

2019. 10. 8



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

NAVER (035420)	Buy	190,000원
카카오(035720)	Buy	170,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	700,000원

## 관심종목

필터비스(263750)	Buy	260,000원
아프리카TV(067160)	Buy	85,000원
NHN(181710)	Buy	100,000원
컴투스(078340)	Buy	140,000원

## 인터넷/게임

## ‘성장’이 체질

- ✓ 3Q19 인터넷 플랫폼의 실적 양호할 전망. 계절적 광고 비수기임에도 네이버는 쇼핑검색 호조/모바일 DA 단가 인상, 카카오는 ‘비즈보드’의 성장으로 양호
- ✓ 게임업종은 4Q 신작출시 기대감이 주가 견인. 4분기 신작 라인업 중에서 엔씨소프트의 ‘리니지2M’에 대한 기대가 가장 크고 달빛조각사, A3, V3도 주목
- ✓ Top Picks는 NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 대형주 비중확대 전략 여전히 유효

## 3Q19 인터넷/게임, 기대치 부합

인터넷/게임업종의 3분기 실적은 대체로 기대치 부합할 전망이다. 전체 광고 시장 성장 둔화에도 불구하고 인터넷광고는 P와 Q의 성장 동시에 이루어졌으며 게임업종의 실적은 예상 수준이나 연말까지 기대 신작들의 출시 지속되며 투자심리가 제고되고 있다.

## 1. 인터넷광고 – ‘성장’이 체질

카카오는 5월초 채팅창에 ‘톡비즈보드’란 신규광고 상품을 출시하였으며, 3Q 246억원(일평균 2.6억원) 기록한 것으로 추정된다. 네이버 역시 7월 모바일광고 단가를 인상하며 신규 모바일업의 트랙픽 안정화, 전체 임프레션(노출횟수) 증가된 것으로 파악되며 국내 검색(쇼핑) 광고 시장 성장에 따른 안정적 수혜가 기대된다.

## 2. 게임 – 신작 기대감 ‘쑥쑥’

게임업종의 신작사이클 본격화되며 10월 10일 달빛조각사(카카오게임즈)를 시작으로 11월 7일 V4(넥슨), 11월 중순 리니지2M(엔씨소프트), 12월 쉐도우아레나(필터비스), A3(넷마블) 등의 대작게임 출시 지속된다. ‘리니지2M’의 성공 가능성은 매우 높으며 휴면유저의 복귀, Seamless 로딩, 1천명 공성전 등의 구현 여부에 따라 국내 게임산업의 성장파이가 한단계 확장될 전망이다.

## 3. 테크핀 기업에 대한 비중확대 유효

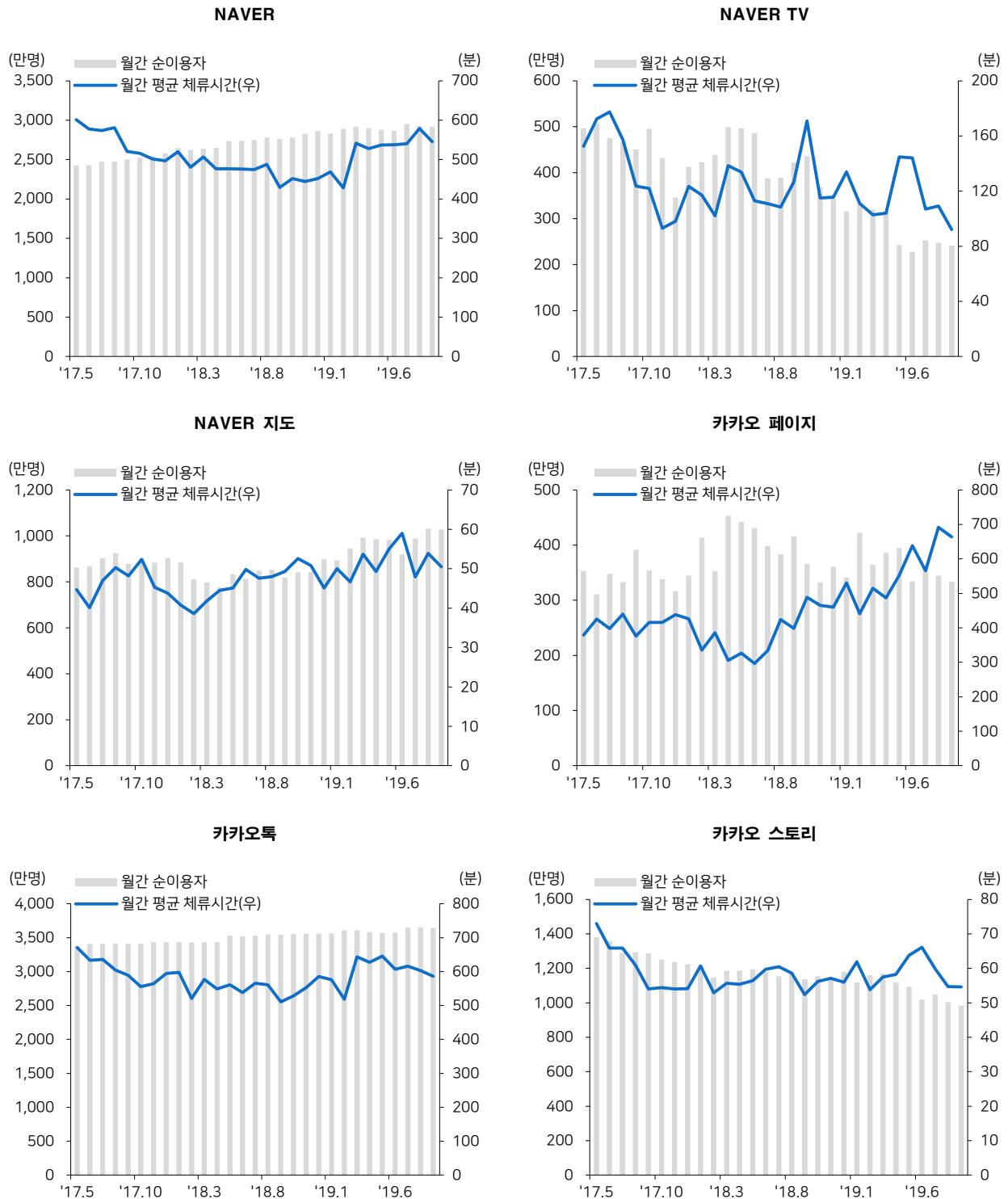
11월 1일 NAVER파이낸셜 분사가 예정되어 있으며 네이버 핀테크 사업의 가치 재평가, 오프라인/금융서비스로의 성장 본격화된다. 10월 카카오페이는 보험 서비스 오픈, 카카오뱅크에 대해선 대주주로서의 지위 확보, 10월 18일 김범수 의장의 공정거래법 위반여부 관련 2심 재판 결과에 따라 바로증권 인수가 마무리되며 금융사업 전개 속도 가속화된다.

## 3Q19 실적은 NAVER, 카카오, 아프리카TV 양호

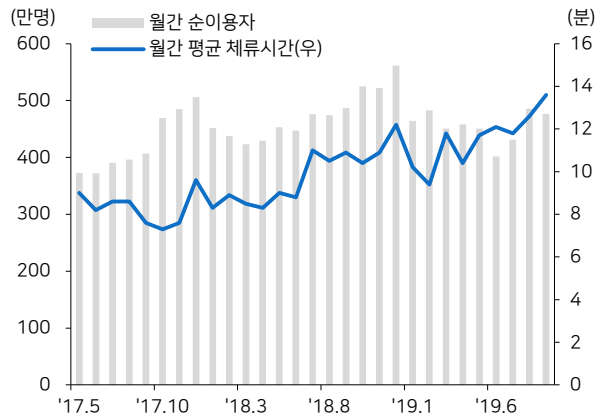
3분기 양호한 실적이 기대되는 종목은 NAVER(국내 광고사업 양호, 라인마케팅 축소), 카카오(비즈보드 본격화), 아프리카TV(별풍선, 광고 성장) 등의 순이다.

# 인터넷/게임 주요 Data

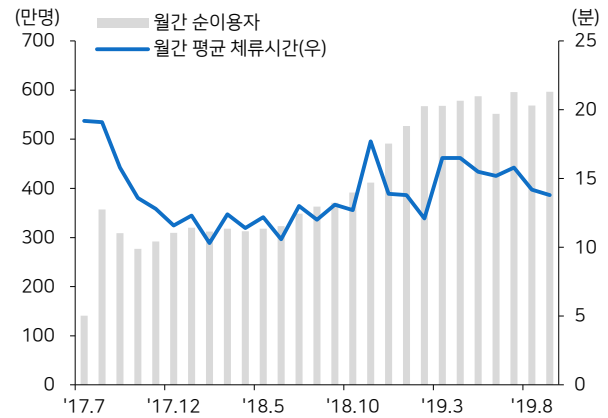
그림1 모바일 이용 리포트



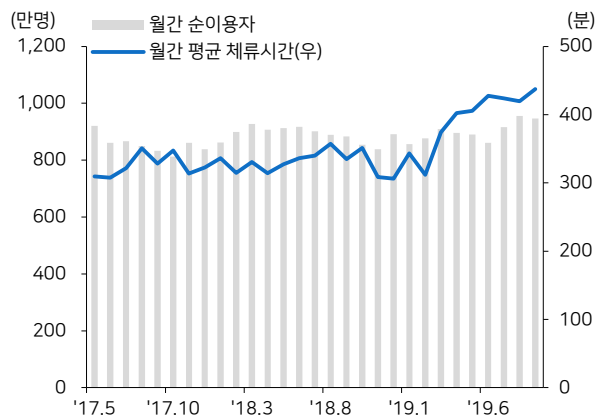
카카오 T



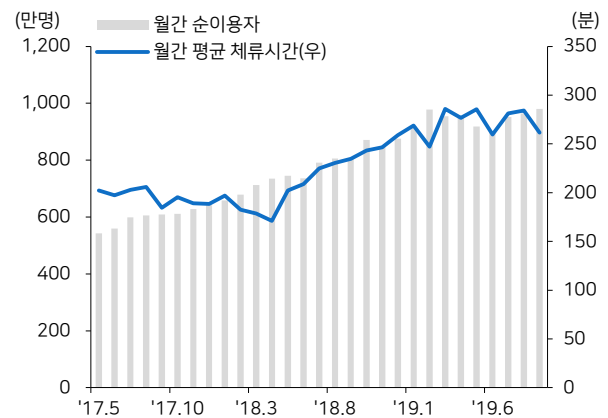
카카오뱅크



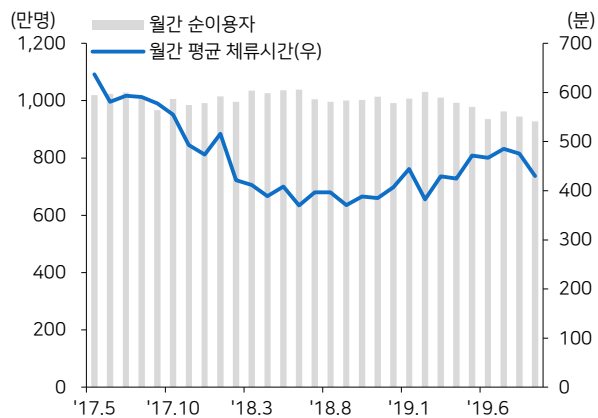
다음



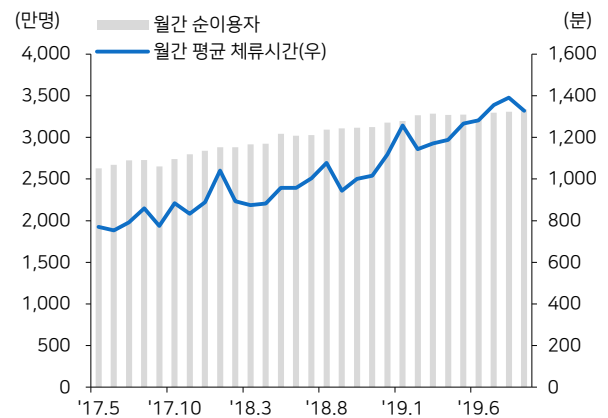
인스타그램



페이스북

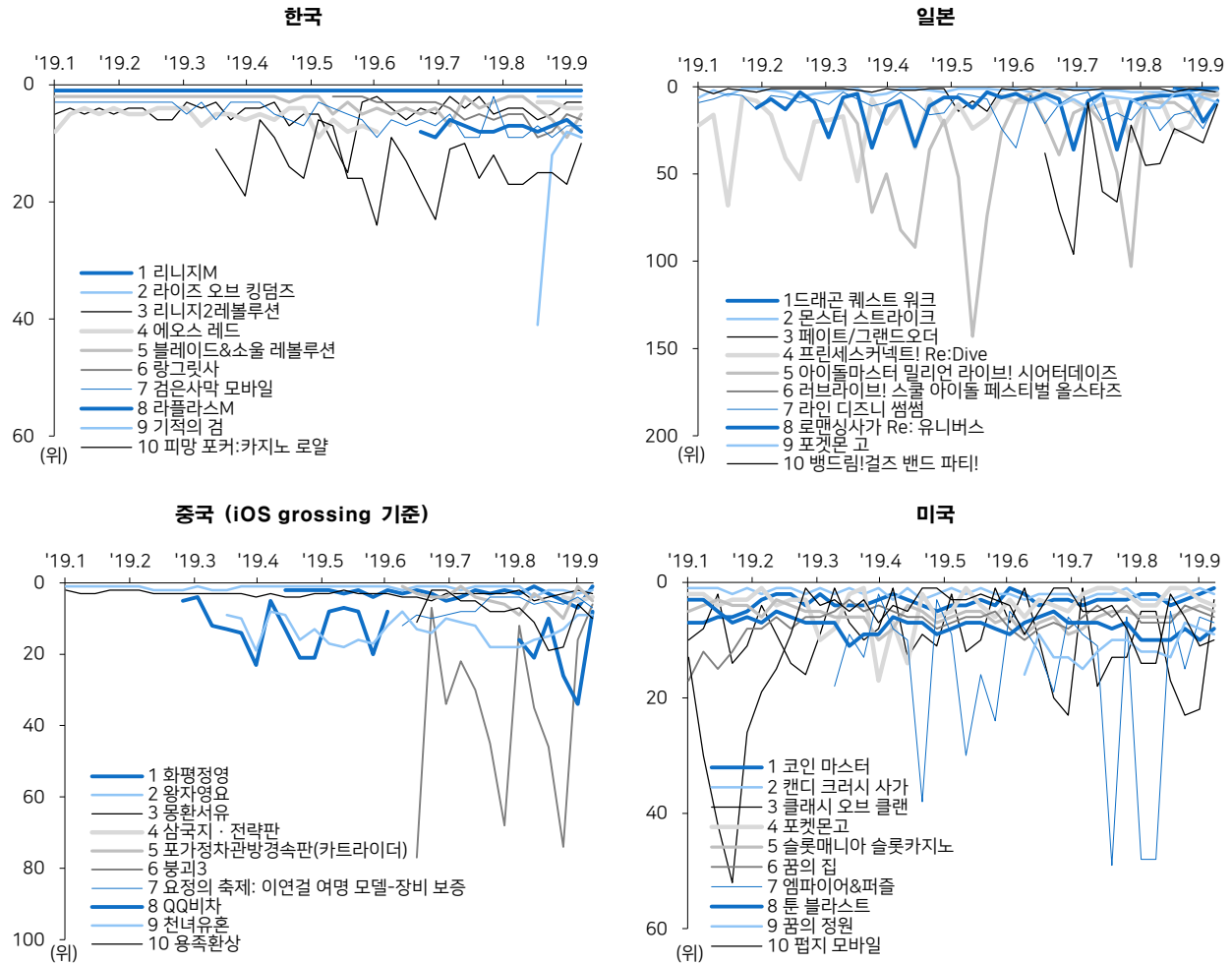


Youtube



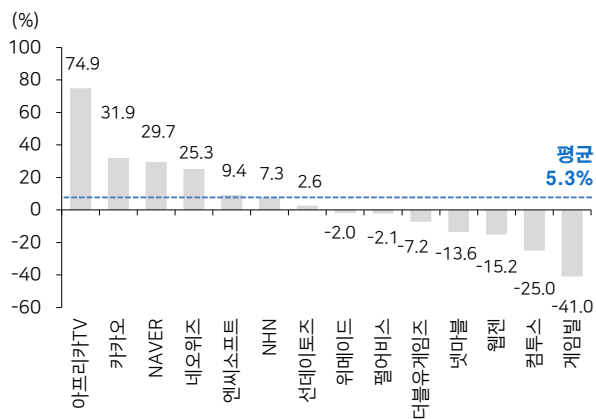
주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어' 에서 2017.1.12 'NAVER TV' 로 명칭 변경해 서비스  
자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 국가별 게임순위



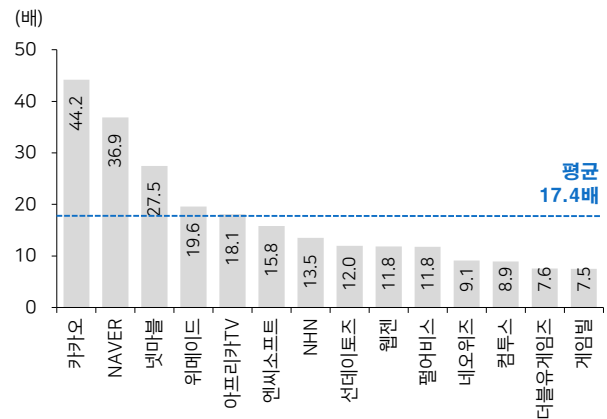
주: 2019.10.7 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2019년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2019.10.7 기준  
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2019.10.7 기준  
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사		시가총액 (10.7)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
			(조원)	2019E		2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
		(%)			2019E										
인터넷	NAVER	25.2	32.1	25.1	20.6	1.6	12.8	3.7	16.4	6,568.2	7,527.2	779.2	1,154.6	490.8	766.7
	카카오	11.3	39.7	29.9	36.9	1.1	5.0	2.0	20.2	3,048.6	3,629.6	179.8	338.8	159.5	284.3
	아프리카TV	0.8	17.7	13.0	-	-	30.3	4.7	11.9	167.1	203.4	39.6	53.3	34.3	43.0
	NHN	1.2	12.7	11.4	18.0	0.7	5.6	0.7	4.6	1,510.8	1,649.8	99.1	130.2	62.7	93.8
게임	넷마블	7.9	26.5	24.8	-1.1	-25.2	6.3	1.6	10.1	2,276.7	2,606.3	238.3	369.7	209.7	294.4
	엔씨소프트	11.2	14.6	12.5	30.1	0.5	25.2	3.3	9.8	1,701.9	2,478.3	515.6	982.3	436.9	761.3
	펄어비스	2.6	11.4	9.2	22.3	0.5	33.0	3.2	8.0	602.2	752.1	189.6	282.2	155.7	223.0
	컴투스	1.2	8.5	7.7	9.0	0.9	14.1	1.1	3.2	477.6	552.7	126.7	151.4	124.6	140.5
	더블유게임즈	1.0	7.3	6.6	-	-	18.7	1.2	5.2	529.4	580.9	159.2	183.4	115.2	131.9
	게임빌	0.2	7.8	6.4	23.3	0.3	9.3	0.7	69.9	126.3	146.5	-12.5	-2.2	14.9	23.8
	위메이드	0.5	42.2	27.6	-	-	4.5	1.8	11.0	128.1	183.9	-2.7	35.8	5.6	11.9
	Average	5.7	20.0	15.8	19.9	- 2.4	15.0	2.2	15.5	1,557.9	1,846.4	210.2	334.5	164.5	252.2

주: 3yrs EPS CAGR은 2019~2022 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사		시가총액 (10.7)	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
				(십억달러)			(%)	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2020E	2019E	2020E
인터넷	Google	839.0	20.8	19.4	15.2	1.4	18.4	4.1	12.4	132.2	155.9	35.3	42.2	39.2	43.8
	Amazon	860.5	53.2	40.0	33.9	1.6	24.3	14.8	21.1	278.7	330.8	15.4	21.4	18.4	23.5
	Facebook	514.8	20.3	16.5	18.0	1.1	22.0	5.2	12.8	70.2	85.4	23.7	31.7	25.0	30.8
	Twitter	31.2	20.1	37.6	-10.5	-1.9	23.0	3.6	21.3	3.6	4.1	0.8	1.0	1.7	0.9
	Snap	20.0	-	-	-	-	-33.7	10.9	-	1.7	2.3	-0.3	0.0	-0.3	0.0
	Alibaba	443.5	24.7	20.1	26.0	0.9	16.6	5.2	19.2	71.7	92.8	13.1	18.1	16.9	21.7
	Tencent	393.1	29.5	24.3	27.6	1.1	25.1	6.6	21.3	53.6	66.6	17.0	19.6	13.4	16.3
	Baidu	36.4	24.9	16.8	30.2	0.8	5.9	1.6	19.8	15.0	17.0	0.4	1.3	1.4	2.1
	HUYA	5.0	55.7	31.5	48.9	1.1	9.0	4.7	65.6	1.1	1.5	0.0	0.1	0.1	0.2
	Yahoo Japan	14.4	18.4	17.1	11.0	1.7	10.5	1.9	5.4	9.5	10.0	1.4	1.5	0.8	0.9
	LINE	9.1	-	-	-	-	-20.7	5.8	-	2.2	2.6	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1
	Rakuten	13.9	18.0	49.0	11.2	1.6	9.6	1.6	5.0	11.5	12.9	1.1	0.4	0.8	0.3
게임	Blizzard	42.5	25.2	21.8	12.7	2.0	11.8	3.3	18.3	6.4	7.0	2.1	2.5	1.7	2.0
	EA	28.2	20.7	18.8	12.5	1.7	28.8	4.3	13.8	5.2	5.5	1.6	1.8	1.4	1.5
	Netease	33.7	20.4	19.0	-	-	20.3	4.3	14.0	10.5	11.6	1.7	1.9	1.6	1.7
	Nintendo	49.8	21.8	18.6	13.1	1.7	15.2	3.2	12.9	12.0	12.4	2.9	3.4	2.1	2.5
	Nexon	11.0	12.5	12.8	-	-	15.6	1.9	6.3	2.4	2.6	0.9	1.1	0.9	0.8
	Cyberagent	4.9	171.1	47.9	92.1	1.9	3.9	6.4	12.9	4.3	4.6	0.3	0.3	0.0	0.1
Average		186.2	34.8	25.7	24.4	1.2	14.1	5.0	17.6	38.4	45.9	6.5	8.2	6.9	8.3

주: 3yrs EPS CAGR은 2019~2022 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief  
2019. 10. 8

### ▲ 인터넷/게임

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

## Buy

적정주가 (12개월) **190,000 원**  
현재주가 (10.7) **153,000 원**  
상승여력 **24.2%**

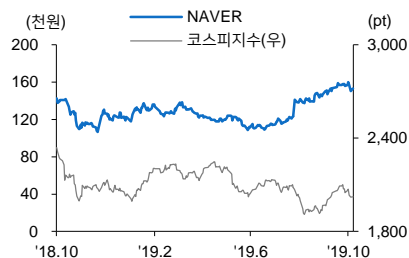
KOSPI	2,021.73pt
시가총액	252,164억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	77.33%
외국인비중	59.44%
52주 최고/최저가	160,000원/106,500원
평균거래대금	618.7억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	10.92
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
Harris Associates LP	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	24.4	8.7
상대주가	1.7	35.9	21.9

### 주가그래프



# NAVER 035420

## 이익체질의 향상

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 부합 전망. 국내 네이버 모바일 광고 단가 인상과 라인 마케팅 축소로 이익체질 정상화
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 19만원 유지. 11월 네이버파이낸셜 분사를 기점으로 네이버 금융서비스의 가치 본격 재평가 기대. 오프라인/외부플랫폼과 적극적 협력/개방과 펀드/보험 등 투자서비스 오픈 기대

### 3Q19 실적, 기대치 부합 전망

3Q19 매출액과 영업이익은 각각 1조 6,745억원(+19.8% YoY), 1,944억원(-12.3% YoY)으로 추정, 국내 광고단가 인상과 라인 마케팅 축소로 이익체질 정상화된다. 부문별 매출액은 광고 1,472억원(+8.1% YoY), 비즈니스 플랫폼 6,927억원(+13.0% YoY), IT플랫폼 1,177억원(+28.8% YoY), 콘텐츠 서비스 514억원(+54.7% YoY), 라인 및 기타플랫폼 6,656억원(+27.0% YoY) 추정된다. 광고 매출액은 7월 광고단가 인상과 신규 모바일앱 안착으로 쇼핑 섹션 강화되는데 기인한다. 비즈니스플랫폼 역시 쇼핑 검색의 호조로 10% yoy 중반의 성장을 지속된다. 영업이익률은 11.6%로 4.3%p YoY 감소, 전년동기대비 수익성 하락폭 축소된다.

### 공공의 변화

2019년 NAVER의 변화가 차별화되는 이유는 1) 개방형 플랫폼(외부 사업자와 제휴, 플랫폼 개방, 투자유치 등) 즉 오픈 서비스로의 변모, 2) 페이지 뿐만 아니라 다른 7개의 CIC들의 성장성도 주목되는 시점이기 때문이다. 참고로 네이버는 2018년 아폴로(디자인), 포레스트(쇼핑), 그룹앤(카페와 밴드), 그레이스(플레이스), 서치엔클로바(검색기술), V(동영상), 페이지 등 8개의 CIC를 분사한 바 있다.

### 히든 밸류를 찾아서

투자 의견 Buy, 적정주가 19만원을 유지한다. NAVER의 적정가치는 국내 NAVER 21.5조원(검색플랫폼 9.9조원 + 쇼핑 5.4조원 + 파이낸셜 2.2조원 + 웹툰 1.0조원 + 동영상 0.6조원) + 라인 5.1조원 + 현금과 자사주 4.7조원 = 총 31.3조원으로 산정하였다. 파이낸셜은 신규 사업 구체화와 웹툰은 20년 경쟁사 카카오페이지 상장을 기점으로 점진적 재평가된다. 결국 네이버 밸류에이션의 핵심 가치는 '쇼핑'이며 전자상거래 시장 지배력 강화로 경쟁사대비 프리미엄 타당해진다.

(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	14.9	13.0	66.1
2019E	6,589.6	698.4	496.0	3,009	-51.1	32,519	50.8	4.7	24.7	9.4	68.4
2020E	7,672.8	975.2	580.4	3,522	92.0	35,875	43.4	4.3	18.7	10.3	67.7
2021E	8,559.7	1,180.2	725.2	4,400	24.6	40,109	34.8	3.8	15.7	11.6	66.3

표3 NAVER 3Q19 실적, 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	Consensus	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>1,674.5</b>	<b>1,397.7</b>	<b>19.8%</b>	<b>1,630.3</b>	<b>2.7%</b>	<b>1,653.8</b>	<b>1.3%</b>
광고	147.2	136.1	8.1%	166.6	-11.7%	-	-
비즈니스플랫폼	692.7	613.0	13.0%	715.9	-3.2%	-	-
IT플랫폼	117.7	91.4	28.8%	105.9	11.1%	-	-
콘텐츠서비스	51.4	33.2	54.7%	50.1	2.5%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	665.6	524.0	27.0%	591.8	12.5%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>194.4</b>	<b>221.7</b>	<b>-12.3%</b>	<b>128.3</b>	<b>51.5%</b>	<b>193.5</b>	<b>0.4%</b>
<b>세전이익</b>	<b>171.8</b>	<b>186.8</b>	<b>-8.0%</b>	<b>110.4</b>	<b>55.6%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>순이익</b>	<b>152.2</b>	<b>99.0</b>	<b>53.8%</b>	<b>79.2</b>	<b>92.1%</b>	<b>133.4</b>	<b>14.1%</b>
영업이익률 (%)	11.6%	15.9%	-4.3%	7.9%	3.7%	11.7%	-0.1%
순이익률 (%)	9.1%	7.1%	2.0%	4.9%	4.2%	8.1%	1.0%

자료: NAVER, Wisesfn, 메리츠증권 리서치센터

표4 NAVER 분기별 실적 추이 - 2019년 확실한 이익의 저점

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,510.9</b>	<b>1,630.3</b>	<b>1,674.5</b>	<b>1,774.0</b>	<b>1,784.5</b>	<b>1,882.6</b>	<b>1,974.6</b>	<b>2,031.1</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,589.6</b>	<b>7,672.8</b>
광고	142.2	166.6	147.2	178.4	145.8	177.1	159.1	209.9	573.0	634.3	692.0
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	692.7	730.9	742.9	809.0	782.7	811.3	2,475.8	2,808.8	3,146.0
IT플랫폼	99.2	105.9	117.7	125.1	143.8	153.2	158.9	162.6	355.9	447.8	618.5
콘텐츠서비스	35.0	50.1	51.4	53.9	55.5	58.3	59.8	62.8	125.8	190.4	236.4
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	665.6	685.7	696.4	685.1	814.0	784.5	2,056.4	2,508.2	2,980.0
<b>영업비용</b>	<b>1,304.6</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,480.1</b>	<b>1,604.4</b>	<b>1,570.2</b>	<b>1,640.5</b>	<b>1,721.2</b>	<b>1,765.7</b>	<b>4,644.4</b>	<b>5,891.2</b>	<b>6,697.5</b>
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	241.6	248.9	256.4	264.0	274.6	282.8	758.5	943.5	1,077.8
대행/파트너	277.0	298.2	325.2	341.5	351.7	362.3	373.1	365.0	1,035.5	1,241.9	1,452.1
인프라	75.8	80.4	85.8	90.1	99.1	104.1	111.3	120.2	264.3	332.1	434.7
마케팅	65.8	102.9	102.5	122.0	110.5	120.0	132.5	126.5	338.2	393.2	489.5
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	725.0	802.0	752.5	790.1	829.6	871.1	2,248.0	2,980.5	3,243.4
<b>영업이익</b>	<b>206.2</b>	<b>128.3</b>	<b>194.4</b>	<b>169.5</b>	<b>214.3</b>	<b>242.1</b>	<b>253.4</b>	<b>265.4</b>	<b>942.5</b>	<b>698.4</b>	<b>975.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>189.8</b>	<b>110.4</b>	<b>171.8</b>	<b>146.4</b>	<b>216.6</b>	<b>242.3</b>	<b>255.0</b>	<b>267.9</b>	<b>1,111.7</b>	<b>618.4</b>	<b>981.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>79.2</b>	<b>152.2</b>	<b>134.5</b>	<b>127.5</b>	<b>143.0</b>	<b>150.7</b>	<b>158.6</b>	<b>648.8</b>	<b>496.0</b>	<b>580.4</b>

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표5 라인의 분기별 실적

(십억엔)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>55.5</b>	<b>56.7</b>	<b>57.9</b>	<b>60.6</b>	<b>61.2</b>	<b>63.7</b>	<b>65.8</b>	<b>68.7</b>	<b>235.3</b>	<b>230.7</b>	<b>259.5</b>
<b>코어 비즈니스</b>	<b>47.9</b>	<b>48.4</b>	<b>49.5</b>	<b>51.0</b>	<b>51.3</b>	<b>52.8</b>	<b>53.9</b>	<b>55.6</b>	<b>178.2</b>	<b>196.8</b>	<b>213.6</b>
커뮤니케이션	7.4	7.2	7.2	7.2	6.9	6.9	7.3	7.3	28.5	29.0	28.4
콘텐츠	9.5	9.3	9.6	10.1	9.7	10.1	9.9	10.6	38.2	38.5	40.2
라인광고	26.2	27.1	27.8	28.9	29.9	30.9	31.9	32.9	92.7	110.0	125.6
포털광고	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	15.3	14.4	14.4
기타	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	3.4	4.8	4.9
<b>전략 비즈니스</b>	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>8.0</b>	<b>9.1</b>	<b>9.8</b>	<b>10.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.9</b>	<b>28.8</b>	<b>31.5</b>	<b>45.3</b>
라인프렌즈	4.5	4.7	5.0	5.8	6.4	7.0	7.7	8.5	19.6	19.9	29.6
핀테크/AI/커머스/모바일	2.9	2.4	2.5	2.8	3.1	3.6	3.9	4.3	9.2	10.5	14.9
<b>기타 영업수익</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>28.1</b>	<b>2.4</b>	<b>0.6</b>
<b>영업비용</b>	<b>63.4</b>	<b>70.6</b>	<b>66.9</b>	<b>73.6</b>	<b>72.7</b>	<b>74.9</b>	<b>74.4</b>	<b>75.1</b>	<b>219.2</b>	<b>274.5</b>	<b>297.1</b>
결제수수료 등	8.8	8.4	8.8	9.9	10.2	10.5	10.8	11.0	30.8	35.9	42.5
인건비	17.2	16.6	17.1	19.0	19.5	19.8	19.9	20.2	57.5	69.9	79.4
광고선전비	7.5	13.1	8.5	11.0	8.5	9.2	7.6	7.5	20.3	40.1	32.8
통신비	2.7	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	10.5	10.7	11.8
인증 수수료 및 기타비용	9.1	11.0	11.3	11.7	12.0	12.4	12.8	13.2	31.8	43.2	50.4
감가상각비	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.9	6.0	6.2	11.1	21.8	23.9
기타영업비용	12.9	13.5	13.0	13.5	13.8	14.2	14.3	14.0	41.1	52.9	56.3
<b>영업이익</b>	<b>-7.9</b>	<b>-13.9</b>	<b>-9.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-11.4</b>	<b>-11.2</b>	<b>-8.5</b>	<b>-6.4</b>	<b>16.1</b>	<b>-41.3</b>	<b>-37.6</b>
영업이익률(%)	-14.2%	-24.6%	-15.5%	-21.5%	-18.7%	-17.6%	-13.0%	-9.4%	6.8%	-17.9%	-14.5%
<b>코어 비즈니스</b>	<b>8.3</b>	<b>8.6</b>	<b>8.9</b>	<b>9.4</b>	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>	<b>10.8</b>	<b>11.1</b>	<b>26.5</b>	<b>35.2</b>	<b>42.7</b>
<b>전략 비즈니스</b>	<b>-15.0</b>	<b>-23.5</b>	<b>-16.0</b>	<b>-22.0</b>	<b>-21.7</b>	<b>-20.0</b>	<b>-21.0</b>	<b>-23.0</b>	<b>-34.9</b>	<b>-76.5</b>	<b>-85.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>-11.3</b>	<b>-17.2</b>	<b>-11.1</b>	<b>-16.1</b>	<b>-14.1</b>	<b>-13.9</b>	<b>-10.6</b>	<b>-8.0</b>	<b>3.4</b>	<b>-55.7</b>	<b>-46.5</b>
<b>당기순이익</b>	<b>-10.7</b>	<b>-17.3</b>	<b>-11.2</b>	<b>-16.2</b>	<b>-14.2</b>	<b>-14.0</b>	<b>-10.6</b>	<b>-8.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>-55.4</b>	<b>-46.8</b>

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터



## NAVER (035420)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,678.5	5,586.9	6,589.6	7,672.8	8,559.7
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	17.9	16.4	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,589.6	7,672.8	8,559.7
판매관리비	3,499.3	4,644.4	5,891.2	6,697.5	7,379.5
영업이익	1,179.2	942.5	698.4	975.2	1,180.2
영업이익률	25.2	16.9	10.6	12.7	13.8
금융손익	82.6	52.1	54.7	57.4	60.3
종속/관계기업손익	-14.0	-85.1	-89.3	-93.8	-98.5
기타영업외손익	-51.9	202.2	212.3	222.9	234.0
세전계속사업이익	1,195.8	1,111.7	618.4	981.8	1,223.3
법인세비용	423.2	488.8	309.1	392.7	489.3
당기순이익	770.1	627.9	306.7	589.1	734.0
지배주주지분 순이익	772.9	648.8	496.0	580.4	725.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	940.0	973.5	813.0	1,087.0	1,322.5
당기순이익(손실)	770.1	627.9	306.7	589.1	734.0
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	28.1	327.4	392.2
투자활동 현금흐름	-1,310.3	-388.3	-427.1	-595.9	-686.5
유형자산의증가(CAPEX)	-472.2	-535.0	-561.8	-589.9	-619.4
투자자산의감소(증가)	-604.8	-945.1	-992.3	-1,041.9	-1,094.0
재무활동 현금흐름	636.2	751.0	463.7	444.9	430.9
차입금의 증감	33.6	750.6	85.9	88.0	92.4
자본의 증가	290.7	33.1	34.8	36.5	38.3
현금의 증가(감소)	181.3	1,415.3	51.1	128.8	70.0
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	3,525.0	3,971.4
기말현금	1,907.6	3,322.9	3,373.9	3,653.8	4,041.4

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,784.2	5,385.6	6,797.9	7,369.6	8,099.0
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,373.9	3,653.8	4,041.4
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	4,776.6	5,342.6	5,978.6
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,328.3	1,527.5	1,756.6
무형자산	339.5	307.0	440.0	506.0	581.9
투자자산	1,387.7	2,247.7	2,693.3	2,926.3	3,205.5
자산총계	8,019.3	9,881.2	10,254.4	11,142.5	12,208.9
유동부채	2,302.7	2,619.7	643.3	662.0	682.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	349.9	458.4	458.4	458.4
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	411.3	1,312.4	1,363.6	1,420.0	1,482.0
사채	0.0	711.6	756.5	756.5	756.5
장기차입금	49.9	100.1	100.1	100.1	100.1
부채총계	2,714.1	3,932.1	4,149.9	4,484.9	4,853.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,439.8	5,992.9	6,690.8
비지배주주지분	542.8	708.9	711.9	711.9	711.9
자본총계	5,305.2	5,949.1	6,104.5	6,657.6	7,355.5

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	28,387	33,898	39,982	46,554	51,936
EPS(지배주주)	4,689	3,937	3,009	3,522	4,400
CFPS	8,698	7,493	7,602	8,735	10,575
EBITDAPS	8,406	7,303	5,901	7,664	8,994
BPS	28,895	31,795	32,720	36,075	40,310
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	31.0	50.8	43.4	34.8
PCR	20.0	16.3	20.1	17.5	14.5
PSR	6.1	3.6	3.8	3.3	2.9
PBR	6.0	3.8	4.7	4.2	3.8
EBITDA	1,385.4	1,203.6	972.5	1,263.1	1,482.4
EV/EBITDA	18.8	14.9	24.5	18.6	15.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	9.3	10.2	11.5
EBITDA 이익률	29.6	21.5	14.8	16.5	17.3
부채비율	51.2	66.1	68.0	67.4	66.0
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9	68.7			
매출채권회전율(x)	8.5	9.3	10.5	10.4	9.7
재고자산회전율(x)	201.0	119.3	106.9	106.1	98.8

Industry Brief  
2019. 10. 8

### ▲ 인터넷/게임

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

## Buy

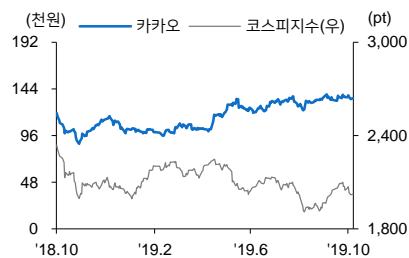
적정주가 (12개월) **170,000 원**  
현재주가 (10.7) **134,500 원**  
상승여력 **26.4%**

KOSPI	2,021.73pt
시가총액	112,717억원
발행주식수	8,387만주
유동주식비율	66.10%
외국인비중	28.91%
52주 최고/최저가	138,500원/87,600원
평균거래대금	563.2억원

주요주주(%)	
김범수 외 20 인	28.85
국민연금공단	8.12
MAXIMO PTE	6.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	31.2	23.4
상대주가	-1.7	43.4	38.4

### 주가그래프



# 카카오 035720

## 비즈보드 = '머니'보드

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 충족 전망. 비즈보드의 성장 본격화와 신규사업(카카오페이, 카카오페이지, 카카오모빌리티 등)의 매출 본격화로 자회사 손실 축소, 이익레버리 본격화 국면 진입
- ✓ 10월 카카오페이는 보험서비스, 모빌리티는 '라이언택시(벤티)', 게임은 10일 달빛조각사 출시하는 등 매출 성장성 제고
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지, 인터넷업종 Top Pick

### 3Q19, 기대치 충족 전망

카카오의 3분기 실적은 기대치 충족한다. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 7,602억원(+26.8% YoY), 508억원(+65.8% YoY)으로 컨센서스(7,686억원, 영업이익 504억원)대비 부합한다. 톡비즈(카카오톡 광고, 선물하기 등) 매출액은 1,587억원(+48.1% YoY)로 추정, 선물하기는 상품 다변화로 거래액 증가, 광고 매출액은 계절적 비수기임에도 비즈보드의 성과 본격 반영된다. 비즈보드 매출액은 7월말~8월초 일 2~3억원 수준에서 견조한 증가하며 3Q 245억원(일평균 2.7억원)으로 추정한다.

신사업(모빌리티, 페이, 자회사) 매출액은 561억원으로 84.9% YoY 증가하는데 오프라인 결제 성장 본격화, 카카오대리, 웨이고 택시(웨이고)의 꾸준한 성장에 기인한다. 콘텐츠 매출액의 경우 게임 985억원(-0.9% YoY), 뮤직 1,455억원(+7.0% YoY), 유료 콘텐츠 894억원(+47.8% YoY), IP 비즈니스 861억원(+70.8% YoY) 추정한다.

특히 카카오페이지의 수익성 향상 가파르데 19년 상반기 카카오페이지 매출액과 영업이익은 각각 1,184억원, 128억원으로 추정. 3분기부터 분기 100억원대의 이익 달성 기대된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

결국 실적 성장이 설명할 기업가치라는 점에서 하반기에도 카카오의 리레이팅 기대된다. 비즈보드의 2020년까지 이익 성장의 핵심 변수이며 인벤토리 사용율 20%에 불과하여 2020년 SMB(중소자영업자) 광고주로 확대시 양적/질적 성장 더욱 가속화된다. 동사에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지한다.

(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	35.3	1.0	41.4
2019E	3,018.7	183.3	158.6	1,899	637.6	63,062	70.8	2.1	25.7	3.0	41.0
2020E	3,652.3	349.5	241.9	2,894	82.1	65,413	46.5	2.1	17.9	4.5	40.3
2021E	4,179.9	548.2	365.9	4,378	44.8	69,004	30.7	1.9	13.0	6.5	39.0

표6 카카오 3Q19 실적 - 기대치 충족 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	760.2	599.3	26.8%	733.0	3.7%	768.6	-1.1%
플랫폼 부문	340.7	253.0	34.7%	326.8	4.2%	-	-
특비즈	158.7	107.1	48.1%	138.9	14.2%	-	-
포털비즈	125.9	115.5	9.0%	136.9	-8.0%	-	-
신사업	56.1	30.3	84.9%	51.0	10.0%	-	-
콘텐츠 부문	419.5	346.3	21.1%	406.2	3.3%	-	-
게임 콘텐츠	98.5	99.4	-0.9%	98.4	0.1%	-	-
뮤직 콘텐츠	145.5	136.0	7.0%	144.6	0.6%	-	-
유료 콘텐츠	89.4	60.5	47.8%	81.5	9.6%	-	-
IP비즈니스 기타	86.1	50.4	70.8%	81.7	5.4%	-	-
영업이익	50.8	30.7	65.8%	40.5	25.7%	50.4	0.9%
세전이익	59.2	48.2	22.8%	53.6	10.6%	-	-
지배순이익	42.1	16.6	152.8%	38.8	8.5%	47.5	-11.5%
영업이익률(%)	6.7%	5.1%	1.6%	5.5%	1.2%	6.6%	0.1%
순이익률(%)	5.5%	2.8%	2.8%	5.3%	0.2%	6.2%	-0.6%

자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망 - 2019년 영업이익 성장궤도 진입

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	706.3	733.0	760.2	819.2	848.9	895.7	924.8	982.9	2417.0	3,018.7	3,652.3
플랫폼 부문	313.1	326.8	340.7	373.0	377.6	399.6	399.9	415.8	1,039.3	1,353.7	1,592.9
특비즈	126.9	138.9	158.7	179.0	183.2	192.5	198.5	205.0	421.1	603.6	779.2
포털비즈	126.4	136.9	125.9	132.9	130.2	141.0	129.7	132.0	495.4	522.2	533.0
신사업	59.8	51.0	56.1	61.1	64.2	66.1	71.6	78.8	122.7	227.9	280.7
콘텐츠 부문	393.2	406.2	419.5	429.0	438.7	457.3	465.2	468.2	1,377.7	1,647.9	1,829.5
게임 콘텐츠	94.0	98.4	98.5	97.7	92.1	95.6	96.9	96.9	400.5	388.7	381.5
뮤직 콘텐츠	137.2	144.6	145.5	148.5	158.9	168.5	173.5	180.2	532.9	575.9	681.1
유료 콘텐츠	74.6	81.5	89.4	99.2	106.6	111.4	120.3	128.0	218.4	344.7	466.5
IP비즈니스 기타	87.3	81.7	86.1	93.0	97.2	104.4	115.9	140.3	209.5	348.1	457.7
영업비용	678.6	692.6	709.4	754.8	774.2	805.4	834.6	888.7	2,344.0	2,835.4	3,302.8
인건비	160.1	159.0	160.7	167.3	173.8	180.5	188.0	195.7	536.3	647.1	738.0
지급수수료	330.6	341.9	329.8	348.2	353.6	369.4	381.4	397.3	1,098.2	1,350.5	1,501.8
광고선전비	32.1	39.9	43.2	58.2	60.5	63.6	66.7	70.1	183.8	173.5	260.9
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	99.1	93.7	116.3	120.3	123.6	127.4	132.0	154.9	310.8	429.3	537.9
영업이익	27.7	40.5	50.8	64.3	74.7	90.4	90.2	94.3	72.9	183.3	349.5
세전이익	40.5	53.6	59.2	73.3	84.6	101.5	101.9	106.6	130.7	226.7	394.7
지배순이익	27.5	38.8	42.1	50.2	53.2	63.0	61.5	64.2	47.9	158.6	241.9

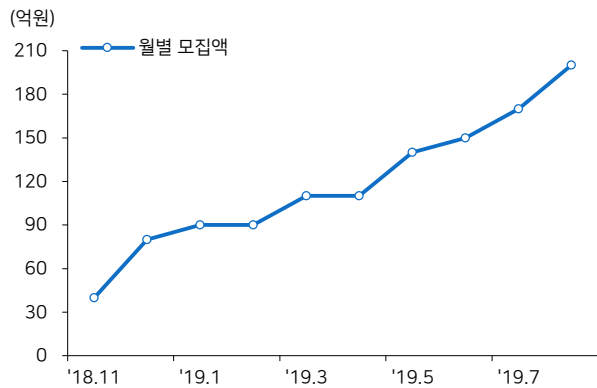
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 카카오의 특비즈 매출 추정 - 2019년 특비즈보드 매출액은 609억원 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>특비즈</b>	<b>165.3</b>	<b>258.1</b>	<b>421.1</b>	<b>603.6</b>	<b>834.8</b>	<b>924.7</b>	<b>1,014.4</b>
증가율(% YoY)			63.2%	43.3%	38.3%	10.8%	9.7%
<b>카카오톡 광고</b>	<b>49.0</b>	<b>97.6</b>	<b>161.0</b>	<b>299.1</b>	<b>471.3</b>	<b>525.3</b>	<b>577.0</b>
증가율(% YoY)		99.3%	65.0%	85.8%	57.6%	11.5%	9.8%
플러스친구	34.4	65.0	107.2	138.9	147.9	156.0	162.7
샵탭	10.2	11.9	23.5	46.7	54.9	62.0	68.2
알림톡		15.3	23.2	39.5	55.8	71.4	85.7
톡스토어				9.1	11.0	12.2	13.1
<b>특비즈보드</b>				<b>60.9</b>	<b>201.7</b>	<b>223.7</b>	<b>247.2</b>
<b>카카오톡 선물하기</b>	<b>52.0</b>	<b>105.2</b>	<b>166.3</b>	<b>250.4</b>	<b>289.6</b>	<b>318.6</b>	<b>350.4</b>
증가율(% YoY)		102.3%	58.1%	50.6%	15.6%	10.0%	10.0%
거래액	770.0	1,131.4	1,799.1	2,650.3	3,114.0	3,425.4	3,767.9
수수료율(%)	6.8%	9.3%	9.2%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
<b>브랜드/B2C 이모티콘</b>	<b>33.2</b>	<b>40.3</b>	<b>40.1</b>	<b>45.3</b>	<b>69.0</b>	<b>75.9</b>	<b>82.0</b>
<b>기타</b>	<b>31.2</b>	<b>15.0</b>	<b>53.7</b>	<b>8.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.0</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 카카오페이 투자 상품 월별 모집액 추이



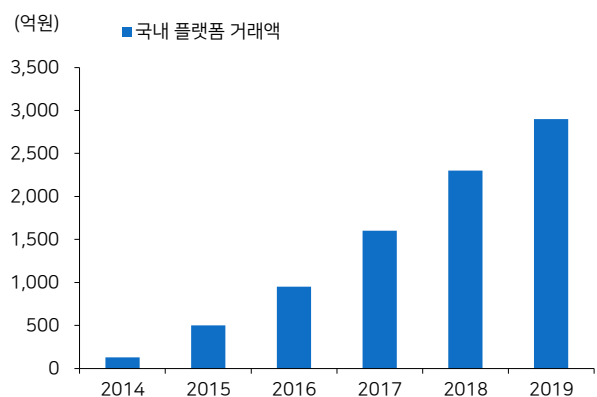
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 10월 카카오페이 보험서비스 오픈



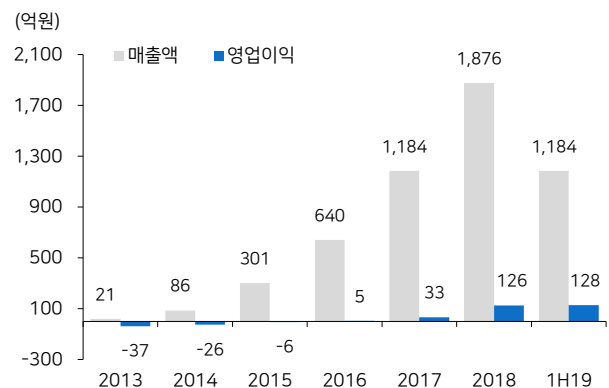
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 카카오페이 국내 플랫폼 거래액



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 카카오페이 매출/영업이익 추이



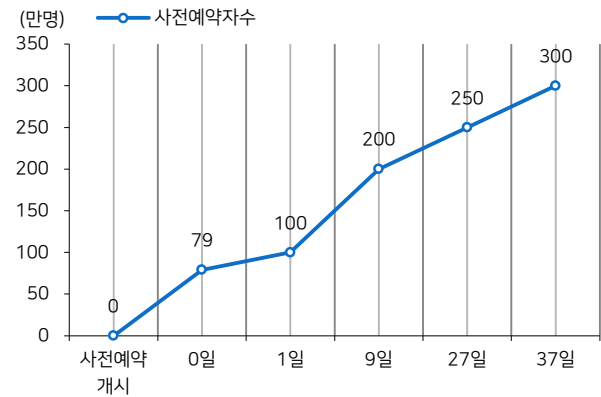
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 달빛조각사 - 10월 10일 출시



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 달빛조각사 사전예약자수 추이



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치</b>	<b>5,400.0</b>	
MAU(만명)	4,500.0	
MAU 당 가치(원)	120,000.0	
<b>자회사 가치</b>	<b>6,662.0</b>	
카카오페이	1,220.0	지분율 61%, 2.0조원 가정
카카오게임즈	682.0	지분율 62%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	890.4	지분율 63.6%, 1.4조원 가정
카카오뱅크	884.0	지분율 34%, 1.3조원 가정
기타 자회사	1,856.0	장부가 기준 관계기업 투자액 30% NAV 할인
<b>순현금</b>	<b>2,198.3</b>	
<b>NAV</b>	<b>14,260.3</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>170,000</b>	
현주가(원, 10/7)	134,500	
상승여력(%)	26.4%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,972.3	2,417.0	3,018.7	3,652.3	4,179.9
매출액증가율 (%)	34.7	22.5	24.9	21.0	14.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,972.3	2,417.0	3,018.7	3,652.3	4,179.9
판매관리비	1,807.0	2,344.0	2,835.4	3,302.8	3,631.8
영업이익	165.4	73.0	183.3	349.5	548.2
영업이익률	8.4	3.0	6.1	9.6	13.1
금융손익	33.2	62.3	57.5	0.8	3.3
종속/관계기업손익	9.0	6.7	10.3	20.5	21.5
기타영업외손익	-54.3	-11.2	6.2	23.9	25.1
세전계속사업이익	153.3	130.7	226.7	394.7	598.1
법인세비용	28.2	114.8	101.4	166.3	267.6
당기순이익	125.1	15.9	125.3	228.4	330.6
지배주주지분 순이익	108.6	47.9	158.6	241.9	365.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	371.9	491.5	510.5	615.4	733.6
당기순이익(손실)	125.1	15.9	125.3	228.4	330.6
유형자산상각비	60.7	67.7	144.6	148.9	153.4
무형자산상각비	69.1	67.4	72.3	74.4	76.7
운전자본의 증감	48.4	329.3	418.7	350.5	433.3
투자활동 현금흐름	-354.7	-1,260.7	-374.8	-206.7	-154.6
유형자산의증가(CAPEX)	-75.2	-97.2	-31.3	-32.3	-33.2
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	-157.5	-157.3	-161.2
자본의 증가	498.7	1,051.7	275.2	289.0	303.4
현금의 증가(감소)	475.2	130.2	72.8	97.9	191.0
기초현금	641.6	1,116.8	1,247.0	1,319.8	1,417.6
기말현금	1,116.8	1,247.0	1,319.8	1,417.6	1,608.6

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,993.1	2,859.0	3,769.3	3,755.2	3,840.3
현금및현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,319.8	1,417.6	1,608.6
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	951.5	1,071.4	1,219.6
자산총계	6,349.4	7,959.5	8,125.3	8,357.0	8,695.4
유동부채	1,040.9	2,039.2	2,282.7	2,339.5	2,401.1
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	60.0	60.0	60.0
비유동부채	845.6	293.2	296.6	305.5	314.7
사채	620.8	39.9	39.9	39.9	39.9
장기차입금	0.0	2.7	2.0	2.0	2.0
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	-12.0	-12.0	-12.0
이익잉여금	402.5	453.4	587.0	783.5	1,083.6
비지배주주지분	433.8	490.3	490.3	490.3	490.3
자본총계	4,462.9	5,627.2	5,760.8	5,957.2	6,257.3

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	29,101	30,944	36,159	43,701	50,014
EPS(지배주주)	1,602	613	1,899	2,894	4,378
CFPS	4,215	2,099	3,839	4,518	4,995
EBITDAPS	4,356	2,663	4,793	6,854	9,312
BPS	59,332	61,602	63,062	65,413	69,004
DPS	148	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	85.5	168.0	70.8	46.5	30.7
PCR	32.5	49.1	35.0	29.8	26.9
PSR	4.7	3.3	3.7	3.1	2.7
PBR	2.3	1.7	2.1	2.1	1.9
EBITDA	295.2	208.0	400.1	572.9	778.2
EV/EBITDA	29.9	35.3	25.7	17.9	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	1.0	3.0	4.5	6.5
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.3	15.7	18.6
부채비율	42.3	41.4	41.0	40.3	39.0
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(x)	14.7	7.8	14.8	20.9	36.4
매출채권회전율(x)	11.2	13.0	16.0	20.4	24.5
재고자산회전율(x)	115.6	84.2	83.0	97.5	108.3

Industry Brief  
2019. 10. 8

## ▲ 인터넷/게임

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

## 엔씨소프트 036570

## 2020년 '성장성'에 베팅

- ✓ 3Q19 실적, 흔들림없는 리니지M 매출에 힘입어 기대치 부합할 것
- ✓ 'L2M'의 출시 시점 이르면 11월 중순 예상. 출시 초기 성공은 당연. 다만 초기 일매출 수준과 리니지M과의 카니발라이제이션 정도가 우려 요인
- ✓ 올해 동사 주가는 9.4% 상승. 2020년 이익 성장률 89.2% 감안시 리니지2M에 대한 기대 충분히 반영되었다고 보기 힘들
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 70만원 유지

## Buy

적정주가 (12개월) **700,000 원**  
 현재주가 (10.7) **511,000 원**  
 상승여력 **37.0%**

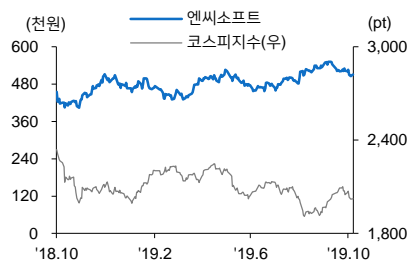
KOSPI	2,021.73pt
시가총액	112,185억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.31%
외국인비중	50.64%
52주 최고/최저가	552,000원/404,000원
평균거래대금	343.3억원

## 주요주주(%)

국민연금공단	12.56
김택진 외 8인	12.00
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	1.6	22.5
상대주가	-8.0	11.0	37.4

## 주가그래프



## 3Q19 실적, 기대치 부합 전망

3Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,909억원(-3.2% YoY), 1,109억원(-20.2% YoY) 기록, 컨센서스(매출액 3,983억원, 영업이익 1,175억원) 대비 부합한다. PC 게임의 경우 리니지 매출액은 434억원(-13.4% QoQ)으로 리니지 리마스터 출시 효과 감소되며 그밖에 PC게임 매출액은 전분기와 유사하다. '리니지M' 매출액은 2,024억원(일평균 21억원)으로 경쟁심화에도 매우 견조하다.

영업이익률은 28.4%로 3.1%p QoQ 하락하는데 9월 추석상여 50억원, 리니지 2M 프로모션 증가로 광고선전비 증가한다. 3Q 인건비 762억원(+6.9% QoQ), 경상연구개발비 732억원(-0.7% QoQ), 지급수수료 736억원(-4.8% QoQ), 광고 선전비 302억원(+27.6% QoQ)로 추정한다.

## 리니지M대비 50% 성공 가정해도 Bottom은 49만원

흥행 기업의 특성상 게임성공 유무에 따라 높은 변동성 시현한다. 향후 엔씨소프트 주가는 '리니지2M' 성과에 근거하며 변동될 전망이다. '리니지2M'의 성과가 전작 '리니지M' 대비 75% 수준의 성과만 달성해도 적정 기업가치는 15.4조원, 적정주가 70만원 수준이다. 전작대비 50% 성과 거둔다고 해도 적정 기업가치는 11조원, 적정주가는 49만원으로 현주가는 바텀레벨에 가깝다.

당사는 '리니지2M'의 출시 첫달 일매출 29억원, 2020년 연간 매출액은 6,992억원, 일평균 19.2억원(일본 포함 해외 비중 12.4%)으로 추정한다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 70만원 유지

적정주가 70만원은 2020E Target PER 19.6배 수준으로 1) 리니지2M 성공에 대한 높아진 신뢰, 2) 해외시장 성장으로 재확대될 밸류에이션 멀티플 프리미엄, 3) 글로벌 게임업종 평균 PER 20배 수준이라는 점 감안시 적정하다.

(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	14.0	16.4	23.6
2019E	1,690.3	531.5	440.2	20,059	5.0	122,515	25.5	4.2	17.9	17.4	24.3
2020E	2,456.1	1,042.9	787.2	35,868	77.7	152,739	14.2	3.3	9.1	26.1	21.4
2021E	2,830.4	1,270.2	952.1	43,381	20.9	189,962	11.8	2.7	7.2	25.3	18.9

표10 엔씨소프트 3Q19 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	390.9	403.8	-3.2%	410.8	-4.8%	398.3	-1.9%
PC	118.8	125.1	-5.0%	122.9	-3.3%	-	-
리니지	43.4	40.3	7.7%	50.1	-13.4%	-	-
리니지2	21.0	15.6	34.2%	21.2	-1.1%	-	-
아이온	12.5	16.4	-23.9%	12.4	0.5%	-	-
블레이드앤소울	25.0	30.1	-17.0%	21.1	18.3%	-	-
길드워2	15.3	21.0	-27.1%	15.9	-3.9%	-	-
로열티	52.5	51.6	1.9%	55.4	-5.2%	-	-
모바일	209.2	216.5	-3.4%	223.8	-6.5%	-	-
리니지M	202.4	211.6	-4.3%	221.3	-8.5%	-	-
기타	10.3	10.7	-3.3%	8.6	19.7%	-	-
영업이익	110.9	139.0	-20.2%	129.4	-14.3%	117.5	-5.6%
세전이익	122.0	141.9	-14.0%	147.1	-17.1%	144.7	-15.7%
지배순이익	87.9	92.9	-5.4%	116.9	-24.8%	105.8	-16.9%
영업이익률(%)	28.4%	34.4%	-6.1%	31.5%	-3.1%	29.50%	-1.1%
순이익률(%)	22.5%	23.0%	-0.5%	28.5%	-6.0%	26.56%	-4.1%

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

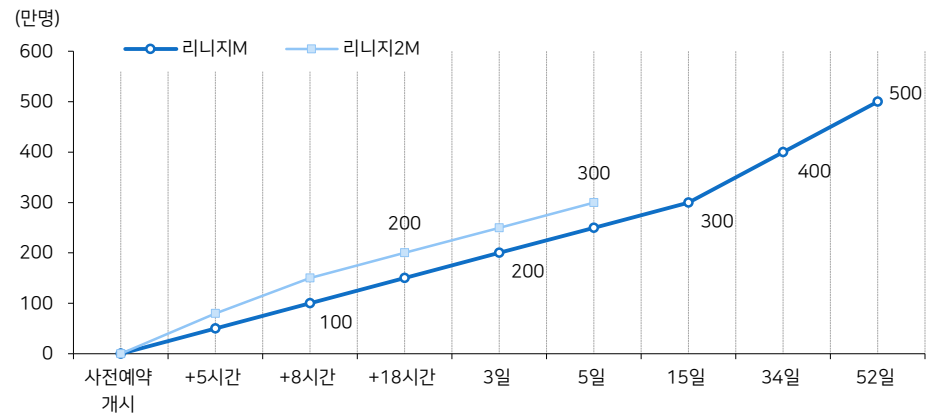
표11 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	358.8	410.8	390.9	529.9	563.2	554.0	633.2	705.8	1,715.1	1,690.3	2,456.1
PC	95.5	122.9	118.8	125.2	111.4	130.4	137.7	133.4	476.8	462.4	519.8
리니지	20.7	50.1	43.4	52.2	38.6	54.6	60.3	58.6	149.7	166.5	212.1
리니지2	21.6	21.2	21.0	20.6	21.3	20.8	20.4	20.0	63.9	84.3	82.5
아이온	12.3	12.4	12.5	12.3	12.6	12.5	12.4	12.2	63.4	49.5	49.7
블레이드앤소울	23.3	21.1	25.0	23.4	23.8	24.9	27.7	25.9	119.6	92.8	102.2
길드워2	16.3	15.9	15.3	15.3	14.0	15.3	15.3	15.3	80.2	62.7	49.7
로열티	57.4	55.4	52.5	46.9	51.9	55.4	53.5	47.9	281.6	212.3	208.7
모바일	198.8	223.8	209.2	348.8	390.8	358.4	431.8	513.8	913.3	980.6	1,694.8
리니지M	197.8	221.3	202.4	184.0	165.6	161.0	151.8	142.6	887.8	805.5	584.0
리니지2M	-	-	-	112.5	184.0	165.6	184.0	165.6	-	112.5	699.2
아이온2	-	-	-	-	-	-	73.6	76.4	-	-	150.0
B&S2	-	-	-	-	-	-	-	117.0	-	-	117.0
기타	7.1	8.6	10.3	9.0	9.1	9.8	10.2	10.6	36.9	35.0	32.8
영업비용	279.2	281.4	280.0	318.2	342.1	337.1	345.5	388.5	1,100.2	1,158.8	1,413.2
인건비	89.2	71.3	76.2	84.7	107.1	97.5	100.2	113.5	341.0	321.4	418.2
경상연구개발비	73.5	73.7	73.2	75.9	75.4	80.2	77.7	93.2	274.7	296.3	326.5
지급수수료	69.1	77.4	73.6	99.8	106.1	104.3	119.3	132.9	320.4	320.0	462.6
광고선전비	18.9	23.7	30.2	30.2	25.2	26.0	18.5	18.0	56.9	103.0	87.7
기타	28.5	35.4	26.8	27.5	28.3	29.1	30.0	30.8	107.2	118.1	118.2
영업이익	79.5	129.4	110.9	211.7	221.1	216.9	287.6	317.3	614.9	531.5	1,042.9
세전이익	100.9	147.1	122.0	223.2	233.0	229.2	300.4	330.5	636.2	593.2	1,093.2
지배순이익	74.7	116.9	87.9	160.7	167.8	165.1	216.3	238.0	418.0	440.2	787.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터



그림11 리니지M vs 리니지2M 사전예약자수 추이비교



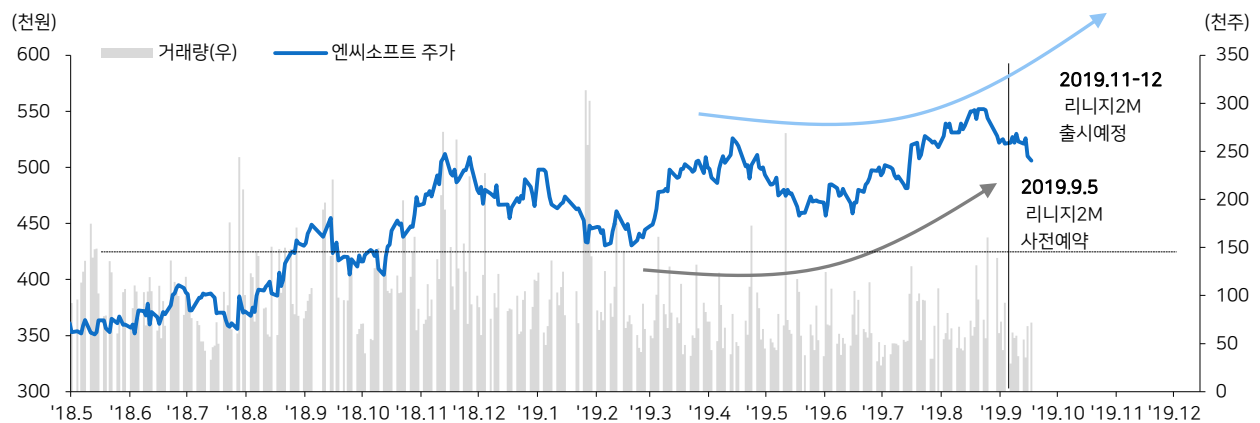
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 리니지2M - 활발한 사전 마케팅



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 리니지2M 출시 기대감 대비 충분히 못 오른 주가 (2019)



자료: Wisefn, 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 리니지2M, V4, 달빛조각사 게임 비교

구분		리니지2M	V4	달빛조각사
개발사		엔씨소프트	넷게임즈(넥슨 자회사)	엑스엘게임즈
퍼블리셔		엔씨소프트	넥슨	카카오게임즈
등급		12세이상 이용가, 19세 이상 이용가	12세이상 이용가	12세이상 이용가
장르		MMORPG	MMORPG	MMORPG
집중전략		기술혁신을 앞세운 대규모 전투 시스템	아이템획득과 거래를 통한 자유허용의 재미	유명 웹소설 기반 스토리의 캐릭터 육성 및 아이템 파밍의 재미 등 생활형 콘텐츠
IP		리니지2 PC게임	V4	웹소설 달빛조각사
개발엔진		언리얼엔진4 - 오픈소스 개발코드 공유, 버그 수정 가능	언리얼엔진4 - 높은 텍스처 품질, 질감표현, 광원효과로 좋은 그래픽	엘릭서 - 초기 대규모 업데이트, 새로운 콘텐츠 추가 가능
사전예약일		2019.9.5	2019.9.26	2019.8.28
사전예약자수		300만명 (2019.9.9 기준)	발표하지 않음. 기존작 트라하와 비교시 기대 이상 (트라하는 출시전 420만명, 출시직후 구글 매출2위). 티저영상 1,000만여회 조회수 기록	300만명 (2019.10.6 기준)
출시일		4Q19(11월 중순 이후-12월 초 예상)	2019.11.7 출시예정	2019.10.10 출시예정
국가		국내 출시 이후 글로벌 순차적 확대	국내 출시 이후 글로벌 순차적 확대	국내 출시 이후 글로벌 순차적 확대
플랫폼		PC, 모바일(퍼플)	모바일	모바일
엔터 게임 특징	그래픽	4K UHD 풀 3D 그래픽 - 모바일 최고 수준 3D 그래픽에 초점, PC 플레이도 가능	6개 테마의 오픈 월드 - 리얼월드 풍경 리얼월드, 최고수준의 고품질 그래픽	캐주얼 파스텔풍 그래픽, SD(2등신 또는 3등신 캐릭터로 꾸민 미술표현 기법) 그래픽
	전투 시스템	충돌 처리 기술 - 모바일 3D MMORPG 최초 캐릭터와 몬스터, 지형과 지물이 현실과 같이 각자의 공간 보유 View&Target - 세밀하고 전략적인 타게팅. 화려한 이펙트로 전투 본연의 재미"	전투 지휘 커맨드 모드 - 길드장이 전투현황 한눈에 파악하고 길드원 투입하거나 특별스킬 사용 명령 가능	PVP 모드 지원 - 누구나 필드에서 자유롭게 대결이 가능
	서버 구분	심리스 로딩(Seamless Loading) - 플레이를 단절시키는 모든 요소를 배제, 로딩없는 플레이, 모든 플레이어가 한 공간에서 플레이	인터서버월드 - 서버채널 구분없이 친구와 협업, 타길드원 경쟁 가능한 서버기술의 집약. 5개 채널 통합한 초대형 연합 전투, 고도화된 전략전투 플레이	오픈월드 - 게임 내 지역 자유롭게 이동
	대규모 전투	원 채널 오픈 월드(One Channel Open World) - 1만명 이상 대규모 전투가 가능한 모바일 최대 규모의 채널	보스 레이드 - 필드보스 레이드는 최대 300명의 이용자가 동시에 전투	기사단장 선발전 - 매주 토너먼트 방식의 PVP, 경주장&투기장
	커뮤니티	Anywhere & Connection - 동료와 몰려다니던 MMORPG 감성으로 인사, 춤 등 소셜액션 가능. 완벽하게 하늘 비행하는 모습과 이 상태로 전투와 이동 가능한 콘텐츠 구현.	다채로운 성장 콘텐츠 - 탈 것, 펫, 생활 콘텐츠를 통한 자유도 높은 성장 방식을 추구. 전투에 도움을 주는 '동료 시스템'을 활용해 진보된 플레이를 경험 가능. 게임에서 수집한 동료는 필드 사냥, 채집, 토벌 공략 등 성장에 필요한 다양한 활동을 대신 수행	유저들과의 길드 구성 - 길드 토너먼트, 10 vs 10 토너먼트, 필드 PVP와 같은 전투 시스템이 제공
	캐릭터	원작 오리진 100개 이상의 클래스와 새로운 클래스 등장	데빌체이서 모드 - 6개 클래스가 특정 조건을 만족하면 순식간에 폭발적인 딜링을 발휘, 본 캐릭터보다 훨씬 빠르고 강력한 전투	5가지 클래스 중 하나를 선택하여 플레이
사전리뷰/평가	아이템	정령탄은 플레이를 통해 모을 수 있는 게임머니 아데나를 통해 구매가능	자유허용 시스템 - 필드 전투로 얻을 수 있는 아이템의 재미와 가격제한이 없는 거래소	파밍&생활 - 모험 중 획득한 아이템으로 직접 생활하는 방식, 생산콘텐츠 하우징과 조각상
	사전리뷰/평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>월드: 다양한 지역, 사냥터 모습, 대규모 공성전 전경 등 그림자까지 표현한 3D 그래픽 기대감 상향</li> <li>일반 모바일 게임과 달리 농타게팅 액션, 원작의 기술 컨트롤 그대로 재현</li> <li>원작에 등장하는 NPC와 클래스 100가지 이상 등장과 차후 업데이트 기대</li> <li>전체 맵을 하나로 이은 오픈월드 세계관 기대</li> <li>다양한 스킬과 클래스가 조합되어 발생하는 원작의 클래스 시스템 계승과 군중속에서 원하는 적을 찾아 타게팅 하는 '존 셀렉트' 플레이 차별화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>캐릭터: 커스터마이징은 주어진 프리셋을 사용해 세부적인 형태와 색상을 이용자가 설정할 수 있는 방식</li> <li>게임의 그래픽과 캐릭터 동작 및 안정적인 프레임 유지: 높은 텍스처 품질과 질감 표현 및 광원 효과로 고품격 그래픽수준</li> <li>타게팅: 각 캐릭터의 동작이 시원시원한 느낌. 공격이 명중할 때마다 몬스터마다 각기 다른 피격 동작이 구현되어 액션성을 강조, 다양한 스킬 연계</li> <li>1시간 넘게 게임을 즐겼지만 발열로 인한 성능이나 프레임 저하는 발생하지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>웹소설을 기반으로 한 '조각사' 직업에 대한 기대</li> <li>기존게임의 직업적인 특징과 차별화</li> <li>원작의 49가지 종족, 32개 직업을 구현하는 업데이트 계획</li> </ul>

자료: 각사, 언론 종합, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 리니지2M, V4, 달빛조각사

리니지 2M



V4



달빛조각사



자료: 엔씨소프트, 넥슨, 카카오게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 엔씨소프트 시나리오별 분석

		BEST	BASE	WORST
2020E 매출액	(십억원)	2,656.1	2,456.1	2,000.0
2020E 영업이익	(십억원)	1,125.3	1,037.7	845.0
2020E 순이익	(십억원)	950.0	783.3	550.0
적정 기업가치	(조원)	18.6	15.4	10.8
적정 PER	(배)	19.6	19.6	19.6
적정주가	(원)	849,103	700,000	491,586

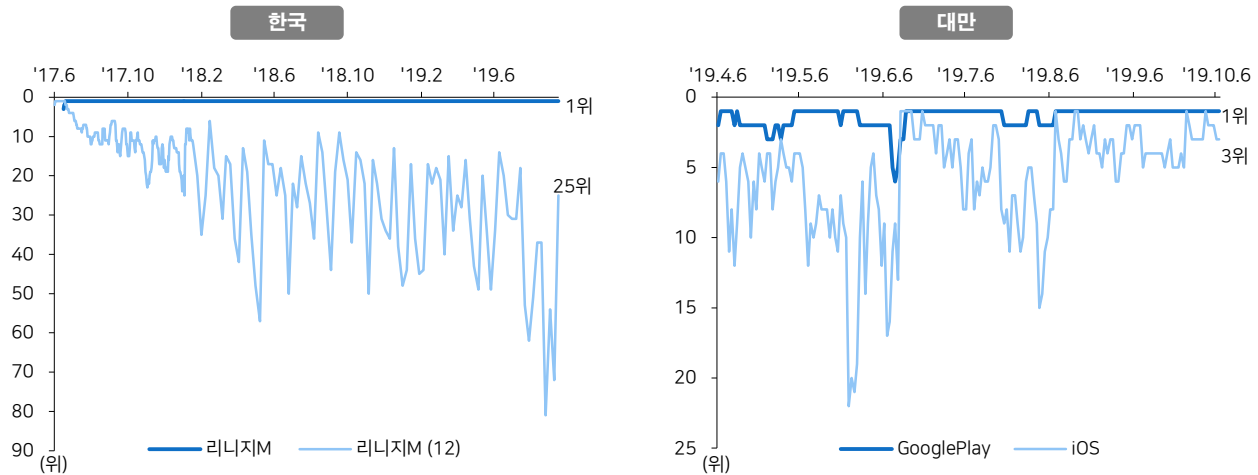
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표14 리니지2M 매출 추정

		출시 첫달	2020E	2021E
매출액	(십억원)	90.0	699.2	730.0
서버수	(대)	130	130	130
이용자수	(만명)	500	500	500
Paying Users	(만명)	150	130	130
ARPU (월)	(원)	255,002	166,732	174,077
일매출 규모	(억원)	29.0	19.2	20.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 '리니지M' 매출 순위



주: 2019.10.7 구글플레이 게임 매출순위  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,758.7	1,715.1	1,690.3	2,456.1	2,830.4
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	-1.4	45.3	15.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,690.3	2,456.1	2,830.4
판매관리비	1,173.7	1,100.2	1,158.8	1,413.2	1,560.1
영업이익	585.0	614.9	531.5	1,042.9	1,270.2
영업이익률	33.3	35.9	31.4	42.5	44.9
금융손익	11.4	25.6	26.4	27.1	28.0
종속/관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7
기타영업외손익	15.4	-0.7	12.6	8.3	8.7
세전계속사업이익	610.2	637.4	593.2	1,093.2	1,322.1
법인세비용	166.2	215.9	150.4	306.1	370.2
당기순이익	444.0	421.5	442.8	787.1	951.9
지배주주지분 순이익	441.0	418.2	440.2	787.2	952.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	595.2	352.8	604.3	939.4	1,099.1
당기순이익(손실)	444.0	421.5	442.8	787.1	951.9
유형자산상각비	26.9	25.5	26.3	27.1	27.9
무형자산상각비	3.1	2.4	2.5	2.6	2.6
운전자본의 증감	10.8	-55.5	-151.8	-86.2	-64.6
투자활동 현금흐름	-459.6	68.4	-174.2	-344.5	-315.4
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-26.7	-27.5	-28.4	-29.2
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	-97.9	-209.9	-125.9
재무활동 현금흐름	-79.7	-424.4	-279.1	-293.0	-307.7
차입금의 증감	0.1	5.2	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-1.7	156.0	265.0	332.4
기초현금	144.8	187.3	185.6	341.6	606.6
기말현금	187.3	185.6	341.6	606.6	939.0

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,772.7	1,576.4	2,113.0	2,554.5	3,243.4
현금및현금성자산	187.3	185.6	341.6	606.6	939.0
매출채권	193.0	148.5	268.6	295.4	325.0
재고자산	0.5	1.0	1.7	1.3	1.0
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	1,087.3	1,062.5	1,043.8
자산총계	3,526.6	2,941.3	3,362.4	4,091.9	4,981.6
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	150.0	150.0	150.0
비유동부채	341.5	89.2	106.1	114.1	122.9
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	2,489.9	3,156.4	3,976.8
비지배주주지분	8.0	11.3	16.1	19.0	22.3
자본총계	2,729.2	2,379.0	2,704.8	3,371.1	4,191.3

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	80,181	78,177	77,029	111,915	128,966
EPS(지배주주)	20,104	19,061	20,059	35,868	43,381
CFPS	28,692	29,813	34,310	44,795	52,320
EBITDAPS	28,039	29,301	25,531	48,870	59,268
BPS	124,037	107,923	122,515	152,739	189,962
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	22.3	24.5	25.5	14.2	11.8
PCR	15.6	15.6	14.9	11.4	9.8
PSR	5.6	6.0	6.6	4.6	4.0
PBR	3.6	4.3	4.2	3.3	2.7
EBITDA	615.0	642.8	560.3	1,072.5	1,300.7
EV/EBITDA	13.7	14.0	17.9	9.1	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.1	16.4	17.4	26.1	25.3
EBITDA 이익률	35.0	37.5	33.1	43.7	46.0
부채비율	29.2	23.6	24.3	21.4	18.9
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	184.7	155.0	295.2	349.1
매출채권회전율(x)	10.0	10.0	8.1	8.7	9.1
재고자산회전율(x)	2,983.9	2,260.8	1,242.1	1,634.9	2,514.1

Industry Brief  
2019. 10. 8

### ▲ 인터넷/게임

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

# 풀어비스 263750

## 쉬어가는 3Q, 11월 G 스타에 주목

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 하회 전망. 3분기 검은사막 모바일의 일본 매출 감소로 예상보다 부진. 3Q 검은사막M의 한국/일본 합산 일평균 매출액은 8.0억원 추정
- ✓ 11월 G스타에 주목. 프로젝트K, V, CD, 이브온라인 등 신작라인업 본격공개
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 26만원 유지. 2020E Target PER은 14.4배 수준

### Buy

적정주가 (12개월) **260,000 원**  
현재주가 (10.7) **199,000 원**  
상승여력 **30.7%**

KOSDAQ	627.21pt
시가총액	25,916억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.12%
외국인비중	12.43%
52주 최고/최저가	226,300원/157,800원
평균거래대금	95.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
김대일 외 14 인	50.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	9.6	-6.5
상대주가	0.6	31.4	15.3

#### 주가그래프



### 3Q19 실적, 기대치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,347억원(+15.1% YoY), 407억원(-32.5% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 1,441억원, 영업이익 493억원)대비 하회한다. PC게임 매출액은 265억원(+0.9% QoQ), 모바일과 콘솔 매출액은 각각 740억원(-21.6% QoQ), 192억원(+14.6% QoQ)으로 추정한다. 영업이익률은 30.2%로 7.2%p QoQ 하락한다. 검은사막M의 일본매출 감소에 주로 기인하며 3Q19 검은사막M의 한국/일본 합산 일평균 매출액은 8.0억원 수준으로 일본 일매출액이 전분기대비 평균 2억원 가량 감소하였다.

9월 27일 검은사막M의 글로벌버전의 사전예약이 시작되었으며 대규모 프로모션보다는 구전마케팅에 집중하고 있으며 출시 초반 일평균 3억원 수준의 매출 목표한다. 또한 11월 이브에코스(넷이즈 개발, CCP게임즈 IP)의 오픈베타테스트 예정되어 있어 IP 확장 기대된다.

### 11월 G스타에 주목

2019년까지 검은사막IP의 플랫폼/지역 다변화로 인한 성장이었다면 2020년부터는 신규게임 출시에 의한 IP 다각화의 성장이 기대된다. 풀어비스는 11월 G스타에서 프로젝트K, V, CD, 이브온라인 등 현재 준비 중인신작라인업을 다수 공개한다. 2020년 동사 매출액과 영업이익은 각각 8,061억원(+36.1% YoY), 2,893억원(+60.7% YoY)으로 추정한다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 26만원 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 26만원 유지한다. 적정주가의 2020E Target PER은 14.4배 수준으로 PC/모바일/콘솔 플랫폼 다변화에 성공한 유일한 게임사이며 2020년에는 신규게임 출시에 의한 성장이 기대된다는 점에서 11월 지스타 전후 본격 리레이팅 기대된다.

(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	4,048	1,681	1,464	11,591	796.4	31,525	17.9	6.6	15.1	6.6	74.6
2019E	5,922	1,800	1,486	11,427	-1.4	43,215	17.8	4.7	13.1	4.7	47.6
2020E	8,061	2,893	2,280	17,508	53.2	60,723	11.6	3.3	7.5	3.3	35.6
2021E	8,801	3,420	2,689	20,651	18.0	81,375	9.8	2.5	5.6	2.5	27.9



표15 펠어비스 3Q19 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	134.7	117.0	15.1%	152.3	-11.6%	144.1	-6.5%
PC	26.5	26.9	-1.6%	26.2	0.9%	-	-
모바일	74.0	90.1	-17.8%	94.4	-21.6%	-	-
콘솔	19.2	-	-	16.8	14.6%	-	-
CCP게임즈	15.0	-	-	14.9	0.7%	-	-
영업이익	40.7	60.3	-32.5%	56.9	-28.5%	49.3	-17.5%
세전이익	41.4	58.7	-29.5%	53.8	-23.1%	-	-
지배순이익	32.3	51.7	-37.6%	51.6	-37.5%	41.1	-21.5%
영업이익률(%)	30.2%	51.6%	-21.3%	37.4%	-7.2%	34.2%	-4.0%
순이익률(%)	24.0%	44.2%	-20.2%	33.9%	-9.9%	28.5%	-4.6%

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 펠어비스 분기별 실적

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	132.6	152.3	134.7	172.6	176.2	159.8	229.8	240.3	404.8	592.2	806.1
PC	26.3	26.2	26.5	26.8	28.4	28.3	38.6	41.7	116.2	105.7	136.9
모바일	87.4	94.4	74.0	87.9	85.1	84.4	114.5	115.5	275.3	343.7	399.5
콘솔	4.1	16.8	19.2	36.5	26.5	19.3	14.7	10.6	-	76.5	71.1
CCP게임즈	14.5	14.9	15.0	21.5	36.2	27.8	29.5	32.3	12.8	65.9	125.8
영업비용	114.5	95.4	94.0	108.4	112.8	108.6	144.3	151.2	237.5	405.5	516.8
인건비	31.0	24.2	25.4	26.6	28.7	29.6	30.5	32.2	64.5	107.2	121.0
지급수수료	41.1	43.8	42.2	54.1	55.2	50.1	72.0	75.3	120.5	181.3	252.6
광고선전비	30.3	15.4	20.2	21.2	22.3	22.0	34.5	36.2	39.7	87.1	115.0
주식보상비용	7.5	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	3.3	13.9	10.1
감가상각비	1.5	2.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	2.4	5.5	4.5
기타	3.0	7.9	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5	3.6	7.1	17.4	13.7
영업이익	18.2	56.9	40.7	64.2	63.4	51.2	85.5	89.1	168.1	180.0	289.3
세전이익	20.1	59.2	41.4	64.9	64.1	51.9	86.3	89.9	175.4	185.6	292.3
지배순이익	14.1	51.6	32.3	50.6	50.0	40.5	67.3	70.1	146.4	148.6	228.0

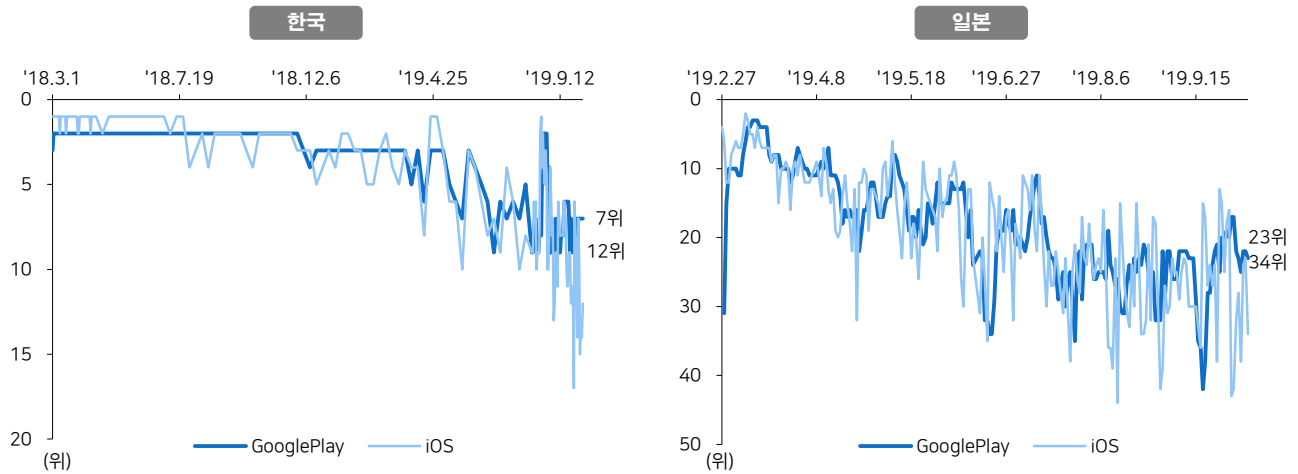
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 펠어비스의 탄탄한 신작라인업

구분	게임명	개발주체	장르	비고
PC	쉐도우아레나	펠어비스	MMO+배틀로얄	검은사막 IP의 스피노프 게임
	프로젝트K	펠어비스	MMO-FPS	펠어비스에서 준비중이었던 차기작, 콘솔로도 준비
	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	가죽형 캐주얼 MMO	펠어비스의 차기 모바일 게임
	이브워브어센션	CCP	Sci-Fi Strategy	펠어비스의 차기 모바일 게임
	이브엑스	넷이즈	Sci-Fi MMO	IP 라이선싱 통해 중국에서 개발중, 11월 오픈베타 예정
	검은사막M (중국)	펠어비스	MMORPG	19년 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청 예정
콘솔	프로젝트 CD	펠어비스	미공개	19년 11월 지스타에서 공개 예정

자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 검은사막M 매출 순위



주: 2019.10.7 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 9월 27일 검은사막M 글로벌 사전예약 개시



자료: 펄어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 검은사막 플레이스테이션 일본 출시 1위



자료: 소니, 메리츠증권증권 리서치센터



## 펄어비스 (263750)

### Income Statement

(억원)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,048	5,922	8,061	8,801
매출액증가율 (%)	672.7	46.3	36.1	9.2
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,048	5,922	8,061	8,801
판매관리비	2,367	4,055	5,168	5,381
영업이익	1,681	1,800	2,893	3,420
영업이익률	41.5	30.4	35.9	38.9
금융손익	75	25	26	28
종속/관계기업손익	1	1	0	0
기타영업외손익	-4	2	0	0
세전계속사업이익	1,754	1,856	2,923	3,448
법인세비용	289	370	643	759
당기순이익	1,464	1,486	2,280	2,689
지배주주지분 순이익	1,464	1,486	2,280	2,689

### Statement of Cash Flow

(억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,593	1,432	2,219	2,684
당기순이익(손실)	1,464	1,486	2,280	2,689
유형자산상각비	28	29	30	32
무형자산상각비	20	21	22	24
운전자본의 증감	-229	-240	-252	-265
투자활동 현금흐름	-3,050	-440	-467	-497
유형자산의증가(CAPEX)	-107	-69	0	0
투자자산의감소(증가)	-61	59	-2	-2
재무활동 현금흐름	1,386	217	513	518
차입금의 증감	1,363	100	105	110
자본의 증가	111	0	0	0
현금의 증가(감소)	-115	1,085	1,996	2,435
기초현금	2,405	2,290	3,375	5,371
기말현금	2,290	3,375	5,371	7,806

### Balance Sheet

(억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,545	5,335	7,584	10,242
현금및현금성자산	2,821	4,358	6,502	9,106
매출채권	410	580	667	700
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	3,580	3,534	4,050	5,669
유형자산	356	49	51	54
무형자산	2,877	3,010	3,161	3,319
투자자산	94	180	543	2,002
자산총계	7,125	8,869	11,634	15,911
유동부채	1,151	827	869	912
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	200	200	200	200
유동성장기부채	200	230	230	230
비유동부채	1,894	1,853	1,945	2,042
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,159	1,178	1,178	1,178
부채총계	3,045	2,680	2,814	2,954
자본금	65	65	65	65
자본잉여금	1,921	1,921	1,921	1,921
기타포괄이익누계액	-32	42	42	42
이익잉여금	2,316	3,789	6,069	8,759
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,080	5,628	7,908	10,597

### Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)				
SPS	32,037	45,532	61,897	67,584
EPS(지배주주)	11,591	11,427	17,508	20,651
CFPS	14,855	19,829	40,190	98,833
EBITDAPS	13,686	14,226	22,619	26,691
BPS	31,525	43,215	60,723	81,375
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	17.9	17.8	11.6	9.8
PCR	15.3	9.5	4.7	1.9
PSR	7.1	4.1	3.0	2.8
PBR	6.6	4.7	3.3	2.5
EBITDA	172.9	185.0	294.6	347.6
EV/EBITDA	15.1	13.1	7.5	5.6
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	42.9	30.6	33.7	29.1
EBITDA 이익률	42.7	31.2	36.5	39.5
부채비율	74.6	47.6	35.6	27.9
금융비용부담률	0.4	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	104.1	26.4	42.1	49.7
매출채권회전율(x)	14.2	12.0	12.9	12.9
재고자산회전율(x)	0.0	0.0	0.0	0.0

Industry Brief  
2019. 10. 8

### ▲ 인터넷/게임

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

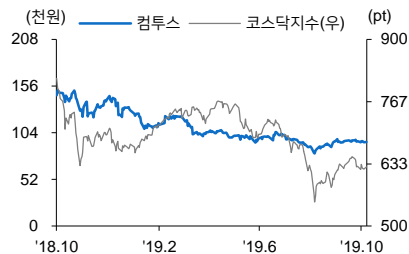
## Buy

적정주가 (12개월) **140,000 원**  
현재주가 (10.7) **93,800 원**  
상승여력 **49.3%**

KOSDAQ	627.21pt
시가총액	12,069억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	68.19%
외국인비중	30.15%
52주 최고/최저가	151,000원/80,900원
평균거래대금	41.2억원

주요주주(%)			
게임빌 외 3 인	26.39		
KB자산운용	11.52		
국민연금공단	7.03		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-11.4	-36.8
상대주가	1.3	6.2	-22.1

### 주가그래프



# 컴투스 078340

## 제한적 다운사이드 vs. 불투명한 성장

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 하회 전망. 외형은 양호하나 영업이익은 자회사 연결 등 인건비 증가로 인해 예상치 다소 하회할 것
- ✓ 보유현금 제외한 영업가치는 3,400억원 수준. 서머너즈워 IP가 여전히 연간 1,200억원 EBITDA 창출하고 있다는 점 감안하면 저평가
- ✓ 성장에 대한 확신 필요. 연내 백년전쟁 FGT 반응에 주목
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 14만원 유지

### 3Q19 실적, 기대치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,141억원(-4.8% YoY), 290억원(-23.5% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 1,195억원, 영업이익 319억원)대비 외형은 부합하나 이익은 하회한다. 서머너즈워 매출액은 7~8월 2주년 이벤트, 9월 출시 2,000일 패키지 출시하며 양호했다. 영업이익률은 25.5%로 0.5%p QoQ 감소한다.

4분기에는 SWC(서머너즈워 월드챔피언십) 진행되어 매출/마케팅비 동시에 증가한다. 그 밖에 히어로즈워의 사내 FGT, 백년전쟁의 FGT 준비하고 있어 신작 준비 상황의 공개 정도에 따라 2020년 성장에 대한 확신 가질수 있다.

### 2020년 백년전쟁과 서머너즈워MMO 출시가 관건

동사는 서머너즈워IP에 근거하여 백년전쟁과 서머너즈워 MMO라는 2개의 대전 전략, MMORPG 개발을 진행 중이다. 백년전쟁은 연내, 서머너즈워 MMO는 2020년 2분기 FGT 목표로 하고 있으며 2020년 상반기, 하반기에 정식 출시된다. 백년전쟁은 서머너즈워 IP의 캐릭터 육성에서 한단계 더 나아가 게이머 간의 전략 싸움을 극대화시켰으며 서머너즈워MMO는 서머너즈워IP 기반의 본격 MMORPG로 내년 상반기 영상 공개된다.

### 다운사이드 리스크는 제한적

2019년 동사 주가는 25% 하락하였으며 보유현금 제외한 영업가치는 3,400억원 수준에 불과하다. 서머너즈워 IP가 여전히 연간 1,200억원 EBITDA 창출하고 있다는 점 감안하면 극심한 저평가에 시달리고 있다. 그러나 게임 기업 투자자의 핵심 이유인 '성장성'에 대한 확신이 필요하고 연내 백년전쟁 FGT 결과에 주목한다.

(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	6.5	16.2	7.7
2019E	471.6	123.6	129.4	10,059	-0.2	75,823	9.3	1.2	3.0	14.2	8.2
2020E	566.2	152.4	143.6	11,163	11.0	85,202	8.4	1.1	2.6	13.9	7.4
2021E	603.1	174.4	161.1	12,521	12.2	95,867	7.5	1.0	2.3	13.8	6.7

표18 컴투스 3Q19 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	114.1	119.8	-4.8%	124.2	-8.1%	119.5	-4.5%
국내 모바일	23.9	20.4	17.3%	23.7	1.0%	-	-
해외 모바일	45.2	35.9	25.7%	43.0	5.0%	-	-
영업이익	29.0	38.0	-23.5%	32.3	-10.1%	31.9	-8.9%
세전이익	36.9	39.8	-7.4%	43.6	-15.4%	-	-
지배순이익	28.4	29.8	-4.6%	39.7	-28.4%	29.7	-4.3%
영업이익률(%)	25.5	31.7	-6.3	26.0	-0.5	26.7	-1.2
순이익률(%)	24.9	24.8	0.1	32.0	-7.1	24.9	0.0

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표19 컴투스 분기별 실적 - 2020년 신작출시 시점과 성과가 관건

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	107.7	124.2	114.1	125.6	76.9	77.9	200.2	360.2	481.7	471.6	566.2
국내 모바일	23.0	23.7	23.9	24.4	45.8	50.7	62.7	70.1	80.0	95.0	106.4
해외 모바일	39.5	43.0	45.2	47.4	27.4	27.2	97.9	160.7	145.7	175.0	441.8
영업비용	77.5	91.9	85.0	93.6	92.3	93.6	108.1	119.7	335.1	348.0	413.8
마케팅비	14.6	16.4	16.0	21.0	19.0	20.0	21.0	22.0	71.6	68.0	71.4
인건비	14.0	16.8	17.0	17.3	18.0	18.5	19.0	20.0	54.3	75.3	79.1
지급수수료	39.0	45.6	41.8	46.1	44.5	44.8	55.1	63.2	173.1	172.5	181.2
로열티	3.5	5.3	5.5	5.7	5.7	5.8	5.8	5.9	13.0	20.2	21.2
기타	6.4	7.8	4.7	3.5	5.1	4.4	7.2	8.6	23.1	12.0	60.9
영업이익	30.2	32.3	29.0	32.0	29.1	28.6	42.2	52.5	146.5	123.6	152.4
세전이익	39.7	43.6	36.9	40.1	37.3	37.1	50.8	61.3	170.9	160.2	186.5
지배순이익	30.5	39.7	28.4	30.9	28.7	28.5	39.1	47.2	129.7	129.4	143.6

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 컴투스 신규게임 출시일정

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	12월 중순 캐나다, 호주 선출시 2019.2.28 글로벌 론칭	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG.
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	2019.1.19 한국 출시	음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임. 4월 CBT 실시, 현재 사전 예약중
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	2019.8.8 인도네시아 출시, 3Q19 동남아 출시 후 순차 출시	누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임 9월 성공적인 CBT 실시
드래곤스카이	방치형 RPG	노바코어	2019.8.21 글로벌 110여개 국가 출시 (유럽, 아시아, 호주) 2019.6.21 한국, 대만, 홍콩, 마카오 출시	다양한 드래곤을 직접 육성해 전투를 펼치는 방치형 슈팅 RPG. 슈팅 게임의 액션과 3D그래픽으로 제작된 화려한 영상미가 특징
좀비여고	방치형 디펜스 RPG	노바코어	2019.9.30 한국, 필리핀 출시	아기자기한 캐릭터들의 수집과 강화, 다양한 스킬, 덱 구성 등 RPG 요소를 갖춘 방치형 디펜스 게임
워너비	스토리 RPG	데이세븐	4Q19 출시 예정	아름다운 그래픽과 몰입도 높은 스토리, 육성 시스템 등으로 지난 7월 실시한 FGT(소규모 특정그룹 테스트)에서 좋은 반응
프리즘	스토리게임 플랫폼	데이세븐	1Q20 출시 예정	다양한 스토리 게임들을 한꺼번에 즐길 수 있는 스토리 게임 플랫폼
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	2019년 2월 사내 FGT, 연내 CBT	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	컴투스(자체개발)	4Q19 FGT 예정	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 전략시뮬레이션게임
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	2Q20 FGT 예정	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 좀비여고



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 드래곤스카이



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 서머너즈워 출시 2,000일 기념 이벤트



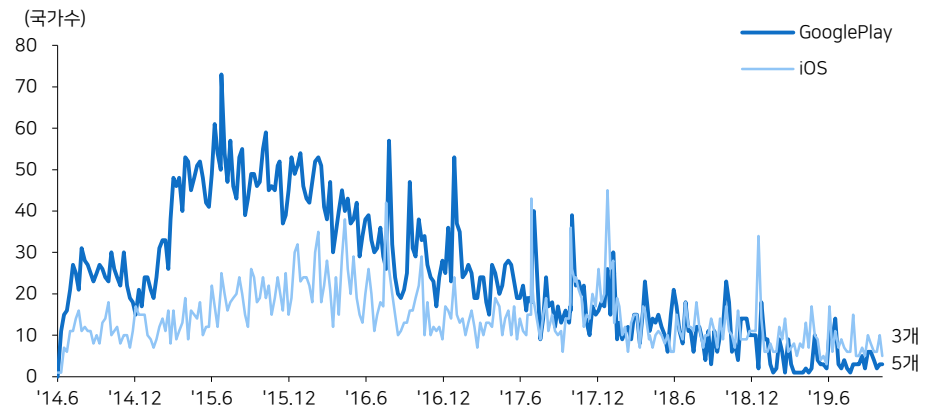
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 백년전쟁, 연내 FGT 예정



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

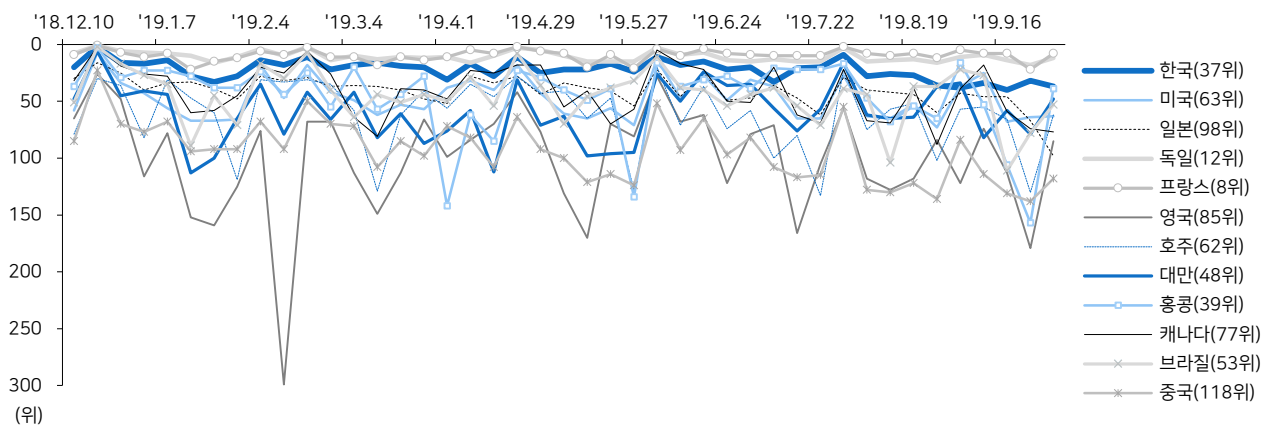
그림23 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수



주: 2019.10.6 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 '서머너즈워' 주요 국가 매출 순위



주: 2019.10.7 앱스토어 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

## 컴투스 (078340)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	508.0	481.8	471.6	566.2	603.1
매출액증가율 (%)	-1.0	-5.2	-2.1	20.1	6.5
매출원가	51.3	58.9	63.0	67.9	72.4
매출총이익	456.7	422.9	513.9	491.0	469.4
판매관리비	262.0	276.3	285.0	345.8	356.3
영업이익	194.7	146.6	123.6	152.4	174.4
영업이익률	38.3	30.4	26.2	26.9	28.9
금융손익	7.7	14.7	15.5	16.3	17.1
종속/관계기업손익	0.6	4.7	4.9	5.2	5.4
기타영업외손익	-9.7	4.8	5.1	5.3	5.6
세전계속사업이익	193.2	170.9	160.3	186.5	209.2
법인세비용	50.9	41.2	30.8	42.9	48.1
당기순이익	142.4	129.7	129.4	143.6	161.1
지배주주지분 순이익	142.4	129.6	129.4	143.6	161.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	134.6	128.6	134.4	150.0	167.7
당기순이익(손실)	142.4	129.7	129.4	143.6	161.1
유형자산상각비	1.7	1.8	4.9	3.1	1.4
무형자산상각비	1.1	0.8	0.3	0.1	0.1
운전자본의 증감	-11.1	13.9	-20.9	1.2	1.1
투자활동 현금흐름	-182.0	-77.6	-85.7	-91.9	-102.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.6	-2.7	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	-0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-64.2	7.0	13.8	28.1	34.0
기초현금	90.0	25.8	32.8	46.6	74.7
기말현금	25.8	32.8	46.6	74.7	108.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	768.0	774.0	817.3	977.0	1,132.6
현금및현금성자산	25.8	32.8	46.6	74.7	108.7
매출채권	74.1	52.8	78.1	72.9	68.1
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	113.0	111.6	110.3
자산총계	838.3	909.3	1,063.6	1,189.3	1,331.6
유동부채	76.5	63.2	93.7	87.5	81.7
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	208.1	208.1	208.1
기타포괄이익누계액	5.9	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	559.7	675.2	781.2	904.5	1,044.3
비지배주주지분	0.0	0.5	7.5	11.0	14.4
자본총계	760.9	844.5	983.1	1,107.2	1,247.9

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	39,482	37,443	36,651	44,005	46,871
EPS(지배주주)	11,066	10,075	10,059	11,163	12,521
CFPS	14,961	11,470	11,145	12,186	13,113
EBITDAPS	15,343	11,601	10,008	12,097	13,668
BPS	59,141	65,600	75,823	85,202	95,867
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	12.8	9.3	8.4	7.5
PCR	9.1	11.2	8.4	7.7	7.2
PSR	3.4	3.4	2.6	2.1	2.0
PBR	2.3	2.0	1.2	1.1	1.0
EBITDA	197.4	149.3	128.8	155.6	175.9
EV/EBITDA	5.5	6.5	3.0	2.6	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.4	16.2	14.2	13.9	13.8
EBITDA 이익률	38.9	31.0	27.3	27.5	29.2
부채비율	10.2	7.7	8.2	7.4	6.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8,420.1	6,125.8	3,465.7	459,305.3	525,384.4
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.2	7.5	8.6
재고자산회전율(x)					



Industry Brief  
2019. 10. 8

▲ 인터넷/게임

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

## Buy

적정주가 (12개월) **100,000 원**  
현재주가 (10.7) **61,500 원**  
상승여력 **62.6%**

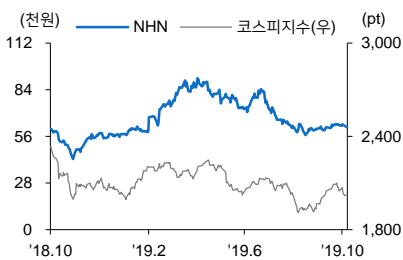
KOSPI	2,021.73pt
시가총액	12,032억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.95%
외국인비중	12.77%
52주 최고/최저가	91,000원/42,400원
평균거래대금	60.8억원

### 주요주주(%)

이준호 외 20 인	47.67
국민연금공단	6.15
한국투자신탁운용	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.7	-30.0	4.1
상대주가	2.0	-23.4	16.7

### 주가그래프



# NHN 181710

## 빠질만큼 빠졌다

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 하회 전망. 모바일 웹보드(한게임포커, 한게임스타)의 iOS 출시 효과를 제외하곤 기존게임은 전분기와 유사
- ✓ 페이코 거래액은 꾸준히 증가. 3Q19 거래액은 1.5조원 예상
- ✓ 올해 보험/대출 비교 서비스 시작하였고 2020년에는 마이데이터 사업도 본격 개시되나 금융서비스의 핵심은 이용자/거래액 확대로 규모의 경제 구축
- ✓ 투자자의견 Buy, 적정주가 10만원으로 하향 조정

### 3Q19 실적, 기대치 하회 전망

NHN의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 3,623억원(+8.2% YoY), 220억원(+0.7% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 3,713억원, 240억원)대비 하회한다. 사업부문별 매출액은 게임 1,106억원(+3.3% YoY), 결제/광고 1,225억원(-1.1% YoY), 콘텐츠 472억원(+22.8% YoY), 커머스 482억원(+18.6% YoY), 기술 249억원(+12.4% YoY), 기타 90억원(+207.7% YoY)으로 추정한다.

웹보드 매출액이 8월 23일 애플 앱스토어 출시로 인해 증가한 것을 제외하곤 기존 모바일게임 매출액은 전분기와 유사하였다. 결제/광고 매출액은 인크로스 연결 제외(2Q19 인크로스 매출액과 영업이익은 각각 79억원, 31억원)로 인해 전분기대비 감소한다. 3Q19 영업이익률은 6.1%로 전분기와 유사하며 페이코 비용 효율화는 지속된다.

### 페이코의 금융서비스 관건은 '규모의 경제'

3Q19 페이코 거래액은 1.5조원으로 꾸준히 증가한다. 2019년 삼성페이 MST 가맹점 제휴 효과로 인해 오프라인 간편결제 비중 5% 수준으로 확대(18년 1~2% 비중)된데 주로 기인한다. 올해 페이코는 대출(5월), 보험(8월) 오픈하고 7월 과기정통부로 마이데이터 시범사업자로 선정되는 등 금융포트폴리오 확장하고 있으나 결국 성공의 관건은 이용자/거래액 확대로 규모의 경제 구축 여부이다.

### 투자자의견 Buy, 적정주가 10만원으로 하향 조정

동사에 대한 투자자의견 Buy 유지, 적정주가는 올해 신규게임 매출 추정치 제거로 10만원으로 하향한다. 적정주가의 2020E Target PER은 17.5배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018	1,264.6	68.6	89.4	4,567	1,099.1	80,873	12.5	0.7	8.4	5.8	37.1
2019E	1,486.7	95.0	55.5	2,837	-36.8	84,035	21.7	0.7	7.6	3.4	38.1
2020E	1,763.1	128.5	116.2	5,940	85.5	84,951	10.4	0.7	5.8	7.0	39.4
2021E	1,939.4	142.2	126.5	6,466	8.4	82,779	9.5	0.7	5.2	7.7	40.6

표21 NHN 3Q19 실적 - 기대치 하회 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>362.3</b>	<b>335.0</b>	<b>8.2%</b>	<b>366.2</b>	<b>-1.0%</b>	<b>371.3</b>	<b>-2.4%</b>
게임	110.6	107.0	3.3%	104.5	5.8%	-	-
결제&광고	122.5	123.9	-1.1%	129.3	-5.3%	-	-
컨텐츠	47.2	38.4	22.8%	47.7	-1.0%	-	-
커머스	48.2	40.6	18.6%	47.5	1.6%	-	-
기술	24.9	22.1	12.4%	28.2	-11.9%	-	-
기타	9.0	2.9	207.7%	9.0	-0.3%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>22.0</b>	<b>21.8</b>	<b>0.7%</b>	<b>25.4</b>	<b>-13.7%</b>	<b>24.0</b>	<b>-8.5%</b>
<b>세전이익</b>	<b>29.1</b>	<b>35.7</b>	<b>-18.6%</b>	<b>27.6</b>	<b>5.2%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>18.0</b>	<b>22.6</b>	<b>-20.3%</b>	<b>15.8</b>	<b>13.5%</b>	<b>19.3</b>	<b>-6.8%</b>
영업이익률(%)	6.1%	6.5%	-0.4%	6.9%	-0.9%	6.5%	-0.4%
순이익률(%)	5.0%	6.7%	-1.8%	4.3%	0.6%	5.2%	-0.2%

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

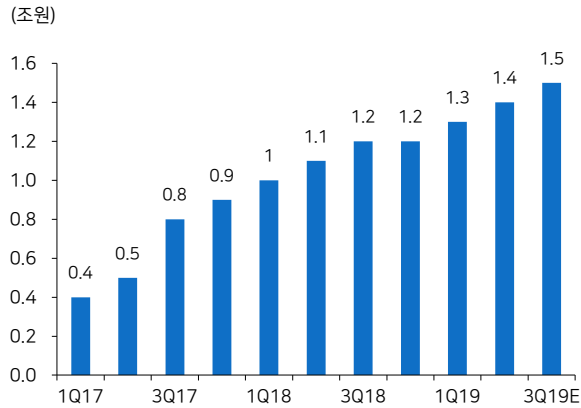
표22 NHN 분기별 실적 - 19년 안정적 이익 성장

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>366.2</b>	<b>362.3</b>	<b>387.5</b>	<b>405.1</b>	<b>430.2</b>	<b>448.5</b>	<b>479.3</b>	<b>1,264.6</b>	<b>1,486.7</b>	<b>1,763.1</b>
게임	113.6	104.5	110.6	116.1	121.9	128.0	134.4	141.1	435.2	444.7	525.5
결제&광고	121.6	129.3	122.5	132.3	142.9	150.2	160.0	172.8	392.1	505.7	625.9
컨텐츠	49.0	47.7	47.2	48.6	50.1	51.6	53.1	54.7	154.5	192.5	209.5
커머스	49.0	47.5	48.2	53.5	54.5	56.2	56.8	65.4	169.1	198.1	232.9
기술	23.9	28.2	24.9	27.7	26.2	30.0	29.5	30.2	98.3	104.7	115.9
기타	13.5	9.0	9.0	9.3	9.6	14.2	14.6	15.1	15.4	40.9	53.5
<b>영업비용</b>	<b>348.9</b>	<b>340.8</b>	<b>340.4</b>	<b>361.6</b>	<b>377.1</b>	<b>397.3</b>	<b>414.2</b>	<b>446.1</b>	<b>1,195.9</b>	<b>1,391.6</b>	<b>1,634.6</b>
인건비	92.7	87.8	89.5	92.2	96.8	101.7	106.7	120.0	332.6	362.2	425.2
지급수수료	202.8	198.3	196.3	209.9	219.4	233.0	242.9	259.6	660.1	807.3	954.9
광고선전비	12.1	14.7	14.5	18.2	18.7	19.3	19.9	20.5	47.9	59.5	78.4
감가상각비	18.0	18.3	18.1	18.6	19.1	19.7	20.3	20.9	44.4	73.0	80.1
통신비	6.7	6.9	7.1	7.3	7.1	7.2	7.4	7.7	24.8	28.0	29.4
기타	16.5	14.7	15.0	15.5	15.9	16.4	16.9	17.4	86.3	61.6	66.6
<b>영업이익</b>	<b>21.7</b>	<b>25.4</b>	<b>22.0</b>	<b>25.9</b>	<b>28.0</b>	<b>32.9</b>	<b>34.3</b>	<b>33.2</b>	<b>68.6</b>	<b>95.0</b>	<b>128.5</b>
<b>세전이익</b>	<b>28.6</b>	<b>27.6</b>	<b>29.1</b>	<b>20.2</b>	<b>44.5</b>	<b>49.6</b>	<b>51.4</b>	<b>37.9</b>	<b>153.8</b>	<b>105.6</b>	<b>183.4</b>
<b>지배순이익</b>	<b>9.7</b>	<b>15.8</b>	<b>18.0</b>	<b>12.0</b>	<b>28.2</b>	<b>31.6</b>	<b>32.7</b>	<b>23.7</b>	<b>89.4</b>	<b>55.5</b>	<b>116.2</b>

자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

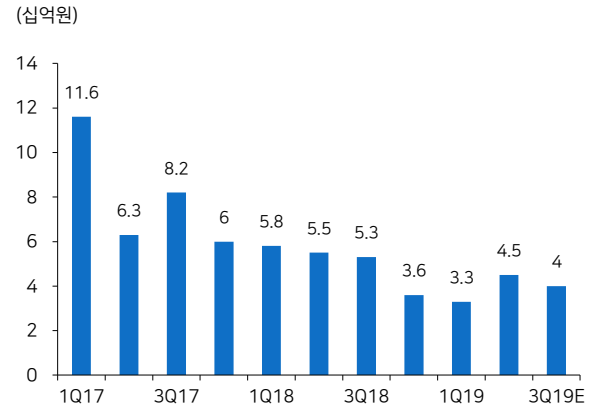


그림25 페이코 거래액 -3Q19 1.5조원 예상



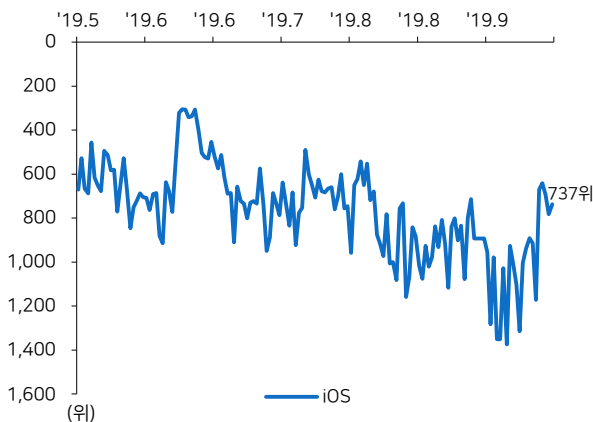
자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 페이코 마케팅비 - 비용 효율화 지속



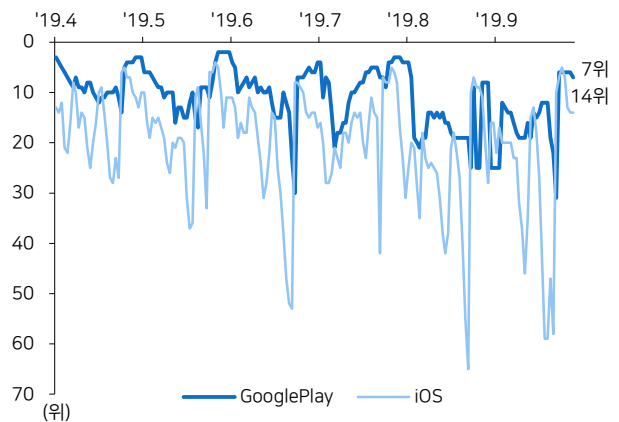
자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 크루세이더 퀘스트 (일본) 매출 순위



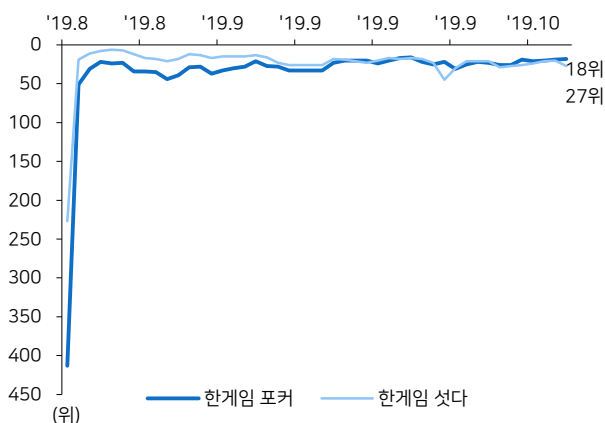
주: 2019.10.7 게임 매출순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 라인 '디즈니즈무즈무' (일본) 매출 순위



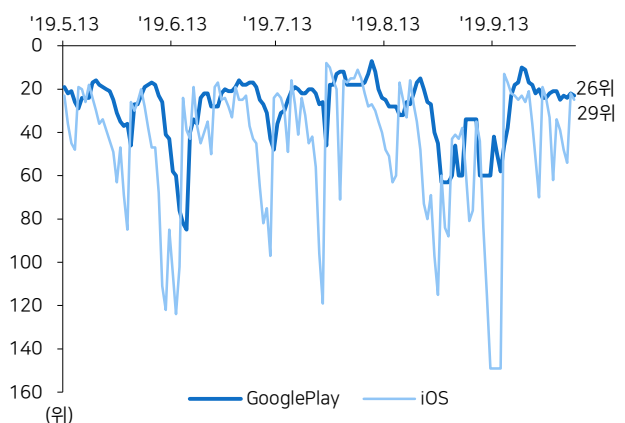
주: 2019.10.7 게임 매출순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 한게임포커/셋다 매출 순위 (한국, iOS)



주: 2019.10.7 앱스토어 게임 매출순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 요괴워치 푸니푸니 (일본) 매출순위



주: 2019.10.7 게임 매출순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 웹보드게임 규제안 -19년말~20년초 재검토

규제도입취지	2014.2	2016.3	2020.3
사행적 이용방지	월 구매한도 30만원	월 구매한도 50만원	2020년 웹보드 게임 규제 완화 또는 유지 여부 재검토
불법이용 욕구 감소	1회 게임 이용한도 3만원 (월 구매한도 1/10)	1회 게임 이용한도 5만원 (월 구매한도 1/10)	
게임 과몰입	1일 손실한도 10만원 (월 구매한도 1/3) 손실 시 24시간 이용제한	1일 손실한도 10만원 (월 구매한도 1/5) 손실 시 24시간 이용제한	
짜고치기 및 불법환전차단	상대방 선택금지	상대방 선택금지/소액방 예외	
사행적 이용방지	자동베팅 금지 분기별 본인 확인	자동베팅 금지 연 1회 본인 확인 이용자보호방안 수립	

자료: 문화체육관광부, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 NHN 실적 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,529.5	1,840.3	1,486.7	1,763.1	-2.8%	-4.2%
영업이익	103.8	150.1	95.0	128.5	-8.5%	-14.4%
지배순이익	61.4	130.7	55.5	116.2	-9.6%	-11.1%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표25 NHN Valuation

	내용
<b>게임</b>	<b>(십억원)</b>
2019E 순이익	(십억원)
Target PE	(배)
<b>페이코</b>	<b>(십억원)</b>
총 가입자수	(만명)
가입자당 가치	(원)
<b>기타 투자자산</b>	<b>(십억원)</b>
<b>총 기업가치</b>	<b>(십억원)</b>
<b>적정주가</b>	<b>(원)</b>
현주가	(원)
상승여력	(%)

자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

## NHN (181710)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	909.1	1,264.6	1,486.7	1,763.1	1,939.4
매출액증가율 (%)	6.2	39.1	17.6	18.6	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	909.1	1,264.6	1,486.7	1,763.1	1,939.4
판매관리비	874.4	1,195.9	1,391.6	1,634.6	1,797.2
영업이익	34.7	68.6	95.0	128.5	142.2
영업이익률	3.8	5.4	6.4	7.3	7.3
금융손익	73.9	76.9	21.0	61.0	62.8
종속/관계기업손익	-9.6	8.1	8.5	8.9	9.4
기타영업외손익	-44.6	0.2	0.2	0.3	0.3
세전계속사업이익	54.4	153.8	110.4	183.4	198.8
법인세비용	45.7	49.1	44.1	60.5	65.6
당기순이익	8.7	104.8	66.2	122.9	133.2
지배주주지분 순이익	16.6	89.4	55.5	116.2	126.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-43.5	38.1	141.0	205.7	222.3
당기순이익(손실)	8.7	104.8	66.2	122.9	133.2
유형자산상각비	22.8	31.0	32.5	34.2	35.9
무형자산상각비	10.7	13.4	14.0	14.8	15.5
운전자본의 증감	-49.5	2.9	22.3	70.4	109.0
투자활동 현금흐름	-85.7	23.4	66.2	122.9	133.2
유형자산의증가(CAPEX)	-84.0	-74.0	-77.7	-81.6	-85.7
투자자산의감소(증가)	-51.3	83.5	203.5	-25.7	-28.2
재무활동 현금흐름	196.2	-44.3	43.8	48.1	51.3
차입금의 증감	72.2	42.7	44.8	47.0	49.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	66.6	17.4	-99.0	98.0	109.8
기초현금	301.5	368.1	385.5	286.5	384.5
기말현금	368.1	385.5	286.5	384.5	494.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	947.7	1,006.3	799.5	926.9	1,068.0
현금및현금성자산	368.1	385.5	286.5	384.5	494.2
매출채권	196.8	194.2	314.8	330.5	347.0
재고자산	16.7	37.6	58.3	90.3	139.9
비유동자산	1,169.9	1,488.3	1,637.1	1,761.1	1,940.8
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	530.3	630.5	785.7
자산총계	2,117.6	2,494.7	2,605.3	2,800.1	3,012.4
유동부채	396.4	562.5	811.2	888.7	974.8
매입채무	173.5	306.0	81.2	89.3	98.2
단기차입금	82.0	89.0	22.0	22.0	22.0
유동성장기부채	8.5	11.4	24.9	24.9	24.9
비유동부채	63.3	112.1	766.3	842.9	927.2
사채	5.7	0.1	0.1	0.1	0.1
장기차입금	1.6	40.4	47.4	47.4	47.4
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	-21.5	-21.5	-21.5
이익잉여금	278.4	386.2	452.4	575.3	708.5
비지배주주지분	151.3	237.8	242.1	347.1	522.8
자본총계	1,657.9	1,820.0	1,886.3	2,009.2	2,142.4

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	46,466	64,634	75,985	90,114	99,125
EPS(지배주주)	849	4,567	2,837	5,940	6,466
CFPS	3,931	6,603	-736	-1,604	-3,397
EBITDAPS	3,488	5,775	7,236	9,065	9,890
BPS	77,006	80,873	84,035	84,951	82,779
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	80.6	12.5	21.7	10.4	9.5
PCR	17.4	8.7	-83.5	-38.3	-18.1
PSR	1.5	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDA	68.2	113.0	141.6	177.4	193.5
EV/EBITDA	14.7	8.4	7.6	5.8	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.1	5.8	3.4	7.0	7.7
EBITDA 이익률	7.5	8.9	9.5	10.1	10.0
부채비율	27.7	37.1	38.1	39.4	40.6
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	117.6	53.4	70.4	90.6	95.5
매출채권회전율(x)	5.9	6.5	5.8	5.5	5.7
재고자산회전율(x)	47.2	46.6	31.0	23.7	16.8

Industry Brief  
2019. 10. 8

### ▲ 인터넷/게임

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

## Buy

적정주가 (12개월) **85,000 원**  
현재주가 (10.7) **67,000 원**  
상승여력 **26.9%**

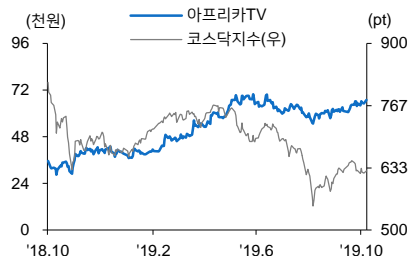
KOSDAQ	627.21pt
시가총액	7,701억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	69.53%
외국인비중	41.67%
52주 최고/최저가	69,900원/28,450원
평균거래대금	64.9억원

### 주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 4 인	25.56
국민연금공단	8.68
Morgan Stanley & Co. International plc	6.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2	19.6	110.7
상대주가	10.9	43.4	159.9

### 주가그래프



# 아프리카 TV 067160

## 기부경제 성장은 '메가 트렌드'

- ✓ 3Q19 실적, 기대치 부합 전망. 2분기 U20 월드컵 중계로 유입된 트래픽 잔존하며 기부경제 매출 증가
- ✓ 콘텐츠 다변화 지속. 취미방송(낚시, 당구, 그림그리기 등)의 성장
- ✓ 광고 플랫폼으로의 성장도 양호. 1) 광고주들의 긍정적 인식변화, 2) 에버랜드, 카트라이더, 빠빠코 등 좋은 브랜드 광고로 선순환
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

### 3Q19 실적, 기대치 부합 전망

3Q19 매출액과 영업이익은 각각 429억원(+32.4% YoY), 109억원(+47.2% YoY) 예상. 컨센서스(매출액 432억원, 영업이익 108억원)에 부합할 전망이다. 부문별 매출액은 아이템 341억원(+32.9% YoY), 광고 65억원(+38.3% YoY), 멀티플랫폼 19억원(+42.4% YoY), 기타 5억원으로 추정한다. 전분기 U20 월드컵 중계로 증가한 트래픽이 잔존하며 기부경제 매출 증가하였다. 콘텐츠 다변화도 지속되며 취미방송(낚시, 당구, 그림그리기 등)의 성장 두드러졌다. 3Q19 기부경제 이용자 수 24만명, ARPPU 12.8만원 가정하였으며 광고 매출액에서 브랜드 콘텐츠/광고는 35억원으로 55.9% 비중 예상한다.

영업이익률은 25.5%로 외형확대로 2.4%p QoQ 향상된다. 순이익은 클래식스 평가차익 발생으로 111억원(+68.0% YoY)으로 증가한다.

### 규제리스크 제한적

10월 국정감사와 맞물려 인터넷동영상(OTT) 서비스에 대한 방송법 적용 여부가 재논의되고 있으나 1) 이미 논의되어 왔던 이슈, 2) 충분히 학습된 주식시장이라는 측면에서 주가 네거티브는 제한적이다. 1인 방송이라는 측면에서 개인 표현의 자유 등에 있어 논의가 불가피하기 때문에 실질 규제가능성도 제한적이라고 판단한다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 85천원을 유지한다. 국내 동영상 시장성장에 따른 유일한 수혜주, 기부경제, 충성도 높은 BJ와 이용자, 브랜드 광고의 성장까지 선순환 구조 구축하여 리레이팅은 지속된다.

(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	21.6	1,894	39.9	8,041	20.8	4.9	13.0	26.6	69.6
2019E	168.0	40.7	45.5	3,956	110.4	12,005	16.9	5.6	13.9	39.5	24.0
2020E	202.5	55.1	43.7	3,802	-3.9	15,339	17.6	4.4	10.8	27.8	19.1
2021E	224.7	63.7	47.6	4,137	8.9	19,019	16.2	3.5	9.3	24.1	15.6

표26 아프리카TV 3Q19 실적, 기대치 부합 전망

(십억원)	3Q19E	3Q18	% YoY	2Q19	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	42.9	32.4	32.4%	41.6	3.2%	43.2	-0.6%
아이템	34.1	25.6	32.9%	33.0	3.1%	-	-
광고	6.5	4.7	38.3%	6.2	4.6%	-	-
멀티플랫폼	1.9	1.3	42.4%	1.8	0.3%	-	-
기타	0.5	0.8	-35.9%	0.5	4.7%	-	-
영업이익	10.9	7.4	47.2%	9.6	14.2%	10.8	1.4%
세전이익	14.8	8.3	78.8%	13.5	10.2%	-	-
지배순이익	11.1	6.6	68.0%	10.2	9.3%	8.9	24.7%
영업이익률 (%)	25.5%	22.9%	2.6%	23.0%	2.4%	25.0%	0.5%
순이익률 (%)	25.9%	20.4%	5.5%	24.4%	1.4%	20.6%	5.3%

자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표27 아프리카TV 분기별 실적 - 꾸준한 성장세 시현

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	38.1	41.6	42.9	45.4	47.7	49.1	51.1	54.7	126.6	168.0	202.5
아이템	29.6	33.0	34.1	35.8	37.6	39.4	41.4	43.9	100.3	132.5	162.3
광고	5.9	6.2	6.5	7.1	7.5	6.9	7.2	8.3	19.3	25.8	29.8
멀티플랫폼	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	4.3	7.4	8.0
기타	0.9	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	2.7	2.4	2.4
영업비용	29.0	32.0	32.0	34.3	35.2	36.0	37.0	39.2	99.5	127.3	147.4
인건비	9.7	9.6	9.7	9.9	10.1	10.3	10.5	10.8	29.2	38.9	38.9
지급수수료	4.7	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8	6.0	19.6	20.2	21.2
과금수수료	3.8	4.1	4.3	4.4	4.5	4.7	4.8	4.9	11.5	16.6	17.4
회선사용료	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	8.9	9.3	9.8
BJ지원금	1.7	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	7.1	8.9	9.4
콘텐츠제작비	1.4	2.9	2.0	3.5	5.0	6.5	8.0	9.5	8.1	9.9	10.4
유무형감가상각비	2.3	2.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	2.1	5.5	5.8
지급임차료	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.6	0.6	0.6
광고선전비	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.8	0.8
기타	2.7	3.1	5.4	5.3	4.1	2.9	1.7	1.5	10.0	16.5	33.1
영업이익	9.1	9.6	10.9	11.1	12.4	13.1	14.1	15.5	27.1	40.7	55.1
세전이익	9.7	13.5	14.8	21.9	13.2	13.9	14.9	16.4	26.6	60.0	58.4
지배순이익	7.8	10.2	11.1	16.5	9.9	10.4	11.2	12.3	21.3	45.5	43.7

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

## 아프리카 TV (067160)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	94.6	126.6	168.0	202.5	224.7
매출액증가율 (%)	18.4	33.9	32.7	20.5	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	126.6	168.0	202.5	224.7
판매관리비	76.2	99.5	127.3	147.4	161.0
영업이익	18.3	27.1	40.7	55.1	63.7
영업이익률	19.4	21.4	24.2	27.2	28.4
금융손익	0.3	0.3	20.7	4.6	0.1
종속/관계기업손익	-0.0	-0.7	-0.0	-2.2	-0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.2	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	26.6	60.0	58.4	63.3
법인세비용	3.4	5.3	14.4	14.5	15.7
당기순이익	14.7	21.3	45.3	43.6	47.4
지배주주지분 순이익	14.7	21.6	45.5	43.7	47.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	21.3	38.8	41.6	45.1	49.0
당기순이익(손실)	14.7	21.3	45.3	43.6	47.4
유형자산상각비	2.6	3.7	9.3	6.8	4.2
무형자산상각비	0.3	0.3	0.7	0.4	0.4
운전자본의 증감	1.9	6.8	-2.1	10.6	15.4
투자활동 현금흐름	-11.5	-26.6	-12.2	-12.4	-12.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-13.1	-13.8	-14.4	-15.2
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	12.0	0.0	0.0
자본의 증가	3.5	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	12.7	28.5	32.5	36.0
기초현금	16.6	23.0	35.7	64.2	96.7
기말현금	23.0	35.7	64.2	96.7	132.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	63.4	95.8	130.7	166.2	205.4
현금및현금성자산	23.0	35.7	64.2	96.7	132.7
매출채권	3.2	7.6	37.8	39.7	41.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	40.1	61.7	66.3	70.7	76.3
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	17.7	20.3	24.0
자산총계	103.4	157.5	174.8	213.1	255.3
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	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	8.1	8.1	8.1
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	89.0	127.0	168.9
비지배주주지분	0.4	0.5	2.9	2.6	2.2
자본총계	70.1	92.9	140.9	178.9	220.9

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,643	11,124	14,618	17,617	19,551
EPS(지배주주)	1,348	1,894	3,956	3,802	4,137
CFPS	2,087	2,915	5,840	6,170	7,050
EBITDAPS	1,934	2,736	4,412	5,420	5,948
BPS	6,163	8,041	12,005	15,339	19,019
DPS	380	470	470	470	470
배당수익률(%)	2.0	1.2	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	20.8	16.9	17.6	16.2
PCR	9.2	13.5	11.5	10.9	9.5
PSR	2.2	3.5	4.6	3.8	3.4
PBR	3.1	4.9	5.6	4.4	3.5
EBITDA	21.2	31.1	50.7	62.3	68.4
EV/EBITDA	8.7	13.0	13.9	10.8	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	26.6	39.5	27.8	24.1
EBITDA 이익률	22.4	24.6	30.2	30.8	30.4
부채비율	47.5	69.6	24.0	19.1	15.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)		3,668.8	118.9	133.3	151.1
매출채권회전율(x)	28.1	23.5	7.4	5.2	5.5
재고자산회전율(x)					

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

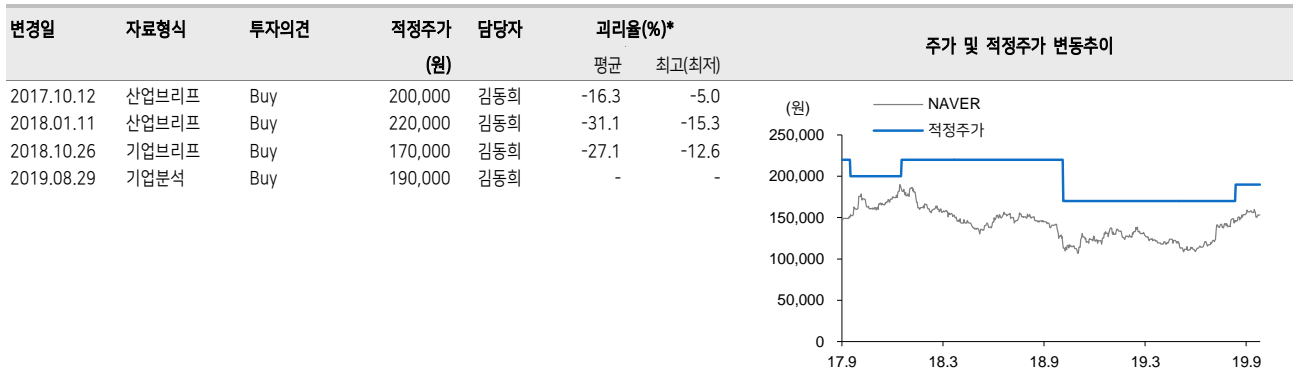
### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

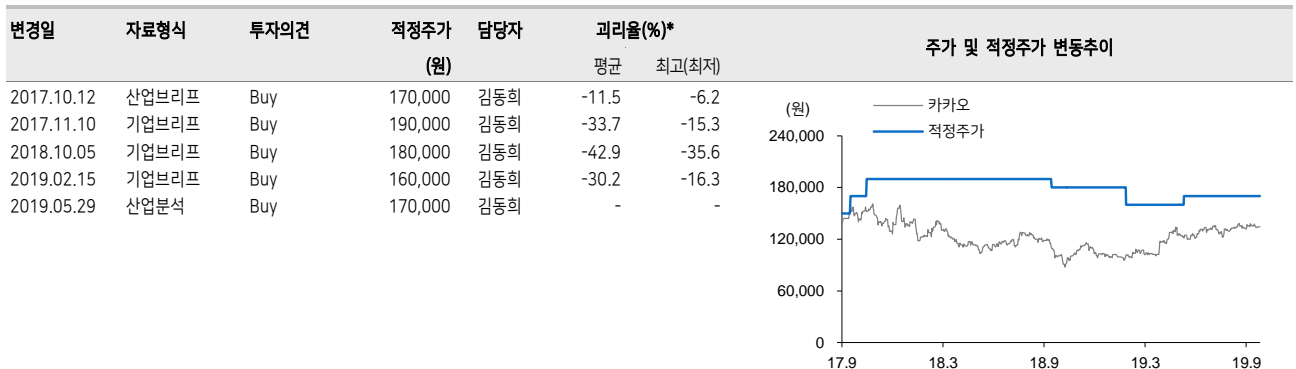
### NAVER (035420) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



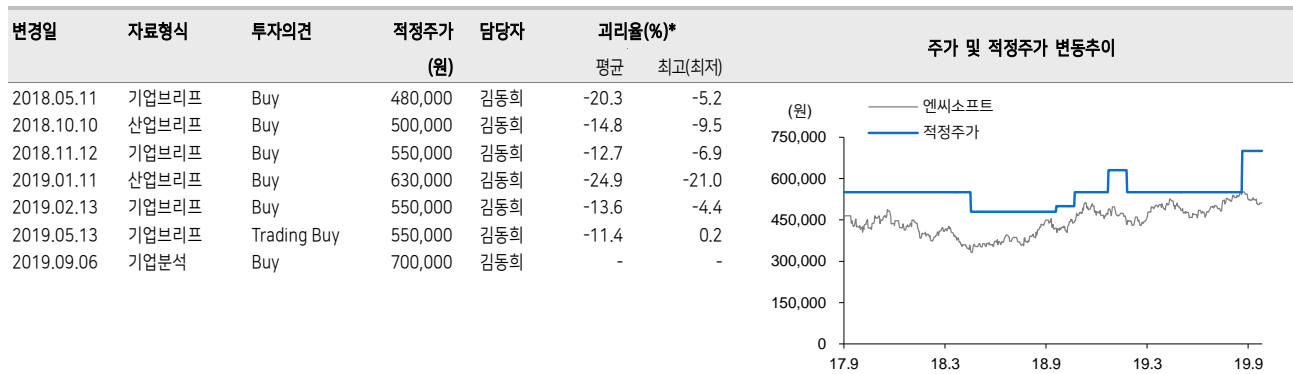
### 카카오 (035720) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



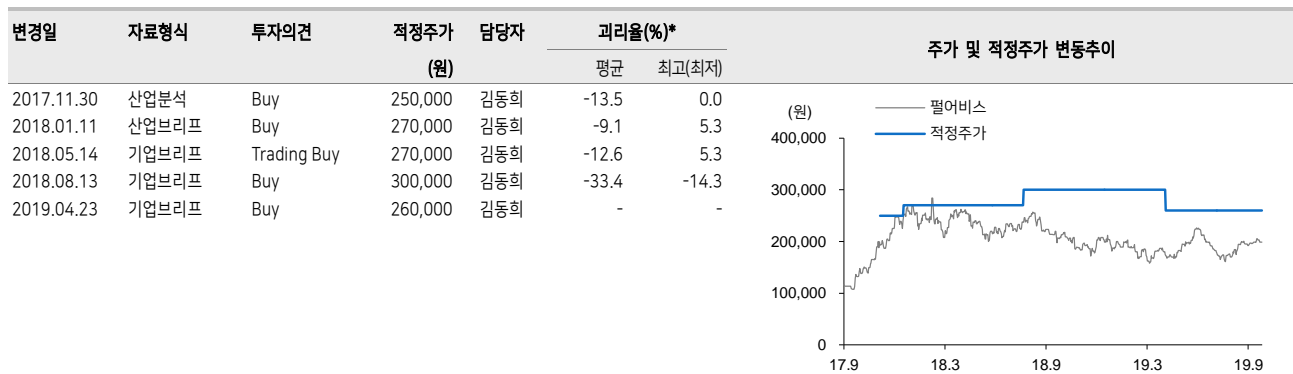
## 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

\* 걱정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



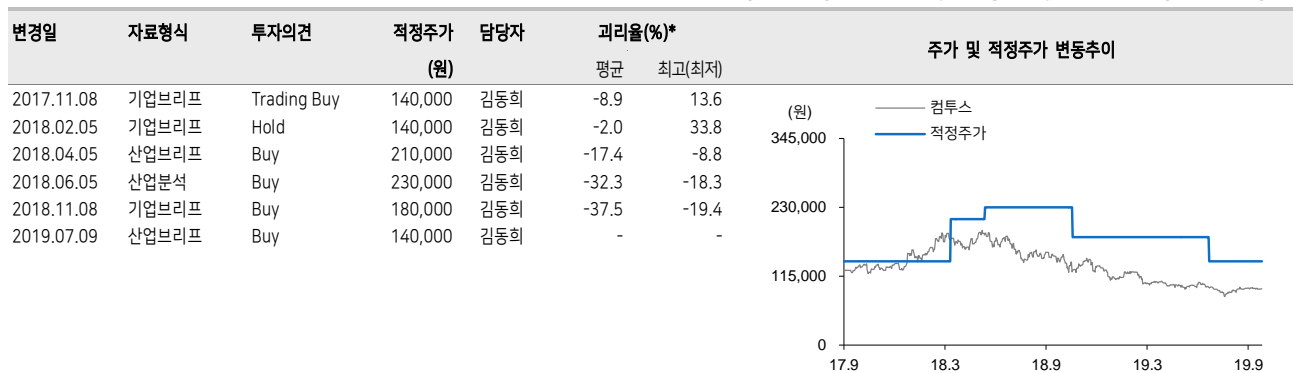
## 풀어비스 (263750) 투자등급변경 내용

\* 걱정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## 컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

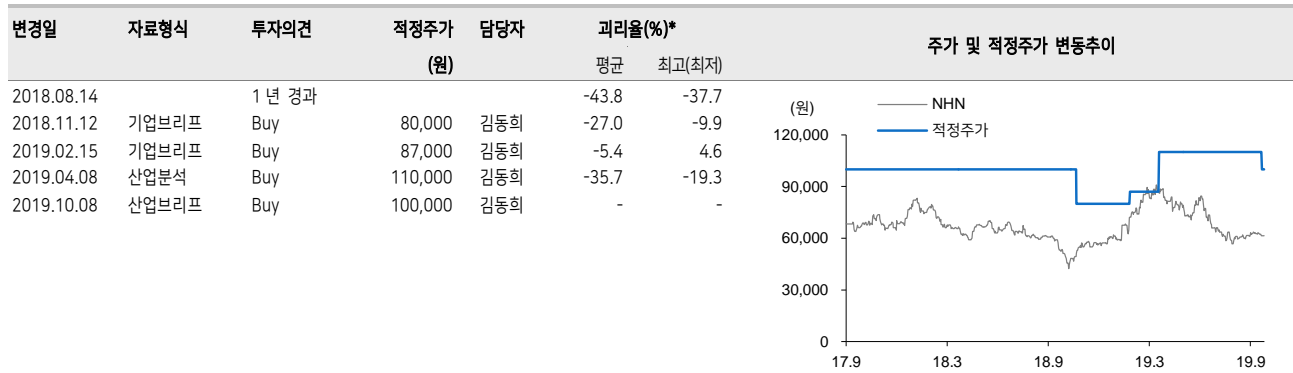
\* 걱정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨





## NHN (181710) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## 아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

