



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

카카오(035720)	Buy	170,000원
펄어비스(263750)	Buy	260,000원
아프리카TV(067160)	Buy	85,000원

관심종목

NAVER (035420)	Buy	170,000원
엔씨소프트(036570)	Trading Buy	550,000원
넷마블(251270)	Buy	160,000원
컴투스(078340)	Buy	140,000원
NHN(181710)	Buy	110,000원

인터넷/게임

검색어를 입력하세요 'WWW.기대치 부합'

- ✓ 2Q19 인터넷/게임 업체들의 실적은 기대치 부합. 인터넷광고 성수기였으며 핀테크 경쟁심화에도 네이버와 카카오의 이익 방어능력은 더욱 강화되었음
- ✓ 게임 업종 역시 오랜만에 신작 러쉬로 인기게임 순위 변동. 리니지M 견조하나 넷마블의 선전('킹오브파이터 올스타', '일곱개의 대죄:Grand Cross', 'BTS월드'까지)과 펄어비스의 플랫폼 확장(7월 2일 Playstation 사전예약, 8월 22일 출시)에 주목할 필요
- ✓ Top Picks는 카카오, 펄어비스, 아프리카TV

2Q19 인터넷/게임, 예상보다 견조

인터넷/게임업종의 2분기는 인터넷광고 성수기, 새로운 광고모델 제시, 신작출시 활성화되며 예상보다 견조하였다.

1. 인터넷광고, 신규상품으로 돌파구

5월초 카카오는 채팅창에 '특비즈보드'란 신규광고 상품 출시하였으며 약 2달간의 베타테스트 통해 3Q19 정식 출시 기대된다. 네이버 역시 7월 모바일광고 단가 인상하며 신규 모바일업의 트래픽 안정화, 전체 임프레션 증가된 것으로 파악되며 국내 검색(쇼핑) 광고 시장 성장에 따른 안정적 수혜 기대된다.

2. 게임, 신작사이클 본격화

게임업종의 신작사이클 본격화되며 5월 '킹오브파이터 올스타(한국)', 6월 '일곱개의 대죄:Grand Cross(한국, 일본)', 'BTS월드(글로벌)', 7월 '검은사막' Playstation(북미/유럽, 한국, 일본) 등 새로운 장르와 플랫폼에 대한 도전이 활발하다. 3Q19 '블레이드앤소울(일본)', 그리고 기대하는 '리니지2M'의 사전예약 진행된다면 국내 게임산업의 기업가치가 한단계 확장될 전망이다.

3. 테크핀 기업에 대한 관심 유효

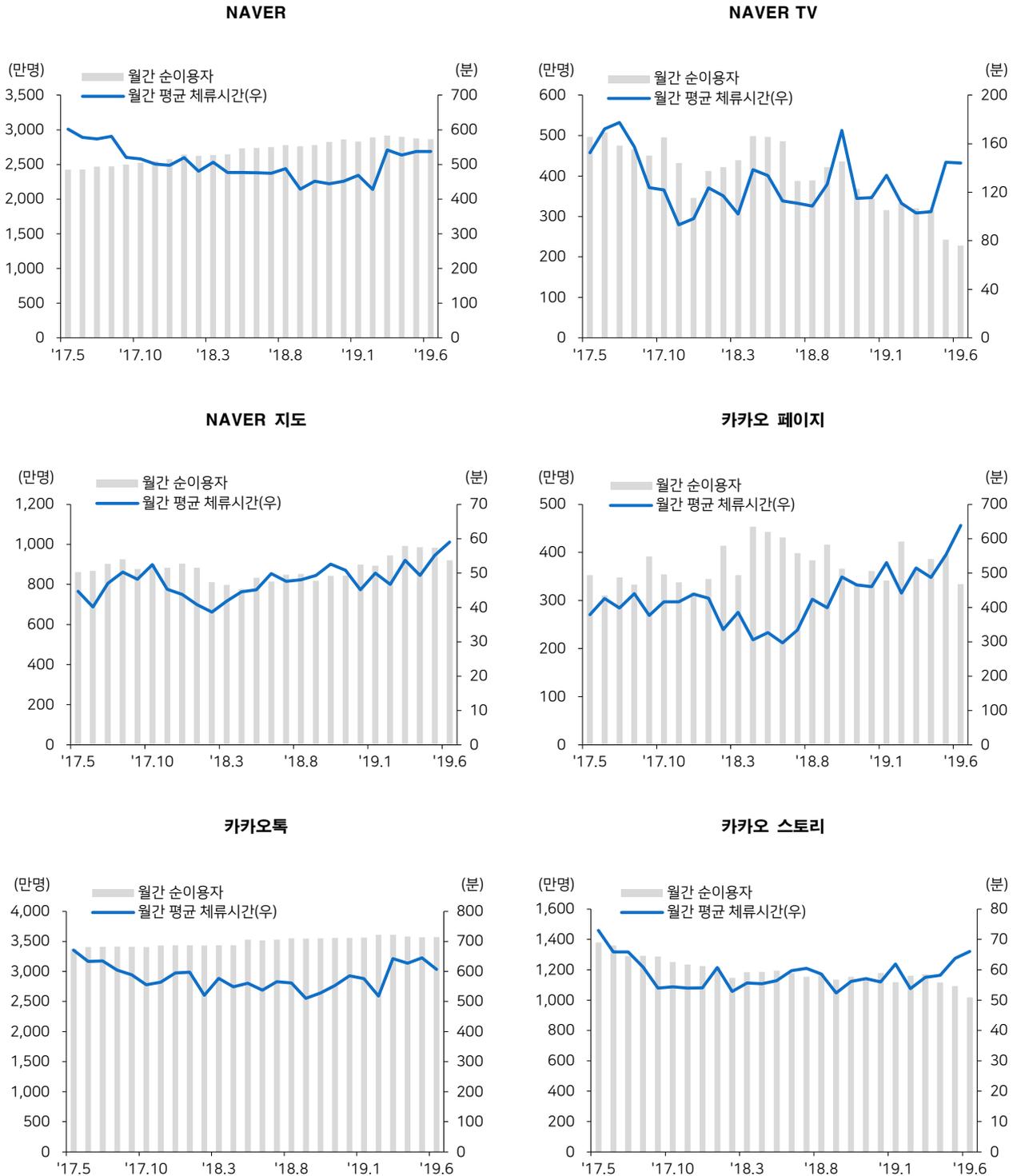
카카오는 카카오뱅크와 페이에 기반하여 금융플랫폼으로 한단계 도약하고 있다. 은행의 공정거래법위반 여부는 동일인보다 법인 이슈로 해결 국면, 페이는 단독 앱 출시→영수증→배송→3Q 보험서비스 오픈으로 빠르게 확장하고 있다. NHN 역시 페이코의 성장성 회복(2Q19 거래액 1.5조원(+15.4% QoQ) 예상)되고 있으며 한화생명과의 전략적 제휴 통해 마이데이터 사업 추진속도 가속화된다.

2Q19 실적은 카카오, 펄어비스, 아프리카TV 양호

2Q19 양호한 실적이 기대되는 종목은 카카오(특비즈보드 성장), 펄어비스(Xbox 콘솔 매출 온기반영, 상여금 제거), 아프리카TV(별풍선과 컨텐츠형 광고 성장)이다.

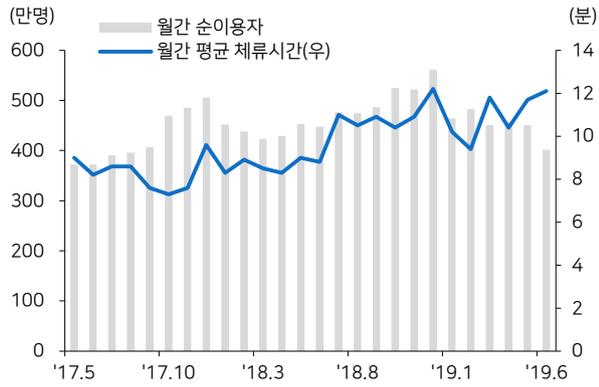
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

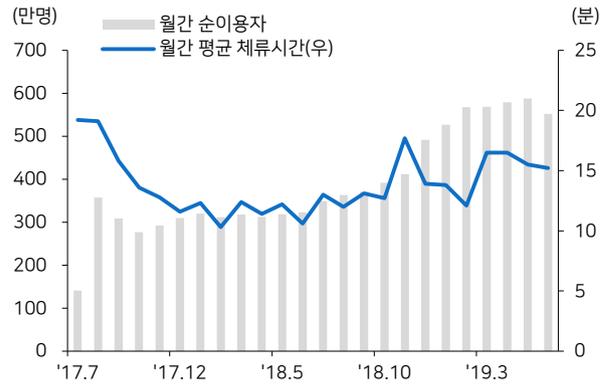


주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

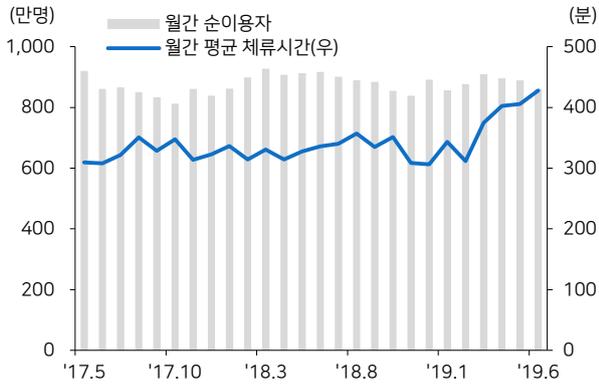
카카오 T



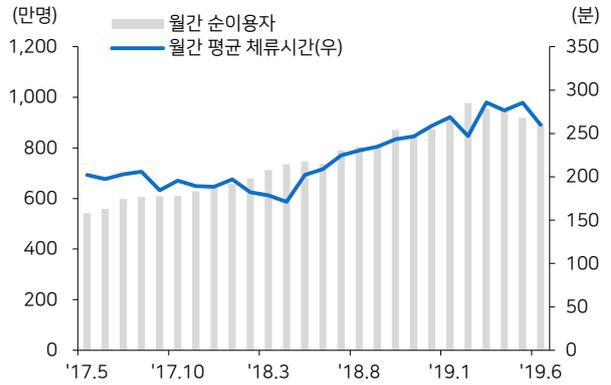
카카오뱅크



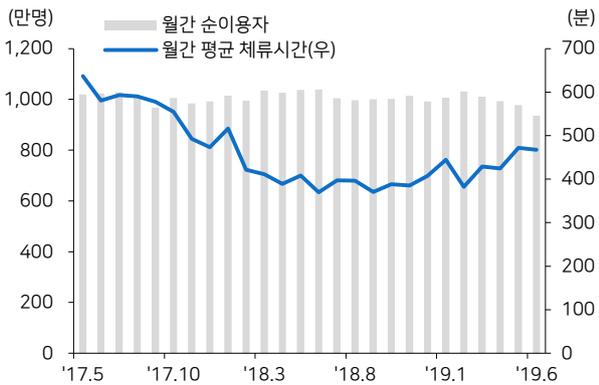
다음



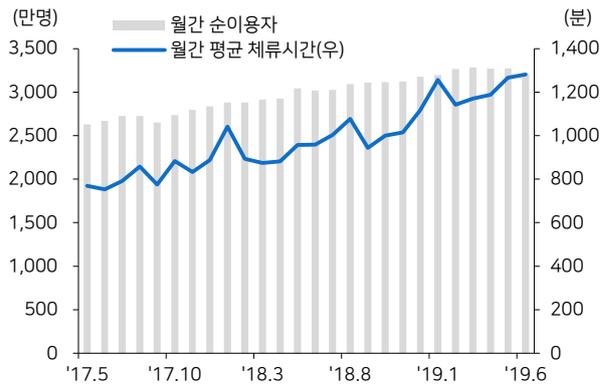
인스타그램



페이스북



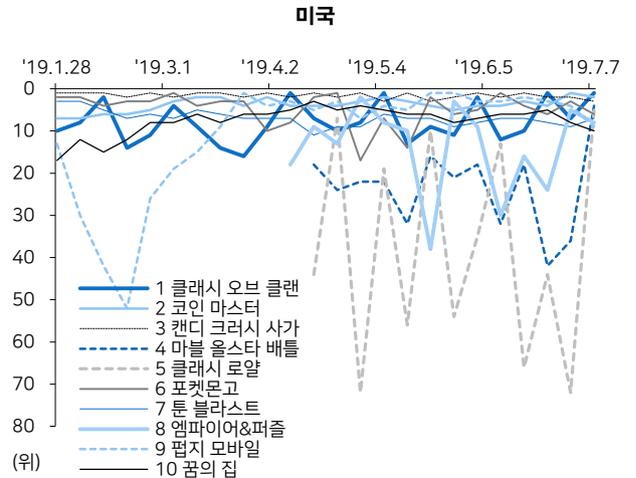
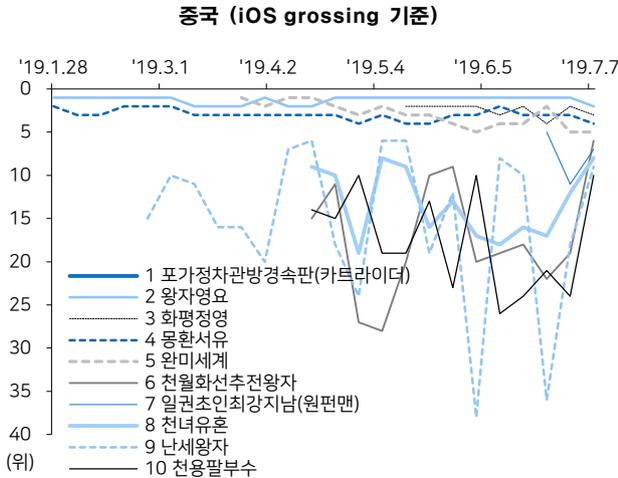
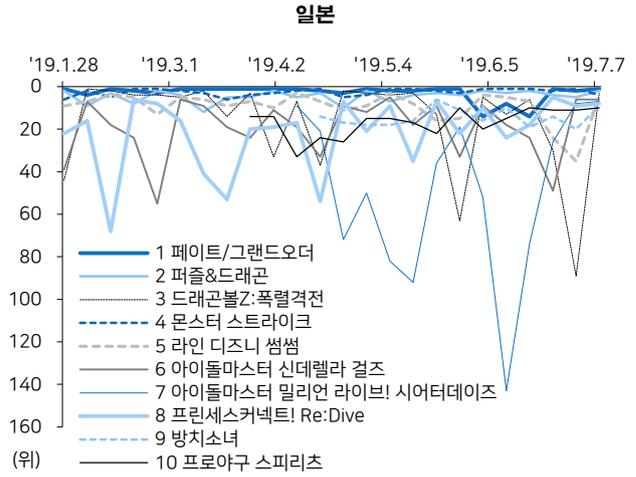
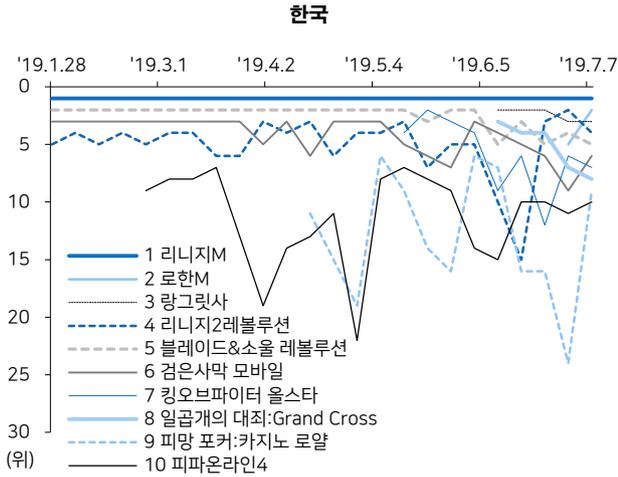
Youtube



주: 모바일 앱 traffic data

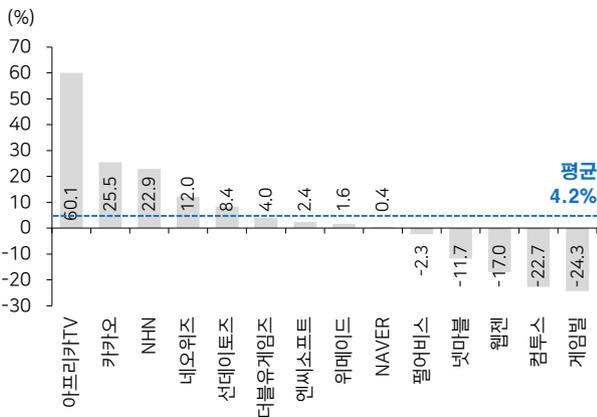
자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 국가별 게임순위



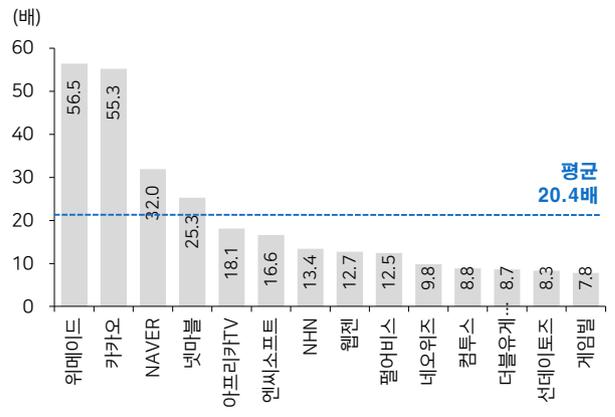
주: 2019.7.8 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2019년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2019.7.8 기준
 자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2019.7.8 기준
 자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (7/8) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
		2019E	2020E						2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
NAVER	19.5	26.1	20.9	9.8	2.7	12.0	2.8	12.8	6,499.5	7,432.7	840.6	1,083.3	543.8	725.4
넷마블	8.0	22.3	20.2	21.1	1.1	7.1	1.6	9.3	2,414.6	2,750.0	324.2	461.7	266.9	351.2
카카오	10.7	45.9	33.5	55.9	0.8	4.3	1.9	22.2	3,014.8	3,521.5	158.9	283.4	134.9	227.7
엔씨소프트	10.5	13.5	11.9	24.4	0.6	25.5	3.1	8.9	1,776.4	2,497.6	567.9	1,005.4	449.1	764.4
펄어비스	2.6	11.8	9.5	18.2	0.6	33.4	3.2	7.9	610.2	747.2	201.5	288.8	156.3	225.4
컴투스	1.2	8.1	7.8	6.3	1.3	15.0	1.1	2.9	492.3	564.2	145.7	178.0	131.3	155.0
더블유게임즈	1.1	7.8	7.2	17.2	0.5	19.6	1.4	6.4	536.4	590.4	160.5	186.3	112.8	137.7
NHN	1.4	11.6	10.4	6.7	1.7	7.1	0.7	5.1	1,573.7	1,757.1	109.3	155.4	80.1	119.2
아프리카TV	0.7	16.7	12.6	33.4	0.5	29.3	4.4	11.5	162.7	195.6	40.0	52.3	32.6	41.8
게임빌	0.3	8.5	7.0	48.1	0.2	11.0	0.9	45.4	136.6	154.4	-6.4	2.5	19.5	29.9
위메이드	0.5	40.8	25.6	27.9	1.5	5.4	1.9	25.5	130.3	161.7	-3.5	12.3	0.3	13.8
Average	5.1	19.4	15.1	24.4	1.0	15.4	2.1	14.3	1,577.0	1,852.0	230.8	337.2	175.2	253.8

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

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (7/8) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)		
		2019E	2020E						2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
인 터 넷	Alphabet	785.9	20.5	18.0	12.3	1.7	16.1	3.8	11.8	129.9	151.6	34.4	41.3	40.1	45.7
	Amazon	956.6	54.1	40.0	31.2	1.7	25.8	15.0	23.2	275.1	323.8	17.7	25.0	19.6	26.3
	Facebook	560.7	22.8	18.6	14.3	1.6	23.0	5.5	14.1	69.4	84.0	24.7	31.0	25.0	31.0
	Twitter	27.9	35.6	32.9	18.9	1.9	13.0	3.7	18.8	3.5	4.1	0.9	1.1	0.8	0.9
	Snap	20.4	-	-	-	-	-35.2	11.8	-	1.6	2.1	-0.4	-0.1	-0.4	-0.1
	Alibaba	451.2	25.5	20.0	18.2	1.4	16.5	4.9	20.0	73.8	96.0	12.3	16.9	17.2	22.4
	Tencent	429.8	31.9	25.6	22.1	1.4	23.8	7.0	22.4	57.6	73.0	17.8	20.9	13.6	17.1
	Baidu	40.7	24.9	16.6	0.1	179.3	6.4	1.7	17.5	15.9	18.3	0.6	1.5	1.7	2.4
	Huya	5.7	66.3	34.9	59.9	1.1	7.6	5.2	84.9	1.1	1.5	0.0	0.1	0.1	0.2
	Yahoo Japan	19.7	19.2	17.3	-7.3	-2.6	10.3	1.9	7.6	9.5	10.0	1.4	1.5	0.8	0.9
	LINE	7.2	-	-	-	-	-16.8	4.5	-	2.3	2.7	-0.3	0.0	-0.3	-0.1
Rakuten	15.7	19.9	59.2	-23.2	-0.9	9.4	1.8	5.0	11.4	13.0	1.2	0.5	0.8	0.3	
게 임	Blizzard	36.9	22.3	18.8	3.5	6.4	12.0	3.0	15.7	6.4	7.1	2.1	2.4	1.7	2.0
	EA	27.7	20.7	18.5	5.7	3.6	25.2	4.6	13.2	5.2	5.5	1.6	1.8	1.4	1.5
	Netease	33.5	23.2	20.1	15.0	1.5	16.0	4.1	15.6	11.8	13.8	1.5	1.7	1.4	1.6
	Nintendo	49.2	21.0	17.9	27.9	0.8	15.7	3.1	12.7	12.1	12.6	3.0	3.4	2.1	2.5
	Nexon	13.1	15.2	14.7	-0.5	-29.6	14.9	2.2	8.5	2.5	2.7	1.0	1.1	0.9	0.9
	Cyberagent	4.8	122.1	50.2	34.5	3.5	5.2	6.4	13.4	4.2	4.5	0.2	0.3	0.0	0.1
Average	193.7	34.1	26.5	14.5	1.7	10.5	5.0	19.0	38.5	45.9	6.6	8.4	7.0	8.6	

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

Industry Brief
2019. 7. 9

카카오 035720

톡보드의 호조

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 충족 전망. 인터넷광고 성수기와 5월 톡보드 출시효과 맞물리며 수익성 회복 기대. 2Q19 영업이익은 363억원으로 컨센서스 충족 전망
- ✓ 카카오의 금융플랫폼 확장 '청신호'. 뱅크는 대주주 지위 확보 및 자본확충, 폐이는 영수증, 배송 기능 추가, 3Q 보험 서비스 오픈, 포트폴리오 빠르게 확장
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지, 인터넷업종 Top Pick

Buy

적정주가 (12개월)	170,000 원
현재주가 (7.8)	128,000 원
상승여력	32.8%

KOSPI	2,064.17pt
시가총액	106,806 억원
발행주식수	8,346 만주
유동주식비율	65.95%
외국인비중	25.17%
52주 최고/최저가	134,000 원/87,600 원
평균거래대금	816.6 억원
주요주주(%)	
김범수 외 19인	28.98
국민연금공단	8.16
MAXIMO PTE	6.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.7	28.1	11.8
상대주가	7.1	25.7	23.1

주가그래프



2Q19, 기대치 충족 전망

카카오의 2분기 실적은 기대치 충족한다. 2분기 매출액과 영업이익은 각각 7,413억원(+25.9% YoY), 363억원(+31.4% YoY)으로 컨센서스(7,345억원, 영업이익 344억원)대비 부합한다. 톡비즈(카카오톡 광고, 선물하기 등) 매출액은 1,464억원(+50.0% YoY)을 기록하며 광고시장 성수기, 스페셜데이(4월 발렌타인, 5월 가정의 달) 효과, 톡보드 신규상품 출시 반영되었다.

신사업(모빌리티, 페이, 자회사) 매출액은 688억원으로 173.9% YoY 증가하였는데 오프라인 결제 성장 본격화, 자회사(핀플레이, 타이드스퀘어) 연결 편입효과 지속된다. 콘텐츠 매출액의 경우 게임 846억원(-24.2% YoY), 뮤직 1,383억원(+6.0% YoY), 유료 콘텐츠 776억원(+52.7% YoY), IP 비즈니스 934억원(+107.9% YoY) 추정한다.

게임 매출액은 3월 '프린세스커넥트:Re:Div', 6월 '패스오브엑자일' 출시효과로 전분기 대비 성장, IP 비즈니스는 전분기 드라마제작 수익 제거되며 QoQ로 감소한다. 뮤직 사업은 전분기 대비 유료가입자 순증 확대된다. 영업이익률은 4.9%로 외형확대로 개선되는데 공격적 인력확충 지양하고 있으며 마케팅비역시 효율적으로 집행되고 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

2019년 인터넷 업종 Top Pick으로 지속 추천하며 1) '톡보드', '톡딜' 등 메신저 기반의 광고-커머스-정보의 연결이 본격 수익화되고 있으며 2) 카카오페이, 뱅크의 핀테크 사업 역시 그동안의 투자가 결실 맺는 단계로 진입하고 있으며 3) 웹툰/웹소설, 뮤직, 영상IP(드라마제작) 등에 있어서도 성과 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,972.3	165.4	108.6	1,602	86.2	59,332	85.5	2.3	29.9	2.9	42.3
2018	2,417.0	73.0	47.9	613	-89.0	61,602	168.0	1.7	35.4	1.0	41.4
2019E	3,092.5	175.5	155.2	1,861	774.5	63,101	68.8	2.0	30.7	3.0	41.1
2020E	3,736.7	324.5	282.6	3,389	85.8	65,832	37.8	1.9	20.7	5.3	40.1
2021E	4,110.2	425.8	334.2	4,007	18.6	69,059	31.9	1.9	16.8	5.9	39.0

표3 카카오 2Q19 실적 - 기대치 충족 전망

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	741.3	588.9	25.9%	706.3	5.0%	734.5	0.9%
플랫폼 부문	347.4	251.1	38.4%	313.1	10.9%	-	-
특비즈	146.4	97.6	50.0%	126.9	15.3%	-	-
포털비즈	132.2	128.4	3.0%	126.4	4.6%	-	-
신사업	68.8	25.1	173.9%	59.8	15.0%	-	-
콘텐츠 부문	394.0	337.9	16.6%	393.2	0.2%	-	-
게임 콘텐츠	105.8	105.6	0.2%	100.3	5.5%	-	-
뮤직 콘텐츠	138.3	130.5	6.0%	137.2	0.8%	-	-
유료 콘텐츠	77.6	50.8	52.7%	74.6	4.0%	-	-
IP비즈니스 기타	93.4	44.9	107.9%	87.3	7.0%	-	-
영업이익	36.3	27.6	31.4%	27.7	31.1%	34.4	5.5%
세전이익	54.5	57.0	-4.5%	40.5	34.4%	-	-
지배순이익	46.4	18.4	152.8%	27.5	68.8%	33.1	40.3%
영업이익률(%)	4.9%	4.7%	0.2%	3.9%	1.0%	4.7%	0.2%
순이익률(%)	6.3%	3.1%	3.1%	3.9%	2.4%	4.5%	1.8%

자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망 - 2019년 영업이익 성장궤도 진입

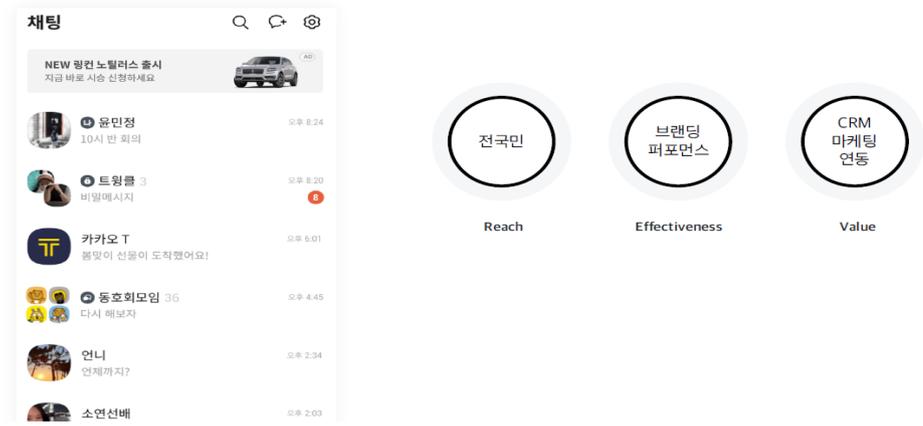
(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	706.3	741.3	796.7	848.2	872.8	916.0	952.9	995.0	2,416.7	3,092.5	3,736.7
플랫폼 부문	313.1	347.4	373.0	400.6	400.0	417.8	424.9	443.3	1,039.3	1,434.0	1,686.0
특비즈	126.9	146.4	171.4	185.2	183.2	192.5	198.5	205.0	421.1	629.9	779.2
포털비즈	126.4	132.2	125.9	132.9	130.2	136.2	129.7	132.0	495.4	517.5	528.1
신사업	59.8	68.8	75.6	82.4	86.6	89.2	96.7	106.3	122.7	286.6	378.7
콘텐츠 부문	393.2	394.0	423.7	447.6	472.8	498.2	528.0	551.7	1,377.7	1,658.5	2,050.7
게임 콘텐츠	100.3	105.8	113.7	118.2	108.5	112.0	120.4	125.2	417.0	369.6	425.3
뮤직 콘텐츠	137.2	138.3	148.2	148.5	158.9	168.5	173.5	180.2	532.9	572.3	681.1
유료 콘텐츠	74.6	77.6	83.8	93.1	100.0	104.5	112.9	120.1	218.4	329.2	437.6
IP비즈니스 기타	87.3	93.4	99.4	107.3	112.2	120.5	133.7	140.3	209.5	387.4	506.6
영업비용	678.6	705.0	746.5	786.8	804.5	834.9	868.1	904.7	2,344.0	2,917.0	3,412.2
인건비	151.9	156.5	163.0	169.7	176.3	183.1	190.6	198.5	517.7	641.1	748.5
지급수수료	319.0	328.1	345.6	360.6	363.6	377.8	393.0	402.2	1,098.2	1,353.3	1,536.6
광고선전비	32.1	40.2	52.2	65.2	67.8	71.2	74.8	78.5	183.8	189.7	292.3
무형자산상각비	18.0	18.5	19.1	19.7	20.6	21.3	21.9	24.5	67.3	75.2	88.3
외주가공비	38.8	39.6	40.3	41.2	42.0	43.2	44.5	46.2	147.7	159.8	175.9
기타	118.8	122.1	126.3	130.6	134.3	138.3	143.3	154.9	329.3	497.8	570.7
영업이익	27.7	36.3	50.2	61.3	68.3	81.2	84.8	90.3	72.9	175.5	324.5
세전이익	40.5	54.5	68.9	71.8	91.0	105.0	109.2	106.2	133.8	235.7	411.3
지배순이익	27.5	46.4	39.6	41.6	56.7	66.1	66.6	64.6	47.9	155.2	254.0

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

특보드의 성과

2019년 특보드 매출액은 483억원으로 추정, 보장형과 성과형 비중은 9:1로 추정하였다. 특비즈보드는 5월초 베타테스트 시작하여 6월 카카오톡 유저 100% 대상으로 노출되었다. 비즈보드는 전국민 대상 마케팅 도구로 기존 광고액션 플로우는 광고에 노출되고 정보 접하고 구매 결심하고 유저가 이탈하기 쉬운 환경이었는데 '카카오싱크-원클릭결제-챗봇' 등의 솔루션은 이용자의 정보나 동의를 얻는 과정과 마케팅이 혁신적으로 짧은 동선으로 이루어져 광고효과 극대화된다. 참고로, 특보드의 성과는 클릭율과 전환율로 확인되며 클릭율은 현존 광고 타입중에서 최고 수준, 전환율 역시 양호하다. 3분기 업종별파트너 선정해서 정식 오픈될 예정이다.

그림5 카카오톡 비즈보드 - 전국민 대상 마케팅 도구



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 카카오의 특비즈 매출 추정 - 2019년 특비즈보드 매출액은 483억원 추정

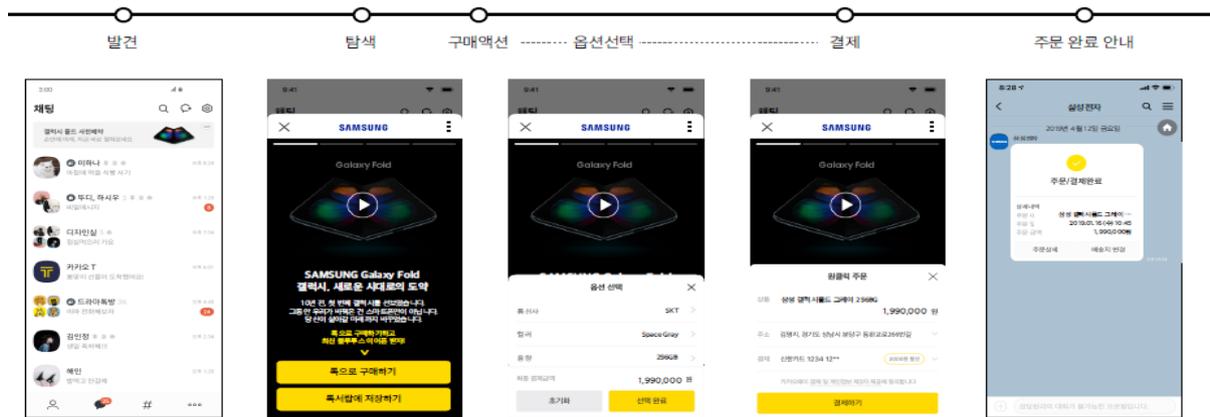
(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
특비즈	165.3	258.1	421.1	629.9	779.2	858.7	937.4
증가율(% YoY)			63.2%	49.6%	23.7%	10.2%	9.2%
카카오톡 광고	49.0	97.6	161.0	268.0	382.6	427.4	469.4
증가율(% YoY)		99.3%	65.0%	66.5%	42.8%	11.7%	9.8%
플러스친구	34.4	65.0	107.2	126.7	134.9	142.4	148.5
샵탭	10.2	11.9	23.5	45.5	53.7	60.7	66.8
알림톡		15.3	23.2	38.5	54.3	69.5	83.4
특스토리				9.1	11.0	12.2	13.1
특비즈보드				48.3	128.6	142.7	157.6
카카오톡 선물하기	52.0	105.2	166.3	238.9	266.8	293.5	322.8
증가율(% YoY)		102.3%	58.1%	43.7%	11.7%	10.0%	10.0%
거래액	770.0	1,131.4	1,659.2	2,466.1	2,754.4	3,029.8	3,332.8
수수료율(%)	6.8%	9.3%	10.0%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
브랜드/B2C 이모티콘	33.2	40.3	41.7	52.7	69.0	75.9	82.0
기타	31.2	15.0	52.2	70.3	60.7	61.9	63.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

카페 주문, 설문 챗봇으로 확대

카카오의 스마트 메시지(AI 활용한 고효율 메세징 마케팅 솔루션)은 주문과 설문 챗봇 등의 서비스로 구체화된다. 스마트 메시지는 반응 좋을 것 같은 이용자 대상 찾고 실시간으로 메세징 발송해주고 발송 결과를 바로 확인할 수 있다. 카페 주문 챗봇은 메뉴 확인하고 원하는 상품 장바구니에 담고 카카오페이 통해 원클릭, 결제, 스탬프 정리까지 다 가능하다. 설문 챗봇 역시 이용자 액션까지 완결시키는 기능 제공된다.

그림6 카카오톡 비즈니스 - 카카오싱크, 원클릭결제, 챗봇 등의 비즈 솔루션을 활용



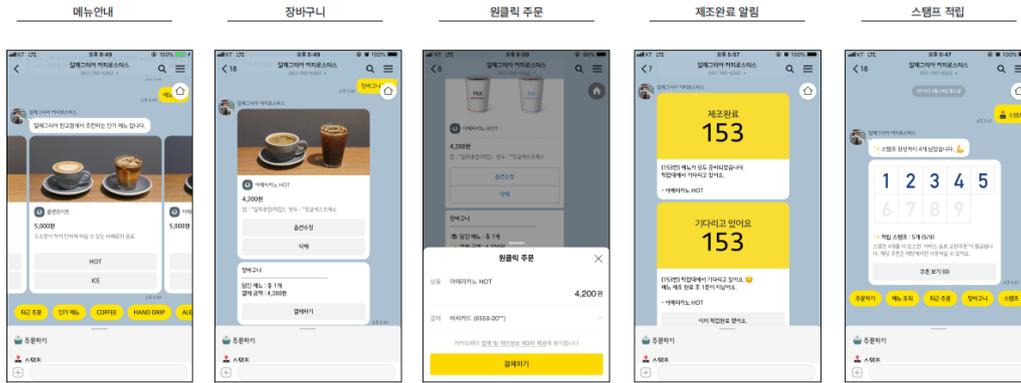
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 카카오톡 비즈보드 CBT 사례

<p>누구나 모든 치킨 5,000원 할인 역대급 치킨 할인, 오직 여기고</p>	<p>속까지 촉촉한 양념 바닷장어구이 바베크릴리 가입하면 91% 할인</p>	<p>갑사한 분께 드리는 특별구성 레몬케 프랑핀 장관장 할인 선물세트</p>	<p>V50 ThinQ 유로러스탑 특별혜택! 6월 한정 유로러스탑 무료 증정</p>
<p>집에서 제대로 즐기는 마라탕 한 그릇 마켓컬리 가입하면 98%할인</p>	<p>모든 아이폰, 통신요금 32% 할인! U+Shop 단독 사은품까지</p>	<p>한샘 에어프라이어 특가 구매시 에어프라이어까지 추가 혜택!</p>	<p>시원스쿨 단기 완성반 오픈 129,000원이면 예약 왕초보 탈출!</p>
<p>15년 연속 1위, 랑콤 UV 선물 세트 우물쭈물 피부와 소중한 마음을 진하세요</p>	<p>2019 여름준비 아이템 아디다스 트레이닝복 상하세트 특별할인</p>	<p>헤시스 S/S 시즌오프 최대 40% OFF 청구액 20% 추가할인 + 1년 마일리지</p>	<p>매일매일 건강한 하루, 맛있는 하루 #일유업 1Day 초독가 이벤트</p>
<p>특별 할인 코스로 모십니다! 무량 한정 수량 1일 특가</p>	<p>감사의달, 제이엑스티나 브랜드 연합전 단 3일, 분사차량 최대 할인!</p>	<p>헤시스 시즌오프 S/S 신상 ~40% OFF 성용하지만 무아하게, 시원-한 특가</p>	<p>미닛메이드 식이섬유 매일1백명 하루의 상쾌한 시작을 선물할게요</p>
<p>뜨겁니다 땀이요! 다낭 최저가 호텔 인기 숙소 가격 비교는 호텔스닷컴</p>	<p>클릭 마사지기로 마음을 진하세요 지금 구입시, 큰 패드 1BOX 무료</p>	<p>다이슨, 가정의 달 맛이 특별한 이벤트! 프리미엄 다이슨 소싱특가 기획전</p>	<p>업도적 여행! <기생충> 800만돌파 주연 배우 감사 상영회 초대 ></p>
<p>"S10" 시리즈 U+Shop 초독가 이벤트! 기기간 87만원 할인 + 프리미엄 사은품!</p>	<p>단 3일간의 발뮤다 데이 (9월 16일) 영품 특가! 마지막 찬스</p>	<p>가성비 갑! 소형아파트 찾는다면? 지금 바로 직방에서 확인!</p>	<p>크록스 인기모델 1만원대~ 시원하게 두번알린! 더블특가</p>
<p>NEW 링컨 노틸러스 출시 지금 바로 시승 신청하세요</p>	<p>백화점 NO.1 파워더 로라 메르시에 무너짐 걱정 없이 산뜻한 피부</p>	<p>밍고집은 티셔츠 9,900원! 아프웨어 만발타, 지금 특별하러가세요</p>	<p>마릴 완구 최대 78% 할인! 단독 특가에 푸짐한 사은품+무료배송까지</p>
<p>THE NEW QM6 출시! 업그레이드된 NEW QM6를 만나세요</p>	<p>LGM+ 고객님 통신회 새로고침! 통신비 매월 최대 17,000원 할인</p>	<p>꼭두기 먹을때 필요한 차이는 뭘? 메리츠 지아보림 카톡 상담 오픈</p>	<p>생활용품No.1 피엔지 30주년 파티! 특별한 혜택 불러온 가격으로 초대합니다</p>

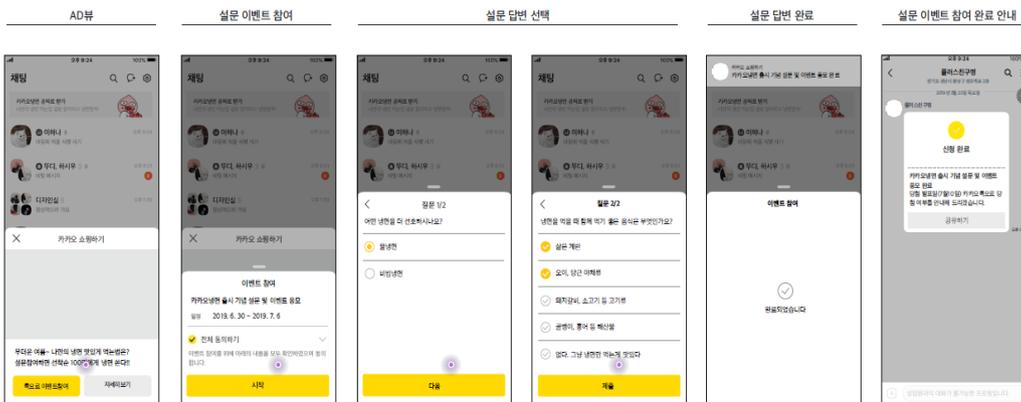
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 카페 주문챗봇



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 온라인 설문챗봇



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 스마트메세지 구성 요소

콘텐츠 셀렉터
고효율 소재 자동 선택 발송



로봇 분석
메시지 반응 고객 특성 분석



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 카카오 Valuation –적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치	5,400.0	
MAU(만명)	4,500.0	
MAU 당 가치(원)	120,000.0	
자회사 가치	6,578.0	
카카오페이	1,220.0	지분율 61%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	682.0	지분율 80%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.6조원 가정
카카오페이지	806.4	지분율 57.6%, 8,000억원 가정
카카오뱅크	884.0	지분율 34%, 8,000억원 가정
기타 자회사	1,856.0	
순현금	2,198.3	
NAV	14,176.3	
적정주가(원)	169,801	
현주가(원, 7월 8일)	122,000	
상승여력(%)	39.2%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972.3	2,417.0	3,092.5	3,736.7	4,110.2
매출액증가율 (%)	34.7	22.5	27.9	20.8	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,972.3	2,417.0	3,036.4	3,721.9	4,566.5
판매관리비	1,807.0	2,344.0	2,917.0	3,412.2	3,684.4
영업이익	165.4	73.0	175.5	324.5	425.8
영업이익률	8.4	3.0	5.7	8.7	10.4
금융손익	33.2	62.3	57.5	79.9	86.4
종속/관계기업손익	9.0	6.7	7.0	7.3	7.7
기타영업외손익	-54.3	-11.2	-12.9	-8.4	-8.9
세전계속사업이익	153.3	130.7	235.7	411.3	519.5
법인세비용	28.2	114.8	87.4	135.7	192.6
당기순이익	125.1	15.9	148.4	275.6	327.0
지배주주지분 순이익	108.6	47.9	155.2	282.6	334.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993.1	2,859.0	2,819.8	2,876.5	2,967.8
현금및현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,311.8	1,441.0	1,601.0
매출채권	179.2	193.7	184.0	174.8	166.1
재고자산	21.6	35.8	36.9	38.0	39.2
비유동자산	4,356.3	5,100.6	5,297.5	5,503.7	5,719.9
유형자산	271.0	314.8	324.3	334.0	344.0
무형자산	3,689.6	3,865.3	3,981.2	4,100.7	4,223.7
투자자산	372.6	848.4	916.3	989.6	1,068.7
자산총계	6,349.4	7,959.5	8,117.3	8,380.3	8,687.7
유동부채	1,040.9	2,039.2	2,062.7	2,089.1	2,118.2
매입채무	108.3	29.4	36.0	44.5	55.0
단기차입금	0.3	29.1	27.7	26.3	25.0
유동성장기부채	169.8	110.0	110.0	110.0	110.0
비유동부채	845.6	293.2	301.8	310.7	319.9
사채	620.8	39.9	39.9	39.9	39.9
장기차입금	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	1,886.5	2,332.4	2,364.5	2,399.7	2,438.1
자본금	34.0	41.7	41.7	41.7	41.7
자본잉여금	3,603.6	4,647.5	4,647.5	4,647.5	4,647.5
기타포괄이익누계액	-5.0	-7.3	-7.3	-7.3	-7.3
이익잉여금	402.5	453.4	579.0	806.8	1,075.9
비지배주주지분	433.8	490.3	490.3	490.3	490.3
자본총계	4,462.9	5,627.2	5,752.8	5,980.5	6,249.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	371.9	491.5	507.1	656.1	701.9
당기순이익(손실)	125.1	15.9	148.4	275.6	327.0
유형자산상각비	60.7	67.7	66.3	65.0	63.7
무형자산상각비	69.1	67.4	66.0	64.7	63.4
운전자본의 증감	48.4	329.3	267.1	343.0	424.1
투자활동 현금흐름	-354.7	-1,260.7	-374.8	-206.7	-154.6
유형자산의증가(CAPEX)	-75.2	-97.2	-92.3	-87.7	-83.3
투자자산의감소(증가)	-108.0	-469.2	-60.9	-66.0	-71.5
재무활동 현금흐름	467.6	890.5	707.4	709.0	710.7
차입금의 증감	-209.8	-129.0	-126.5	-123.9	-121.5
자본의 증가	498.7	1,051.7	473.8	450.1	427.6
현금의 증가(감소)	475.2	130.2	64.8	129.2	160.0
기초현금	641.6	1,116.8	1,247.0	1,311.8	1,441.0
기말현금	1,116.8	1,247.0	1,311.8	1,441.0	1,601.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	29,101	30,944	37,082	44,806	49,284
EPS(지배주주)	1,602	613	1,861	3,389	4,007
CFPS	4,215	2,099	2,019	2,643	2,584
EBITDAPS	4,356	2,663	3,691	5,446	6,630
BPS	59,332	61,602	63,101	65,832	69,059
DPS	148	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	85.5	168.0	68.8	37.8	31.9
PCR	32.5	49.1	63.4	48.4	49.5
PSR	4.7	3.3	3.5	2.9	2.6
PBR	2.3	1.7	2.0	1.9	1.9
EBITDA	295.2	208.0	307.8	454.2	552.9
EV/EBITDA	29.9	35.4	30.7	20.7	16.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	1.0	3.0	5.3	5.9
EBITDA 이익률	15.0	8.6	10.0	12.2	13.5
부채비율	42.3	41.4	41.1	40.1	39.0
금융비용부담률	0.6	0.4	1.1	0.9	0.9
이자보상배율(x)	14.7	7.8	5.1	9.3	12.1
매출채권회전율(x)	11.2	13.0	16.4	20.8	24.1
재고자산회전율(x)	115.6	84.2	85.0	99.7	106.5

Industry Brief
2019. 7. 9

NAVER 035420

‘또’ 예상보다 견조할 실적

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 부합 전망. 2분기 국내 광고 시장은 성수기, 네이버는 쇼핑과 신규 모바일 앱 안정화에 힘입어 견조한 매출. 일본 라인 역시 라인페이 송금 마케팅 부진으로 예상만큼 비용 지출 크지 않았음
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지. 하반기 라인의 핀테크 투자 강화에 대한 부담으로 여전히 보수적 투자관점 유지

Buy

적정주가 (12개월) **170,000 원**
현재주가 (7.8) **118,500 원**
상승여력 **43.5%**

KOSPI	2,064.17pt
시가총액	195,304억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	78.15%
외국인비중	58.38%
52주 최고/최저가	156,400원/106,500원
평균거래대금	609.0억원

주요주주(%)	
국민연금공단	10.10
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.8	-8.8	-20.9
상대주가	7.2	-10.6	-12.9

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 부합 전망

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 1조 5,701억원(+15.1% YoY), 1,698억원(-32.2% YoY)으로 추정. 라인 마케팅 강화로 급격한 이익 훼손 우려감 있었으나 예상보다 견조할 전망이다. 부문별 매출액은 광고 1,562억원(+5.0% YoY), 비즈니스 플랫폼 6,911억원(+13.0% YoY), IT플랫폼 1,094억원(+26.6% YoY), 콘텐츠 서비스 368억원(+18.5% YoY)로 추정된다. 광고 매출액은 계절적 성수기이며 모바일 첫화면 개편으로 쇼핑을 뉴스와 동일한 위치, 웨스트랩에 5개의 쇼핑 섹션 구성하며 쇼핑 광고 호조세이다. 영업이익률은 10.8%로 7.6%p YoY 감소, 전년 동기대비 수익성 하락폭 확대된다. 라인은 5월 3,258억원 규모의 송금 이벤트 진행했으나 2,800만명이 1,000엔을 수신했으나 KYC(본인인증) 승인율은 10%에 불과하여 예상만큼 비용 지출 크지 않았다.

라인페이, 잘하고 있나?

2019년 라인페이는 공격적 캠페인 통해 3,600만명의 가입자수 확보. 170만 가맹점과 월거래회수 1,370회, 이용자 인지도 82% 기록하는 등 양호한 반응 거뒀다. 다만 일본 간편결제 시장은 1) 높은 현금결제 비중(지방 및 소도시는 여전히 현금결제 80%에 육박), 2) 비싼 카드수수료(3.5%)와 2주 넘는 정산기간, 3) KYC(Know Your Customer, 고객알기제도) 불편함으로 아직 시장 개화의 초기 국면이다.

2019년 라인 컨퍼런스에서 스타벅스와 비자, 오리코, 메르페이, NTT도코모 등과의 제휴 발표. 네트워크 강화 통해 이용자/거래액 증가와 스마트한 마케팅 위한 협력한다. 참고로 비자카드와의 제휴 통해 글로벌 가맹점 활용 가능하며 사용액의 3%를 돌려주는 마케팅 공동 진행 계획 중이다. 2019년 라인의 전략사업 영업적자는 600억엔 예상하였으며 라인페이로부터 절반정도 발생할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	15.1	13.0	66.1
2019E	6,435.7	725.1	408.5	2,479	-39.5	29,421	47.8	4.0	19.1	8.1	80.7
2020E	7,527.6	830.8	470.8	2,856	26.1	34,265	41.5	3.5	16.6	9.0	80.0
2021E	8,391.5	1,014.0	579.6	3,516	22.7	40,167	33.7	3.0	13.6	9.4	78.6

표7 NAVER 2Q19 실적, 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q19	1Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	Consensus	(% diff.)
매출액	1,570.1	1,363.6	15.1%	1,510.9	3.9%	1,582.6	-0.8%
광고	156.2	148.7	5.0%	142.2	9.8%	-	-
비즈니스플랫폼	691.1	611.6	13.0%	669.3	3.3%	-	-
IT플랫폼	109.4	86.4	26.6%	99.2	10.3%	-	-
콘텐츠서비스	36.8	31.0	18.5%	35.0	5.0%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	576.6	485.9	18.7%	565.1	2.0%	-	-
영업이익	169.8	250.6	-32.2%	206.2	-17.7%	183.1	-7.3%
세전이익	163.0	388.4	-58.0%	189.8	-14.1%	-	-
순이익	94.1	264.2	-64.4%	130.1	-27.6%	100.5	-6.4%
영업이익률	10.8%	18.4%	-7.6%	13.7%	-2.8%	11.6%	-0.8%
순이익률	6.0%	19.4%	-13.4%	8.6%	-2.6%	6.4%	-0.4%

NAVER, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표8 NAVER 분기별 실적 - 2019년 라인핀테크 투자로 부진 예상

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,510.9	1,570.1	1,626.0	1,728.8	5,586.9	6,435.7	7,527.6
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	142.2	156.2	147.2	178.4	573.0	623.9	747.2
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.0	658.5	669.3	691.1	692.7	730.9	2,475.8	2,784.0	3,118.0
IT플랫폼	72.5	86.4	91.4	105.6	99.2	109.4	117.7	125.1	355.9	451.4	618.5
콘텐츠서비스	29.6	31.0	33.2	32.0	35.0	36.8	37.7	39.6	125.8	149.0	173.4
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	565.1	576.6	630.8	654.9	2,056.4	2,427.4	2,870.6
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,304.6	1,400.3	1,461.2	1,544.6	4,644.4	5,710.6	6,696.8
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	192.0	218.4	225.0	229.5	236.3	758.5	909.1	1,023.5
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	277.0	290.9	305.4	320.7	1,035.5	1,193.9	1,385.9
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	75.8	78.1	80.4	84.4	264.3	318.7	407.5
마케팅	71.0	84.9	82.8	99.5	65.8	97.9	102.0	122.0	338.2	387.7	465.5
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.1	660.8	667.6	708.5	743.9	781.1	2,248.0	2,901.1	3,414.5
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.3	206.2	169.8	164.8	184.3	942.5	725.1	830.8
세전이익	255.7	388.4	186.8	280.8	189.8	163.0	159.9	158.9	1,111.7	671.6	799.0
지배순이익	165.2	264.2	99.0	120.4	130.1	94.1	92.4	92.0	648.8	408.5	470.8

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림11 네이버페이 거래액 - 2Q19 3.5조원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림12 IT 플랫폼(네이버페이) 매출 성장



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표9 라인의 분기별 실적 - 2019년 핀테크 투자로 적자폭 확대 예상

(십억엔)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
영업수익	50.2	60.3	51.9	72.8	55.5	56.6	58.2	61.0	185.5	235.1	231.2
코어 비즈니스	42.7	44.6	44.7	46.5	47.9	48.5	49.2	51.0	167.1	178.2	196.6
커뮤니케이션	7.4	7.3	6.9	6.9	7.4	7.0	7.2	7.2	30.2	28.5	28.9
콘텐츠	9.2	9.4	9.9	9.7	9.5	9.7	9.6	10.1	40.1	38.2	38.8
라인광고	22.6	23.0	22.7	24.4	26.2	27.0	27.5	28.9	66.1	92.7	109.6
포털광고	2.6	4.0	4.2	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6	10.4	15.3	14.6
기타	0.9	0.8	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	20.2	3.4	4.7
전략 비즈니스	6.1	6.0	7.2	9.5	7.4	7.9	8.9	9.9	-	28.8	34.1
라인프렌즈	3.4	4.1	5.2	6.9	4.5	4.7	5.5	6.4	-	19.6	21.0
핀테크/AI/커머스/모바일	2.7	2.0	2.0	2.6	2.9	3.1	3.2	3.4	-	9.2	12.6
기타 영업수익	1.5	9.7	0.1	16.9	0.2	0.2	0.2	0.2	18.3	28.1	0.6
영업비용	49.0	51.2	55.5	63.5	63.4	66.2	68.1	71.2	161.4	219.2	268.8
결제수수료 등	7.3	7.8	7.5	8.2	8.8	9.2	9.7	10.2	29.6	30.8	37.9
인건비	13.5	13.9	14.7	15.4	17.2	18.0	18.6	19.0	42.5	57.5	72.8
광고선전비	3.9	4.7	5.8	5.9	7.5	8.1	8.7	9.4	15.5	20.3	33.8
통신비	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	9.1	10.5	11.3
인증 수수료 및 기타비용	7.3	7.8	8.1	8.8	9.1	9.4	9.7	9.9	24.9	32.0	38.1
감가상각비	2.3	2.6	2.9	3.3	5.2	5.3	5.5	5.7	7.1	11.1	21.7
기타영업비용	12.0	11.9	13.8	19.2	12.9	13.3	13.0	14.0	32.7	56.9	53.2
영업이익	1.2	9.1	-3.6	9.4	-7.9	-9.6	-9.9	-10.2	25.1	16.1	-42.4
영업이익률(%)	2.5%	15.1%	-6.9%	12.9%	-14.2%	-17.0%	-17.0%	-16.7%	13.5%	6.9%	-18.4%
코어 비즈니스	8.1	6.0	7.2	5.3	8.3	8.2	9.3	10.7	-	26.5	36.6
전략 비즈니스	-7.1	-6.9	-8.8	-12.0	-15.0	-20.0	-21.0	-23.0	-	-34.9	-79.0
세전이익	-0.1	6.8	-6.9	3.6	-11.3	-13.7	-14.1	-14.5	18.1	3.4	-53.7
당기순이익	-1.8	3.7	-9.6	1.5	-11.6	-14.1	-14.5	-14.9	8.2	-6.2	-55.0

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,435.7	7,527.6	8,391.5
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	15.2	17.0	11.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,435.7	7,527.6	8,391.5
판매관리비	3,499.3	4,644.4	5,710.6	6,696.8	7,377.5
영업이익	1,179.2	942.5	725.1	830.8	1,014.0
영업이익률	25.2	16.9	11.3	11.0	12.1
금융손익	82.6	52.1	21.1	24.7	25.9
종속/관계기업손익	-14.0	-85.1	-28.0	-29.4	-30.8
기타영업외손익	-51.9	202.2	-56.8	-53.2	-55.8
세전계속사업이익	1,195.8	1,111.7	671.6	799.0	980.6
법인세비용	423.2	488.8	291.6	319.6	392.2
당기순이익	770.1	627.9	380.0	479.4	588.4
지배주주지분 손이익	772.9	648.8	408.5	470.8	579.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	6,022.7	6,355.3	6,776.1
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	2,230.4	2,252.7	2,335.4
매출채권	621.5	585.5	670.7	803.4	962.5
재고자산	36.2	57.4	65.8	78.8	94.4
비유동자산	3,235.0	4,495.6	3,808.4	4,238.1	4,720.6
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,391.5	1,530.7	1,683.7
무형자산	339.5	307.0	488.9	586.7	704.0
투자자산	1,387.7	2,247.7	1,495.1	1,644.6	1,809.0
자산총계	8,019.3	9,881.2	9,831.0	10,593.4	11,496.7
유동부채	2,302.7	2,619.7	2,786.3	3,064.9	3,371.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	349.9	364.6	364.6	364.6
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	411.3	1,312.4	1,604.0	1,644.4	1,688.8
사채	0.0	711.6	723.4	723.4	723.4
장기차입금	49.9	100.1	122.1	122.1	122.1
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,390.3	4,709.3	5,060.3
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,801.1	6,848.6	8,097.6
비지배주주지분	542.8	708.9	591.7	236.7	-183.7
자본총계	5,305.2	5,949.1	5,440.7	5,884.1	6,436.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	764.3	952.1	1,149.8
당기순이익(손실)	770.1	627.9	380.0	479.4	588.4
유형자산상각비	182.7	228.0	239.4	251.4	264.0
무형자산상각비	23.6	33.1	34.7	36.4	38.3
운전자본의 증감	-138.5	220.2	53.5	263.1	315.2
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-388.3	-753.2	-865.6	-990.8
유형자산의증가(CAPEX)	-472.2	-535.0	-561.8	-589.9	-619.4
투자자산의감소(증가)	-604.8	-945.1	724.7	-149.5	-164.5
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	463.7	444.9	430.9
차입금의 증감	33.6	750.6	40.9	43.0	45.1
자본의 증가	290.7	33.1	34.8	36.5	38.3
현금의 증가(감소)	181.3	1,415.3	-1,092.5	22.3	82.8
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	2,230.4	2,252.7
기말현금	1,907.6	3,322.9	2,230.4	2,252.7	2,335.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	28,387	33,898	39,048	45,674	50,915
EPS(지배주주)	4,689	3,937	2,479	2,856	3,516
CFPS	8,698	7,493	5,968	7,893	9,496
EBITDAPS	8,406	7,303	6,062	6,787	7,986
BPS	28,895	31,795	29,421	34,265	40,167
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	31.0	47.8	41.5	33.7
PCR	20.0	16.3	19.9	15.0	12.5
PSR	6.1	3.6	3.0	2.6	2.3
PBR	6.0	3.8	4.0	3.5	3.0
EBITDA	1,385.4	1,203.6	999.2	1,118.7	1,316.2
EV/EBITDA	18.8	15.1	19.1	16.6	13.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	8.1	9.0	9.4
EBITDA 이익률	29.6	21.5	15.5	14.9	15.7
부채비율	51.2	66.1	80.7	80.0	78.6
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9	68.7			
매출채권회전율(x)	8.5	9.3	10.2	10.2	9.5
재고자산회전율(x)	201.0	119.3	104.4	104.1	96.9

Industry Brief
2019. 7. 9

엔씨소프트 036570

리니지 리마스터 효과

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 2Q19 실적, 리니지 리마스터 출시 효과와 전분기 상여금 제거로 견조
- ✓ 'L2M' 11월 출시를 위해선 8~9월 사전예약 가시화 여부에 주목
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 55만원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월) 550,000 원
현재주가 (7.8) 478,000 원
상승여력 15.1%

KOSPI	2,064.17pt
시가총액	104,904억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.86%
외국인비중	49.67%
52주 최고/최저가	526,000원/356,000원
평균거래대금	362.9억원

주요주주(%)	
김택진 외 8인	12.01
국민연금공단	11.87
넷마블	8.89

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	1.9	29.5
상대주가	4.4	0.0	42.6

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 상회 전망

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 4,091억원(-6.3% YoY), 1,285억원(-19.4% YoY) 기록, 컨센서스(매출액 3,996억원, 영업이익 1,173억원) 대비 부합한다. PC게임의 경우 리니지 매출액은 3월 27일 '리마스터' 출시 이후 트래픽 2배 이상 증가하며 545억원(+29.6% YoY, 163.2% QoQ)으로 추정한다. 그밖에 PC게임 매출액은 비슷하거나 소폭 자연감소한다. '리니지M' 매출액은 2,075억원(일평균 22억원)으로 4.9% QoQ 증가하는데 3월 6일 이클립스 업데이트, 6월 2주년 업데이트 효과 양호하였다.

영업이익률은 31.4%로 9.3%p QoQ 향상되는데 전분기 일회성 인건비(90억원) 제거된데 주로 기인한다. 참고로 주요 영업비용은 인건비 923억원(+3.4% QoQ), 경상연구개발비 648억원(-1.2% QoQ), 지급수수료 746억원(+8.0% QoQ), 광고선전비 195억원(+3.1% QoQ)로 추정한다.

8~9월 사전예약 개시 주목

2019년 동사는 'B&S S'와 '리니지2M' 출시를 준비하고 있으며 연내 출시된다고 가정하면 8~9월에는 사전예약 개시되어야 한다고 판단된다. '리니지2M'은 심리스 원채널 오픈필드의 글로벌 스케일의 MMORPG로 2020년 예상 매출액은 5,475억원, 일평균 15억원으로 추정한다. 국내보다는 글로벌 타겟의 모바일 본격 MMO로 기존 리니지M과의 카니발라이제이션 영향은 크지 않다.

투자 의견 Trading Buy, 적정주가 55만원 유지

동사는 리니지IP로 뛰어난 이익창출 능력 시현하고 있으며 신규게임 성과에 따라 또 한번의 기업가치 레벨업 가능하다. 다만 '리니지2M', 'B&S S' 등 기대하는 신규 라인업의 연내 출시 일정 가시화될 때까지 45~55만원 밴드 플레이 지속된다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018	1,715.1	614.9	418.2	19,061	-5.1	107,923	24.5	4.3	15.5	16.4	23.6
2019E	1,670.5	528.7	394.1	17,959	-5.9	120,407	26.7	4.0	17.6	15.7	24.7
2020E	2,254.7	1,015.9	627.8	28,607	58.2	143,350	16.8	3.3	9.5	21.7	22.8
2021E	2,721.4	1,354.4	958.2	43,661	52.6	180,828	11.0	2.7	7.0	26.9	19.8

표10 엔씨소프트 2Q19 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	409.1	436.5	-6.3%	358.8	14.0%	399.6	2.4%
PC	128.7	121.6	5.9%	94.2	36.7%	-	-
리니지	54.5	42.1	29.6%	20.7	163.2%	-	-
리니지2	21.4	13.3	60.5%	21.6	-0.7%	-	-
아이온	12.6	15.6	-19.4%	12.3	2.1%	-	-
블레이드앤소울	24.9	30.6	-18.7%	23.3	7.1%	-	-
길드워2	15.3	19.9	-23.0%	16.3	-6.4%	-	-
로열티	55.4	92.4	-40.0%	57.4	-3.5%	-	-
모바일	214.6	209.9	2.2%	198.8	7.9%	-	-
리니지M	207.5	193.2	7.4%	197.8	4.9%	-	-
기타	10.3	12.6	-17.9%	8.4	23.4%	-	-
영업이익	128.5	159.5	-19.4%	79.5	61.7%	117.3	9.6%
세전이익	137.3	192.5	-28.7%	100.9	36.1%	-	-
지배순이익	92.0	139.9	-34.2%	74.7	23.2%	106.5	-13.6%
영업이익률(%)	31.4%	36.5%	-5.1%	22.2%	9.3%	29.4%	2.1%
순이익률(%)	22.5%	32.1%	-9.6%	20.8%	1.7%	26.7%	-4.1%

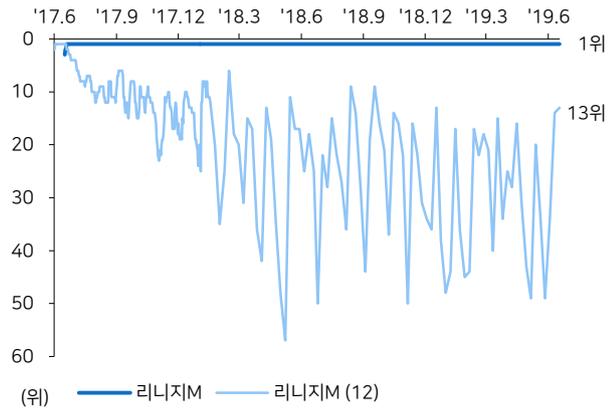
자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표11 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	475.2	436.5	403.8	399.7	358.8	409.1	400.6	502.0	1,715.1	1,670.5	2,254.7
PC	120.1	123.8	125.1	114.5	95.5	130.9	138.3	133.9	476.8	498.6	519.8
리니지	28.3	42.1	40.3	39.0	20.7	54.5	60.2	58.5	149.7	194.0	154.1
리니지2	14.2	13.3	15.6	20.7	21.6	21.4	21.0	20.6	63.9	84.5	86.2
아이온	18.8	15.6	16.4	12.7	12.3	12.6	12.5	12.3	63.4	49.7	50.7
블레이드앤소울	33.9	30.6	30.1	25.0	23.3	24.9	27.7	25.9	119.6	101.7	73.2
길드워2	23.6	19.9	21.0	15.7	16.3	15.3	15.3	15.3	80.2	62.1	48.8
로열티	84.2	92.4	51.6	53.4	57.4	55.4	52.5	46.9	281.6	212.3	244.1
모바일	264.1	209.9	216.5	222.8	198.8	214.6	200.0	312.8	913.3	926.2	1,458.1
리니지M	262.2	193.2	211.6	220.8	197.8	207.5	193.2	184.0	887.8	782.5	584.0
리니지2M								76.5		76.5	547.5
아이온2											150.0
B&S2											117.0
기타	6.8	10.4	10.7	9.0	7.1	8.1	9.8	8.4	43.5	33.4	32.7
영업비용	271.1	277.2	264.8	287.1	279.2	282.7	280.7	299.1	1,100.2	1,141.7	1,238.8
인건비	73.8	85.2	81.0	101.1	89.2	92.8	92.1	109.4	341.0	383.5	417.5
경상연구개발비	69.5	75.7	66.6	62.9	73.5	64.8	75.7	66.7	274.7	280.7	297.8
지급수수료	92.2	73.3	75.6	79.3	69.1	74.6	69.5	75.5	320.4	288.7	327.1
광고선전비	10.6	14.9	15.5	15.9	18.9	21.2	13.2	16.5	56.9	69.8	63.2
기타	25.0	28.1	26.2	27.9	28.5	29.3	30.1	31.0	107.2	118.9	133.1
영업이익	203.8	159.5	139.0	112.6	79.5	126.4	119.9	202.9	614.9	528.7	1,015.9
세전이익	196.4	192.5	141.9	105.4	100.9	135.1	129.1	212.4	636.2	577.5	1,067.0
지배순이익	118.8	139.9	92.9	66.5	74.7	90.6	86.5	142.3	418.0	394.1	627.8

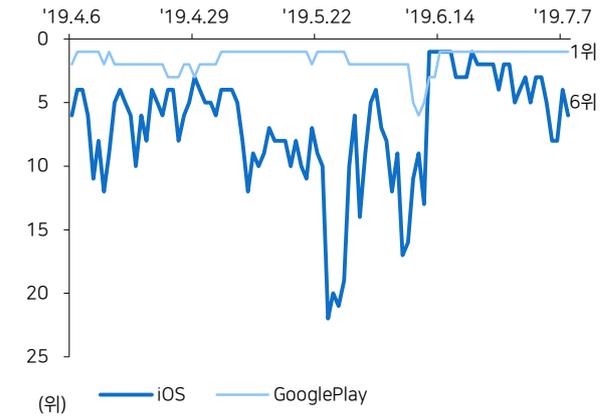
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림13 '리니지M' 한국 매출 순위



주: 2019.7.8 구글플레이 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 '리니지M' 대만 매출 순위



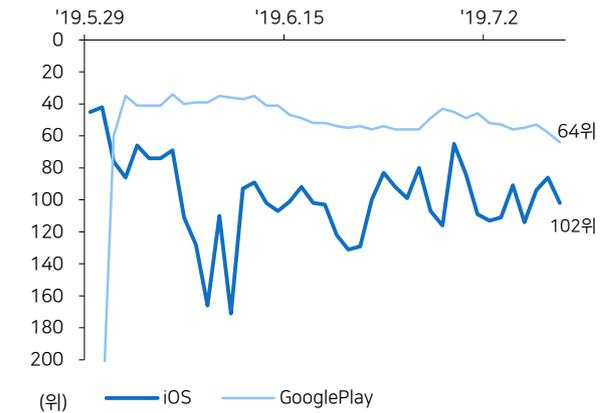
주: 2019.7.8 구글플레이, 앱스토어 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 5월 29일 리니지M 일본 출시했으나 성과 부진



주: 2019.5.29 일본 출시
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 리니지M 일본 매출 순위



주: 2019.7.78 구글플레이, 앱스토어 게임 매출순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,670.5	2,254.7	2,721.4
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	-2.6	35.0	20.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,670.5	2,254.7	2,721.4
판매관리비	1,173.7	1,100.2	1,141.7	1,238.8	1,367.0
영업이익	585.0	614.9	528.7	1,015.9	1,354.4
영업이익률	33.3	35.9	31.7	45.1	49.8
금융손익	11.4	25.6	25.1	40.5	29.1
종속/관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.6	-2.7	-2.8
기타영업외손익	15.4	-0.7	10.7	10.7	11.2
세전계속사업이익	610.2	637.4	577.5	1,067.0	1,394.7
법인세비용	166.2	215.9	180.8	439.3	436.7
당기순이익	444.0	421.5	396.7	627.7	958.1
지배주주지분 순이익	441.0	418.2	394.1	627.8	958.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	1,792.6	2,047.9	2,683.1
현금및현금성자산	187.3	185.6	295.5	401.1	739.7
매출채권	193.0	148.5	268.6	295.4	325.0
재고자산	0.5	1.0	0.5	0.5	0.6
비유동자산	1,753.8	1,364.9	1,523.7	1,838.6	2,099.1
유형자산	229.1	233.9	264.6	343.9	447.1
무형자산	52.4	54.4	60.5	78.7	102.3
투자자산	1,337.0	951.5	99.1	74.3	55.7
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,316.4	3,886.5	4,782.3
유동부채	455.8	473.1	551.5	606.7	667.3
매입채무	2.1	1.7	2.8	2.1	1.6
단기차입금	0.0	5.1	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	150.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	341.5	89.2	459.0	420.8	392.1
사채	149.8	0.0	249.2	249.2	249.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	797.3	562.3	657.6	720.8	790.3
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	247.4	247.4	247.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,443.8	2,951.0	3,777.5
비지배주주지분	8.0	11.3	16.2	19.6	23.5
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,658.8	3,165.7	3,992.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	581.1	813.9	1,141.4
당기순이익(손실)	444.0	421.5	396.7	627.7	958.1
유형자산상각비	26.9	25.5	56.6	48.2	37.6
무형자산상각비	3.1	2.4	0.7	0.5	0.5
운전자본의 증감	10.8	-55.5	-745.0	320.3	240.0
투자활동 현금흐름	-459.6	68.4	-174.2	-344.5	-315.4
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-26.7	-11.6	-12.2	-12.8
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	-97.9	-209.9	-125.9
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	76.8	-293.0	-307.7
차입금의 증감	0.1	5.2	156.5	164.2	172.4
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-1.7	109.9	105.6	338.5
기초현금	144.8	187.3	185.6	295.5	401.1
기말현금	187.3	185.6	295.5	401.1	739.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	78,177	76,125	102,736	124,002
EPS(지배주주)	20,104	19,061	17,959	28,607	43,661
CFPS	28,692	29,813	31,122	34,599	48,946
EBITDAPS	28,039	29,301	26,707	48,511	63,451
BPS	124,037	107,923	120,407	143,350	180,828
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	24.5	26.7	16.8	11.0
PCR	15.6	15.6	15.4	13.9	9.8
PSR	5.6	6.0	6.3	4.7	3.9
PBR	3.6	4.3	4.0	3.3	2.7
EBITDA	615.0	642.8	586.0	1,064.7	1,392.5
EV/EBITDA	13.7	15.5	17.6	9.5	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	16.4	15.7	21.7	26.9
EBITDA 이익률	35.0	37.5	35.1	47.2	51.2
부채비율	29.2	23.6	24.7	22.8	19.8
금융비용부담률	0.2	0.2	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	179.6	184.7	54.2	98.0	131.0
매출채권회전율(x)	10.0	10.0	8.0	8.0	8.8
재고자산회전율(x)	2,983.9	2,260.8	2,172.2	4,181.0	4,947.5

Industry Brief
2019. 7. 9

넷마블 251270

실적 회복은 이제 시작

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 신작 모멘텀 부활. 5월 9일 '킹오브파이터 올스타(한국)', 6월 4일 '일곱개의 대죄: Grand Cross(일본과 한국)', 그리고 26일 'BTS월드'까지 연이은 기대작 출시로 이익창출 능력 회복
- ✓ 6월 26일 'BTS월드' 출시 되었으며 초기 메가히트 기록하진 못했으나 예상치 부합한 성과. 19년 일평균 매출액은 3.4억원 추정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **160,000 원**
현재주가 (7.8) **93,600 원**
상승여력 **70.9%**

KOSPI	2,064.17pt
시가총액	80,209억원
발행주식수	8,569만주
유통주식비율	26.61%
외국인비중	24.36%
52주 최고/최저가	166,500원/91,800원
평균거래대금	359.7억원

주요주주(%)	
방준혁 외 13 인	24.96
씨제이이엔엠	21.85
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.57

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.3	-14.1	-40.0
상대주가	-21.0	-15.7	-33.9

주가그래프



신작모멘텀 부활

동사의 강력한 신작 모멘텀이 부활하고 있다. 5월 9일 '킹오브파이터 올스타(한국)' 출시를 시작으로 6월 4일 '일곱개의 대죄:Grand Cross(일본과 한국)'까지 연이어 성공시켰다. '킹오브파이터 올스타'는 출시 이후 국내 매출 순위 구글 2위, 애플 1위까지 기록하며 선전하였으며 '일곱개의 대죄:Grand Cross'는 일본 매출순위 구글 4위, 애플 1위까지 기록하며 고무적인 성과 시현하였다. 2분기 영업이익은 467억원으로 컨센서스(462억원) 대비 부합할 전망이다.

참고로 일곱개의 대죄는 2012년 연재 시작하여 18년 10월 누적 3,000만부 판매한 최근 일본시장에서 가장 인기있는 만화에 손꼽힌다. TV애니메이션으로 제작되어 2014년 10월부터 2018년 7월까지 방송되었으며 올해 가을부터 시즌4가 넷플릭스 통해 방영된다.

6월 26일 'BTS월드'의 성과, 예상보다 부진하나

6월 26일 BTS월드 출시 되었으며 7월 5일 기준 글로벌 매출 순위는 한국 19위, 영국 64위, 미국 100위 기록하는 등 메가히트는 아니었다. 다만 예상했던 매출 규모는 어느 정도 달성 가능할 전망이며 2019년 예상 매출액은 644억원(일평균 3.4억원)으로 추정하였다.

실적 회복은 이제 시작

3분기에는 'B&S레볼루션'의 일본 출시, 세븐나이츠2 등 기대게임 출시 지속되며 하반기 정상화될 이익레벨 감안시 최근 1달간 22% 주가하락은 과도하다. 신작 사이클 본격화되는 2H19부터의 이익레벨에 눈높이 맞춰져야 하며 Forward EPS 기준 적정 PER은 40.7배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	39.5	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018	2,021.3	241.7	189.6	2,227	-44.7	51,303	50.1	2.2	24.9	4.4	19.4
2019E	2,451.6	330.2	264.5	3,092	37.9	60,898	31.2	1.6	13.0	5.5	17.0
2020E	2,802.0	446.2	342.7	3,999	28.5	64,274	24.1	1.5	11.1	6.4	16.9
2021E	3,198.4	671.4	583.7	6,811	59.4	70,454	14.2	1.4	8.0	10.1	16.3

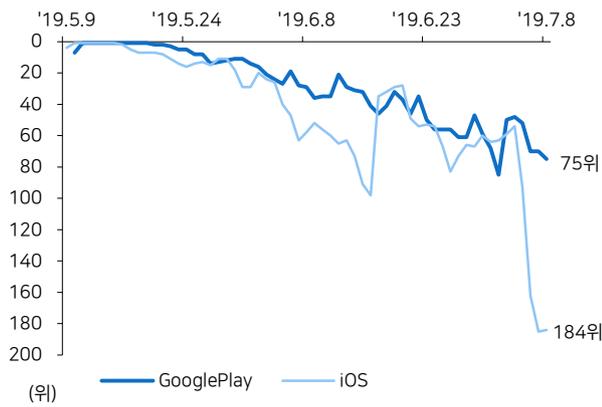
(십억원)	2Q19E	2Q18	% YoY	1Q19	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	537.2	500.9	7.3%	477.6	12.5%	535.0	0.4%
리니지2레볼루션	64.4	140.2	-54.1%	71.6	-10.1%	-	-
모두의 마블	18.7	20.0	-6.6%	19.1	-2.1%	-	-
세븐나이트	17.6	19.5	-9.7%	19.1	-8.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	67.4	75.1	-10.3%	68.8	-2.0%	-	-
쿠키잼	32.7	35.1	-6.6%	33.4	-2.1%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	27.6	34.1	-19.0%	23.9	15.7%	-	-
블소레볼루션	73.6	-	-	76.4	-3.7%	-	-
일곱개의 대죄:Grand Cross	56.0	-	-	-	-	-	-
기타	179.1	176.8	13.0%	165.2	8.4%	-	-
영업이익	46.7	62.2	-24.9%	33.9	37.9%	46.2	1.2%
세전이익	58.7	87.7	-33.1%	58.6	0.1%	-	-
지배순이익	34.9	57.9	-39.8%	39.4	-11.5%	44.3	-21.3%
영업이익률	8.7%	12.4%	-3.7%	7.1%	1.6%	8.6%	0.1%
순이익률	6.5%	11.6%	-5.1%	8.2%	-1.8%	8.3%	-1.8%

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	507.4	500.9	526.0	487.1	477.6	537.2	724.9	711.9	2,021.3	2,451.6	2,802.0
리니지2레볼루션	177.6	140.2	121.0	102.3	71.6	64.4	61.2	58.1	541.1	255.3	204.8
모두의 마블	30.4	20.0	18.4	19.5	19.1	18.7	18.3	18.0	88.4	74.1	68.4
세븐나이트	19.5	19.5	19.5	19.5	19.1	17.6	16.7	15.9	77.9	69.3	55.9
마블컨테스트오브챔피언	81.2	75.1	73.6	87.7	71.6	67.4	66.1	64.8	317.6	267.1	246.3
쿠키잼	35.5	35.1	36.8	34.1	33.4	32.7	32.1	31.4	141.5	129.7	119.6
해리포터 호그와트 미스터리	-	19.8	52.6	34.1	30.7	27.6	24.9	22.4	106.5	105.5	95.0
블소레볼루션	-	-	-	29.2	78.2	73.6	128.8	133.4	29.2	412.2	542.8
일곱개의 대죄:Grand Cross	-	-	-	-	-	56.0	138.0	92.0	-	286.0	324.2
BTS월드	-	-	-	-	-	-	36.8	27.6	-	64.4	79.1
세븐나이트2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	102.8	256.3
기타	163.2	191.1	204.1	160.7	153.8	179.1	202.1	248.4	719.1	685.2	809.5
영업비용	433.2	438.6	458.7	449.1	443.7	490.5	598.7	588.6	1,779.6	2,121.5	2,355.8
인건비	98.9	101.7	101.8	110.7	113.9	117.3	120.8	124.5	413.1	476.5	536.3
지급수수료	212.8	207.5	215.7	206.6	210.1	245.0	330.6	324.7	842.6	1,110.4	1,231.0
마케팅비	74.7	78.6	85.1	73.4	62.8	78.5	95.5	85.4	311.7	322.2	366.7
기타	46.8	50.8	56.2	58.4	56.9	49.7	51.8	54.1	212.2	212.4	221.7
영업이익	74.2	62.2	67.3	38.0	33.9	46.7	126.2	123.3	241.7	330.2	446.2
세전이익	105.0	87.7	71.8	26.0	58.6	58.7	138.5	135.9	290.4	391.6	499.6
지배순이익	73.9	57.9	44.2	13.6	39.4	34.9	96.1	94.1	189.6	264.4	342.7

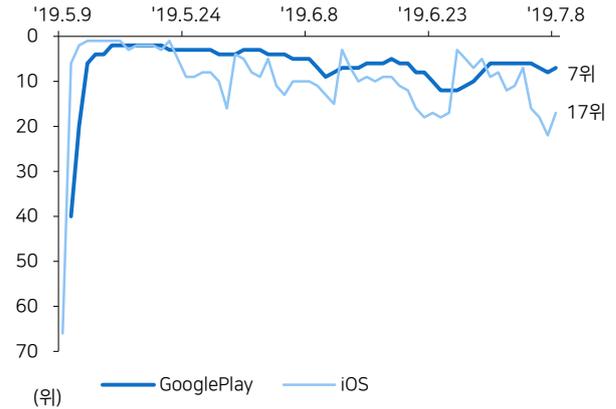
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 '킹오브파이터 올스타' (한국) 다운로드 순위



주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 '킹오브파이터 올스타' (한국) 매출 순위



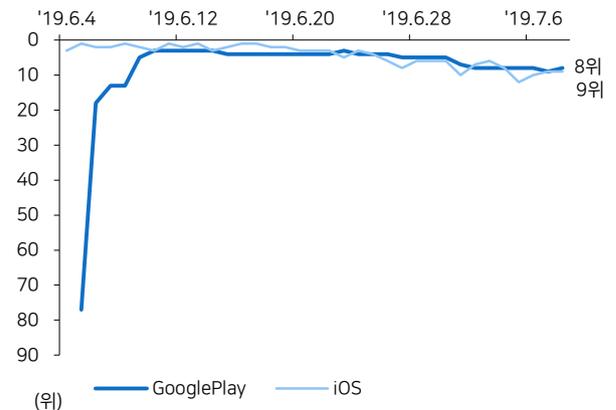
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (한국) 다운로드 순위



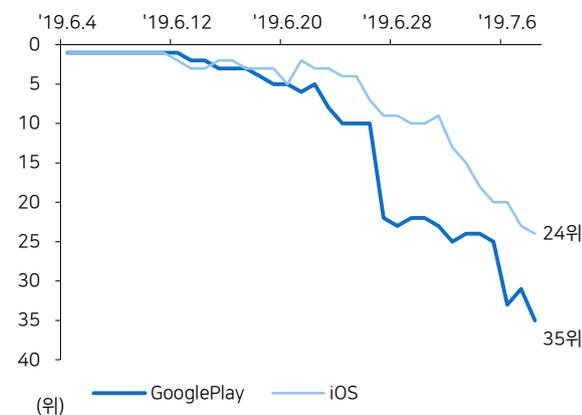
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (한국) 매출 순위



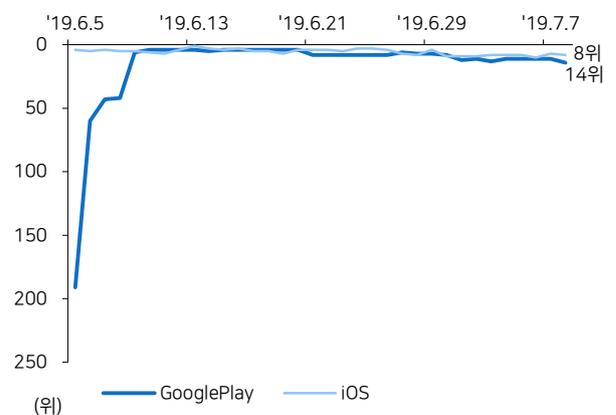
주: 2019.7.4 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (일본) 다운로드 순위



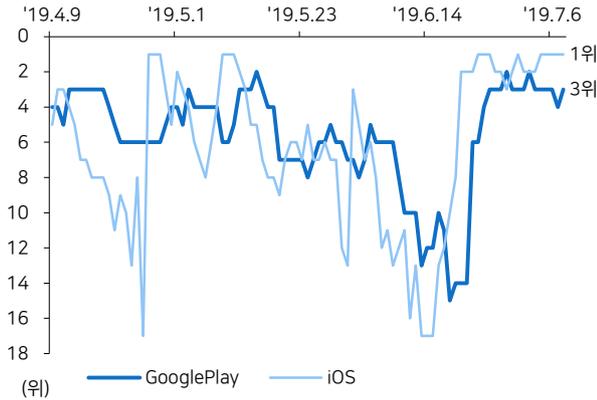
주: 2019.7.8 일본 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (일본) 매출 순위



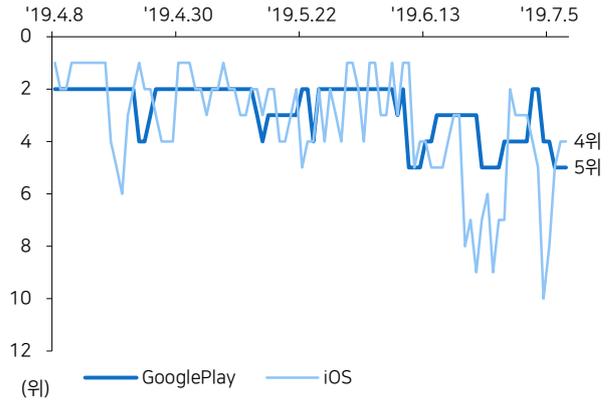
주: 2019.7.8 일본 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



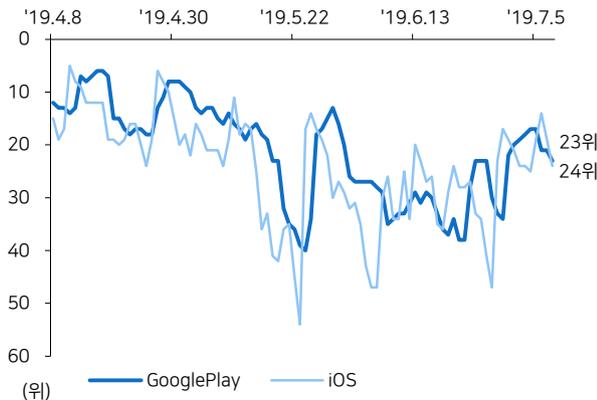
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠총금증권 리서치센터

그림24 'B&S 레볼루션' (한국) 매출 순위



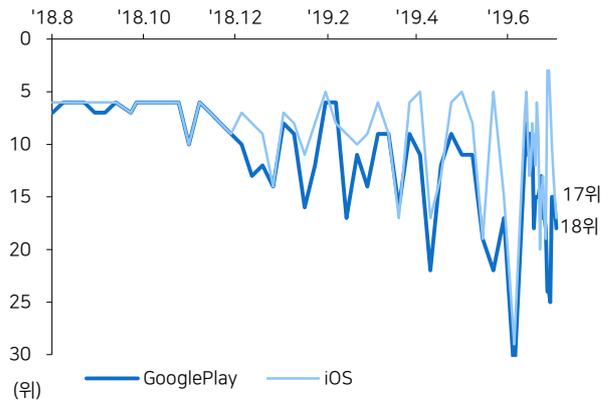
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠총금증권 리서치센터

그림25 '세븐나이트 for Kakao' (한국) 매출 순위



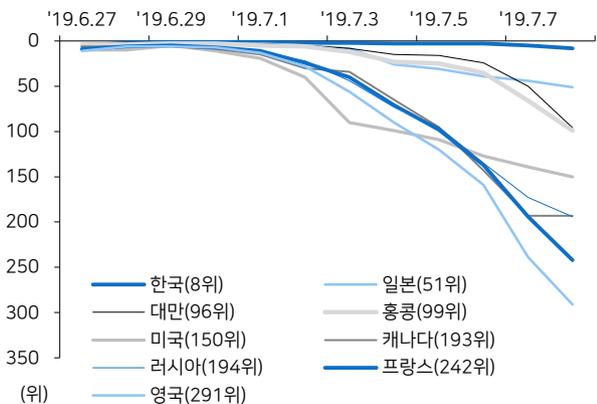
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠총금증권 리서치센터

그림26 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



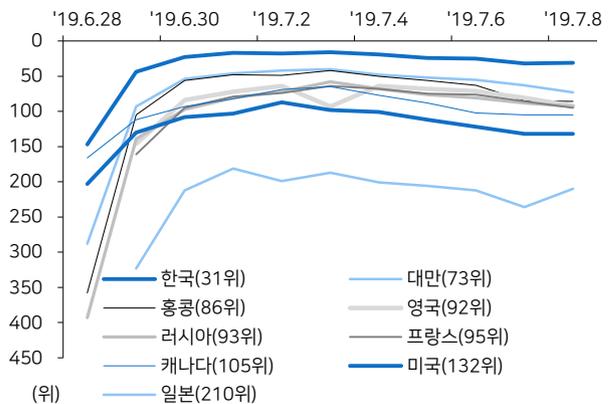
주: 2019.7.8 한국 게임 순위, 16시 기준
 자료: 앱애니, 메리츠총금증권 리서치센터

그림27 'BTS 월드' (주요국가) 다운로드 순위



주: 2019.7.8 구글플레이 게임 순위, 16시 기준
 자료: 메리츠총금증권 리서치센터

그림28 'BTS 월드' (주요국가) 매출 순위



주: 2019.7.5 구글플레이 게임 순위, 16시 기준
 자료: 메리츠총금증권 리서치센터

표14 2019년 게임 라인업 - 신작 사이클 본격화

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
2Q19	킹오브파이터 올스타	넷마블네오	한국	5월 9일 출시, 13일 현재 구글플레이 매출순위 4위 기록
	일곱개의 대죄:Grand Cross	퍼니파우	일본, 한국	일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용 6월 4일 출시, 일본 내 애플 앱스토어 매출 1위 기록
	요괴워치 메달워즈	넷마블몬스터	일본	글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG 5월 14일 사전예약자수 200만명 돌파, 7월 출시 예정
	BTS월드	테이크원컴퍼니	글로벌	아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합 5월 10일 사전예약 개시, 6월 26일 출시
2H19	세븐나이츠2	넷마블넥서스	한국, 일본	자사 '세븐나이츠' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG
	B&S레블루션	넷마블	일본	일본으로 출시 지역 확장 출시
	더킹오브파이터즈 올스타	넷마블네오	글로벌	글로벌 지역으로 확장 출시
	스톤에이지 M	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	캐치마인드	-	한국	PC게임 '캐치마인드'의 모바일 버전, 위치기반 시스템 도입
	A3 스틸 얼라이브	이데아게임즈	한국	PC게임 'A3' IP 활용한 핵앤슬래시 방식의 전투게임 배틀로얄, 암흑출몰 등 이용자간 경쟁 중심 MMORPG
	마나스트라이크(매직더캐더링M)	-	한국	전략시뮬레이션, TCG 장르의 선구자 매직더캐더링 IP로 개발
	FROZEN2	잼시티	글로벌	영화 겨울왕국2 개봉에 맞춰 디즈니 협업으로 겨울왕국 후속스토리 소재의 게임 개발 중

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,451.6	2,802.0	3,198.4
매출액증가율 (%)	61.6	-16.6	21.3	14.3	14.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,451.6	2,802.0	3,198.4
판매관리비	1,915.0	1,779.6	2,121.5	2,355.8	2,526.9
영업이익	509.8	241.7	330.2	446.2	671.4
영업이익률	21.0	12.0	13.5	15.9	21.0
금융손익	11.6	76.6	80.4	56.4	88.6
종속/관계기업손익	-5.7	0.1	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-44.2	-27.9	-0.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	471.5	290.4	391.6	499.6	761.0
법인세비용	110.6	75.5	64.3	69.9	74.1
당기순이익	362.6	214.9	297.7	383.2	610.6
지배주주지분 손이익	309.8	189.6	264.5	342.7	583.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,324.0	3,391.7	3,668.9
현금및현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2	2,456.6
매출채권	291.4	182.3	144.2	114.0	90.2
재고자산	2.4	3.3	2.6	2.1	1.6
비유동자산	2,429.3	2,842.4	3,005.2	3,282.1	3,595.6
유형자산	145.4	174.3	183.0	192.2	201.8
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,517.4	1,745.0	1,229.0
투자자산	974.7	1,269.9	179.9	142.3	112.5
자산총계	5,347.7	5,433.1	6,329.3	6,673.8	7,264.4
유동부채	501.3	587.0	612.3	641.3	674.7
매입채무	120.6	81.3	64.3	50.9	40.3
단기차입금	4.0	8.3	11.5	11.5	11.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	381.2	294.5	309.2	324.7	340.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	85.3	149.2	149.2	149.2
부채총계	882.4	881.5	921.5	966.0	1,015.6
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	435.3	435.3	435.3
이익잉여금	602.9	761.0	999.9	1,299.9	1,841.0
비지배주주지분	135.8	177.1	189.2	200.0	211.4
자본총계	4,465.3	4,551.5	5,407.8	5,707.8	6,248.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	345.0	435.2	683.7
당기순이익(손실)	362.6	214.9	297.7	383.2	610.6
유형자산상각비	11.5	15.5	78.6	54.8	29.6
무형자산상각비	53.3	64.5	74.9	72.5	68.7
운전자본의 증감	-18.8	-37.4	-89.2	7.5	6.0
투자활동 현금흐름	-1,432.7	-505.3	-168.8	-284.7	-323.3
유형자산의증가(CAPEX)	-30.0	-23.0	-10.1	-10.6	-11.1
투자자산의감소(증가)	-436.6	-295.1	47.1	-36.0	-37.8
재무활동 현금흐름	2,527.3	-99.2	371.3	373.6	376.1
차입금의 증감	-34.3	110.6	80.4	62.3	50.2
자본의 증가	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,635.1	-359.1	675.9	12.7	219.4
기초현금	272.7	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2
기말현금	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2	2,456.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	30,508	23,734	28,662	32,698	37,323
EPS(지배주주)	3,898	2,227	3,092	3,999	6,811
CFPS	7,387	4,023	4,887	5,435	7,721
EBITDAPS	7,228	3,777	5,654	6,693	8,982
BPS	50,920	51,303	60,898	64,274	70,454
DPS	360	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	48.4	50.1	31.2	24.1	14.2
PCR	25.5	27.7	19.7	17.8	12.5
PSR	6.2	4.7	3.4	3.0	2.6
PBR	3.7	2.2	1.6	1.5	1.4
EBITDA	574.5	321.7	483.6	573.6	769.7
EV/EBITDA	24.2	24.9	13.0	11.1	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	4.4	5.5	6.4	10.1
EBITDA 이익률	23.7	15.9	19.7	20.5	24.1
부채비율	19.8	19.4	17.0	16.9	16.3
금융비용부담률	0.6	0.0	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	37.8	417.0	53.2	72.0	112.7
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	15.0	21.7	31.3
재고자산회전율(x)	1,142.8	714.0	828.6	1,197.2	1,727.6

Industry Brief
2019. 7. 9

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

펄어비스 263750

PC-모바일-콘솔의 하모니

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 부합 전망. 일본 검은사막M의 성과 온기반영되며 1분기 상여금(90억원)과 일본 마케팅비(200억원) 감소되며 영업이익 정상화
- ✓ 하반기 풍부한 모멘텀. 1)검은사막 Playstation 출시(8월 22일), 2)검은사막M 글로벌 출시(4Q), 3) 이브온라인 한국어버전 론칭(4Q), 4) 이브온라인P의 중국 출시
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 26만원 유지. 2019E Target PER은 19.9배 수준

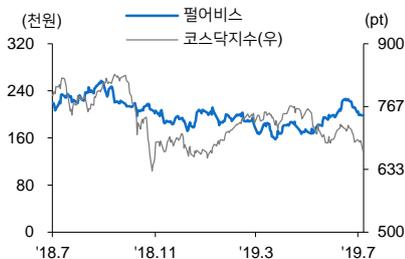
Buy

적정주가 (12개월) **260,000 원**
현재주가 (7.8) **198,600 원**
상승여력 **30.9%**

KOSDAQ	668.72pt
시가총액	25,858억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.08%
외국인비중	12.46%
52주 최고/최저가	257,000원/157,800원
평균거래대금	166.2억원
주요주주(%)	
김대일 외 5인	50.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-0.5	-5.2
상대주가	5.2	-0.5	14.6

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 부합 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,516억원(+34.5% YoY), 531억원(-3.0% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 1,607억원, 영업이익 601억원)에 부합한다. PC게임 매출액은 239억원, 모바일과 콘솔 매출액은 각각 1,030억원, 100억원으로 추정한다. 영업이익률은 35%로 전분기 11% 수준에서 크게 개선된다. 전분기 일회성 상여금(90억원) 제거되고, 일본 마케팅비도 200억원 수준에서 100억원으로 축소된다.

PC-모바일-콘솔의 하모니

2019년 펄어비스 실적의 업사이드 포텐셜은 콘솔 플랫폼에 존재한다. 3월 4일 마이크로소프트의 Xbox에 론칭한 이후 7월 2일 소니의 플레이스테이션 사전 예약, 8월 22일 정식 출시로 콘솔 플랫폼 공략 가속화된다. 국내 게임사에게 콘솔 플랫폼은 북미/유럽/일본 진출의 핵심 디바이스로 글로벌 매출규모 346억 달러(글로벌 게임매출 대비 25% 비중, 18년 기준)의 블루오션이다. 펄어비스 콘솔 게임 매출액은 2019년 593억원, 2020년 1,439억원(+142.7% YoY)으로 추정한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 26만원 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 26만원 유지한다. 적정주가의 2019E Target PER은 19.9배 수준으로 '검은사막'이 PC에서 모바일, 콘솔로 플랫폼 다변화되고 있어 글로벌 플랫폼 다각화에 성공하는 프론티어라는 점에서 적정 밸류에이션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-59.2	22,807	191.5	10.9	120.3	9.9	7.8
2018	404.8	168.1	146.4	11,591	796.4	31,525	17.1	6.3	10.6	68.1	8
2019E	633.9	223.8	168.2	12,935	11.6	45,373	15.4	4.3	8.9	53.4	3.5
2020E	843.2	306.8	191.5	17,572	13.9	62,112	11.3	3.2	6.9	44.3	2.9

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	151.6	112.7	34.5%	130.8	16.0%	160.7	-5.6%
PC	23.9	30.4	-21.6%	26.1	-8.6%	-	-
퍼블리싱	14.6	16.0	-8.7%	14.6	0.2%	-	-
직접 서비스	9.2	14.4	-35.9%	9.2	0.6%	-	-
모바일	103.0	82.3		87.6	17.5%	-	-
콘솔	10.0	0.0		2.3			
CCP게임즈	14.8	0.0		14.8	0.0%		
영업이익	53.1	54.8	-3.0%	15.0	253.6%	60.1	-11.6%
세전이익	53.8	61.0	-11.8%	17.0	216.6%	-	-
지배순이익	39.7	52.2	-23.8%	12.5	217.8%	49.2	-19.3%
영업이익률(%)	35.0%	48.6%	-13.6%	11.5%	23.6%	37.4%	-2.4%
순이익률(%)	26.2%	46.3%	-20.1%	9.6%	16.6%	30.6%	-4.4%

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

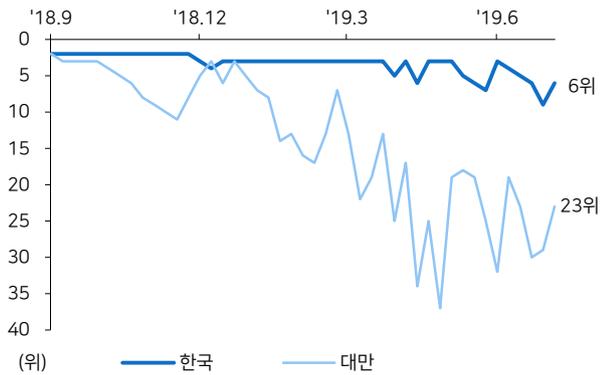
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	75.5	112.7	117	99.1	130.8	151.6	149.6	201.8	404.3	633.9	843.2
PC	34	30.4	26.9	24.9	26.1	23.9	35.1	40.7	116.2	125.7	184.2
퍼블리싱	15.6	16	15.5	15.9	14.6	14.6	25.5	27.8	63.1	82.6	114
직접 서비스	18.3	14.4	11.4	9	9.2	9.2	9.6	12.9	53.1	40.9	70.2
모바일	41.5	82.3	90.1	61.4	87.6	103	84.6	96.6	275.3	371.8	374.6
콘솔					2.3	10	10.5	36.5		59.3	71.1
CCP게임즈				12.8	14.8	14.8	19.5	28	12.8	77.1	132.3
영업비용	42	57.9	56.7	80.9	115.7	98.5	91.3	104.5	237.5	410.1	536.4
인건비	10.8	16.6	13.6	23.5	31	24.2	25.4	26.6	64.5	107.2	125.9
지급수수료	17.8	30	31.5	41.2	42.4	46.7	41.5	50.2	120.5	180.9	277.7
광고선전비	10.5	9.2	10	10	30.3	20.5	18.2	21.2	39.7	90.1	109.4
주식보상비용	1.4	1	0.4	0.5	7.5	2	2.1	2.2	3.3	13.9	10.1
감가상각비	0.3	0.3	0.3	1.5	1.5	2	1	1	2.4	5.5	4.5
기타	1.2	0.8	0.9	4.1	3	3.1	3.2	3.3	7.1	12.5	8.8
영업이익	33.5	54.8	60.3	18.2	15	53.1	58.3	97.3	168.1	223.8	306.8
세전이익	34.3	61	58.7	21.4	17	53.8	59	98	175.4	227.8	309.8
지배순이익	27.8	52.2	51.7	14.7	12.5	39.7	43.6	72.4	146.4	168.2	191.5

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

구분	게임명	개발주체	장르	비고
PC	프로젝트K	펠어비스	MMO-FPS	펠어비스에서 준비중이었던 차기작
	이브유니버스(프로젝트노바)	CCP	FPS	이브세계관 접목시킨 FPS
	오메가	CCP	Sci-Fi MMO	개발초기 단계, 2020년 이후 출시 예정
	이브차이나	CCP-넷이즈	Sci-Fi MMO	중국에서 재론칭 준비하고 있었는데 넷이즈 통해 판호 신청
모바일	프로젝트V	펠어비스	가족형 캐주얼 MMO	펠어비스의 차기 모바일 게임
	이브워오브어센션	CCP	Sci-Fi Strategy	펠어비스의 차기 모바일 게임
	이브에코스	넷이즈	Sci-Fi MMO	IP 라이선싱 통해 중국에서 개발중
	검은사막M (중국)	펠어비스	MMORPG	최근 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청 예정

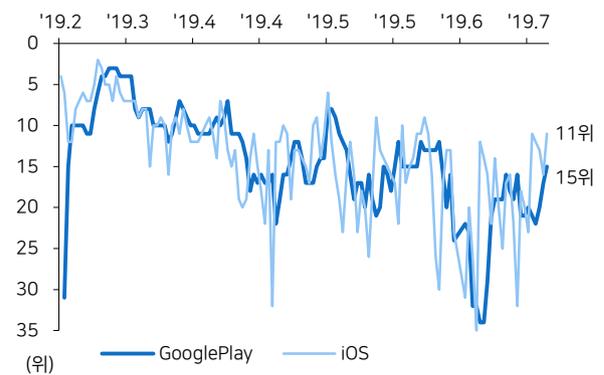
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 검은사막M 한국/대만 매출 순위



주: 2019.7.8 구글플레이 게임 순위 기준
 자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 검은사막M 일본 매출 순위



주: 2019.7.8 앱스토어, 구글플레이 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 7월 2일 검은사막 Playstation 사전예약 개시



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 검은사막 한국 PC방 점유율, 직접서비스 이후 상승세



주: 2019.7.8 PC방 게임 이용순위 기준, 2019.5.30 펠어비스 직접서비스 개시
 자료: 게임트릭스, 계토클드, 메리츠증권증권 리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	52.4	404.3	633.9	843.2
매출액증가율 (%)	55.5	671.6	56.8	33.0
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	52.4	404.3	633.9	843.2
판매관리비	30.7	236.2	410.1	536.4
영업이익	21.7	168.1	223.8	306.8
영업이익률	41.4	41.6	35.3	36.4
금융손익	-4.1	7.5	2.5	2.6
종속/관계기업손익	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	17.7	175.4	227.8	309.8
법인세비용	3.0	29.0	59.6	118.3
당기순이익	14.7	146.4	168.2	191.5
지배주주지분 손이익	14.7	146.4	168.2	191.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	159.3	162.8	222.7
당기순이익(손실)	14.7	146.4	168.2	228.8
유형자산상각비	0.7	2.8	4.4	3.8
무형자산상각비	0.3	2.0	71.4	31.7
운전자본의 증감	6.6	-22.9	168.4	676.8
투자활동 현금흐름	-8.3	-305.0	-44.0	-46.7
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-10.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.1	-3.1	-3.2	-3.3
재무활동 현금흐름	178.8	138.6	145.0	158.0
차입금의 증감	-5.9	136.3	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	11.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	-11.5	107.0	189.5
기초현금	46.9	240.5	229.0	335.9
기말현금	240.5	229.0	335.9	525.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	279.9	354.5	511.9	725.9
현금및현금성자산	240.5	229.0	335.9	525.5
매출채권	15.9	41.0	58.0	66.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	358.0	343.2	394.8
유형자산	6.2	35.6	4.9	5.1
무형자산	4.2	287.7	301.0	316.1
투자자산	3.2	9.4	12.0	48.3
자산총계	296.6	712.5	858.7	1,090.0
유동부채	19.8	115.1	82.7	86.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	1.6	189.4	349.9	994.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	115.9	115.9	115.9
부채총계	21.4	304.5	268.0	281.4
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	85.1	231.6	377.4	595.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	408.0	590.7	808.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4599.0	32037.0	46428.0	55968.0
EPS(지배주주)	1293.0	11591.0	12935.0	17572.0
CFPS	2139.0	14855.0	18682.0	24803.0
EBITDAPS	1989.0	13686.0	22015.0	22403.0
BPS	22807.0	31525.0	45373.0	62112.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	17.1	15.4	11.3
PCR	115.7	13.9	13.9	11.7
PSR	34.8	7.1	4.0	3.3
PBR	10.9	6.3	4.3	3.2
EBITDA	22.7	172.9	286.3	291.7
EV/EBITDA	120.3	15.0	6.8	6.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	42.9	33.7	32.7
EBITDA 이익률	33.0	38.8	37.3	62.5
부채비율	7.8	74.6	45.4	34.8
금융비용부담률	0.0	0.4	0.2	0.1
이자보상배율(x)	3009.6	104.1	218.7	285.4
매출채권회전율(x)	4.2	14.2	11.1	11.7
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

Industry Brief
2019. 7. 9

컴투스 078340

커머더티 주식

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 부합. 스카이랜더스 부진했으나 서머너즈워 출시 5주년 이벤트 등에 힘입어 매출 반등. 안정적 실적 달성능력 보여줄 것
- ✓ 2019년 신규게임 출시 이벤트 부재하나 추가 주가하락은 제한적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 14만원으로 하향 조정

Buy

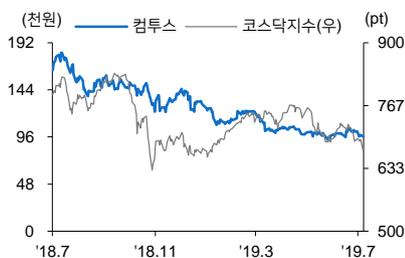
적정주가 (12개월) **140,000 원**
현재주가 (7.8) **96,600 원**
상승여력 **44.9%**

KOSDAQ	668.72pt
시가총액	12,429억원
발행주식수	1,287만주
유통주식비율	70.06%
외국인비중	30.61%
52주 최고/최저가	182,000원/93,000원
평균거래대금	65.2억원

주요주주(%)			
게임빌 외 3인			24.52
KB자산운용			11.52
국민연금			7.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-20.8	-45.6
상대주가	3.6	-20.8	-34.2

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 부합 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,258억원(+1.4% YoY), 349억원(-4.1% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 1,211억원, 영업이익 359억원)에 무난히 부합할 전망이다. 서머너즈워는 6월 글로벌 출시 5주년 이벤트(뱀파이어 모드 지급, 차원홀 업데이트 등) 진행하며 일간 방문자수와 매출액 20% 증가하였다. 일매출 규모로는 4~5월 10억원, 6월 12억원 수준까지 증가한 것으로 추정된다. 영업이익률 역시 27.8%로 외형 개선으로 마케팅비 확대에도 전분기 수준 유지하였다.

신작 모멘텀 부재

2월 출시된 스카이랜더스 글로벌 부진 이후 연내 추가로 기대할 만한 대형 신작 부재하다. '서머너즈워 MMO'는 서머너즈워 IP 기반의 MMORPG라는 점, '백년전쟁'은 글로벌 인기 장르인 대전슈팅이라는 점에서 기대되나 2020년이나 출시일정 가시화된다. 참고로 3분기에 '버디크러시' 동남아, '스카이랜더스' 아시아, 11월 인수한 자회사 데이세븐 통해 '킹덤' IP의 모바일 게임 출시 계획 중이나 기대감 크진 않다.

커머더티 주식

2019년 동사 주가는 22.7% 하락하였으며 2019E PER 9.5배 수준에서 거래된다. 보유현금 7,500억원과 연간 1,500억원 규모의 EBITDA 창출 능력 감안시 하방 압력은 극히 제한적이다. 그러나 게임주의 핵심 투자포인트인 '성장성'이 확보되지 않는다면 본격 리레이팅에는 시간 소요될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018	481.8	146.6	129.6	10,075	-8.9	65,600	12.8	2.0	8.0	16.2	7.7
2019E	487.0	138.3	132.6	10,303	2.2	76,316	9.5	1.3	2.8	14.5	8.2
2020E	563.8	187.7	169.8	13,198	28.1	87,960	7.4	1.1	1.4	16.1	7.2
2021E	620.2	207.5	185.6	14,424	9.3	100,753	6.8	1.0	0.6	15.3	6.4

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	125.8	124.1	1.4%	107.7	16.8%	121.1	3.9%
국내 모바일	23.7	21.1	12.1%	23.0	3.0%	-	-
해외 모바일	43.0	38.5	11.6%	39.5	9.0%	-	-
영업이익	34.9	36.4	-4.1%	30.2	15.8%	35.9	-2.7%
세전이익	42.9	46.0	-6.8%	39.7	8.1%	-	-
지배순이익	33.0	35.2	-6.1%	30.5	8.5%	32.2	2.6%
영업이익률(%)	27.8	29.4	-1.6	28.0	-0.3	29.6	-1.9
순이익률(%)	26.3	28.4	-2.1	28.3	-2.0	26.6	-0.3

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

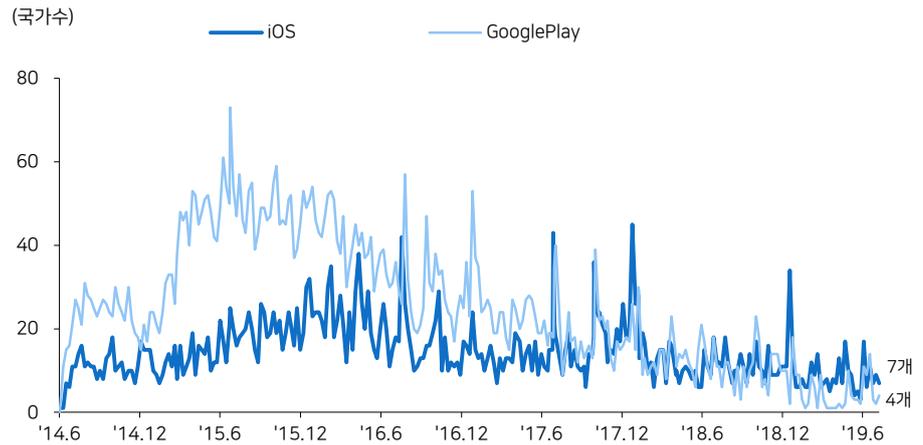
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19EP	2018	2019E	2020E
매출액	114.0	124.1	119.8	123.8	107.7	125.8	127.9	125.6	481.7	487.0	563.8
국내 모바일	16.7	21.1	20.4	21.7	23.0	23.7	23.9	24.4	80.0	95.0	106.4
해외 모바일	35.0	38.5	35.9	36.2	39.5	43.0	45.2	47.4	145.7	175.0	457.4
영업비용	74.6	87.7	81.8	91.0	77.5	90.9	90.5	89.8	335.1	348.7	376.1
마케팅비	13.3	18.7	17.9	21.7	14.6	16.0	17.0	18.0	71.6	65.6	68.9
인건비	11.3	14.3	12.4	16.3	14.0	14.1	14.0	16.5	54.3	75.3	79.1
지급수수료	41.3	44.9	42.9	44.0	39.0	45.6	46.4	45.5	173.1	176.5	185.3
로열티	2.8	3.7	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7	3.9	13.0	20.2	21.2
기타	5.9	6.1	5.4	5.7	6.4	11.6	9.4	5.9	23.1	11.1	21.6
영업이익	39.4	36.4	38.0	32.7	30.2	34.9	37.4	35.8	146.5	138.3	187.7
세전이익	49.7	46.0	39.8	35.3	39.7	42.9	45.5	44.2	170.9	172.3	220.7
지배순이익	36.5	35.2	29.8	28.2	30.5	33.0	35.1	34.0	129.7	132.6	169.8

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	12월 중순 캐나다, 호주 선출시 2019년 2월 28일 글로벌 론칭	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG.
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	2019년 1월 9일 한국 출시	음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임. 4월 CBT 실시, 현재 사전 예약중
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	2019년 3분기 동남아 출시	누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임 9월 성공적인 CBT 실시
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	2019년 2월 사내 FGT 이후 출시 일정 결정	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	2019년말 출시 목표	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG
서머너즈워 백년전쟁	RTS	컴투스(자체개발)	2019년 FGT 예정	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 전략시뮬레이션게임

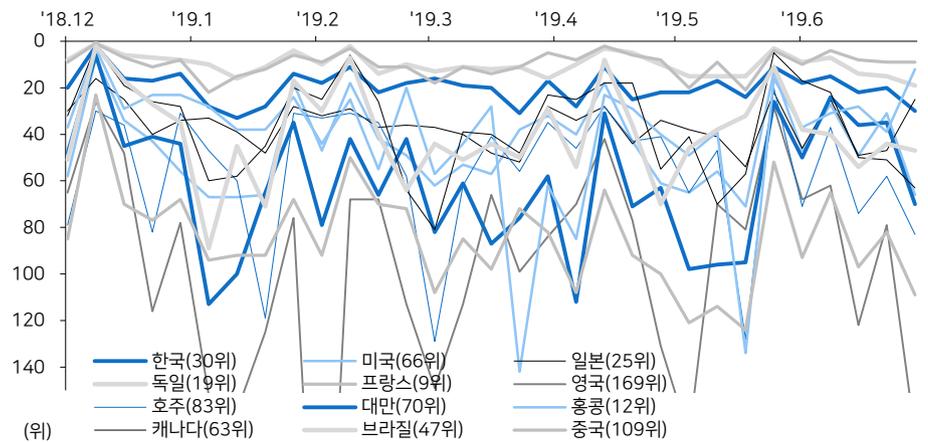
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수



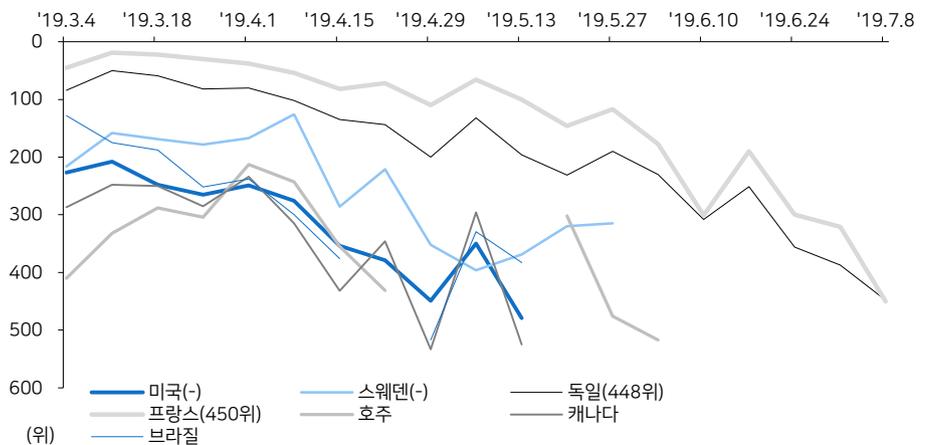
주: 2019.7.8 구글플레이, 앱스토어 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 '서머너즈워' 주요 국가 매출 순위



주: 2019.7.8 앱스토어 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 '스카이랜더스 링오브히어로즈' 주요 국가 매출순위



주: 2019.7.8 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	508.0	481.8	487.0	563.8	620.2
매출액증가율 (%)	-1.0	-5.2	1.1	15.8	10.0
매출원가	51.3	58.9	63.9	67.7	74.4
매출총이익	456.7	422.9	423.1	496.2	545.8
판매관리비	262.0	276.3	284.8	308.5	338.3
영업이익	194.7	146.6	138.3	187.7	207.5
영업이익률	38.3	30.4	28.4	33.3	33.5
금융손익	7.7	14.7	21.0	26.0	31.9
종속/관계기업손익	0.6	4.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.7	4.8	2.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	193.2	170.9	162.2	213.7	239.4
법인세비용	50.9	41.2	39.7	50.9	55.6
당기순이익	142.4	129.7	132.6	169.8	185.6
지배주주지분 손이익	142.4	129.6	132.6	169.8	185.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	768.0	774.0	973.9	1,111.5	1,261.4
현금및현금성자산	25.8	32.8	12.4	20.0	69.6
매출채권	74.1	52.8	98.7	100.7	102.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	70.3	135.3	92.5	106.5	122.9
유형자산	2.9	3.0	3.5	3.8	4.2
무형자산	2.7	2.1	2.8	2.9	3.0
투자자산	34.5	100.7	21.3	19.9	18.6
자산총계	838.3	909.3	1,066.5	1,218.0	1,384.3
유동부채	76.5	63.2	79.6	81.2	82.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.9	1.6	2.3	2.2	2.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.4	64.8	80.5	82.1	83.7
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.7	208.7	208.7	208.7
기타포괄이익누계액	5.9	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	559.7	675.2	819.1	958.4	1,096.2
비지배주주지분	0.0	0.5	4.1	4.2	4.2
자본총계	760.9	844.5	986.0	1,135.9	1,300.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	134.6	128.6	136.9	174.4	190.3
당기순이익(손실)	142.4	129.7	132.6	169.8	185.6
유형자산상각비	1.7	1.8	5.4	1.7	0.4
무형자산상각비	1.1	0.8	0.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	-11.1	13.9	-186.5	24.3	22.7
투자활동 현금흐름	-182.0	-77.6	-122.8	-138.2	-110.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.6	-0.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.7	-61.5	50.9	-10.0	-11.9
재무활동 현금흐름	-15.9	-44.1	21.3	-14.8	-21.5
차입금의 증감	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.3	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.2	7.0	-20.4	7.5	49.7
기초현금	90.0	25.8	32.8	12.4	20.0
기말현금	25.8	32.8	12.4	20.0	69.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	39,482	37,443	37,851	43,822	48,205
EPS(지배주주)	11,066	10,075	10,303	13,198	14,424
CFPS	14,961	11,470	12,948	14,919	15,538
EBITDAPS	15,343	11,601	11,204	14,749	16,178
BPS	59,141	65,600	76,316	87,960	100,753
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	12.8	9.5	7.4	6.8
PCR	9.1	11.2	7.6	6.6	6.3
PSR	3.4	3.4	2.6	2.2	2.0
PBR	2.3	2.0	1.3	1.1	1.0
EBITDA	197.4	149.3	144.2	189.8	208.2
EV/EBITDA	5.5	8.0	2.8	1.4	0.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.4	16.2	14.5	16.1	15.3
EBITDA 이익률	38.9	31.0	29.6	33.7	33.6
부채비율	10.2	7.7	8.2	7.2	6.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8,420.1	6,125.8	1,726.5	2,085.1	2,304.7
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	6.4	5.7	6.1
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2019. 7. 9

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

NHN 181710

페이코가 달라진다

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 부합 전망. 게임 매출액은 '크루세이더퀘스트', '요괴워치푸니 푸니', '디즈니프루프' 등의 룰런으로 견조
- ✓ 페이코의 성장성 회복. 2Q19 거래액은 1.5조원으로 15.3% QoQ 증가. 한화생명과의 전략적 파트너십으로 마이데이터 사업 본격화될 수 있어 긍정적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 11만원 유지

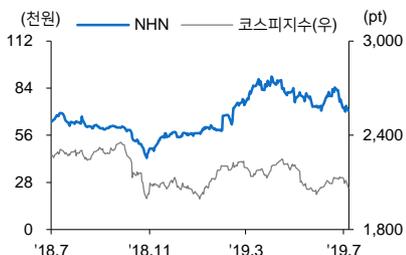
Buy

적정주가 (12개월) **110,000 원**
현재주가 (7.8) **70,400 원**
상승여력 **56.3%**

KOSPI	2,064.17pt
시가총액	13,774억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	48.71%
외국인비중	15.51%
52주 최고/최저가	91,000원/42,400원
평균거래대금	86.8억원
주요주주(%)	
이준호 외 21인	47.68
국민연금공단	6.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	18.5	7.3
상대주가	-5.5	16.3	18.2

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 부합 전망

NHN의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,869억원(+20.7% YoY), 236억원(+58.8% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 3,825억원, 231억원)에 부합한다. 사업 부문별 매출액은 게임 1,164억원(+19.2% YoY), 결제/광고 1,318억원(+12.1% YoY), 콘텐츠 505억원(+33.2% YoY), 커머스 502억원(+24.0% YoY), 기술 242억원(+0.5% YoY), 기타 138억원(+378.7% YoY) 순이었다. 웹보드 매출액이 전분기와 유사한 302억원, 모바일 게임 매출액은 크루세이더 퀘스트 콜라보, 디즈니프루프의 견조한 성과로 740억원(+2.8% QoQ)로 추정한다. 커머스 매출액은 계절적 성수기로 5% QoQ 증가한 514억원, NHN고도의 투자유치(사모펀드(PEF) 케이스톤 파트너스로부터 400억원) 등으로 성장성 제고 본격화된다. 2Q19 영업이익률은 6.1%로 1.5%p YoY 개선되었는데 페이코 마케팅 효율화 등 경영효율화에 기인한다.

페이코가 달라진다

2Q19 페이코 거래액은 1.5조원으로 15.3% QoQ 증가하며 2019년 성장세 가속화된다. 2월 삼성페이 MST 가맹점 제휴 완료되며 삼성페이 가맹점 포함 270만 개로 이용처 확대된 것에 주효했다. 7월 현재 페이코 오프라인 거래액 대비 삼성페이 비중은 50% 상회하는 것으로 추정된다. 7월 4일 페이코는 한화생명과 너브로부터 750억원(지분율 각각 6.8%, 3.4%)의 투자유치 발표하였다. 페이코의 기업가치는 7,350억원 규모로 기대치 다소 하회하였으나 마이데이터 사업 본격화될 수 있다는 측면에서 긍정적이다.

마리오가 온다

7월 10일 닌텐도-라인과 협업하여 '닥터마리오월드'가 글로벌 출시된다. 현재 사전예약자수는 500만명 상회하는 것으로 추정되며 '마리오'IP의 높은 인지도 감안시 흥행 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	16.4	1.1	27.7
2018	1,264.6	68.6	89.4	4,567	1,099.1	80,873	12.5	0.7	9.3	5.8	37.1
2019E	1,600.9	114.4	75.2	3,843	-22.5	86,261	18.3	0.8	7.1	4.6	37.8
2020E	1,923.7	179.0	150.1	7,670	93.2	96,797	9.2	0.7	5.1	8.4	38.4
2021E	2,116.1	207.7	170.4	8,709	13.0	110,062	8.1	0.6	3.8	8.4	38.9

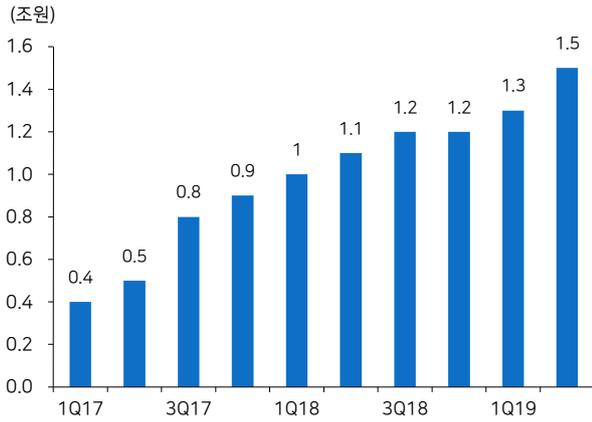
(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	386.9	320.6	20.7%	370.6	4.4%	382.5	1.2%
게임	116.4	97.7	19.2%	113.6	2.5%	-	-
결제&광고	131.8	117.6	12.1%	121.6	8.4%	-	-
콘텐츠	50.5	37.9	33.2%	49.0	3.0%	-	-
커머스	50.2	40.5	24.0%	49.0	2.5%	-	-
기술	24.2	24.1	0.5%	23.9	1.1%	-	-
기타	13.8	2.9	378.7%	13.5	2.0%	-	-
영업이익	23.6	14.9	58.8%	21.7	8.8%	23.1	2.4%
세전이익	30.6	43.0	-28.7%	28.6	7.2%	-	-
지배순이익	19.1	23.4	-18.4%	9.7	97.1%	18.3	4.2%
영업이익률(%)	6.1%	4.6%	1.5%	5.9%	0.2%	6.0%	0.1%
순이익률(%)	4.9%	7.3%	-2.4%	2.6%	2.3%	4.8%	0.1%

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	226.4	320.6	335.0	382.5	370.6	386.9	406.8	436.6	1,264.6	1,600.9	1,923.7
게임	115.5	97.7	107.0	114.9	113.6	116.4	123.7	130.2	435.2	483.9	607.6
결제&광고	16.6	117.6	123.9	134.0	121.6	131.8	140.2	151.4	392.1	545.0	675.2
콘텐츠	34.2	37.9	38.4	44.0	49.0	50.5	52.0	53.5	154.5	205.0	230.7
커머스	36.8	40.5	40.6	51.1	49.0	50.2	52.2	59.5	169.1	210.8	232.9
기술	21.1	24.1	22.1	31.0	23.9	24.2	24.9	27.7	98.3	100.7	118.7
기타	2.2	2.9	2.9	7.4	13.5	13.8	13.9	14.3	15.4	55.4	58.6
영업비용	211.0	305.8	313.2	365.9	348.9	363.3	377.1	393.9	1,195.9	1,479.1	1,744.7
인건비	74.8	81.1	80.3	96.3	92.7	93.2	96.0	98.9	332.6	380.8	447.5
지급수수료	91.5	170.2	184.6	213.7	202.8	208.9	216.5	228.5	660.1	856.7	1,034.1
광고선전비	10.2	9.7	14.1	13.9	12.1	15.2	17.2	17.7	47.9	62.2	66.9
감가상각비	8.4	10.2	10.5	15.3	18.0	18.6	19.1	19.7	44.4	75.4	79.2
통신비	5.9	6.2	6.4	6.4	5.7	5.9	6.1	6.3	24.8	23.9	25.1
기타	20.3	18.3	17.4	20.3	20.9	21.6	22.2	22.9	76.3	87.6	91.9
영업이익	15.4	14.9	21.8	16.6	21.7	23.6	29.7	42.7	68.6	117.8	179.0
세전이익	78.0	43.0	35.7	-2.9	28.6	30.6	36.9	37.0	153.8	133.1	233.9
지배순이익	55.0	23.4	22.6	-11.6	9.7	19.1	23.2	23.3	89.4	75.2	150.1

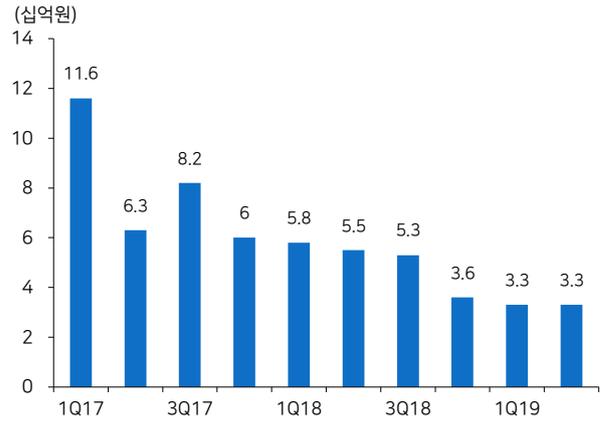
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림36 페이코 거래액 -2Q19 1.5조원 예상



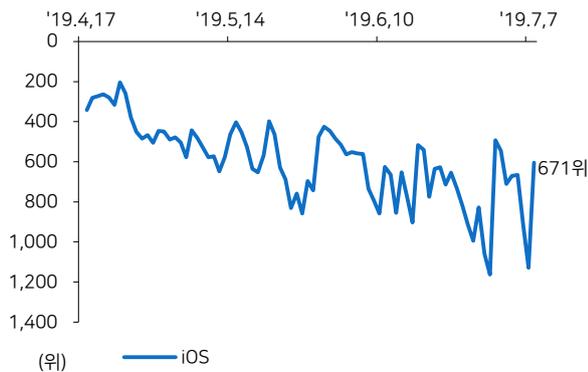
자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 페이코 마케팅비 - 비용 효율화 지속



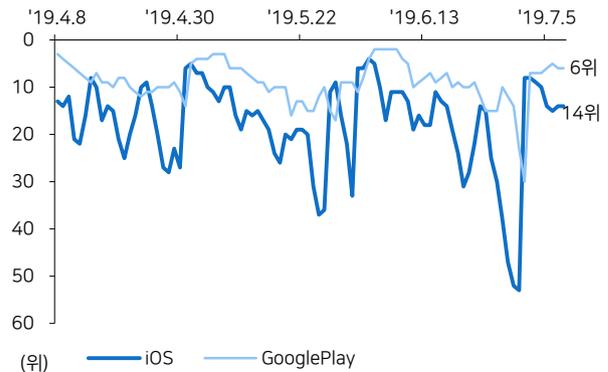
자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 라인 '디즈니 토이 컴퍼니' 매출 순위



주: 2019.7.8 앱스토어 게임순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 라인 '디즈니즈무즈무'(일본) 매출 순위



주: 2019.7.8 앱스토어 게임순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 라인 '닥터마리오월드'



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 페이코 거래액과 주요 이벤트



자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 NHN페이코, 대출상품 비교 샌드박스 지정

소비자의 비교 선택권 향상

평균 2~3개 조회 → 한번에 모든 대출 비교

대출 중개시장의 패러다임 전환

모집인수수수로, 광고비 경쟁 → 금리/상품 경쟁

소비자의 금융비용 절감

10%대 증금리 대출 → 이자비용 20% 이상 절감

자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 NHN페이코의 '생애주기별 금융추천 서비스'



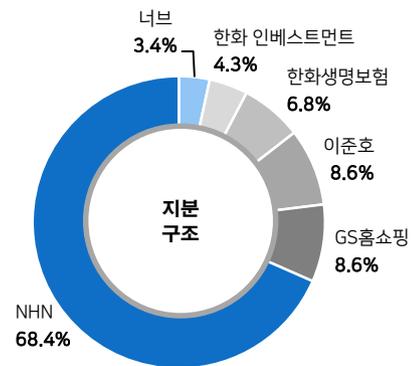
자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 7월 4일 NHN페이코 투자유치 발표

제3자 배정대상자	선정 경위	배정 주식수 (만주)	투자 금액 (억원)	지분율 (%)	비고
한화생명보험	재무구조 개선 및 핀테크사업 협력 강화	99.4	500	6.8	-
너브	재무구조 개선 및 커머스분야 협력 시너지	49.7	250	3.4	증자 이후 결제처 확대 및 다변화 기대
합계		149.1	750	10.2	NHN페이코 전체 기업가치 7,350억원

자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 NHN페이코 지분구조 (2nd Round 이후)



자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	909.1	1,264.6	1,600.9	1,923.7	2,116.1
매출액증가율 (%)	6.2	39.1	26.6	20.2	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	909.1	1,264.6	1,600.9	1,923.7	2,116.1
판매관리비	874.4	1,195.9	1,486.5	1,744.7	1,908.4
영업이익	34.7	68.6	114.4	179.0	207.7
영업이익률	3.8	5.4	7.1	9.3	9.8
금융손익	73.9	76.9	21.0	61.0	62.8
종속/관계기업손익	-9.6	8.1	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	-44.6	0.2	0.2	0.3	0.3
세전계속사업이익	54.4	153.8	133.1	233.9	264.3
법인세비용	45.7	49.1	52.0	77.2	87.2
당기순이익	8.7	104.8	81.1	156.7	177.1
지배주주지분 순이익	16.6	89.4	75.2	150.1	170.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	947.7	1,006.3	1,067.6	1,236.2	1,428.4
현금및현금성자산	368.1	385.5	286.4	424.1	584.1
매출채권	196.8	194.2	329.8	339.7	349.8
재고자산	16.7	37.6	39.5	41.5	43.6
비유동자산	1,169.9	1,488.3	1,244.5	1,368.6	1,548.3
유형자산	118.0	370.8	376.9	383.3	389.8
무형자산	351.8	554.0	581.7	599.2	617.2
투자자산	543.6	460.2	182.5	282.7	437.9
자산총계	2,117.6	2,494.7	2,620.2	2,848.8	3,105.0
유동부채	396.4	562.5	642.4	706.6	777.3
매입채무	173.5	306.0	474.1	734.4	1,137.8
단기차입금	82.0	89.0	89.0	89.0	89.0
유동성장기부채	8.5	11.4	11.4	11.4	11.4
비유동부채	63.3	112.1	147.7	202.8	288.2
사채	5.7	0.1	0.1	0.1	0.1
장기차입금	1.6	40.4	40.4	40.4	40.4
부채총계	459.7	674.6	719.0	790.9	870.0
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-8.8	-24.4	-24.4	-24.4	-24.4
이익잉여금	278.4	386.2	590.2	1,005.3	1,698.0
비지배주주지분	151.3	237.8	213.5	164.1	81.6
자본총계	1,657.9	1,820.0	1,901.2	2,057.9	2,235.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-43.5	38.1	143.3	244.4	272.6
당기순이익(손실)	8.7	104.8	81.1	156.7	177.1
유형자산상각비	22.8	31.0	75.6	51.6	35.2
무형자산상각비	10.7	13.4	3.7	3.6	3.5
운전자본의 증감	-49.5	2.9	-13.1	-20.3	-31.5
투자활동 현금흐름	-85.7	23.4	81.1	156.7	177.1
유형자산의증가(CAPEX)	-84.0	-74.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-51.3	83.5	-91.9	-230.7	-23.5
재무활동 현금흐름	196.2	-44.3	45.2	47.5	51.3
차입금의 증감	72.2	42.7	0.0	0.0	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	66.6	17.4	-99.1	137.7	160.0
기초현금	301.5	368.1	385.5	286.4	424.1
기말현금	368.1	385.5	286.4	424.1	584.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	46,466	64,634	81,825	98,324	108,156
EPS(지배주주)	849	4,567	3,843	7,670	8,709
CFPS	3,931	6,603	3,126	1,106	-4,858
EBITDAPS	3,488	5,775	9,900	11,968	12,592
BPS	77,006	80,873	86,261	96,797	110,062
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	80.6	12.5	18.3	9.2	8.1
PCR	17.4	8.7	22.5	63.7	-14.5
PSR	1.5	0.9	0.9	0.7	0.7
PBR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	68.2	113.0	193.7	234.2	246.4
EV/EBITDA	16.4	9.3	7.1	5.1	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.1	5.8	4.6	8.4	8.4
EBITDA 이익률	7.5	8.9	12.1	12.2	11.6
부채비율	27.7	37.1	37.8	38.4	38.9
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	117.6	53.4	58.0	90.7	105.2
매출채권회전율(x)	5.9	6.5	6.1	5.7	6.1
재고자산회전율(x)	47.2	46.6	41.5	47.5	49.7

Industry Brief
2019. 7. 9

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

아프리카 TV 067160

브랜드 광고의 성장

- ✓ 2Q19 실적, 기대치 부합 전망. 5~6월 U20 월드컵으로 트래픽 크게 증가. Active BJ의 성장, 콘텐츠 역시 당구, BJ결명전, 사주방송 등 다변화 지속
- ✓ 브랜드 광고의 성장. 광고매출의 50% 차지하며 1) 광고주들의 인식 긍정적 변화, 2) 에버랜드, 카트라이더, 뽀빠코 등 좋은 브랜드 광고 선례 확인
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **85,000 원**
현재주가 (7.8) **61,300 원**
상승여력 **38.7%**

KOSDAQ	668.72pt
시가총액	7,046억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.51%
외국인비중	36.58%
52주 최고/최저가	69,900원/28,450원
평균거래대금	93.1억원

주요주주(%)	
세인트인타내셔널 외 3인	25.56
국민연금공단	8.68
Morgan Stanley & Co. International	6.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	60.3	29.2
상대주가	3.1	60.2	56.3

주가그래프



2Q19 실적, 기대치 부합 전망

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 400억원(+38.0% YoY), 100억원(+63.8% YoY) 예상. 컨센서스(매출액 397억원, 영업이익 97억원)에 부합할 전망이다. 5~6월 U20 월드컵 중계로 방문자수 크게 증가하였으며 'Active BJ 성장, 당구, BJ결명전, 사주방송' 등 콘텐츠 다변화 지속되며 기대치 충족하는 실적 달성 기대된다. 부문별 매출액은 아이템 306억원(+28.2% YoY), 광고 65억원(+74.9% YoY), 멀티플랫폼 19억원(+103.7% YoY), 기타 9억원으로 추정된다. 2Q19 기부 경제 이용자수 24.5만명, ARPPU 11.3만원 가정하였으며 광고 매출액에서 브랜드 콘텐츠/광고는 33억원으로 49.6% 비중 예상한다.

영업이익률은 25.1%로 4%p YoY 향상되었다. 참고로 영업비용 중에서 지급수수료가 PUBG 스타디움 추가 임차로 소폭 증가한다. 순이익은 클래시스 매각 차익(지분율 0.45%, 약 30억원) 발생으로 110억원(+136.7% YoY)으로 증가한다.

브랜드 광고의 성장

아프리카TV에 대한 광고주들의 인식이 긍정적으로 전환되며 콘텐츠광고 매출 빠르게 성장하고 있다. 브랜드형 광고란 게임, 레저, 뽀빠코 등 특정 브랜드를 광고하는 광고영상 제작 매출이며 2019년 대표적 상품으로 '카트라이더 뽀빠코 콘텐츠', '에버랜드' 등이 존재한다

투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

올해 동사 주가는 연초대비 60% 상승하였으나 이익전망치 상향으로 2019E PER은 12배에 불과하다. 3yrs EPS CAGR 32.6% 기록하고 있어 결코 부담스럽지 않은 밸류에이션이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018	126.6	27.1	23.0	1,894	39.9	8,041	20.8	4.9	13.1	26.6	69.6
2019E	164.1	43.0	39.0	3,390	80.2	11,745	18.1	5.2	12.7	34.3	25.2
2020E	199.0	61.4	51.4	4,485	32.4	15,875	13.7	3.9	8.8	32.5	18.9
2021E	240.0	87.1	72.2	6,279	40.2	21,852	9.8	2.8	5.6	33.3	14.0

표25 아프리카TV 2Q19 실적, 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q19E	2Q18	% YoY	1Q18	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	40.0	29.0	38.0%	38.1	4.9%	39.7	0.7%
아이템	30.6	23.9	28.2%	29.1	5.2%	-	-
광고	6.5	3.7	74.9%	5.9	11.0%	-	-
멀티플랫폼	1.9	0.9	103.7%	1.8	5.0%	-	-
기타	0.9	0.4	134.5%	1.3	-31.0%	-	-
영업이익	10.0	6.1	63.8%	9.0	11.5%	9.7	3.5%
세전이익	13.9	5.5	152.2%	9.7	43.0%	-	-
지배순이익	11.0	4.7	136.7%	7.8	41.9%	8.2	34.3%
영업이익률 (%)	25.1%	21.2%	4.0%	23.6%	1.5%	24.4%	0.7%
순이익률 (%)	27.6%	16.1%	11.5%	20.4%	7.2%	20.7%	6.9%

자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표26 아프리카TV 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	27.9	29.0	32.4	37.3	38.1	40.0	41.8	44.3	126.6	164.1	199.0
아이템	23.2	23.9	25.6	27.5	29.1	30.6	32.2	34.1	100.3	126.0	157.9
광고	3.7	3.7	4.7	7.1	5.9	6.5	6.8	7.2	19.3	26.5	28.7
멀티플랫폼	0.7	0.9	1.3	1.4	1.8	1.9	1.9	1.9	4.3	7.5	8.0
기타	0.3	0.4	0.8	1.3	1.3	0.9	0.9	1.0	2.7	4.1	4.5
영업비용	21.9	22.8	25.0	29.8	29.1	29.9	30.5	31.6	99.5	121.2	137.7
인건비	7.2	7.1	7.5	7.5	9.7	9.9	10.1	10.3	29.2	40.0	36.6
지급수수료	4.3	4.4	4.8	6.1	4.7	4.8	5.0	5.1	19.6	19.7	20.6
과금수수료	2.2	2.3	3.1	3.8	3.8	3.9	4.0	4.2	11.5	15.9	16.7
회선사용료	2.2	2.3	2.4	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	8.9	10.0	10.5
BJ지원금	1.8	1.9	1.6	1.8	1.7	2.0	2.5	2.6	7.1	8.8	9.3
콘텐츠제작비	1.4	1.8	1.7	3.3	1.4	1.8	2.0	3.5	8.1	8.7	9.2
유무형감가상각비	0.2	0.3	0.3	1.3	1.6	0.3	0.3	0.3	2.1	2.5	2.7
지급임차료	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	2.6	3.5	3.7
광고선전비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.7	0.4	2.2	2.3
기타	1.7	2.0	3.0	3.3	2.8	3.2	2.5	1.4	9.9	9.9	26.2
영업이익	6.0	6.1	7.4	7.5	9.0	10.0	11.2	12.7	27.1	43.0	61.4
세전이익	7.0	5.5	8.3	7.4	9.7	13.9	12.1	13.3	28.2	48.9	64.6
지배순이익	5.8	4.7	6.6	5.9	7.8	11.0	9.6	10.6	23.0	39.0	51.4

자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 아프리카TV 브랜드 콘텐츠 상품 소개

구분	특징
브랜드 PPL	아프리카TV 인기 BJ의 개인방송을 통해 제품 및 서비스를 노출/홍보하는 마케팅 툴
브랜드 LIVE	아프리카TV 인기 BJ를 섭외하여 LIVE 기획방송을 제작 송출하는 마케팅 툴
브랜드 VIDEO	아프리카TV 인기 BJ를 모델로 하여 브랜드 영상물을 기획/제작하는 마케팅 툴
E스포츠 스폰서십	아프리카TV에서 제작/송출하는 e스포츠 및 프로그래밍에 대한 스폰서십 마케팅

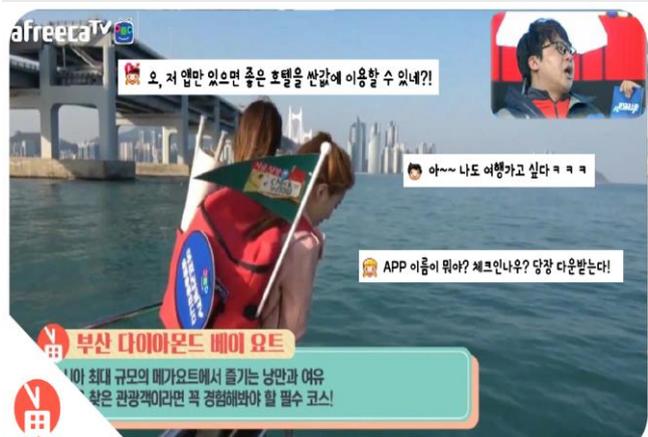
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 브랜드 PPL



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 브랜드 LIVE



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 브랜드 Video



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 E스포츠 멤버십



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 카트라이더 x 돼지바 BJ 멸망전



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 배틀그라운드 x 에버랜드 BJ 멸망전



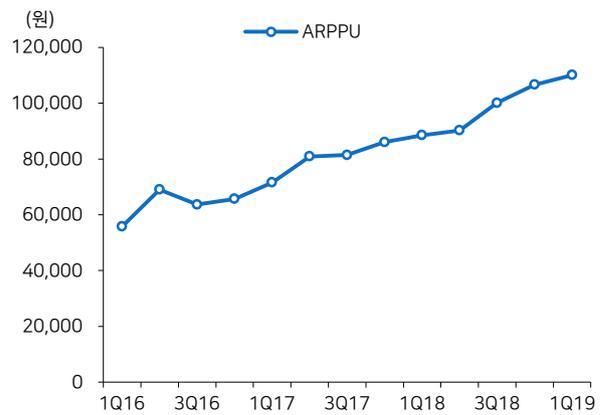
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 2Q19 월간 방문자수 - U20 월드컵으로 크게 증가



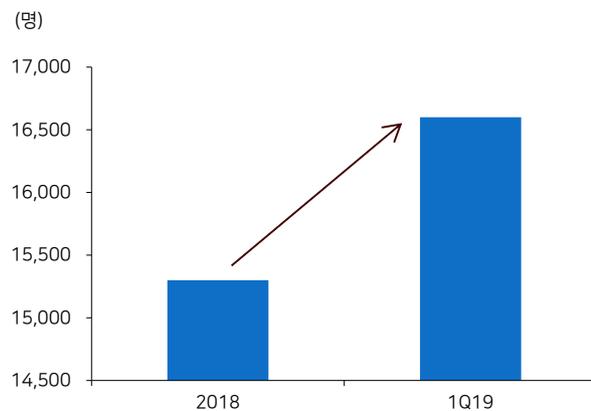
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 ARPPU 꾸준히 향상



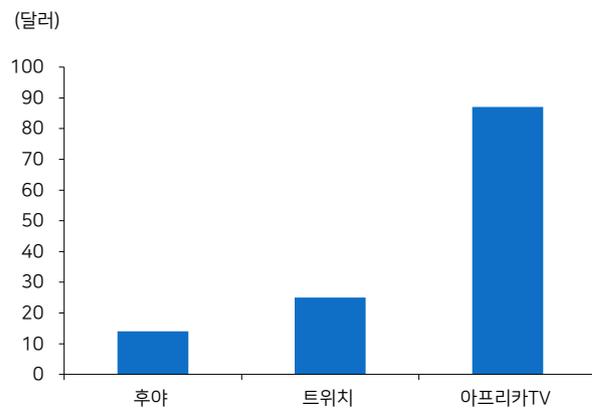
자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 Active BJ수, 2019년 크게 성장



자료: 아프리카TV, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 글로벌 동영상 플랫폼의 ARPPU



주: 2018년 기준, 자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	94.6	126.6	164.1	199.0	240.0
매출액증가율 (%)	18.4	33.9	29.6	21.3	20.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	126.6	164.1	199.0	240.0
판매관리비	76.2	99.5	121.2	137.7	153.0
영업이익	18.3	27.1	43.0	61.4	87.1
영업이익률	19.4	21.4	26.2	30.8	36.3
금융손익	0.3	0.3	1.5	2.8	4.5
종속/관계기업손익	-0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	26.6	44.5	64.1	91.5
법인세비용	3.4	5.3	9.9	13.1	18.3
당기순이익	14.7	21.3	38.8	51.4	72.0
지배주주지분 순이익	14.7	23.0	39.0	51.6	72.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21.3	38.8	35.1	53.0	73.7
당기순이익(손실)	14.7	21.3	38.8	51.4	72.0
유형자산상각비	2.6	3.7	6.2	4.5	3.2
무형자산상각비	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	1.9	6.8	6.1	8.8	12.8
투자활동 현금흐름	-11.5	-26.6	-12.2	-12.4	-12.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-13.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-5.1	-0.9	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-3.3	0.6	-7.2	-7.2	-7.2
차입금의 증감	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	3.5	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	12.7	63.0	40.4	60.7
기초현금	16.6	23.0	35.7	57.7	98.1
기말현금	23.0	35.7	57.7	98.1	158.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	63.4	95.8	108.6	151.5	214.8
현금및현금성자산	23.0	35.7	57.7	98.1	158.7
매출채권	3.2	7.6	11.0	15.9	23.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	40.1	61.7	45.4	49.8	55.4
유형자산	13.9	25.1	26.3	27.7	29.0
무형자산	2.4	8.1	3.1	3.6	4.1
투자자산	13.8	18.3	5.7	8.3	12.0
자산총계	103.4	157.5	168.2	214.4	281.3
유동부채	33.3	64.3	33.9	34.1	34.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.3	0.4	0.6	0.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	33.3	64.7	33.9	34.1	34.4
자본금	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	41.2	48.2	48.2	48.2	48.2
기타포괄이익누계액	-0.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	28.5	46.9	90.1	153.8	244.5
비지배주주지분	0.4	0.5	-0.6	-2.2	-4.4
자본총계	70.1	92.9	134.4	180.3	246.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,643	11,124	14,276	17,315	20,880
EPS(지배주주)	1,348	1,894	3,390	4,485	6,279
CFPS	2,087	2,915	4,906	6,200	8,342
EBITDAPS	1,934	2,736	4,326	5,771	7,892
BPS	6,163	8,041	11,745	15,875	21,852
DPS	380	470	470	470	470
배당수익률(%)	2.0	1.2	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	20.8	18.3	13.8	9.9
PCR	9.2	13.5	12.7	10.0	7.4
PSR	2.2	3.5	4.3	3.6	3.0
PBR	3.1	4.9	5.3	3.9	2.8
EBITDA	21.2	31.1	49.7	66.3	90.7
EV/EBITDA	8.7	13.1	12.9	8.9	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	26.6	34.3	32.5	33.3
EBITDA 이익률	22.4	24.6	30.3	33.3	37.8
부채비율	47.5	69.6	25.2	18.9	14.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		3,668.8	1,299.3	1,856.5	2,633.8
매출채권회전율(x)	28.1	23.5	17.7	14.8	12.3
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김동희)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.11	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.1	-6.2	
2017.08.31	기업분석	Buy	150,000	김동희	-10.3	0.3	
2017.10.12	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-11.5	-6.2	
2017.11.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-19.6	-15.3	
2017.11.30	산업분석	Buy	190,000	김동희	-23.6	-15.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-24.9	-15.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-27.5	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-29.7	-15.3	
2018.05.11	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-31.1	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	190,000	김동희	-32.3	-15.3	
2018.07.04	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-32.6	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-33.3	-15.3	
2018.08.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-33.7	-15.3	
2018.10.05	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-39.9	-39.4	
2018.10.10	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-45.5	-39.4	
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-45.3	-39.4	
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-43.1	-36.4	
2018.12.06	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-42.4	-35.6	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-42.9	-35.6	
2019.02.15	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-35.4	-32.2	
2019.04.08	산업분석	Buy	160,000	김동희	-32.6	-19.7	
2019.05.09	산업분석	Buy	160,000	김동희	-32.4	-19.7	
2019.05.10	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-30.2	-16.3	
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-25.9	-21.5	
2019.07.09	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-	

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.9	-23.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.0	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.7	-15.3	
2018.04.27	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-28.4	-15.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-29.5	-15.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-15.3	
2018.10.02	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.5	-15.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.1	-15.3	
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-32.9	-31.2	
2018.11.14	산업분석	Buy	170,000	김동희	-29.5	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.8	-19.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.7	-18.5	
2019.04.19	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.8	-18.5	
2019.04.25	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.3	-18.5	
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-28.3	-18.5	
2019.07.09	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-12.5	6.3	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.1	-15.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.5	-11.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.0	-11.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-22.0	-11.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-23.6	-11.3	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-26.3	-24.2	
2018.06.05	산업분석	Buy	480,000	김동희	-24.5	-18.2	
2018.07.13	산업브리프	Buy	480,000	김동희	-23.4	-17.7	
2018.08.16	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2	
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.7	-18.6	
2018.11.14	산업분석	Buy	550,000	김동희	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-24.9	-21.0	
2019.02.13	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-13.6	-4.4	
2019.05.13	기업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-13.2	-4.4	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	550,000	김동희	-13.5	-4.4	
2019.07.09	산업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-	-	

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-18.6	-12.2	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.1	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-26.2	-9.3	
2018.05.02	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.4	-9.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.06	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-28.4	-9.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-31.4	-9.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-32.9	-9.3	
2018.11.08	1년 경과				-45.5	-44.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-35.6	-26.4	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-34.3	-24.4	
2019.05.29	산업분석	Buy	180,000	김동희	-34.2	-24.4	
2019.06.20	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-30.3	-19.1	
2019.07.09	산업브리프	Buy	160,000	김동희	-	-	

풀어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.30	산업분석	Buy	250,000	김동희	-13.5	0.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-10.2	5.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	270,000	김동희	-9.1	5.3	
2018.05.14	기업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.0	5.3	
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-12.6	5.3	
2018.08.13	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.6	-14.3	
2018.09.07	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-21.9	-14.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-25.4	-14.3	
2018.11.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-25.8	-14.3	
2018.11.14	산업분석	Buy	300,000	김동희	-29.7	-14.3	
2019.01.11	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-31.7	-14.3	
2019.03.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-33.4	-14.3	
2019.04.23	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-34.4	-32.5	
2019.05.13	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-31.1	-23.3	
2019.05.29	산업분석	Buy	260,000	김동희	-24.9	-13.0	
2019.07.09	산업브리프	Buy	260,000	김동희	-	-	

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-17.0	-8.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.7	-3.0	
2017.11.08	기업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-12.4	-2.5	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-10.4	13.6	
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	-4.0	33.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-19.3	-14.4	
2018.05.11	기업브리프	Buy	210,000	김동희	-17.4	-8.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-24.0	-18.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-26.1	-18.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	230,000	김동희	-30.3	-18.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	230,000	김동희	-32.3	-18.3	
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-27.1	-19.4	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-30.2	-19.4	
2019.02.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-37.5	-19.4	
2019.07.09	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-	-	

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.08.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.7	-17.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.7	-17.6	
2017.11.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.6	-17.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.2	-17.6	
2018.01.11	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.0	-16.8	
2018.02.09	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-28.8	-16.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-29.8	-16.8	
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-30.0	-16.8	
2018.06.05	산업분석	Buy	100,000	김동희	-30.4	-16.8	
2018.07.07	1년 경과				-32.0	-31.0	
2018.07.13	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-34.7	-30.7	
2018.08.13	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-37.4	-30.7	
2018.10.10	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-41.0	-30.7	
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-34.8	-33.9	
2018.11.14	산업분석	Buy	80,000	김동희	-29.4	-24.1	
2019.01.11	산업브리프	Buy	80,000	김동희	-27.0	-9.9	
2019.02.15	기업브리프	Buy	87,000	김동희	-5.4	4.6	
2019.04.08	산업분석	Buy	110,000	김동희	-28.2	-19.3	
2019.07.09	산업브리프	Buy	110,000	김동희	-	-	

아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-24.7	-14.6	
2018.07.13	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-29.4	-14.6	
2018.09.03	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-33.8	-14.6	
2018.10.10	산업브리프	Buy	65,000	김동희	-36.5	-14.6	
2018.11.01	기업브리프	Buy	55,000	김동희	-29.3	-26.2	
2018.11.14	산업분석	Buy	55,000	김동희	-27.0	-21.8	
2019.01.11	산업브리프	Buy	55,000	김동희	-26.6	-15.3	
2019.02.15	기업브리프	Buy	60,000	김동희	-11.3	6.5	
2019.05.02	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-9.8	-6.8	
2019.05.29	산업분석	Buy	85,000	김동희	-24.6	-18.0	
2019.07.09	산업브리프	Buy	85,000	김동희	-	-	