5	11.3	4.8	7.9	10.3
<b>영업이익</b>	4.7	13.1	10.0	4.1	19.2	22.1	-16.0	11.6	11.4	31.3	13.8
<b>세전이익</b>	29.3	14.0	9.4	0.3	10.8	44.0	66.1	16.4	26.5	18.1	6.1
<b>당기순이익</b>	41.6	3.9	12.8	13.7	35.0	63.8	42.9	17.7	19.1	-24.0	29.6
<b>이익률 (%)</b>											
GP 대비 영업이익률	15.5	16.1	16.5	10.9	20.4	14.2	15.5	11.1	21.3	17.6	16.0
GP 대비 세전이익률	16.3	17.2	17.5	10.9	20.0	16.1	17.2	11.5	23.8	17.9	16.6
GP 대비 순이익률	12.7	12.2	12.7	7.7	15.1	16.8	10.7	8.2	16.9	12.1	12.5

자료: 제일기획, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

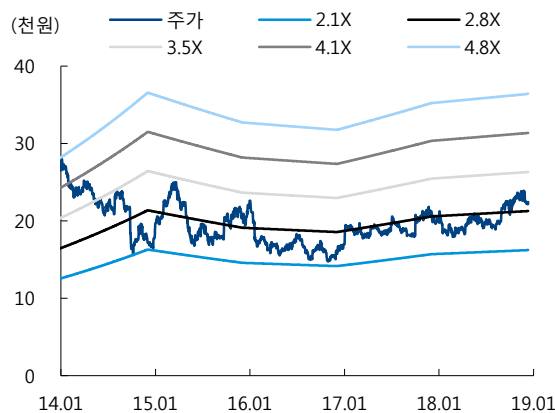
주: 연결기준

그림41. 제일기획 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림42. 제일기획 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,889	2,000	2,111	2,212
현금 및 현금성자산	328	299	305	318
단기금융자산	47	56	62	68
매출채권	1,324	1,450	1,542	1,618
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	349	344	339	345
유형자산	95	100	103	115
무형자산	161	153	147	143
자산총계	2,238	2,344	2,449	2,557
유동부채	1,281	1,357	1,416	1,467
매입채무	690	755	803	843
단기차입금	13	13	13	13
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	101	101	101	101
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	1,382	1,458	1,517	1,568
자배주주지분	846	874	918	973
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124
이익잉여금	1,093	1,148	1,219	1,300
기타자본항목	-346	-346	-346	-346
비자배주주지분	10	12	14	16
자본총계	856	886	932	989

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,375	3,694	3,930	4,124
증가율(%)	4.4	9.5	6.4	4.9
매출원가	2,362	2,598	2,750	2,877
매출총이익	1,013	1,096	1,180	1,247
판매비와관리비	856	919	985	1,039
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	157	177	195	208
증가율(%)	4.7	13.1	10.0	7.0
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.0	5.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	2	2	2	2
기타영업외손익	10	10	10	9
세전계속사업이익	165	188	206	220
법인세비용	37	55	56	59
세전계속이익률(%)	4.9	5.1	5.2	5.3
당기순이익	128	133	150	160
순이익률(%)	3.8	3.6	3.8	3.9
지배주주귀속 순이익	127	131	148	158
기타포괄이익	-27	-27	-27	-27
총포괄이익	102	107	124	134
지배주주귀속총포괄이익	101	106	122	132

현금흐름표

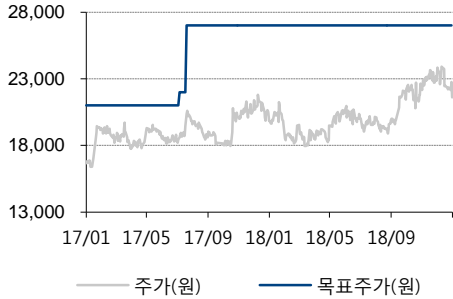
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	39	104	136	153
당기순이익	128	133	150	160
유형자산감가상각비	17	16	17	17
무형자산상각비	19	18	16	15
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2
투자활동 현금흐름	-15	-40	-36	-46
유형자산의 처분(취득)	-21	-20	-20	-30
무형자산의 처분(취득)	-5	-10	-10	-10
금융상품의 증감	10	-9	-6	-6
재무활동 현금흐름	-53	-91	-91	-91
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-34	-77	-77	-77
현금및현금성자산의증감	-45	-29	6	13
기초현금및현금성자산	373	328	299	305
기말현금및현금성자산	328	299	305	318

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,105	1,143	1,289	1,374
BPS	7,354	7,596	7,983	8,456
CFPS	1,422	1,434	1,573	1,652
DPS	760	760	760	760
Valuation(배)				
PER	19.2	18.9	16.8	15.7
PBR	2.9	2.8	2.7	2.6
PCR	14.9	15.1	13.7	13.1
EV/EBITDA	10.8	10.2	9.4	8.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.8	15.3	16.5	16.7
EBITDA 이익률	5.7	5.7	5.8	5.8
부채비율	161.5	164.6	162.7	158.6
순부채비율	-42.3	-38.6	-38.0	-37.8
매출채권회전율(x)	2.6	2.7	2.6	2.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 제일기획, 하이투자증권 리서치센터

제일기획  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-07-17	Buy	22,000	1년	-14.1%	-11.6%
2017-07-31	Buy	27,000	1년	-27.5%	-19.3%
2019-01-14	Buy	29,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정 )

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-



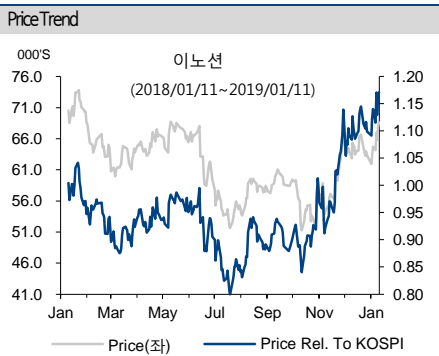
# 이노션 (214320)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	87,000 원(상향)
증가(2019/01/11)	68,600 원

Stock Indicator	
자본금	10십억원
발행주식수	2,000만주
시가총액	1,372십억원
외국인지분율	30.1%
52주 주가	51,200~73,800 원
60일평균거래량	41,075주
60일평균거래대금	25십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	34.0	28.0	0.1
상대수익률	5.9	38.0	37.2	17.0



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,139	1,282	1,410	1,520
영업이익(십억원)	97	117	127	136
순이익(십억원)	61	80	91	98
EPS(원)	3,074	3,976	4,573	4,878
BPS(원)	33,615	35,740	38,462	41,490
PER(배)	23.8	17.3	15.0	14.1
PBR(배)	2.2	1.9	1.8	1.7
ROE(%)	9.3	11.5	12.3	12.2
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	7.2	5.0	4.6	4.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 불황에도 명품 시계는 돌아간다

4Q18 Preview: 매출총이익 +18.1% YoY, 영업이익 +34.5% YoY

이노션의 4 분기 매출총이익은 1,256 억원(+18.1% YoY), 영업이익은 326 억원(+34.5% YoY)로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 2017 년 4 분기는 광고물량 비중이 가장 높은 본사와 미주 지역이 모두 역성장을 기록했던 시기로 낮은 기저로 인한 증익 효과가 발생할 것이며, 현대차의 '팰리세이드' 신차 출시 및 비계열 광고 물량 증가 지속으로 실적 고성장세가 이어질 것이다.

### 2019 년 계열사 물량 성장 개선될 전망

지난해는 비계열 광고 물량 증가와 자회사 D&G 인수 효과가 탑라인 성장을 견인했지만, 현대-기아차의 현대-기아차가 글로벌 수요 부진을 겪으면서 계열사 물량은 상당히 위축됐던 시기이다. 올해는 그만큼 계열 물량에 대해서는 기저효과가 기대되며 신차 출시 또한 본격화되기 때문에 계열사 중심으로 성장세가 지속될 전망이다. 현대차는 올해 1 분기에 '소나타', 3 분기에 '제네시스 G80', 4 분기에 '제네시스 SUV' 등 주요 신차를 연이어 출시할 예정이다. 더불어 지난해에 '야놀자', '무신사', '메가스터디' 등 온라인 업체 위주로 비계열 광고주가 신규로 영입되었는데 디지털 업체가 새로운 광고주로 부상하면서 광고 시장 파이 성장 또한 지속될 전망이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 87,000 원으로 상향 조정

이노션에 대한 투자의견을 BUY 로 유지하며, 목표주가는 기존 77,000 원에서 87,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12MF EPS 4,025 원에 Target PER 21.7 배를 적용하여 산출했다. Target PER 는 경쟁사인 제일기획과 동일한 수준이다. 지난해에 제기된 대기업 총수 일감몰아주기 규제범위 확대 가능성이 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했는데 올해 총수일가 지분이 20% 미만으로 축소된다면 불확실성 해소로 밸류에이션이 정상화될 것으로 기대한다.

표25. 이노션 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>총매출액</b>	1,139	1,282	1,410	310	320	358	356	0.4
YoY(%)	8.3	12.6	10.0	0.7	16.2	15.3	14.9	0.4
QoQ(%)				12.8	7.8	11.9	11.5	0.4
<b>영업이익</b>	97	117	127	24	30	33	32	0.5
YoY(%)	-2.7	21.0	8.1	-22.9	20.4	34.5	33.9	0.6
QoQ(%)				-4.1	2.1	7.1	6.6	0.5
이익률(%)	8.5	9.1	9.0	7.8	9.5	9.1	9.1	0.0
<b>당기순이익</b>	76	96	108	17	25	27	27	-0.5
이익률(%)	6.6	7.5	7.6	5.4	7.8	7.5	7.5	-0.1

자료: 이노션, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

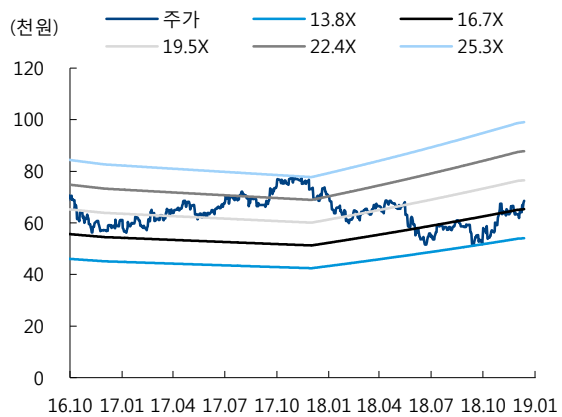
표26. 이노션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>총매출액</b>	1,139	1,282	1,410	287	266	275	310	308	297	320	358
<b>매출총이익</b>	393	467	521	93	98	96	106	107	115	119	126
<b>본사</b>	126	143	159	26	33	30	38	27	37	36	44
매체대행	74	85	95	13	18	18	25	13	21	22	30
광고제작	15	19	21	3	4	4	4	4	5	5	4
옥외광고	8	8	9	2	2	2	2	2	2	2	2
프로모션	15	16	17	4	4	3	4	4	6	2	4
기타	14	15	18	4	4	3	3	4	4	4	3
<b>해외</b>	268	325	366	67	65	67	69	81	78	84	82
<b>영업이익</b>	97	117	127	21	26	25	24	24	30	30	33
<b>세전이익</b>	104	129	142	21	32	28	24	27	33	33	35
<b>당기순이익</b>	76	96	108	14	25	20	17	20	25	25	27
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출총이익</b>	3.1	18.8	11.5	4.2	2.5	9.5	-2.4	15.8	17.0	24.1	18.1
<b>본사</b>	-2.3	13.6	10.8	-3.7	0.0	-5.6	-0.6	4.5	11.6	20.2	16.4
매체대행	-4.0	14.7	11.3	-2.2	-15.6	-6.2	7.4	-4.9	13.3	24.1	19.5
광고제작	2.3	23.1	10.0	-31.1	49.2	16.7	-9.1	50.3	8.1	22.4	20.0
옥외광고	-6.8	5.1	5.0	-11.9	-10.0	4.0	-8.2	0.5	5.3	15.0	-2.0
프로모션	-6.2	7.6	8.0	15.8	-11.7	2.9	-21.6	1.0	25.1	-15.0	10.0
기타	10.6	8.3	15.0	10.9	211.4	-29.5	-11.8	7.2	-3.0	27.6	5.0
<b>해외</b>	6.0	21.0	12.7	7.9	3.7	18.0	-3.3	19.9	19.7	25.7	19.0
<b>영업이익</b>	-2.7	21.0	8.1	6.6	-2.6	18.0	-22.9	13.3	15.4	20.4	34.5
<b>세전이익</b>	-4.6	23.6	9.6	-16.1	7.2	25.8	-27.2	30.6	4.1	18.9	49.2
<b>당기순이익</b>	-3.0	26.9	12.0	-19.0	5.2	25.8	-20.6	40.9	-0.2	24.0	58.6
<b>이익률 (%)</b>											
<b>GP 대비 영업이익률</b>	24.6	25.1	24.3	23.2	26.3	26.2	22.8	22.7	25.9	25.5	25.9
<b>GP 대비 세전이익률</b>	26.6	27.6	27.2	22.5	32.7	28.9	22.3	25.4	29.1	27.7	28.2
<b>GP 대비 당기순이익률</b>	19.2	20.6	20.7	15.1	25.2	20.9	15.8	18.4	21.5	20.9	21.3

자료: 이노션, 하이투자증권 리서치센터

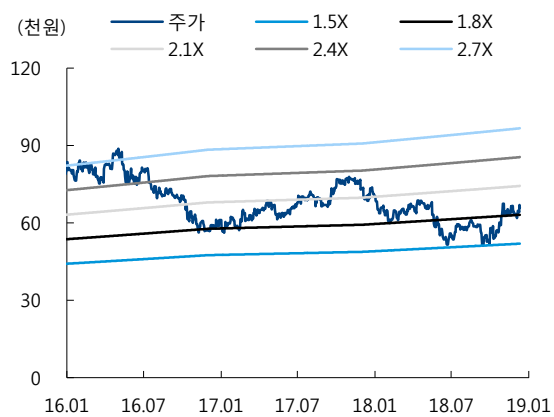
주: 연결기준

그림43. 이노션 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림44. 이노션 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,509	1,670	1,830	1,986
현금 및 현금성자산	330	405	458	467
단기금융자산	394	353	316	283
매출채권	741	834	917	989
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	117	113	110	107
유형자산	33	28	25	23
무형자산	54	53	52	51
자산총계	1,626	1,783	1,940	2,093
유동부채	892	989	1,076	1,151
매입채무	798	898	988	1,066
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	49	49	49	49
사채	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	941	1,038	1,125	1,200
자배주주지분	672	715	769	830
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	133	133	133	133
이익잉여금	560	620	691	769
기타자본항목	-10	-10	-10	-10
비자배주주지분	13	30	46	63
자본총계	686	745	815	893

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,139	1,282	1,410	1,520
증가율(%)	8.3	12.6	10.0	7.9
매출원가	745	815	889	958
매출총이익	393	467	521	562
판매비와관리비	297	350	394	426
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	97	117	127	136
증가율(%)	-2.8	21.1	8.1	7.5
영업이익률(%)	8.5	9.1	9.0	8.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	0	3	5	6
세전계속사업이익	104	129	142	151
법인세비용	29	33	34	36
세전계속이익률(%)	9.2	10.1	10.0	9.9
당기순이익	76	96	108	115
순이익률(%)	6.6	7.5	7.6	7.5
지배주주귀속 순이익	61	80	91	98
기타포괄이익	-17	-17	-17	-17
총포괄이익	59	79	91	98
지배주주귀속총포괄이익	58	78	90	97

현금흐름표

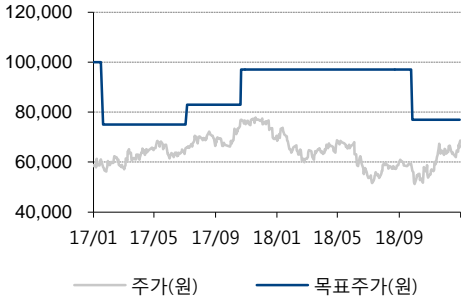
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	116	63	47	6
당기순이익	76	96	108	115
유형자산감가상각비	5	4	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	35	34	30	26
유형자산의 처분(취득)	-9	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	46	41	37	33
재무활동 현금흐름	-32	-20	-20	-20
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-32	-20	-20	-20
현금및현금성자산의증감	99	74	54	9
기초현금및현금성자산	231	330	405	458
기말현금및현금성자산	330	405	458	467

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,074	3,976	4,573	4,878
BPS	33,615	35,740	38,462	41,490
CFPS	3,394	4,242	4,783	5,047
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	23.8	17.3	15.0	14.1
PBR	2.2	1.9	1.8	1.7
PCR	21.6	16.2	14.3	13.6
EV/EBITDA	7.2	5.0	4.6	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.3	11.5	12.3	12.2
EBITDA 이익률	9.1	9.5	9.3	9.2
부채비율	137.2	139.4	138.0	134.4
순부채비율	-105.6	-101.7	-95.0	-84.0
매출채권회전율(x)	1.4	1.6	1.6	1.6
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 이노션, 하이투자증권 리서치센터

이노션  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-01-31	Buy	75,000	6개월	-16.4%	-8.7%
2017-07-17	Buy	83,000	1년	-16.4%	-7.5%
2017-11-01	Buy	97,000	1년	-32.9%	-19.8%
2018-10-08	Buy	77,000	1년	-22.1%	-10.9%
2019-01-14	Buy	87,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-



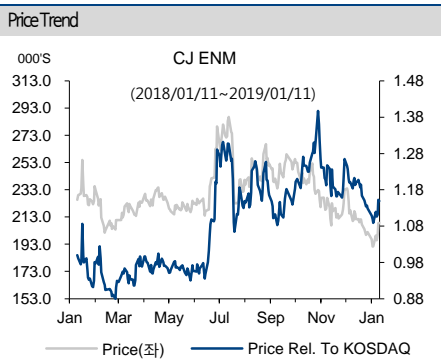
# CJ ENM (035760)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	335,000 원(유지)
증가(2019/01/11)	208,700 원

Stock Indicator	
자본금	31 십억원
발행주식수	2,193 만주
시가총액	4,576 십억원
외국인자본율	19.1%
52 주 주가	191,200~286,400 원
60 일평균거래량	74,167 주
60 일평균거래대금	16.2 십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-13.6	-26.4	-8.9
상대수익률	-5.4	-7.4	-10.2	12.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,260	4,360	4,671	5,155
영업이익(십억원)	224	327	402	495
순이익(십억원)	131	169	260	327
EPS(원)	21,054	7,713	11,842	14,909
BPS(원)	165,443	109,501	118,589	130,744
PER(배)	11.0	27.1	17.6	14.0
PBR(배)	1.4	1.9	1.8	1.6
ROE(%)	13.5	9.9	10.4	12.0
배당수익률(%)	1.3	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	4.1	12.0	6.8	6.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 스튜디오드래곤보다 좋은 점

4Q18 Preview: 매출액 +8.5% YoY, 영업이익 +33.6% YoY 예상

CJ ENM 의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 1 조 1,824 억원(+8.5% YoY), 809 억원(+33.6% YoY)으로 추정된다. 4 분기는 광고 성수기이자 채널 입지력 상승에 따른 광고단가의 안정화, '남자친구', '알함브라 궁전의 추억'의 흥행으로 TV 광고 매출액은 높은 기저 부담에 불구하고 전년동기대비 13% 증가하며 높은 성장을 지속할 전망이다. 지난해 3 분기 누적 기준 전년비 33.7% 증가했던 디지털광고와 콘텐츠 판매 수익이 포함되어 있는 방송 기타 매출액은 '알함브라 궁전의 추억'이 중국 OTT 사업자에게 판매되었고, '남자친구'는 미주, 유럽, 아시아 등 글로벌 100 여개 국가에 선판매되어 전년동기대비 30% 증가할 것으로 예상된다.

### 중국 사업 재개 기대감 유효

사드 영향으로 한국 콘텐츠는 여전히 중국에 진출을 못하고 있지만 최근 '알함브라 궁전의 추억'이 중국 대형 OTT 사업자에게 판매되며 중국 재진출 기대감이 높아졌다. 더불어 '남자친구' 또한 중국에서 정식으로 방영이 되지 않았음에도 불구하고 웨이보에서 해시태그 수가 6.2 억부를 넘어선 점을 감안하면 여전히 중국 내 한국 콘텐츠의 영향력이 크다는 것이 입증되었다. 중국 사업이 재개될 경우 자회사의 스튜디오드래곤의 판권 판매 수익 증가가 가장 두드러지겠지만 CJ ENM 은 드라마뿐만 아니라 예능·영화·뮤지컬 수출 및 공동제작, 자체 아티스트의 중국 진출 및 MD 판매 등 부가수익을 창출할 수 있는 분야가 다양하다.

### M&A 를 통한 해외 사업 확대 지속

CJ ENM 은 지난해 12 월 스웨덴 방송 배급사 에코라이츠를 인수했다. 에코라이츠는 스웨덴, 터키, 스페인, 필리핀 등에 진출한 방송·콘텐츠 배급사로 전 세계에서 1 만 5000 시간 분량 이상의 방송배급권을 보유하고 있다. 에코라이츠의 네트워크를 활용하여 유럽을 비롯한 글로벌 시장에 세계 주요 시장에서 방송 포맷을 판매하거나 공동제작 등을 추진할 것으로 보인다. 향후에는 넷마블, CJ 헬로, 스튜디오드래곤 등 보유 자산 유동화를 통해 글로벌 진출 확대를 위한 대형 M&A 를 진행할 가능성도 높다.

표27. CJ ENM 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	<b>3,973</b>	<b>4,360</b>	<b>4,671</b>	<b>1,090</b>	<b>1,096</b>	<b>1,182</b>	<b>1,150</b>	<b>2.8</b>
YoY (%)	7.2	9.7	7.1		12.7	8.5	5.5	3.0
QoQ (%)				12.1	4.5	7.9	4.9	3.0
<b>영업이익</b>	<b>288</b>	<b>327</b>	<b>402</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>-1.7</b>
YoY (%)	39.1	13.5	23.0		23.6	33.6	36.0	-2.4
QoQ (%)				-2.2	-3.3	5.7	7.6	-1.9
이익률 (%)	7.2	7.5	8.6	5.6	7.0	6.8	7.2	-0.3
<b>당기순이익</b>	<b>565</b>	<b>295</b>	<b>346</b>	<b>21</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>4.3</b>
이익률 (%)	14.2	6.8	7.4	1.9	4.9	5.6	5.5	0.1

자료: CJ ENM, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

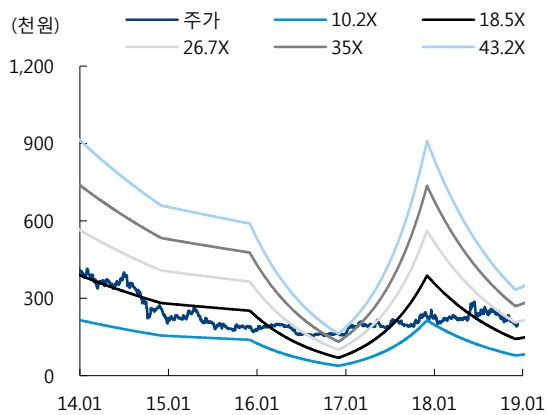
표28. CJ ENM 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	3,973	4,360	4,671	933	978	973	1,090	1,032	1,049	1,096	1,182
방송	1,262	1,515	1,660	279	323	310	351	333	362	407	414
커머스	1,193	1,235	1,293	286	300	276	331	291	307	295	341
영화	225	216	247	61	46	57	61	80	36	45	55
음악	231	257	294	47	47	66	70	56	67	58	76
CJ 헬로	1,062	1,136	1,177	260	261	264	277	272	277	291	295
<b>매출총이익</b>	1,712	1,683	1,892	417	438	406	452	406	410	406	461
<b>영업이익</b>	288	327	402	77	88	62	61	90	79	77	81
방송	62	125	136	20	24	9	9	25	29	37	34
커머스	152	127	146	36	46	31	39	42	34	18	32
영화	-10	1	7	1	-2	-3	-6	7	-4	-2	0
음악	12	10	25	2	2	7	1	3	4	3	0
CJ 헬로	73	63	87	18	19	19	18	13	16	21	14
<b>세전이익</b>	777	376	444	92	592	60	32	120	98	73	85
<b>당기순이익</b>	565	295	346	67	440	38	21	96	79	54	66
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	7.2	9.7	7.1	n/a	n/a	n/a	n/a	10.6	7.3	12.7	8.5
방송	15.4	20.1	9.5	n/a	n/a	n/a	n/a	19.4	12.0	31.4	18.2
커머스	2.6	3.5	4.7	n/a	n/a	n/a	n/a	1.8	2.5	6.8	3.0
영화	7.0	-3.9	14.2	n/a	n/a	n/a	n/a	30.9	-21.9	-20.4	-9.8
음악	15.7	11.3	14.4	n/a	n/a	n/a	n/a	18.4	41.1	-12.2	8.8
CJ 헬로	2.1	6.9	3.6	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5	6.1	10.5	6.6
<b>매출총이익</b>	9.9	-1.7	12.4	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.6	-6.3	0.0	2.1
<b>영업이익</b>	39.1	13.5	23.0	n/a	n/a	n/a	n/a	17.0	-10.4	23.6	33.6
방송	33.1	102.8	8.5	n/a	n/a	n/a	n/a	22.5	21.9	304.8	299.7
커머스	11.5	-16.5	15.5	n/a	n/a	n/a	n/a	17.9	-25.6	-41.8	-17.8
영화	적지	흑전	596.2	n/a	n/a	n/a	n/a	688.7	적지	적지	흑전
음악	63.3	-14.7	146.5	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	113.7	-51.9	적전
CJ 헬로	69.7	-12.9	37.5	n/a	n/a	n/a	n/a	-25.4	-17.7	11.0	-20.2
<b>세전이익</b>	499.0	-51.6	18.1	n/a	n/a	n/a	n/a	30.3	-83.5	21.1	165.5
<b>당기순이익</b>	505.1	-47.8	17.3	n/a	n/a	n/a	n/a	44.7	-82.1	42.3	217.2
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	7.2	7.5	8.6	8.2	9.0	6.4	5.6	8.7	7.5	7.0	6.8
<b>세전이익률</b>	19.5	8.6	9.5	9.9	60.6	6.2	2.9	11.6	9.3	6.6	7.2
<b>당기순이익률</b>	14.2	6.8	7.4	7.1	45.0	3.9	1.9	9.3	7.5	4.9	5.6

자료: CJ ENM, 하이투자증권 리서치센터

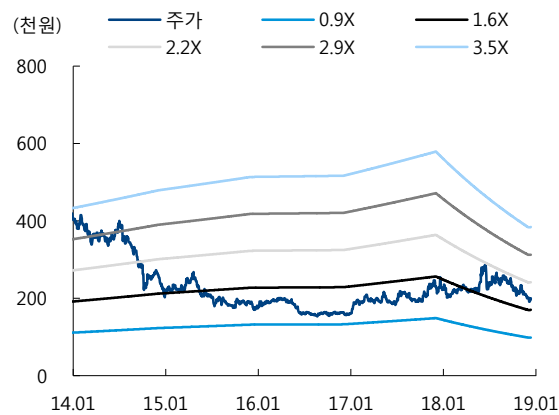
주: 연결기준

그림45. CJ ENM 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림46. CJ ENM 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	664	1,479	2,228	2,911
현금 및 현금성자산	114	265	921	1,473
단기금융자산	83	332	365	401
매출채권	372	719	770	850
재고자산	76	147	158	174
비유동자산	2,138	4,985	4,490	4,146
유형자산	816	1,381	1,154	980
무형자산	950	1,831	1,553	1,371
자산총계	2,802	6,464	6,718	7,057
유동부채	732	1,975	1,944	1,918
매입채무	36	69	74	82
단기차입금	22	1,272	1,272	1,272
유동성장기부채	152	152	152	152
비유동부채	586	1,506	1,506	1,506
사채	511	1,431	1,431	1,431
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1,318	3,481	3,450	3,425
자배주주지분	1,028	2,401	2,600	2,867
자본금	31	1,295	1,295	1,295
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	924	1,034	1,235	1,503
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비자배주주지분	456	582	668	766
자본총계	1,484	2,983	3,269	3,633

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,260	4,360	4,671	5,155
증가율(%)	2.3	92.9	7.1	10.4
매출원가	988	2,677	2,779	2,990
매출총이익	1,272	1,683	1,892	2,165
판매비와관리비	1,047	1,356	1,490	1,670
연구개발비	2	4	4	4
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	224	327	402	495
증가율(%)	25.5	45.5	23.0	23.2
영업이익률(%)	9.9	7.5	8.6	9.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	6	56	68	75
기타영업외손익	-33	-8	-30	-30
세전계속사업이익	184	376	444	544
법인세비용	41	81	98	120
세전계속이익률(%)	8.2	8.6	9.5	10.6
당기순이익	143	295	346	425
순이익률(%)	6.3	6.8	7.4	8.2
지배주주귀속 순이익	131	169	260	327
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	142	294	345	423
지배주주귀속총포괄이익	141	291	341	419

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	330	46	719	610
당기순이익	143	295	346	425
유형자산감가상각비	166	164	227	174
무형자산상각비	79	79	279	181
지분법관련손실(이익)	6	56	68	75
투자활동 현금흐름	-256	-3,317	-9	-5
유형자산의 처분(취득)	-183	-730	-	-
무형자산의 처분(취득)	-86	-960	-	-
금융상품의 증감	67	-249	-33	-36
재무활동 현금흐름	-62	3,416	-59	-59
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	363	920	-	-
자본의증감	-	1,264	-	-
배당금지급	-18	-18	-59	-59
현금및현금성자산의증감	11	151	656	552
기초현금및현금성자산	103	114	265	921
기말현금및현금성자산	114	265	921	1,473

주요투자지표

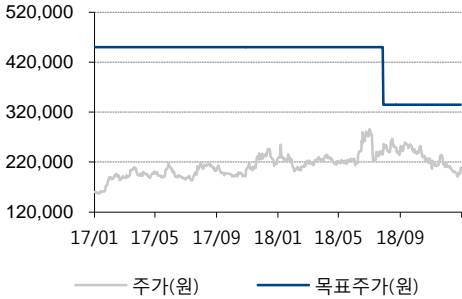
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	21,054	7,713	11,842	14,909
BPS	165,443	109,501	118,589	130,744
CFPS	60,410	18,815	34,917	31,087
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)				
PER	11.0	27.1	17.6	14.0
PBR	1.4	1.9	1.8	1.6
PCR	3.8	11.1	6.0	6.7
EV/EBITDA	4.1	12.0	6.8	6.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.5	9.9	10.4	12.0
EBITDA 이익률	20.8	13.1	19.4	16.5
부채비율	88.8	116.7	105.5	94.3
순부채비율	32.9	75.7	48.0	27.0
매출채권회전율(x)	6.2	8.0	6.3	6.4
재고자산회전율(x)	32.6	38.9	30.6	31.0

자료 : CJ ENM, 하이투자증권 리서치센터



CJ ENM
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-08-09	Buy	335,000	1년		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 본 연구원은 2018-12-14~2018-12-15 까지 CJENM(035760)의 일부 비용으로 경영진 간담회 및 콘텐츠 사이트 탐방 행사에 참석하였습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	90.9%	9.1%	-

# 스튜디오드래곤 (253450)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	144,000 원(유지)
종가(2019/01/11)	95,500 원

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,805만주
시가총액	2,679십억원
외국인지분율	25%
52주 주가	63,600~119,800원
60일평균거래량	177,040주
60일평균거래대금	17.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	-4.9	-20.3	39.4
상대수익률	-2.8	1.3	-4.1	60.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	287	373	484	597
영업이익(십억원)	33	62	100	131
순이익(십억원)	24	58	81	106
EPS(원)	1,050	2,059	2,883	3,765
BPS(원)	13,141	15,198	18,070	21,832
PER(배)	61.9	46.4	33.1	25.4
PBR(배)	4.9	6.3	5.3	4.4
ROE(%)	9.5	14.5	17.3	18.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	22.1	22.9	16.3	12.5

주:K-FRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## OTT 전쟁 속 기업가치 레벨업

4Q18 Preview: 매출액 +33.0% YoY, 영업이익 309.4% YoY

스튜디오드래곤의 4 분기 예상 매출액은 956 억원(+33.0% YoY), 영업이익은 142 억원(+309.4% YoY)으로 시장 컨센서스 대비 다소 미흡한 실적을 기록할 것으로 전망한다. '알함브라 궁전의 추억'이 넷플릭스와 더불어 중국 대형 OTT 사업자에게도 판매 되었지만 중국에서는 국내 방영과 동시 방영이 아닌 점을 감안하면 판매 가격이 당초 기대에 못 미쳤을 것으로 판단한다. 더불어 '남자친구'와 '알함브라 궁전의 추억' 모두 4 분기 말부터 방영을 시작하여 올해 1 분기까지 수익이 안분되어 인식될 것이다.

### 판매 채널 최적화로 투자 수익률 향상

지난해 '미스터션샤인'이 넷플릭스에 높은 가격으로 판매되면서 높은 실적 성장을 견인했다. 넷플릭스는 주요 판매 채널로 자리잡은 상황에서 올해에는 디즈니에서 신규 OTT 서비스 '디즈니플러스'를 출시할 계획이며 AT&T 등의 글로벌 대형 미디어 업체가 OTT 시장에 참여할 것으로 판매 채널은 더욱 다각화될 전망이다. 다양한 OTT 서비스로 인해 콘텐츠 제작사는 판매량을 증가시킬 수 있을 뿐만 아니라 제작 역량이 높은 제작사는 가격 협상력이 지속적으로 향상될 것으로 판단한다. '남자친구'는 넷플릭스에 판매하지 않았음에도 불구하고 아이치이, 뷰 등의 OTT 사업자뿐만 아니라 다양한 국가의 지상파에 방영권을 분할 판매하면서 판권 수익을 창출했다. 이처럼 특정 사업자에 의존하지 않고 콘텐츠의 성향 분석을 통한 판매 채널 최적화로 제작비 대비 투자 수익률은 올해에도 향상될 것으로 기대한다.

### 옥수수 사업 확대는 콘텐츠 제작사에게 긍정적

SK 브로드밴드의 옥수수와 지상파의 폭이 합쳐진 OTT 서비스는 올해 6 월에 출시될 예정이다. 옥수수는 글로벌 서비스로 사업을 확대하기 위해 외부 투자 유치를 진행하고 개방형 플랫폼으로 구축될 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 국내 1 위 드라마제작사인 스튜디오드래곤의 콘텐츠를 확보하려는 OTT 사업자의 경쟁은 더욱 치열해질 것이고 판권 가격은 더욱 상승할 수 있다. 올해는 넷플릭스의 오리지널 드라마인 '좋아하면 울리는'이 방영될 예정이며, 중국 제작사와 1~2 편의 드라마를 공동제작할 예정인데 옥수수와도 다양한 사업 기회가 마련될 수 있을 것으로 판단한다.

표29. 스튜디오드래곤 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>373.5</b>	<b>484.5</b>	<b>71.9</b>	<b>123.7</b>	<b>95.6</b>	<b>106.5</b>	<b>-10.2</b>
YoY (%)	46.7	30.2	29.7		59.6	33.0	48.2	-15.2
QoQ (%)				-7.3	66.5	-22.7	-13.9	-8.8
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>61.5</b>	<b>100.0</b>	<b>3.5</b>	<b>29.3</b>	<b>14.2</b>	<b>16.3</b>	<b>-12.9</b>
YoY (%)	56.0	86.2	62.6		334.6	309.4	370.0	-60.6
QoQ (%)				-48.5	300.2	-51.5	-44.3	-7.2
이익률 (%)	11.5	16.5	20.6	4.8	23.7	14.9	15.3	-0.5
<b>당기순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>57.7</b>	<b>80.9</b>	<b>2.0</b>	<b>26.6</b>	<b>14.4</b>	<b>11.8</b>	<b>22.7</b>
이익률 (%)	8.3	15.5	16.7	2.8	21.5	15.1	11.0	4.1

자료: 스튜디오드래곤, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

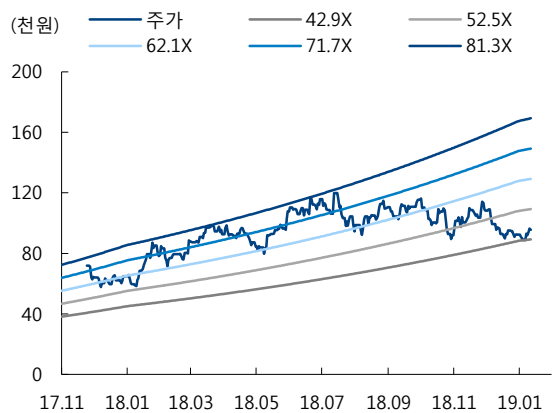
표30. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>373.5</b>	<b>484.5</b>	<b>75.3</b>	<b>62.1</b>	<b>77.5</b>	<b>71.9</b>	<b>79.9</b>	<b>74.3</b>	<b>123.7</b>	<b>95.6</b>
드라마편성	131.2	165.9	201.2	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	42.2
드라마판매	111.9	166.2	217.9	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	41.9
기타	43.7	41.4	65.3	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	11.5
<b>매출총이익</b>	<b>47.1</b>	<b>77.2</b>	<b>118.7</b>	<b>16.8</b>	<b>12.2</b>	<b>10.7</b>	<b>7.4</b>	<b>13.7</b>	<b>10.6</b>	<b>34.1</b>	<b>18.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>61.5</b>	<b>100.0</b>	<b>14.0</b>	<b>8.9</b>	<b>6.7</b>	<b>3.5</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>29.3</b>	<b>14.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>30.3</b>	<b>72.8</b>	<b>102.0</b>	<b>13.2</b>	<b>9.0</b>	<b>6.4</b>	<b>1.7</b>	<b>10.8</b>	<b>11.0</b>	<b>33.0</b>	<b>17.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>57.7</b>	<b>80.9</b>	<b>13.4</b>	<b>2.8</b>	<b>5.7</b>	<b>2.0</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>26.6</b>	<b>14.4</b>
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>매출액</b>	<i>46.7</i>	<i>30.2</i>	<i>29.7</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>6.1</i>	<i>19.6</i>	<i>59.6</i>	<i>33.0</i>
드라마편성	<i>49.4</i>	<i>26.4</i>	<i>21.3</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>54.5</i>	<i>41.1</i>	<i>17.1</i>	<i>8.3</i>
드라마판매	<i>48.4</i>	<i>48.5</i>	<i>31.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-12.0</i>	<i>9.5</i>	<i>172.0</i>	<i>62.9</i>
기타	<i>35.3</i>	<i>-5.3</i>	<i>57.9</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-43.2</i>	<i>-1.9</i>	<i>-8.3</i>	<i>60.0</i>
<b>매출총이익</b>	<i>74.1</i>	<i>63.7</i>	<i>53.8</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-18.4</i>	<i>-12.8</i>	<i>217.1</i>	<i>152.5</i>
<b>영업이익</b>	<i>56.0</i>	<i>86.2</i>	<i>62.6</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-23.5</i>	<i>-17.6</i>	<i>334.6</i>	<i>309.4</i>
<b>세전이익</b>	<i>97.4</i>	<i>140.7</i>	<i>40.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-18.2</i>	<i>23.0</i>	<i>419.6</i>	<i>962.4</i>
<b>당기순이익</b>	<i>83.8</i>	<i>142.1</i>	<i>40.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-41.3</i>	<i>217.4</i>	<i>369.3</i>	<i>622.4</i>
<b>이익률 (%)</b>											
<b>매출총이익률</b>	16.4	20.7	24.5	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	27.5	19.7
<b>영업이익률</b>	11.5	16.5	20.6	18.5	14.3	8.7	4.8	13.4	9.9	23.7	14.9
<b>당기순이익률</b>	8.3	15.5	16.7	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	21.5	15.1

자료: 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치센터

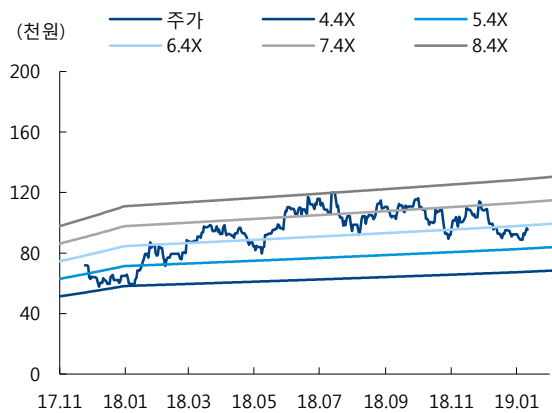
주: 연결기준

그림47. 스튜디오드래곤 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림48. 스튜디오드래곤 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

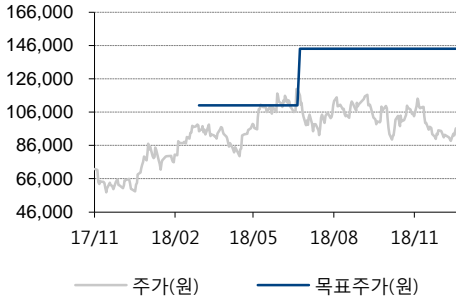
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	290	378	511	710	매출액	287	373	484	597
현금 및 현금성자산	51	101	147	238	증가율(%)	85.7	30.2	29.7	23.2
단기금융자산	141	183	238	309	매출원가	240	296	366	444
매출채권	55	37	48	60	매출총이익	47	77	119	153
재고자산	1	2	2	3	판매비와관리비	14	16	19	22
비유동자산	170	166	165	164	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1	1	1	0	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	128	124	123	123	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	459	544	675	874	영업이익	33	62	100	131
유동부채	91	118	168	261	증가율(%)	98.3	86.5	62.6	31.2
매입채무	6	8	10	13	영업이익률(%)	11.5	16.5	20.6	22.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	10	10	10	10	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	0	0	0	0	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	13	3	3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	30	73	102	133
부채총계	91	118	168	262	법인세비용	6	15	21	28
자배주주지분	368	426	507	612	세전계속이익률(%)	10.6	19.5	21.1	22.3
자본금	14	14	14	14	당기순이익	24	58	81	106
자본잉여금	320	320	320	320	순이익률(%)	8.3	15.5	16.7	17.7
이익잉여금	32	90	171	276	지배주주귀속 순이익	24	58	81	106
기타자본항목	3	3	3	3	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	24	58	81	106
자본총계	368	426	507	612	지배주주귀속총포괄이익	24	57	80	104

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-7	163	173	234	주당지표(원)				
당기순이익	24	58	81	106	EPS	1,050	2,059	2,883	3,765
유형자산감가상각비	0	0	0	0	BPS	13,141	15,198	18,070	21,832
무형자산상각비	41	43	41	40	CFPS	2,869	3,617	4,357	5,210
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-141	-81	-93	-110	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	61.9	46.4	33.1	25.4
무형자산의 처분(취득)	0	-40	-40	-40	PBR	4.9	6.3	5.3	4.4
금융상품의 증감	-141	-42	-55	-71	PCR	22.7	26.4	21.9	18.3
재무활동 현금흐름	188	-2	-2	-2	EV/EBITDA	22.1	22.9	16.3	12.5
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	10	-	-	-	ROE	9.5	14.5	17.3	18.9
자본의증감	208	-	0	-	EBITDA 이익률	25.9	28.2	29.2	28.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	24.7	27.7	33.2	42.7
현금및현금성자산의증감	40	49	47	90	순부채비율	-49.4	-64.3	-74.0	-87.7
기초현금및현금성자산	12	51	101	147	매출채권회전율(x)	6.1	8.1	11.3	11.0
기말현금및현금성자산	51	101	147	238	재고자산회전율(x)	443.0	250.6	250.2	244.5

자료 : 스튜디오드래곤, 하이투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-01-15	NR				
2018-03-23	Buy	110,000	1년		8.9%
2018-07-16	Buy	144,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-



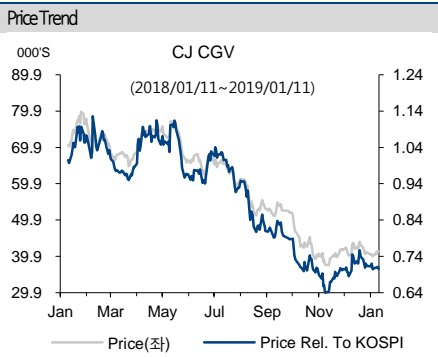
# CJ CGV (079160)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000 원(하향)
증가(2019/01/11)	41,200 원

Stock Indicator	
자본금	11십억원
발행주식수	2,116만주
시가총액	872십억원
외국인자본율	9.4%
52주 주가	37,350~79,700 원
60일평균거래량	165,652주
60일평균거래대금	6.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-4.4	-36.9	-41.3
상대수익률	-5.0	-0.4	-27.7	-24.5



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,714	1,777	1,950	2,086
영업이익(십억원)	86	76	99	123
순이익(십억원)	-1	-12	49	67
EPS(원)	-66	-566	2,302	3,173
BPS(원)	14,554	13,410	15,134	17,730
PER(배)			17.9	13.0
PBR(배)	5.1	3.1	2.7	2.3
ROE(%)	-0.4	-4.0	16.1	19.3
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	9.6	6.6	5.8	4.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## 국내 사업 정체 + 해외 사업 불확실성

4Q18 Preview: 매출액 +0.9% YoY, 영업이익 -45.0% YoY 예상

CJ CGV 의 연결 기준 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,582 억원(+0.9% YoY), 234 억원(-45.0% YoY)로 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 지난해 10 월 추석 연휴에도 불구하고 4 분기 국내 전체 박스오피스 매출액은 전년동기대비 4.2% 감소했으며, 지난해 4 분기는 어닝서프라이즈를 기록했던 시기로 높은 기저 부담까지 존재하여 국내 영업이익은 전년비 53.7% 감소한 121 억원을 기록할 것으로 추정한다. 중국 또한 4 분기 박스오피스 매출액이 전년비 10.3% 감소하여 역성장이 불가피하며, 베트남 지역 또한 스키캡 우승 등으로 박스오피스 성적이 저조하면서 10 억원 수준의 적자가 발생할 것으로 예상된다.

### 극장 사업자에 대한 투자 심리 위축 당분간 지속될 전망

지난해 국내 전체 영화 관람객수는 전년대비 8.1% 감소했으며, 티켓가격 인상에도 불구하고 박스오피스 매출액은 2.9% 감소했다. 중국 지역 또한 연간 관람객수 증가가 5.5%에 불과해 글로벌 영화 시장의 성장에 대한 의구심은 더욱 강해지고 있다. OTT 서비스인 넷플릭스의 글로벌 가입자는 지속적으로 증가하고 있고, 지난 6 일 골든 글로브 시상식에서 넷플릭스 작품이 5 관왕을 차지하는 등 미디어 시장 내에서 입지력은 더욱 향상되고 있다. 올해에도 '엑스맨', '어벤져스 4', '스파이더맨 파 프롬 홈', 등 블록버스터가 개봉하겠지만 히어로 시리즈는 지난해에도 지속적으로 라인업이 있었기 때문에 영화 시장 성장을 견인하기에는 부족해 보인다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 60,000 원으로 하향 조정

CJ CGV 에 대한 투자의견은 BUY 유지, 목표주가는 기존 65,000 원에서 60,000 원으로 하향 조정한다. 글로벌 극장 사업자의 주가 하락으로 Target PER 를 하향 조정했다. 성장이 제한적인 국내 사업가치는 12MF 순이익 289 억원에 KOSPI PER 8.9 배를 적용한 2,574 억원, 베트남/터키/4D 의 합산 사업가치는 12MF 순이익 356 억원에 글로벌 극장 사업자의 평균 PER 15.4 배를 적용한 5,484 억원, 중국 사업가치는 올해 예상 사이트 수인 120 개의 예상 연간 매출액과 영업이익률을 각각 50 억원, 6%로 가정하여 4,586 억원으로 산정하여 목표주가를 산출했다.



표31. CJ CGV 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	1,714.4	1,777.1	1,949.5	454.1	473.0	458.2	469.0	-2.3
YoY(%)	19.7	3.7	9.7	19.1	0.2	0.9	3.3	-2.4
QoQ(%)				-3.8	16.8	-3.1	-0.8	-2.3
영업이익	86.2	75.5	99.0	42.6	32.6	23.4	28.6	-17.9
YoY(%)	22.6	-12.4	31.1	139.3	1.4	-45.0	-33.0	-12.0
QoQ(%)				32.4	12,174.3	-28.2	-12.5	-15.7
이익률(%)	5.0	4.3	5.1	9.4	6.9	5.1	6.1	-1.0
당기순이익	10.0	-12.6	51.3	-10.2	-2.3	2.0	12.8	-84.4
이익률(%)	0.6	-0.7	2.6	-2.3	-0.5	0.4	2.7	-2.3

자료: CJ CGV, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표32. CJ CGV 별도기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	932.1	970.8	1007.7	216.7	197.4	269.2	248.9	220.2	221.4	282.0	247.3
상영매출	608.9	646.3	668.2	144.7	127.9	174.3	162.1	148.7	147.1	190.3	160.2
매점매출	158.1	164.0	175.4	37.7	33.4	45.6	41.4	37.6	37.1	49.4	39.9
광고매출	99.7	102.6	103.3	18.5	23.4	28.5	29.3	21.1	23.1	28.1	30.4
기타매출 (식음료 사업장)	65.4	58.0	60.9	15.8	12.6	20.8	16.1	12.8	14.1	14.3	16.9
매출총이익	490.0	513.9	542.7	109.3	100.8	143.1	136.7	115.6	115.9	150.9	131.5
영업이익	43.9	37.6	48.2	4.3	-9.0	22.5	26.2	1.1	-1.2	25.6	12.1
세전이익	-18.2	-37.7	35.9	-7.1	-17.4	28.2	-21.9	-14.6	-17.5	-6.6	1.0
당기순이익	-13.3	-30.1	28.7	-4.2	-13.1	21.5	-17.5	-12.0	-15.6	-3.0	0.5
<b>성장률 (YoY %)</b>											
매출액	1.9	4.2	3.8	6.2	-2.2	-6.7	13.0	1.6	12.2	4.8	-0.6
상영매출	-1.1	6.1	3.4	6.4	-4.6	-11.9	9.8	2.8	15.1	9.2	-1.2
매점매출	-1.3	3.7	6.9	3.0	-3.2	-11.8	11.0	-0.4	11.1	8.3	-3.6
광고매출	4.7	2.9	0.7	-8.5	4.4	6.7	13.4	14.1	-1.5	-1.5	3.6
기타매출 (식음료 사업장)	49.3	-11.3	5.0	40.4	17.3	69.9	69.4	-19.4	11.2	-31.3	5.0
매출총이익	0.8	4.9	5.6	0.7	-3.9	-8.5	17.7	5.7	14.9	5.4	-3.8
영업이익	-29.2	-14.4	28.2	-57.3	적전	-42.0	164.3	-74.0	적지	13.8	-53.7
세전이익	적전	적지	흑전	적전	적전	5.9	적지	적지	적지	적전	흑전
당기순이익	적전	적지	흑전	적전	적전	5.4	적지	적지	적지	적전	흑전
<b>이익률 (%)</b>											
매출총이익률	52.6	52.9	53.8	50.4	51.1	53.2	54.9	52.5	52.3	53.5	53.2
영업이익률	4.7	3.9	4.8	2.0	-4.6	8.4	10.5	0.5	-0.5	9.1	4.9
세전이익률	-2.0	-3.9	3.6	-3.3	-8.8	10.5	-8.8	-6.6	-7.9	-2.4	0.4
당기순이익률	-1.4	-3.1	2.8	-1.9	-6.6	8.0	-7.0	-5.4	-7.1	-1.1	0.2

자료: CJ CGV, 하이투자증권 리서치센터

주: 별도기준

표33. CJ CGV 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	1,714.4	1,777.1	1,949.5	405.5	382.6	472.2	454.1	441.2	404.8	473.0	458.2
매출총이익	867.3	914.7	974.8	202.2	187.1	240.4	237.6	226.3	204.3	244.3	239.7
영업이익	86.2	75.5	99.0	14.6	-3.1	32.2	42.6	19.2	0.3	32.6	23.4
세전이익	11.5	-16.8	68.4	0.4	-16.1	36.6	-9.4	2.9	-18.5	-3.8	2.6
당기순이익	10.0	-12.6	51.3	1.9	-11.8	30.2	-10.2	2.9	-19.9	-2.3	2.0
<b>성장률 (YoY %)</b>											
매출액	19.7	3.7	9.7	29.0	21.6	11.9	19.1	8.8	5.8	0.2	0.9
매출총이익	18.9	5.5	6.6	27.3	20.2	7.4	24.2	11.9	9.2	1.6	0.9
영업이익	22.6	-12.4	31.1	-17.7	적전	-5.3	139.3	31.5	흑전	1.4	-45.0
세전이익	-35.7	적전	흑전	-97.9	적전	1,011.5	적지	653.6	적지	적전	흑전
순이익	79.4	적전	흑전	-86.0	적전	6,564.0	적지	50.2	적지	적전	흑전
<b>이익률 (%)</b>											
매출총이익률	50.6	51.5	50.0	49.9	48.9	50.9	52.3	51.3	50.5	51.7	52.3
영업이익률	5.0	4.3	5.1	3.6	-0.8	6.8	9.4	4.3	0.1	6.9	5.1
세전이익률	0.7	-0.9	3.5	0.1	-4.2	7.8	-2.1	0.7	-4.6	-0.8	0.6
순이익률	0.6	-0.7	2.6	0.5	-3.1	6.4	-2.3	0.7	-4.9	-0.5	0.4

자료: CJ CGV, 하이투자증권 리서치센터

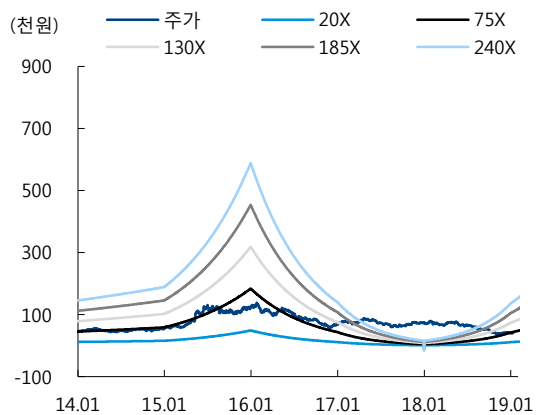
주: 연결기준

표34. CJ CGV 목표주가 산정

구분		비고
12MF 순이익 (국내)	28.9	KOSPI 12MF PER
Target PER (배)	8.9	
<b>국내 CGV 사업가치</b>	<b>257.4</b>	글로벌 영화관 사업자의 평균 PER
베트남, 터키, 4D 순이익	35.6	
Target PER (배)	15.4	
<b>베트남, 터키, 4D 사업가치</b>	<b>548.4</b>	사이트의 70% 정상화 가정 IMAX CHINA와 CHINA FILM의 2019년 평균 PER
중국 19년 예상 사이트 수 (개)	120	
사이트별 예상 연간 매출 (십억원)	5	
사이트별 예상 연간 영업이익률 (%)	6	
중국 19년 전체 사이트 합산 영업이익	25.20	
Target PER (배)	18.2	
<b>중국 사업가치</b>	<b>458.6</b>	
전체 기업가치	1,264.4	
주식수 (천주)	21,161	
<b>목표주가</b>	<b>60,000</b>	
현재주가 (원)	41,200	
상승여력 (%)	45.6	

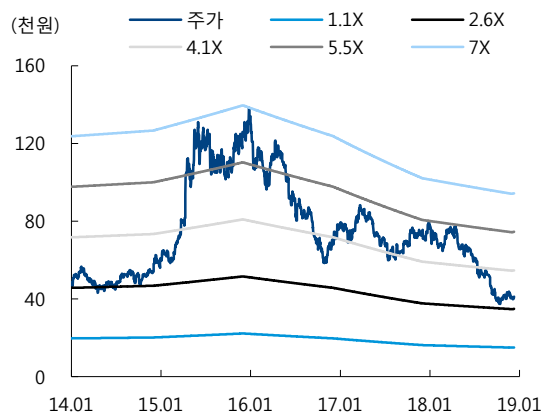
자료: 하이투자증권 리서치

그림49. CJ CGV 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림50. CJ CGV 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표35. CJ CGV Global peer valuation 비교

	CJCGV	CINEMARK	IMAXCHINA	SMI HOLDINGS	CHINA FILM	SHANGHAI FILM
현재주가 (USD)	36.8	39.7	2.6	0.3	2.2	1.9
시가총액 (백만달러)	779.8	4,632.1	922.3	811.9	4,174.2	713.6
절대수익률 (%)						
1M	-5.3	-1.6	0.7	0.0	4.0	-2.0
3M	-4.4	-0.6	9.4	0.0	39.6	11.4
6M	-36.9	9.6	-20.2	-7.1	-3.3	-18.4
1Y	-41.3	12.3	-14.8	-41.5	0.0	-37.6
YTD	0.5	10.8	-2.9	0.0	5.6	5.6
초과수익률 (%p)						
1M	-5.1	-1.5	0.9	0.1	4.1	-1.8
3M	1.8	5.5	15.6	6.2	45.8	17.6
6M	-29.6	16.9	-12.8	0.2	4.0	-11.1
1Y	-34.5	19.1	-7.9	-34.7	6.8	-30.7
YTD	-3.1	7.2	-6.5	-3.6	2.0	2.1
PER (X)						
2017	n/a	14.1	25.0	n/a	29.8	29.6
2018E	n/a	18.8	18.3	8.4	18.7	23.1
2019E	21.6	16.9	17.0	7.5	19.8	17.3
PSR (X)						
2017	0.9	1.4	8.4	2.9	3.2	6.8
2018E	0.5	1.5	7.0	1.3	2.9	4.0
2019E	0.4	1.4	6.5	1.1	2.5	3.2
EV/EBITDA (X)						
2017	11.6	8.9	13.5	16.6	11.7	25.3
2018E	8.7	8.0	9.5	5.3	9.4	n/a
2019E	7.6	7.6	8.3	5.0	9.0	n/a
ROE (%)						
2017	-0.4	19.9	20.1	-2.5	9.6	12.8
2018E	-1.0	17.7	19.0	8.8	12.6	10.0
2019E	11.6	17.8	17.8	8.3	11.1	12.7
매출액성장률 (%)						
2017	19.7	2.5	6.7	13.1	14.8	7.6
2018E	4.6	6.0	4.0	31.0	10.1	7.1
2019E	9.9	3.6	8.6	17.3	16.6	24.5
영업이익성장률 (%)						
2017	22.6	-7.2	17.6	-62.9	42.6	-6.1
2018E	-4.4	11.7	11.7	n/a	60.6	36.3
2019E	34.1	-0.5	8.8	n/a	-5.4	37.4
순이익성장률 (%)						
2017	적전	3.6	21.1	적전	5.2	8.8
2018E	적지	-4.6	12.2	흑전	47.3	-15.6
2019E	흑전	8.7	10.0	11.1	-8.6	36.9
영업이익률						
2017	5.0	13.1	43.1	8.7	14.7	17.3
2018E	4.6	13.8	46.3	n/a	21.4	22.0
2019E	5.6	13.3	46.4	n/a	17.4	24.2
순이익률						
2017	-0.1	8.8	34.6	-4.1	10.9	23.1
2018E	-0.2	8.0	37.3	16.5	14.6	18.2
2019E	2.3	8.3	37.8	15.6	11.4	20.0

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	458	702	1,006	1,271
현금 및 현금성자산	133	376	660	906
단기금융자산	26	15	8	5
매출채권	202	209	229	246
재고자산	18	19	20	22
비유동자산	2,002	1,883	1,784	1,702
유형자산	1,002	908	830	765
무형자산	728	700	678	659
자산총계	2,460	2,585	2,790	2,973
유동부채	868	1,018	1,184	1,308
매입채무	118	122	134	144
단기차입금	255	355	455	505
유동성장기부채	130	130	130	130
비유동부채	814	814	814	814
사채	150	150	150	150
장기차입금	512	512	512	512
부채총계	1,682	1,832	1,998	2,122
자배주주지분	308	284	320	375
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	320	301	342	402
기타자본항목	-10	-10	-10	-10
비자배주주지분	470	469	472	475
자본총계	778	753	792	850

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,714	1,777	1,950	2,086
증가율(%)	19.7	3.7	9.7	7.0
매출원가	847	862	975	1,043
매출총이익	867	915	975	1,043
판매비와관리비	781	839	876	920
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	86	76	99	123
증가율(%)	22.6	-12.4	31.1	24.1
영업이익률(%)	5.0	4.3	5.1	5.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	5	5	5	5
기타영업외손익	5	-20	-20	-20
세전계속사업이익	12	-17	68	94
법인세비용	2	-4	17	24
세전계속이익률(%)	0.7	-0.9	3.5	4.5
당기순이익	10	-13	51	71
순이익률(%)	0.6	-0.7	2.6	3.4
지배주주귀속 순이익	-1	-12	49	67
기타포괄이익	-154	-5	-5	-5
총포괄이익	-144	-17	46	66
지배주주귀속총포괄이익	-143	-17	46	65

현금흐름표

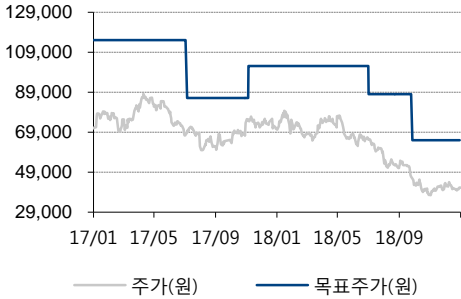
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	194	278	323	338
당기순이익	10	-13	51	71
유형자산감가상각비	131	144	128	115
무형자산상각비	38	28	24	20
지분법관련손실(이익)	5	5	5	5
투자활동 현금흐름	-286	-97	-102	-105
유형자산의 처분(취득)	-278	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-12	-1	-1	-1
금융상품의 증감	20	11	6	4
재무활동 현금흐름	36	80	80	30
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-50	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-67	243	284	246
기초현금및현금성자산	200	133	376	660
기말현금및현금성자산	133	376	660	906

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-66	-566	2,302	3,173
BPS	14,554	13,410	15,134	17,730
CFPS	7,939	7,569	9,471	9,538
DPS	350	350	350	350
Valuation(배)				
PER			17.9	13.0
PBR	5.1	3.1	2.7	2.3
PCR	9.3	5.4	4.4	4.3
EV/EBITDA	9.6	6.6	5.8	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-0.4	-4.0	16.1	19.3
EBITDA 이익률	14.9	13.9	12.9	12.3
부채비율	216.3	243.4	252.4	249.6
순부채비율	114.3	100.4	73.0	45.4
매출채권회전율(x)	9.1	8.6	8.9	8.8
재고자산회전율(x)	98.8	97.6	100.3	99.1

자료 : CJ CGV, 하이투자증권 리서치센터

CJ CGV  
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-07-17	Buy	86,000	1년	-22.6%	-12.2%
2017-11-16	Buy	102,000	1년	-30.1%	-21.9%
2018-07-13	Buy	88,000	1년	-36.7%	-25.8%
2018-10-08	Buy	65,000	1년	-36.7%	-30.5%
2019-01-14	Buy	60,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-