

2018. 4. 5



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6098-6678

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤율정

02. 6098-6673

euljeong.yun@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

카카오(035720)	Buy	190,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	550,000원
컴투스(078340)	Buy	210,000원

관심종목

NAVER (035420)	Buy	1,100,000원
넷마블게임즈(251720)	Buy	220,000원
펄어비스(263750)	Buy	270,000원
NHNE(181710)	Buy	100,000원
게임빌(063080)	Buy	100,000원

인터넷/게임

1Q18 Preview: 가뭄에 단비

- ✓ 2018년 1분기 인터넷/게임 업체들의 실적은 대체로 기대치 하회. 플랫폼사는 광고시장 비수기와 인건비/마케팅비 증가. 게임사들은 신작 부재로 인한 매출 성장 주춤
- ✓ 1Q18 어닝모멘텀은 대체로 약세이나, 2Q18 카카오택시의 수익화가 임박해있다는 점과 4월 넷마블게임즈의 '해리포터:호그와트 미스터리' 등 신작사이를 개시된다는 점 때문에 2분기 투자심리 회복 기대
- ✓ Top Picks는 카카오, 엔씨소프트, 컴투스 순임

1Q18 인터넷/게임업종, 어려운 시기를 지나가다

인터넷/게임업종의 1분기는 계절적 비수기, 규제리스크, 신작출시 부재 등으로 고전하였다. 2분기에는 카카오택시 유료화, 신규게임들의 출시 본격화, 중국 시장 재진출 가능성 대두되며 비중확대의 전략 유효한 시점이다.

1. 플랫폼, 성장을 위한 과도기

NAVER와 카카오의 광고 매출액은 1분기 계절적 비수기 영향으로 성장 부진하나, 신규 기술/서비스 관련 인력과 마케팅비는 증가하며 이익 모멘텀 둔화된다. 네이버쇼핑의 페이지거래액은 성장세 지속하며 1Q18 2.4조원의 거래액 기대된다. 카카오는 택시 유료화, '배틀그라운드' 상용화 등으로 이익성장 잠재력 풍부하다.

2. 게임, 신작 공백이 매수기회

게임업종의 1분기 실적 역시 대체로 기대보다 부진한데 펄어비스의 '검은사막 모바일'을 제외한 신규大作게임 출시가 부재하였고, 개발인력 채용과 마케팅비는 지속적으로 발생하고 있기 때문이다. 그러나 2018년에도 국내 모바일게임 시장은 대형 IP에 의한 성장 지속, 중국 시장 재오픈, 아시안게임의 e스포츠 시범종목 채택 등 게임산업 모멘텀 풍부하다.

3. 카카오택시 유료화, e스포츠의 성장

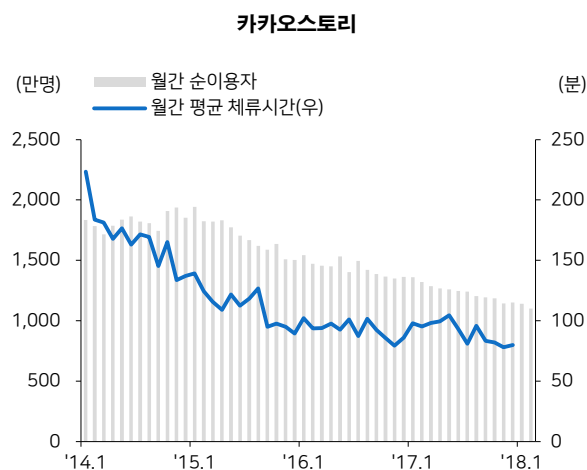
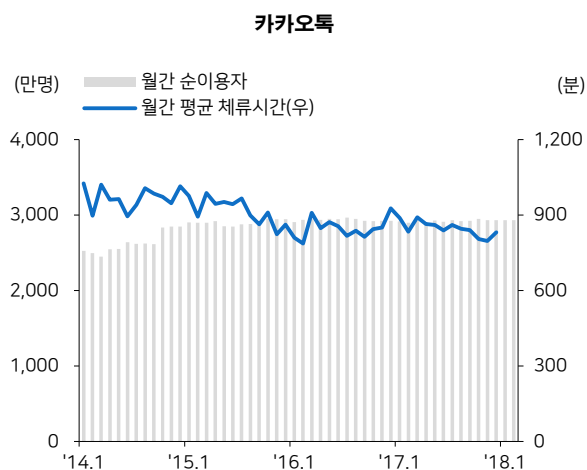
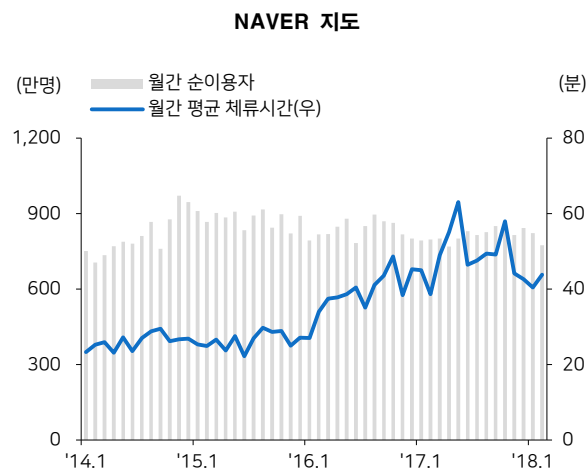
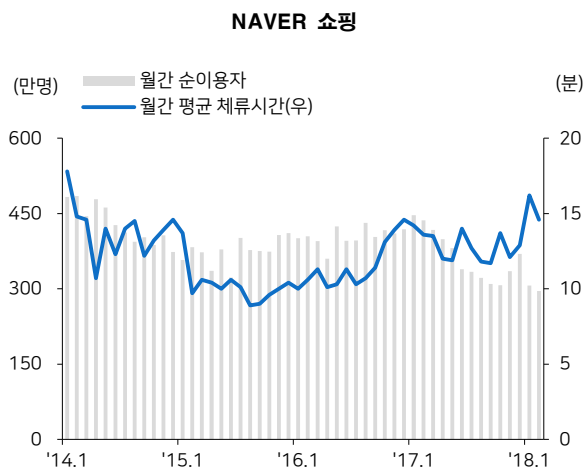
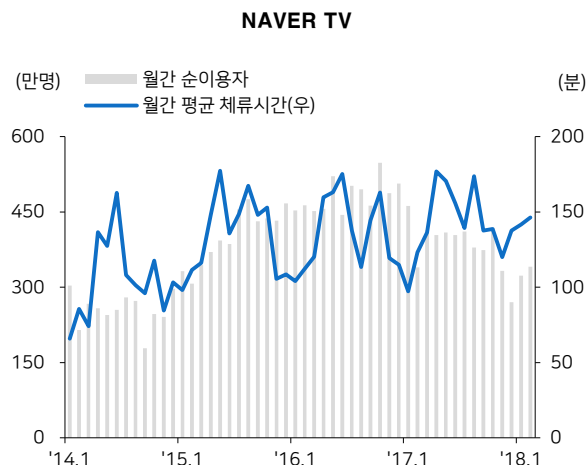
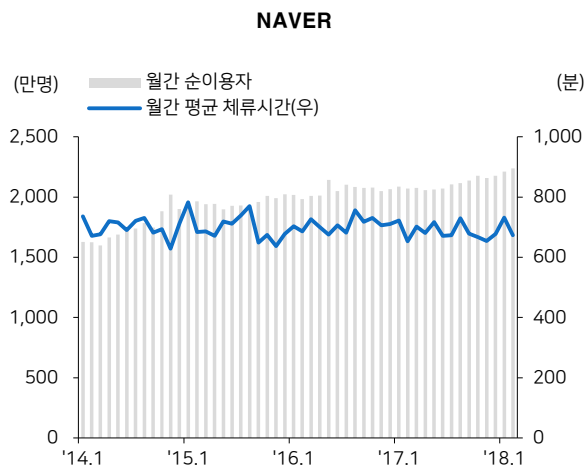
카카오택시는 3월초 업무택시, 4월 프리미엄 콜서비스 등을 통해 본격 유료화를 위해 한발짝 나아가고 있다. 카카오택시 유료화의 성공 여부는 국내 승차공유 플랫폼의 성장 가능성을 타진한다. 한편 8월 인도네시아 아시안게임에서 e스포츠가 시범종목으로 채택되며 1) 게임의 라이프 사이클 장기화, 2) 단순 레저 콘텐츠에서 스포츠로 인식변화 등 게임산업 재평가의 초석이 된다.

1Q18 실적은 엔씨소프트, 펄어비스가 양호

엔씨소프트 역시 2월 28일 '검은사막 모바일' 출시에도 불구하고 '리니지M'의 흥행 장기화되며 견조한 실적 달성 기대된다. 펄어비스 역시 '검은사막 모바일'의 매출 32일치 반영되며 전분기대비 큰 폭의 이익 성장 시현한다.

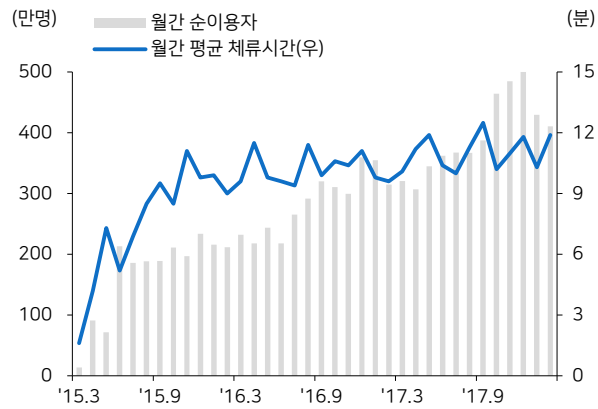
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

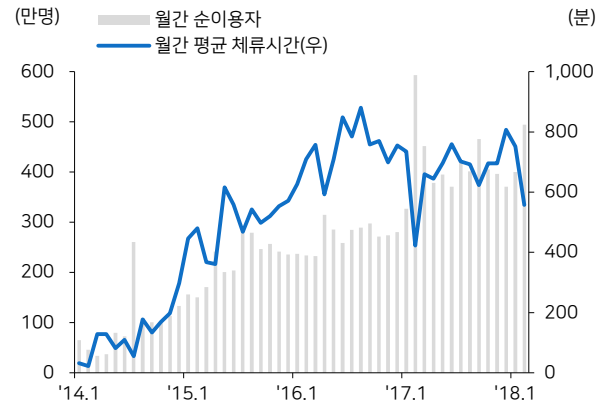


주: NAVER쇼핑은 모바일 웹, 나머지는 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스
자료: 코리안클릭, 메리츠증권증권 리서치센터

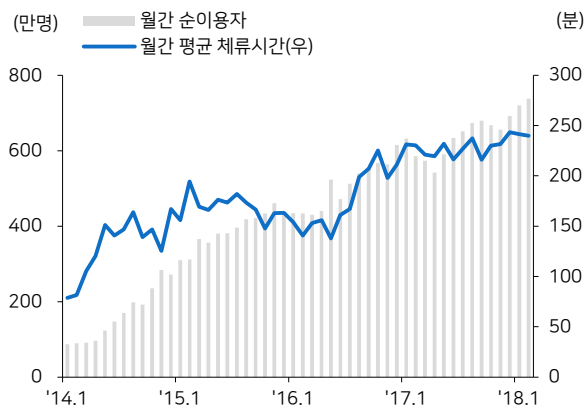
카카오T



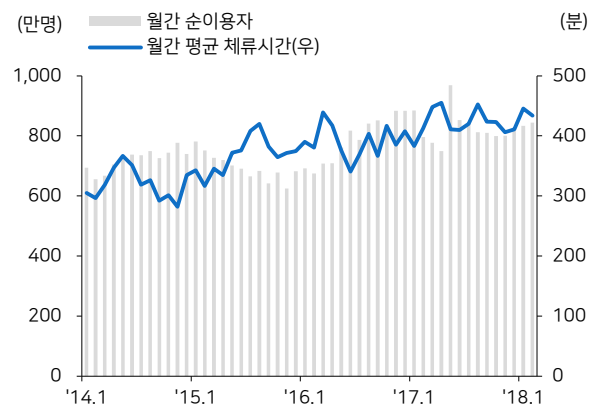
카카오페이지



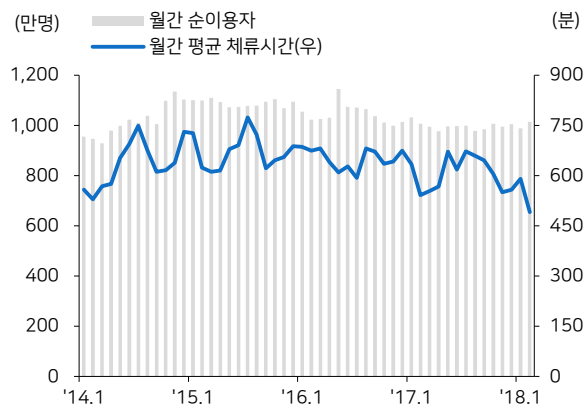
인스타그램



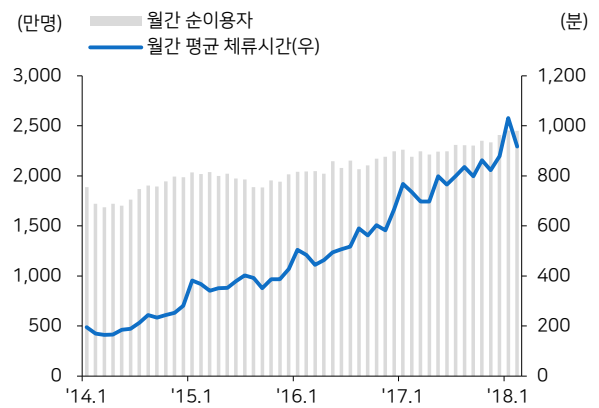
다음



페이스북



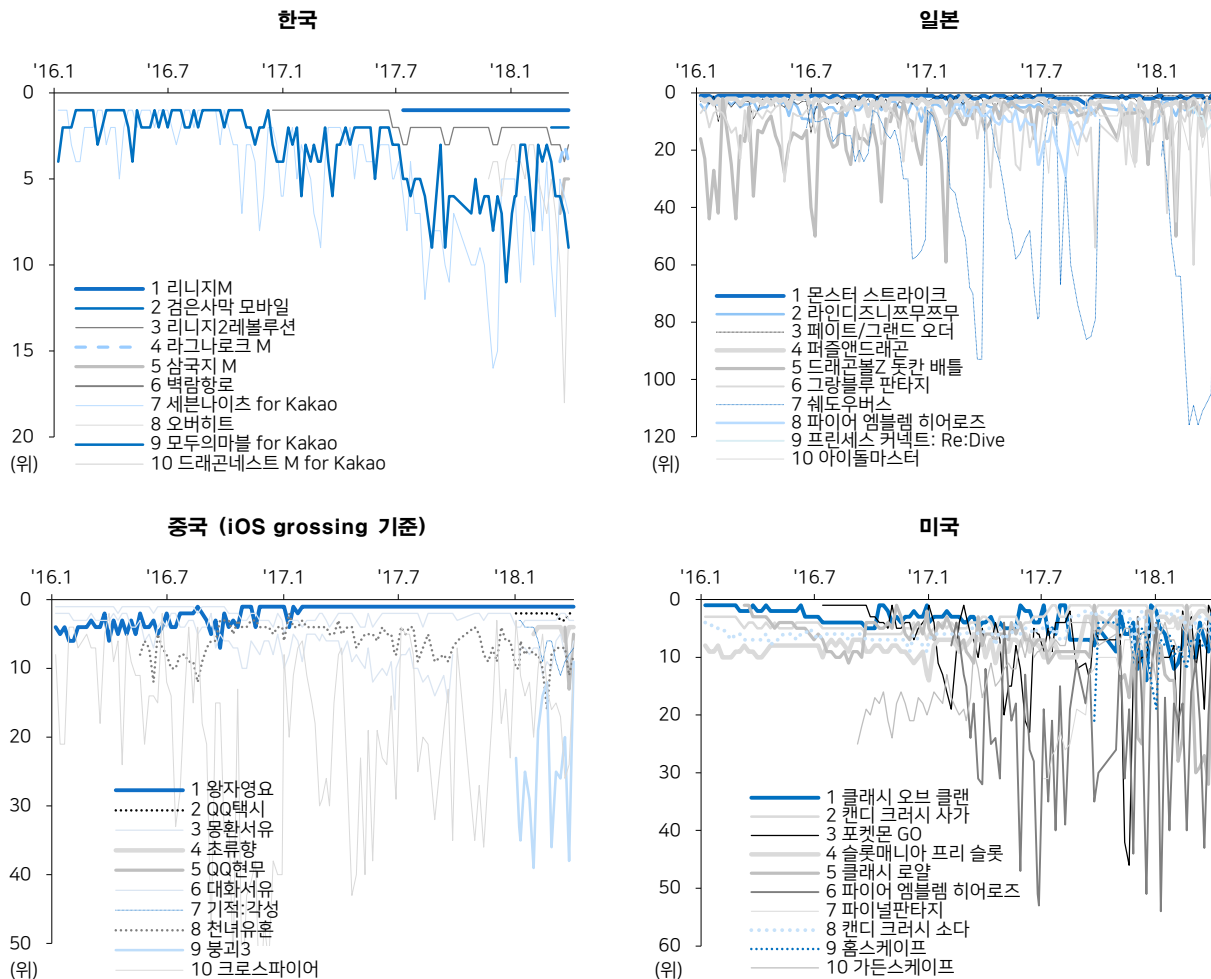
Youtube



주: 모바일앱 traffic data

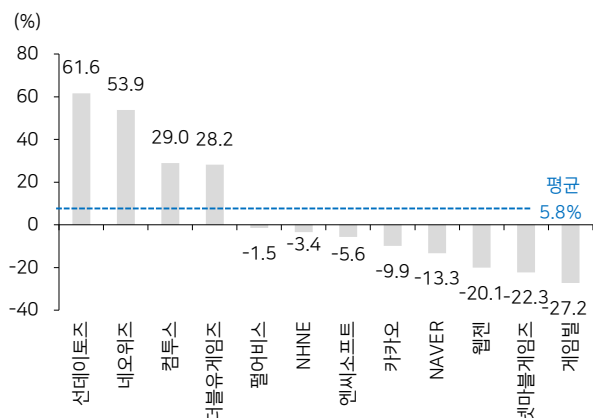
자료: 코리아 클릭, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 게임순위



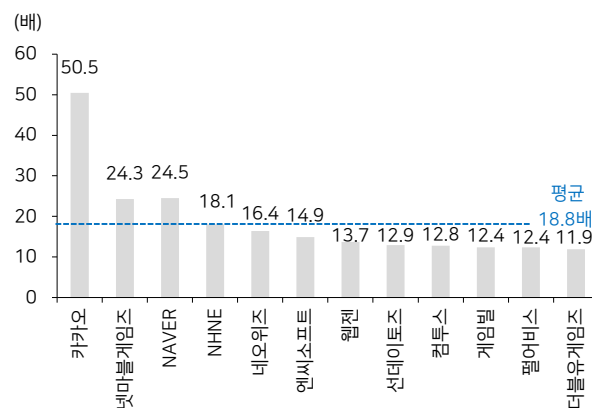
주: 2018.4.3 기준, 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2018년 인터넷/게임 업종 주가수익률



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사	시가총액 (4/4) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
		2018E	2019E						2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
NAVER	24.9	24.5	20.8	18.1	1.4	19.2	4.1	13.5	5,360.6	6,031.3	1,358.1	1,574.6	957.6	1,107.5
넷마블게임즈	12.5	24.3	18.8	23.0	1.1	13.3	2.8	11.5	3,079.5	3,556.0	799.3	984.9	613.2	759.0
카카오	9.4	50.5	39.3	18.3	2.8	4.3	2.0	22.7	2,340.7	2,653.1	223.4	304.5	198.5	255.2
엔씨소프트	9.3	14.9	12.1	17.3	0.9	22.9	3.1	9.1	2,144.6	2,501.6	834.4	1,035.2	639.4	801.1
NHN엔터테인먼트	1.3	18.1	14.7	38.9	0.5	4.5	0.8	9.5	1,016.3	1,115.3	59.5	80.5	59.2	70.7
펄어비스	1.2	12.4	10.0	35.7	0.3	20.1	2.2	7.8	509.6	612.6	274.8	352.8	232.9	287.9
더블유게임즈	2.9	11.9	9.7	8.8	1.3	84.8	6.8	9.1	491.7	544.6	149.7	170.3	99.7	122.1
컴투스	2.3	12.8	11.0	13.8	0.9	20.9	2.4	6.5	583.2	674.1	219.0	251.7	174.8	200.7
게임빌	0.4	12.4	9.7	44.3	0.3	13.4	1.6	43.8	160.7	189.7	6.5	16.9	35.8	46.9
Average	7.1	20.2	16.2	24.2	1.0	22.6	2.9	14.8	1,743.0	1,986.5	436.1	530.2	334.6	405.7

주: 3yrs EPS CAGR은 '17~'20 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (4/4)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
		(십억달러)	2018E	2019E		(%)	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
인 터 넷	Alphabet	706.3	19.8	16.8	16.2	1.2	15.8	3.9	11.4	107.0	125.4	43.6	50.4	36.5	42.7
	Amazon	673.9	90.0	59.6	44.9	2.0	13.3	19.8	26.4	233.5	283.6	6.2	10.9	4.1	7.6
	Facebook	453.5	18.6	15.3	19.1	1.0	23.9	4.9	11.8	55.4	70.1	24.9	30.6	25.4	31.3
	Snap	17.3	-	-	-48.4	-	-26.8	8.8	-	1.3	2.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5
	Twitter	20.7	46.3	38.6	27.8	1.7	8.1	3.8	17.8	2.7	3.0	0.6	0.7	0.4	0.5
	Tencent	481.4	35.5	26.8	30.5	1.2	28.5	9.0	24.6	39.1	54.2	11.4	15.7	10.5	12.8
	Alibaba	447.4	33.5	26.2	36.2	0.9	20.8	7.5	25.7	16.0	19.2	2.9	3.6	3.5	4.4
	Baidu	76.6	23.1	19.1	15.7	1.5	15.0	3.8	15.0	10.0	11.2	1.2	1.3	0.7	0.8
	Rakuten	11.5	15.0	13.1	4.3	3.4	10.4	1.5	8.6	8.4	9.1	1.8	2.0	1.2	1.3
	Yahoo Japan	26.0	21.0	19.4	6.3	3.3	13.5	2.7	10.0	1.9	2.2	0.2	0.3	0.1	0.2
	LINE	9.6	79.3	50.9	2.8	28.4	7.1	4.9	29.7	7.5	8.1	2.6	3.0	2.0	2.4
게 임	Blizzard	49.7	25.0	21.9	12.4	2.0	15.9	4.5	16.3	5.2	5.6	1.7	2.0	1.3	1.6
	EA	36.7	27.9	23.9	13.6	2.0	30.6	8.5	18.1	53.4	71.1	16.8	21.5	13.0	17.4
	Netease	35.3	17.3	14.6	7.3	2.4	24.1	3.9	13.8	11.1	13.9	2.0	2.4	1.7	2.0
	Nexon	13.5	15.4	13.9	17.3	0.9	18.3	2.7	9.4	2.6	2.8	1.1	1.2	0.9	1.0
	Cyberagent	6.2	94.4	50.7	40.9	2.3	9.7	7.4	15.6	3.9	4.3	0.3	0.4	0.1	0.1
	Nintendo	60.4	41.0	24.6	48.7	0.8	10.7	4.1	29.9	9.8	13.0	1.6	2.9	1.3	2.1
Average		183.9	37.7	27.2	17.4	3.4	14.1	6.0	17.8	33.5	41.1	6.9	8.7	6.0	7.5

주: 3yrs EPS CAGR은 '17~'20 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 카카오택시 유료화, 어디로 가나?

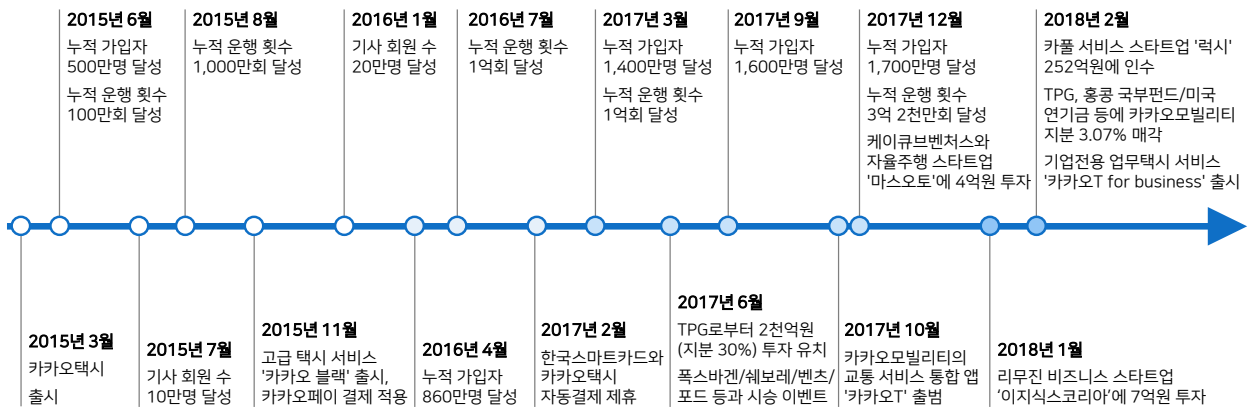
국민앱, 카카오택시

카카오택시는 2015년 3월 출시 이후 누적 가입자 1,700만명, 일평균 100만콜을 기록하며 국내 1위 교통기반 O2O 서비스 이자, 카카오의 대표 성공플랫폼이다. 카카오택시는 2017년 6월 미국 대체투자펀드 TPG로부터 지분투자자를 받은 이후 수익화의 속도를 내기 시작했다. 2018년 3월 업무택시 서비스 개시, 3월말 프리미엄 콜 서비스 시작하려 했으나 국토부, 택시협회 등의 반발로 잠정 보류 중이다.

수익화 성공시 연간 1,081 억원

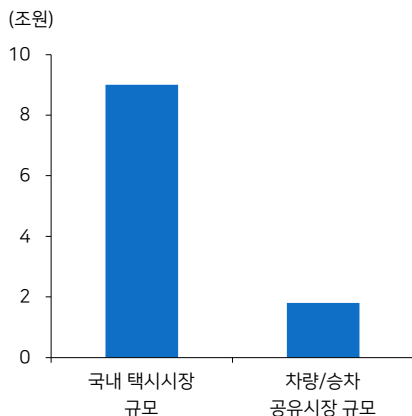
국내 택시시장 규모는 약 9조원대로 추산한다. 2018년 카카오택시 유료화 성공시 연간 매출액은 1,081억원으로 업무택시 421억원, 일반택시 660억원으로 추정한다. 일콜수 110만콜 내에서 법인카드 결제 비중을 15%라고 가정하였으며, 프리미엄 콜 서비스를 개시하면 콜이 수익/무수익 콜로 나뉘고 평균 500원의 가치를 부여하였다.

그림5 카카오택시의 역사



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 국내 택시시장 규모



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표3 여객자동차 운수법 제 81조

- 사업용 자동차가 아닌 자동차(이하 "자가용자동차"라 한다)를 유상(자동차 운행에 필요한 경비를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)으로 운송용으로 제공하거나 임대하여서는 아니 되며, 누구든지 이를 알선하여서는 아니 된다.
- 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 유상으로 운송용으로 제공 또는 임대하거나 이를 알선할 수 있다. <개정 2013.3.23., 2015.6.22., 2017.3.21.>
 1. 출퇴근 때 승용자동차를 함께 타는 경우
 2. 천재지변, 긴급 수송, 교육 목적을 위한 운행, 그 밖에 국토교통부령으로 정하는 사유에 해당되는 경우로서 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장(자치구의 구청장을 말한다. 이하 같다)의 허가를 받은 경우
 - ② 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장은 제1항제2호에 따른 허가의 신청을 받은 날부터 10일 이내에 허가 여부를 신청인에게 통지하여야 한다. <신설 2017.3.21.> <중전 제2항은 제4항으로 이동 2017.3.21.>
 - ③ 특별자치시장·특별자치도지사·시장·군수·구청장이 제2항에서 정한 기간 내에 허가 여부 또는 민원 처리 관련 법령에 따른 처리기간의 연장 여부를 신청인에게 통지하지 아니하면 그 기간이 끝난 날의 다음 날에 허가를 한 것으로 본다. <신설 2017.3.21.>
 - ④ 제1항제2호의 유상운송 허가의 대상 및 기간 등은 국토교통부령으로 정한다. <개정 2013.3.23.> <제2항에서 이동 2017.3.21.>

자료: 종합법률정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오택시 관련 정치권/택시협회의 움직임

“택시업계가 참여하지 못해 아쉽다. 저희가 의제를 바꾸고 의제 리더도 교체하는 등 택시업계에서 요구하는 사항을 수용했다. 하지만 승차공유를 다루지 말아달라는 요구를 들어주면 규제, 제도혁신 해커톤의 정체성이 훼손될 것” - 장병규의장

4월 규제혁신 해커톤에서
승차공유 서비스 논의하지 못해

4월 3일 4차 산업혁명위원회는 각종 규제에 대해 토론하는 장인 규제혁신 해커톤을 열었지만 이번에도 택시업계는 불참하였다. 택시업계 관계자는 우선 법률상 불법인 것을 가지고 얘기할 필요가 없다”, “규제혁신 해커톤에는 IT 관계자들이 많고 교통전문가가 없다”며 승차공유 서비스에 대한 토론에 참여하지 않겠다는 입장이다. 장병규 의장은 “규제혁신 해커톤은 관련자들이 자유롭게 토론해 상호 합의하는 판을 깔아주는 역할로 기울어진 운동장이 되지 않도록 하는 것이 중요한데 택시업계의 요구는 이미 기울어진 운동장을 만들고 논의하자는 것”이라고 언급했다.

2018년, 2014년과는 다르다

카카오택시 역시 국토부, 택시업계의 반발에 직면하고 있다. 그러나 우버가 퇴출되던 2014년과 현재 교통시장에 대한 이용자들의 요구, 글로벌 대비 뒤쳐진 시장상황 등을 고려하면 2018년에는 국내에서도 다양한 교통기반 서비스가 성장할 수 있으며 그 중심에는 카카오모빌리티가 존재한다.

그림7 모빌리티 혁신을 위한 4가지 시도



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 카카오택시 관련 주요 언론보도

시기	보도 내용
2018년 3월 20일	- 김현미 국토교통부 장관 "카카오택시 유료 배차, 국토부와 협의 없었다" 발언 - 국회 국토교통위원회 업무보고에서 택시의 공공성 등을 고려해 관련 사안을 검토하겠다고 언급
2018년 3월 22일	- 한국인터넷기업협회, 카카오택시 유료호출서비스 종합적인 검토를 언급한 국토교통부에 우려 표명 - 혁신적인 서비스가 과거 규제 프레임으로 사장되거나 모델 변형을 강요하는 것은 바람직하지 않다고 언급 - 정부가 4차 산업과 O2O에 대한 육성 의지를 보여주어야 한다고 강조
2018년 3월 23일	- 국토교통부, 카카오택시 유료화 계획의 적법성 여부를 점검하기로 결정 - 운수법상 미터기 요금 외 추가요금을 받는 것은 금지, 위법성 여부를 검토할 필요가 있다는 입장 - 세부추진 내용 등이 확보되는 즉시 추가비용의 요금 여부를 확인할 방침이라고 밝힘 - 기사포인트의 편법요금 해당 여부 불분명하나 편법으로 인정될 경우 법률상 규제가 가능하다는 입장
2018년 3월 30일	- 전국 4개 택시 노조, 카카오택시의 콜비 정책에 반대하는 성명서 발표 - 카카오택시의 유료화 방침은 택시의 공공재적 성격을 충분히 고려하지 않은 것이라고 주장 - 카카오택시 유료화 사업 방침 철회 촉구, 향후 관련 사업 추진 시 택시산업의 공공성 충분히 반영 요구
2018년 4월 03일	- 카카오 관련자, 유료 서비스에 대해 "정확한 출시일을 밝힐 수 없으나 빠른 시간 내 선보일 것" 언급 - 택시 기사들이 유료 호출만 받을 수 없도록 관련 정책을 마련할 계획 - 서비스 이용료, 기사와의 배분 비율은 아직 논의중이며 정해진 것이 없다고 밝힘

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 4월, 4차산업혁명위원회 규제혁신 해커톤 개최



자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 카풀앱 주요 대응

시기	내용
2017년 11월 초	서울시-국토부, 폴리스 '출퇴근시간 사전선택제' 경찰 고발 시사
2017년 11월 말	대통령직속 4차산업 혁명위원회, '카풀앱(라이드셰어링)' 해커톤(끝장토론) 결정
2018년 2월 초	택시업계의 4차위 해커톤 불참 통보 이후 '4차산업혁명과 택시산업 발전방안'으로 주제 변경
2018년 4월 3일	4차위 '4차산업혁명과 택시산업 발전방안' 규제혁신 해커톤

자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

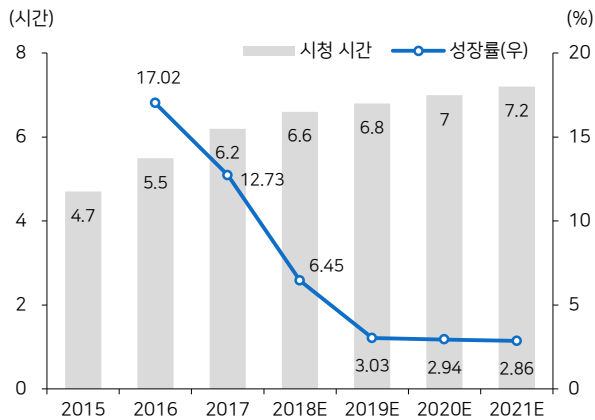
2. 아시아 e 스포츠의 가능성

"More interestingly, males between the ages of 18 and 25 in the united states say that they prefer eSports over traditional sports" – Rolling Stone magazines, June 2017

글로벌 젊은 온라인 시청자들은 이제 농구, 축구 등의 전통 스포츠를 시청하기 보다 'LOL', 'Counter Strike' 등 좋아하는 게임의 승부를 겨루는 e스포츠를 더 많이 보기 시작했다. 이들 연령층은 18~34세가 대부분으로 젊고 구매력이 있는 관람객이다. 또한 북미 이용자 비중이 높았으나 최근 중국을 비롯한 아시아 관람객이 증가하고 있다는 점도 고무적이다.

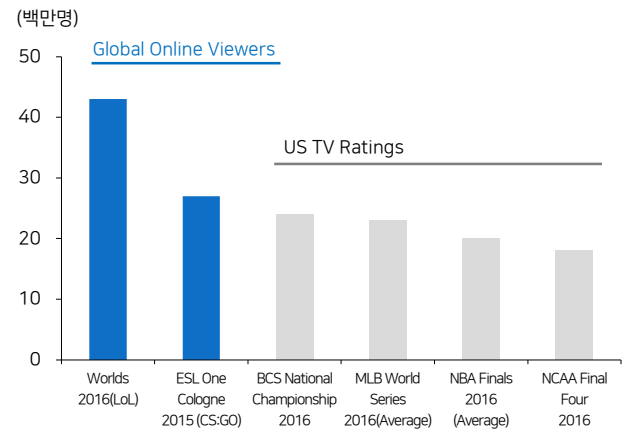
2017년 미국 게임사 밸브는 자사게임 '도타2'의 세계대회 총상금으로 약 280억원을 책정할 정도로 상금규모와 선수 연봉도 급상승하고 있다. 이 대회 우승팀 미국 리퀴드에겐 약 122억원이 수여되었으며 우승멤버 '쿠로키' 쿠로 타카소미는 누적 상금 36억원의 수익을 거뒀다. 선수들의 몸값도 급상승하며 중국의 '리그오브레전드' 스타 '우지' 지안하오는 2014년 팀을 옮길 때 이적료만 90억원 수준이었다. 또한 북미 NRG e스포츠에 입단한 '오버워치' 선수 시나트라는 1억 5천만원의 연봉을 계약했는데 당시 선수나이는 17세에 불과했다.

그림9 e스포츠 시청률 상승



자료: Beige Analysis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 글로벌 온라인 시청자수



자료: Business Insider, Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 2018년 자카르타/팔렘방 아시안게임



자료: OCA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 한국, 각종 국제대회 금메달 휩쓰는 강국



자료: WESG, 메리츠증권증권 리서치센터

8월 아시안게임에서 e스포츠, 시범종목 채택

8월 아시안게임 e스포츠, 시범종목 선정에 주목

2018년 8월 18일~9월 2일 인도네시아 자카르타/팔렘방에서 제 18회 아시안게임이 개최되며 e스포츠가 처음으로 시범종목으로 채택된다. 2022년 중국 항저우 아시안게임 정식종목이 되며, 2024년 파리올림픽 시범종목, 2028년 런던올림픽 정식종목 채택 가능성 높다. 중국을 비롯한 아시아 게임사들은 e스포츠의 아시안 게임 종목 채택에 많은 관심 표명, 자국/자사 게임 타이틀 채택을 위한 노력 경주 중이다.

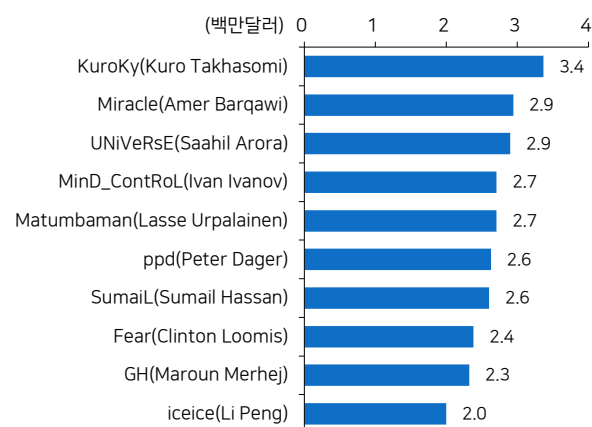
e스포츠의 아시안게임 종목 채택은 1) 게임이 여가시간용 콘텐츠가 아닌 정식 스포츠, 2) 선택된 게임의 흥행 사이클 장기화, 그 게임 개발사의 기업가치 재평가로 이어지며 3) 게임사의 수익구조가 광고/스폰서십/머천다이즈/중계권 등으로 다양하게 확장될 수 있다는 점에서 주목한다.

표6 e스포츠 수혜 기업

기업명	회사 개요	2017년 매출액 (백만달러)	2017년 영업이익 (백만달러)	시가총액 (백만달러)	2018E PER (배)	2017년 이후 주가상승률 (%)
MTG	디지털 미디어/게임 콘텐츠 기업	2,055.5	147.1	2,685.7	19.4	31.8
블리자드	오버워치' 등 게임 개발 및 퍼블리싱	7,017.0	1,360.0	49,675.2	25.0	85.1
EA	피파온라인' 등 게임 개발 및 퍼블리싱	4,845.0	1,273.0	36,657.1	27.9	54.2
넥슨재팬	게임 개발 및 퍼블리싱	2,095.3	919.2	13,516.8	15.4	114.2
컴투스	모바일 게임 '서머너즈워' 개발사	449.5	172.2	2,122.2	12.8	117.8
블루홀	온라인 게임 '배틀그라운드' 개발사	626.7	236.7	4,290.0	-	-
아프리카TV	온라인 개인방송 서비스 제공	83.7	16.2	297.1	17.7	36.5

주: 블루홀 실적은 이연 전 실적 기준
자료: 각사, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 2017년 e스포츠 상금 랭킹



자료: Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 글로벌 유명 e스포츠 플레이어



쿠로 타카소미



지안하오



시나트라

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

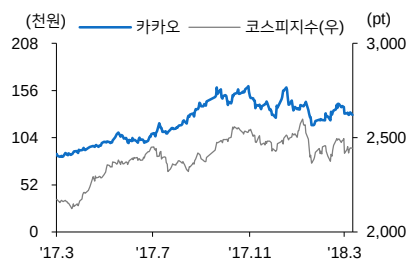
적정주가 (12개월) **190,000 원**
현재주가 (4.4) **123,500 원**
상승여력 **53.8%**

KOSPI	2,408.06pt
시가총액	94,193억원
발행주식수	7,627만주
유동주식비율	64.40%
외국인비중	25.37%
52주 최고/최저가	161,000원/84,500원
평균거래대금	1,275.8억원

주요주주(%)	
김범수 외 27 인	31.95
MAXIMO PTE	7.34
국민연금	6.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-14.2	44.1
상대주가	-3.4	-14.7	29.3

주가그래프



카카오 035720

카카오 3.0 에 거는 기대

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 하회 전망. 외형 성장은 양호하나 비용(마케팅비, 지급수수료, 인건비)의 증가로 이익 성장 부진
- ✓ 카카오모빌리티의 수익화는 예정대로 4월 진행 기대. 2018년 매출액 1,081억원, 업무택시 421억원, B2C 택시 660억원의 합산으로 산출
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 19만원 유지, 상반기 인터넷업종 Top Pick

1Q18, 기대치 하회 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,633억원(+26.9% YoY), 341억원(-11.2% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 5,411억원, 영업이익 411억원)대비 하회한다. 사업부문별로는 광고 1,532억원(+14.9% YoY), 콘텐츠 2,823억원(+27.3% YoY), 기타 1,278억원(+44.2% YoY)으로 전망한다.

광고 매출액은 '알림톡', '캐시프렌즈' 등 신규상품 호조, 카카오모먼트 플랫폼 효과로 채널탑 인벤토리 증가하며 전년대비 성장세 지속된다. 게임 매출액은 12월 '프렌즈마블', 1분기 '그랜드체이스', '앙상블 스타즈' 등 신규게임 반영되며 27.2% YoY 성장세 회복된다. 커머스 매출액은 1분기 설연휴, 발렌타인 이벤트로 50.1% YoY 증가한 772억원으로 기대된다.

다만 영업이익률은 7.7%로 3.5%p QoQ 하락하는데 개발인력 확충으로 인건비 증가하고, 카카오페이 월거래액 1조원 돌파하며 은행수수료 등의 비용 확대된다. 또한 카카오페이, 카카오페이지 등 콘텐츠/결제 서비스 프로모션으로 마케팅비 증가한다. 참고로 1Q18 마케팅비는 563억원으로 매출대비 10% 비중이다.

카카오택시 유료화, win-win 게임

카카오택시 유료화는 3월초 업무택시, 4월 프리미엄 서비스, 3분기 B2C 택시로 유료화를 위한 한걸음을 내딛고 있다. 택시 유료화는 이미 3년동안 시장을 선점한 서비스에 수익모델만 추가시키는 형태이기 때문에 이익 레버리지 극대화된다. 2018년 카카오택시 매출액은 1,081억원으로 법인택시 421억원, B2C 택시 660억원의 합산으로 산출된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-25.0	50,765	88.1	1.5	24.3	1.9	48.1
2017	1,972.3	165.4	108.6	1,602	86.2	59,332	85.5	2.3	30.5	2.9	40.9
2018E	2,426.5	260.2	205.8	2,717	62.6	60,789	47.5	2.1	30.5	4.8	37.5
2019E	2,736.5	367.0	289.3	3,793	36.1	63,769	34.0	2.0	23.2	6.1	37.0
2020E	3,075.0	484.6	381.0	4,995	29.6	67,710	25.8	1.9	17.3	7.6	36.1

표7 1Q18 Preview : 기대치 하회 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	443.8	468.4	515.3	544.7	563.3	26.9	3.4	541.1
광고	133.3	151.4	151.4	159.5	153.2	14.9	-4.0	-
온라인	63.1	69.9	63.8	65.4	60.2	-4.6	-8.0	-
모바일	70.2	81.5	87.7	94.1	93.0	32.5	-1.2	-
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	282.3	27.3	6.2	-
게임	79.9	78.7	93.9	89.2	101.6	27.2	13.9	-
뮤직	110.9	118.1	122.1	129.1	126.1	13.7	-2.3	-
기타	31.1	40.5	45.5	49.7	54.6	76.0	10.0	-
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	127.8	44.2	7.2	-
커머스	51.4	46.8	58.4	69.2	77.2	50.1	11.6	-
영업이익	38.3	44.6	47.4	34.7	34.1	-11.2	-1.9	41.1
세전이익	18.2	36.0	63.1	37.7	43.3	137.6	15.0	53.0
지배순이익	53.7	11.3	32.1	13.6	28.6	-46.7	110.0	41.4

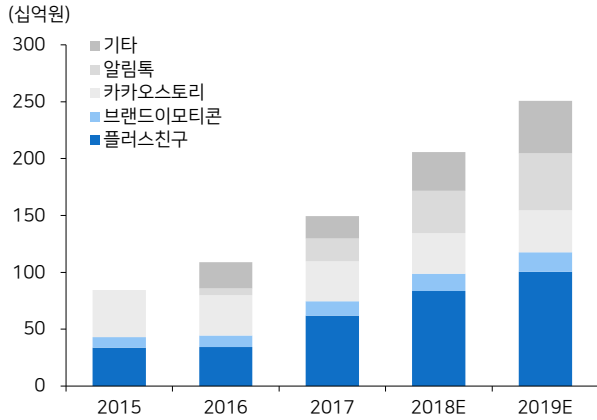
자료: 카카오, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표8 카카오의 분기별 실적 - 1Q18이 저점

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	443.8	468.4	515.3	544.7	563.3	585.7	623.1	654.4	1,464.2	1,972.3	2,426.5
광고	133.3	151.4	151.4	159.5	153.2	162.4	166.7	176.9	534.0	595.7	659.3
온라인	63.1	69.9	63.8	65.4	60.2	64.1	66.0	63.8	276.1	262.1	254.1
모바일	70.2	81.5	87.7	94.1	93.0	98.3	100.8	113.1	258.9	333.5	405.2
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	282.3	290.4	291.2	298.3	701.9	985.5	1,162.1
게임	79.9	78.7	93.9	89.2	101.6	102.9	96.7	96.5	320.3	341.6	397.6
뮤직	110.9	118.1	122.1	129.1	126.1	130.1	134.2	138.5	296.3	480.2	528.9
기타	31.1	40.5	45.5	49.7	54.6	57.4	60.3	63.3	85.3	166.7	235.5
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	127.8	132.9	165.2	179.2	228.4	391.1	605.1
커머스	51.4	46.8	58.4	69.2	77.2	80.0	87.8	52.3	134.0	225.8	297.3
영업비용	405.5	423.8	468.0	510.0	529.3	523.7	547.4	565.9	1,348.1	1,807.3	2,166.3
인건비	98.2	101.1	98.2	116.4	106.2	108.5	110.8	110.4	352.6	413.9	435.9
지급수수료	160.4	178.8	189.8	201.5	208.4	216.6	230.5	242.0	516.5	730.4	897.5
광고선전비	25.0	21.9	33.5	36.1	56.3	35.1	37.4	39.3	83.8	116.5	168.1
무형자산상각비	16.8	16.4	16.4	19.5	20.4	21.0	21.7	22.3	57.6	69.0	85.5
외주가공비	24.9	28.3	33.7	34.4	35.8	37.3	38.7	40.3	79.7	121.4	152.1
기타	80.2	77.4	96.6	102.1	102.1	105.2	108.3	111.6	257.9	356.2	427.2
영업이익	38.3	44.6	47.4	34.7	34.1	62.0	75.7	88.4	116.1	165.0	260.2
세전이익	18.2	36.0	63.1	37.7	43.3	64.5	78.3	113.9	101.9	155.0	300.0
지배순이익	53.7	11.3	32.1	13.6	28.6	44.6	52.8	79.8	61.2	110.7	205.8

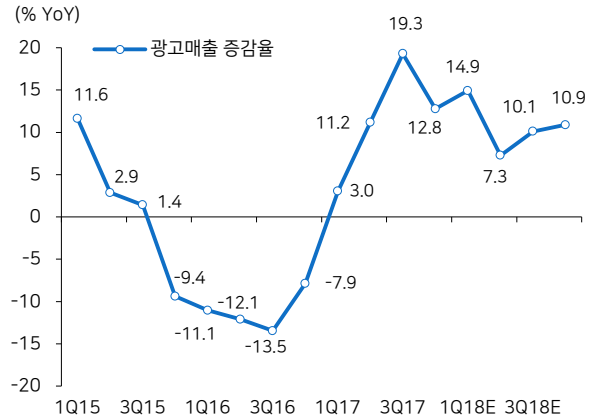
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림15 카카오 광고 매출 breakdown



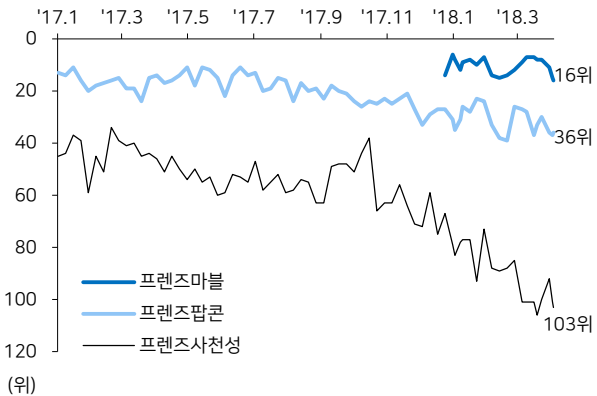
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터추정

그림16 카카오 광고 매출 증감율



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림17 프렌즈 IP게임 매출 순위



주: 2018.4.3 구글플레이 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 '프렌즈 레이싱 for Kakao'- 18년 상반기 출시예정



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 카카오택시 수익추정

(십억원)	2018E	2019E	2020E
카카오택시	108.1	129.7	149.1
업무택시	42.1	50.5	58.1
일간콜수 (회)	165.0	198.0	227.7
콜비 (원)	1,000	1,000	1,000
월수익	5.0	5.9	6.8
일반택시	66.0	79.2	91.1
일간콜수 (회)	1,100.0	1,320.0	1,518.0
콜비 (원)	500	500	500
월수익	16.5	19.8	22.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표10 카카오 Valuation -적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치	6,450.0	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	150,000.0	
자회사 가치	6,280.7	
카카오M	2,054.0	지분율 76.4%, 시가총액 2.7조원
카카오페이	366.0	지분율 61%, 6,000억원 가정
카카오게임즈	880.0	지분율 80%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.6조원 가정
카카오페이지	460.8	지분율 57.6%, 8,000억원 가정
카카오뱅크	544.0	지분율 34%, 8,000억원 가정
기타 자회사	846.3	
순현금	114.6	
NAV	12,845.3	
적정주가(원)	189,974	
현주가(원)	123,500	
상승여력(%)	53.8%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,464.2	1,972.3	2,426.5	2,736.5	3,075.0
매출액증가율 (%)	57.1	34.7	23.0	12.8	12.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,464.2	1,972.3	2,426.5	2,736.5	3,075.0
판매관리비	1,348.1	1,807.0	2,166.3	2,369.5	2,590.4
영업이익	116.1	165.4	260.2	367.0	484.6
영업이익률	7.9	8.4	10.7	13.4	15.8
금융손익	0.7	33.2	30.2	33.9	37.6
종속/관계기업손익	-10.4	9.0	9.5	10.0	10.5
기타영업외손익	-6.2	-54.3	-57.0	-59.9	-62.9
세전계속사업이익	100.3	153.3	300.0	411.0	532.8
법인세비용	34.8	28.2	72.6	99.5	128.9
당기순이익	65.5	125.1	227.4	311.6	403.9
지배주주지분 순이익	57.7	108.6	205.8	289.3	381.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	317.3	371.9	495.9	567.8	724.8
당기순이익(손실)	65.5	125.1	227.4	311.6	403.9
유형자산상각비	56.2	60.7	45.9	36.0	57.2
무형자산상각비	57.6	69.1	14.0	13.7	4.8
운전자본의 증감	115.4	28.0	122.7	148.7	181.0
투자활동 현금흐름	-1,000.0	-354.7	-301.6	-106.0	-84.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-81.0	-75.2	-71.4	-67.8	-64.4
투자자산의 감소(증가)	-133.1	-108.0	-111.8	-38.8	-41.8
재무활동 현금흐름	923.8	467.6	1,712.3	711.4	714.2
차입금의 증감	776.9	-209.8	-8.3	-7.7	-7.5
자본의 증가	834.6	498.7	442.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	244.5	475.2	-165.1	77.3	202.2
기초현금	397.2	641.6	1,116.8	951.7	1,029.0
기말현금	641.6	1,116.8	951.7	1,029.0	1,231.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,217.0	1,993.1	1,820.1	1,924.4	2,097.7
현금및현금성자산	641.6	1,116.8	951.7	1,029.0	1,231.2
매출채권	173.9	179.2	341.5	375.6	338.0
재고자산	12.6	21.6	22.2	22.9	23.6
비유동자산	4,267.2	4,356.3	5,215.3	5,396.5	5,585.0
유형자산	253.9	271.0	279.2	287.6	296.2
무형자산	3,733.2	3,689.6	4,427.5	4,560.3	4,697.1
투자자산	255.5	372.6	484.3	523.1	564.9
자산총계	5,484.1	6,349.4	7,035.4	7,320.9	7,682.7
유동부채	806.0	1,040.9	1,058.1	1,076.6	1,096.3
매입채무	95.5	108.3	0.0	0.0	0.0
단기차입금	203.9	174.4	165.7	157.4	149.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	975.2	800.8	862.2	901.9	943.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	795.9	620.8	620.8	620.8	620.8
부채총계	1,781.2	1,841.6	1,920.3	1,978.5	2,039.8
자본금	33.9	34.0	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	3,105.0	3,603.6	4,046.5	4,046.5	4,046.5
기타포괄이익누계액	0.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	304.0	402.5	563.1	790.4	1,091.0
비지배주주지분	270.4	478.7	478.7	478.7	478.7
자본총계	3,702.9	4,507.8	5,115.0	5,342.4	5,642.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	22,178	29,101	32,030	35,879	40,317
EPS(지배주주)	874	1,602	2,717	3,793	4,995
CFPS	3,340	4,517	3,792	5,745	6,798
EBITDAPS	3,482	4,356	4,225	5,463	7,165
BPS	50,765	59,332	60,789	63,769	67,710
DPS	148	148	148	148	148
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	88.1	85.5	47.5	34.0	25.8
PCR	23.1	30.3	34.0	22.5	19.0
PSR	3.5	4.7	4.0	3.6	3.2
PBR	1.5	2.3	2.1	2.0	1.9
EBITDA	229.9	295.2	320.1	416.7	546.5
EV/EBITDA	24.3	30.5	30.5	23.2	17.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	2.9	4.8	6.1	7.6
EBITDA 이익률	15.7	15.0	13.2	15.2	17.8
부채비율	48.1	40.9	37.5	37.0	36.1
금융비용부담률	1.0	0.6	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.1	14.7	17.7	27.7	40.7
매출채권회전율(x)	11.1	11.2	9.3	7.6	8.6
재고자산회전율(x)	163.5	115.6	110.9	121.4	132.5

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

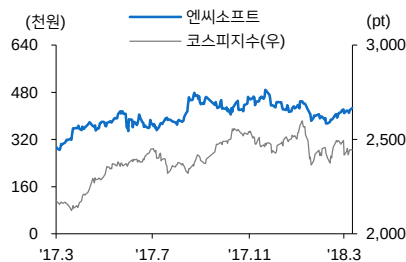
적정주가 (12개월) **550,000 원**
현재주가 (4.4) **422,500 원**
상승여력 **30.2%**

KOSPI	2,408.06pt
시가총액	92,692억원
발행주식수	2,194만주
유동주식비율	84.72%
외국인비중	48.14%
52주 최고/최저가	488,000원/315,000원
평균거래대금	523.6억원

주요주주(%)	
국민연금공단	12.14
김택진 외 7 인	12.01
넷마블	8.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	-9.0	34.1
상대주가	12.7	-9.6	20.4

주가그래프



엔씨소프트 036570

세대를 넘어 정상에 서다

- ✓ '리니지M'은 2017년 6월 21일 출시 이후 2Q17 일매출 80억원, 3Q17 58억원, 4Q17 35억원, 1Q18 25억원 수준으로 안정적
- ✓ '검은사막 모바일' 출시에도 흔들림없는 성과 시현. 라이프 사이클 장기화
- ✓ 2018년 신규게임 모멘텀은 2월 '라인팡야모바일'(동남아), 2분기 '아이온레기온스'(북미/유럽), 하반기 블레이드앤소울2, 리니지2M, 아이온템페스트 등 예정

1Q18, 기대치 부합 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,374억원(+82.6% YoY), 1,554억원(+411.2% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 4,932억원, 영업이익 1,843억원)대비 하회하나, 당사추정치에 대체로 부합한다. '리니지M'은 2017년 6월 21일 출시 이후 2Q17 일매출 80억원, 3Q17 58억원, 4Q17 35억원, 1Q18 25억원 수준으로 안정적이다. 2월 28일 '검은사막 모바일' 출시 이후에도 흔들림없는 성과를 시현 중이다. 기존 PC게임들의 매출액은 계절적 비수기 영향으로 전분기와 대체로 유사한 데 아이온 매출액은 부분유료화 영향으로 29.9% QoQ 증가한 165억원으로 추정한다. 영업이익률은 35.5%로 전분기 발생한 인센티브 대체로 제거되며 수익성은 견조하다.

신규게임 모멘텀, 점진적 반영

2018년 신규게임 모멘텀은 해외에서 먼저 시작된다. 1월 '라인팡야모바일'의 동남아 출시, 2분기 '아이온레기온스'의 북미/유럽 출시가 예상된다. 엔씨소프트의 PC IP의 모바일화 작업은 꾸준히 진행, 기업가치 역시 꾸준히 재평가된다. 기대작인 '블레이드앤소울2'는 하반기 출시 계획에 변함없으며 '아이온템페스트'와 '리니지2M'은 역시 연내 출시를 위해 준비 중이다.

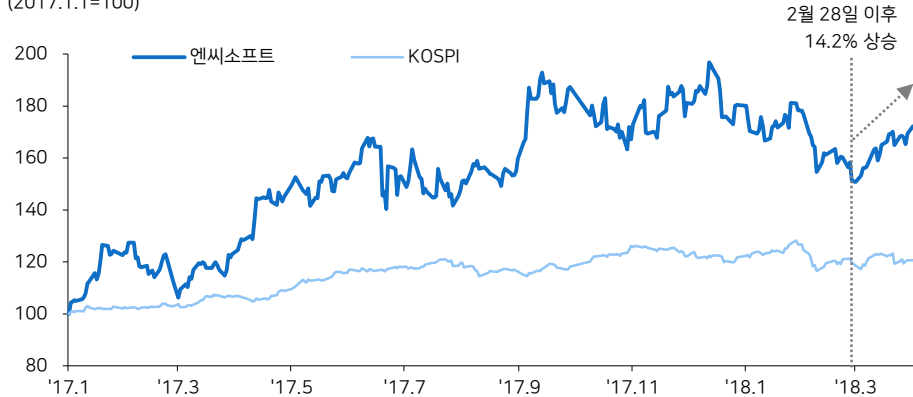
투자의견 Buy, 적정주가 55만원 유지

동사 주가는 2월 28일 경쟁작 출시를 저점으로 반등하였다. 로열티 높은 게임 IP(Intellectual Property)들의 모바일 전환에 따른 성장스토리 유효하나 18E PER은 16.2배 수준으로 글로벌 동종업종 평균 PER 29.6배대비 45.3% 할인받고 있어 저평가 국면이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	983.6	328.8	272.3	12,416	63.1	85,985	19.9	2.9	12.7	14.9	24.5
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018E	1,991.6	727.6	567.7	25,876	27.8	143,803	16.2	2.9	11.0	19.3	27.5
2019E	2,521.2	995.8	774.3	35,294	36.4	170,728	11.8	2.4	7.8	22.4	25.0
2020E	2,752.6	1,099.4	854.2	38,934	10.3	204,161	10.7	2.0	6.5	20.8	23.1

그림19 엔씨소프트 주가, 어디쯤 왔을까? - 2018년 2월말 저점으로 14.2% 반등

(2017.1.1=100)



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표11 1Q18 Preview : 기대치 부합 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	%YoY	%QoQ	Consensus
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	437.4	82.6	-18.0	493.2
PC	141.9	113.9	119.4	136.0	117.9	-16.9	-13.3	-
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	33.3	-35.3	-1.5	-
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	13.9	-24.5	-7.9	-
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	16.5	24.1	29.9	-
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	41.0	-8.1	3.8	-
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	13.2	-7.0	-62.2	-
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	73.5	15.7	23.5	-
리니지2레볼루션	36.8	18.4	26.2	25.8	19.3	-47.6	-25.2	-
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	233.0	895.7	-28.8	-
리니지M	-	80.0	533.6	322.0	230.0	-	-28.6	-
기타	10.6	14.9	13.3	13.9	10.2	-3.8	-26.6	-
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	155.4	411.2	-17.9	184.3
세전이익	24.1	47.2	365.5	176.3	157.7	554.4	-10.6	183.0
지배순이익	17.5	30.7	275.1	118.0	121.4	593.7	2.9	144.5

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표12 2018년 게임 라인업

	1H18		2H18	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	라인팡야모바일 (엔트리브소프트개발)	2월 8일 동남아 11개국 출시	블레이드앤소울2	한국
	아이온 레기온소브워 (뉴질랜드, 멕시코 등 소프트론칭)	북미, 유럽	아이온 템페스트 (아이온)	국내
			리니지2M (리니지2)	국내
			리니지RK (리니지1, 알파게임즈 퍼블리싱)	중국
PC	MXM	한국, 일본, 중국	프로젝트TL (CBT 예정)	국내
	리니지2: 각성(37게임즈)	중국		

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표13 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	239.5	258.6	727.3	533.3	437.4	373.0	532.1	649.0	983.6	1,758.7	1,991.6
PC	141.9	113.9	119.4	136.0	117.9	108.9	117.2	113.6	789.3	511.1	457.6
리니지	51.5	33.8	35.4	33.8	33.3	33.9	37.4	36.4	375.5	154.4	141.0
리니지2	18.4	16.7	15.6	15.1	13.9	13.7	13.4	13.1	77.1	65.8	54.1
아이온	13.3	10.8	10.2	12.7	16.5	15.4	15.2	15.1	71.7	47.0	62.2
블레이드앤소울	44.6	39.0	38.0	39.5	41.0	35.8	38.6	37.7	188.3	161.1	153.1
길드워2	14.2	13.6	20.1	34.9	13.2	10.1	12.6	11.3	76.6	82.8	47.2
로열티	63.5	36.1	43.6	59.5	73.5	70.5	70.9	64.6	118.4	202.8	279.4
리니지2레볼루션	36.8	18.4	26.2	25.8	19.3	15.0	22.0	20.7	14.0	109.7	146.0
모바일	23.4	93.7	551.0	327.1	233.0	179.2	329.5	456.5	19.1	995.3	1,198.2
리니지M	-	80.0	533.6	322.0	230.0	165.6	138.0	92.0	-	935.6	625.6
블레이드앤소울2	-	-	-	-	-	-	180.0	257.6	-	-	437.6
리니지2M	-	-	-	-	-	-	-	60.0	-	-	60.0
아이온템페스트	-	-	-	-	-	-	-	36.0	-	-	36.0
기타	10.6	14.9	13.3	13.9	10.2	10.7	11.3	11.8	52.2	48.2	44.0
영업이익	30.4	37.6	327.8	189.2	155.4	125.8	185.8	260.7	328.8	585.0	727.6
세전이익	24.1	47.2	365.5	176.3	157.7	128.1	188.2	263.2	346.1	610.2	737.1
지배순이익	17.5	30.7	275.1	118.0	121.4	98.7	144.9	202.7	271.4	441.0	567.7

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 '라인팡야 모바일' 매출순위

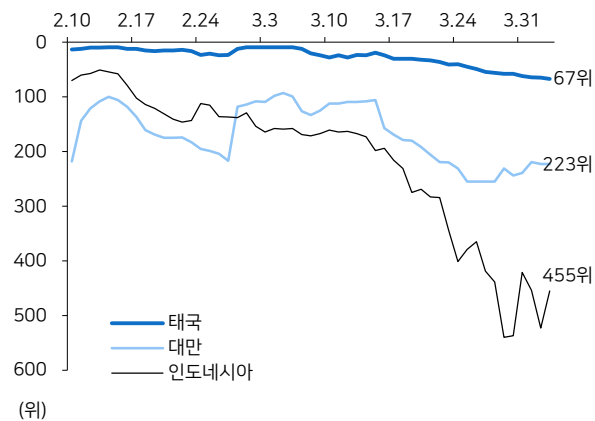
주: 2018.4.3 구글플레이 게임 매출순위
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 '리니지M' 한국/대만 매출 순위

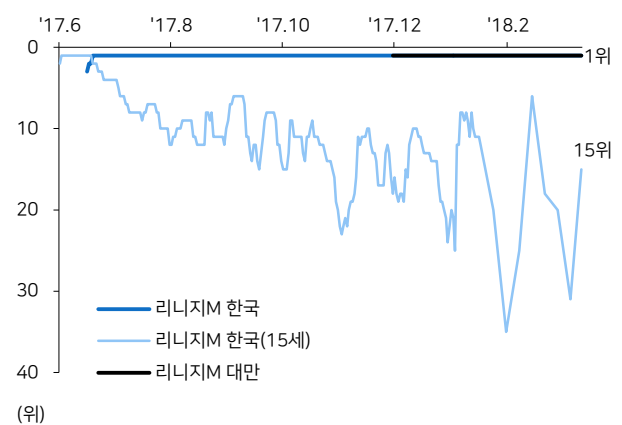
주: 2018.4.3 구글플레이 게임 매출순위
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표14 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러) (4/4)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)		ROE (%)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E		2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E	2018E
한국	넷마블게임즈	11.7	2,850.1	3,266.9	729.8	924.8	24.3	18.8	23.0	1.1	13.3	2.8				11.5	
	엔씨소프트	8.7	1,965.5	2,266.9	741.5	908.6	14.9	12.1	17.3	0.9	22.9	3.1				9.1	
	컴투스	2.1	551.4	633.3	207.8	236.1	12.8	11.0	13.8	0.9	20.9	2.4				6.5	
미국	Blizzard	49.7	7,518.3	8,106.9	2,625.5	3,005.1	25.0	21.9	12.4	2.0	15.9	4.5				16.3	
	EA	36.7	5,159.4	5,620.9	1,671.9	1,962.9	27.9	23.9	13.6	2.0	30.6	8.5				18.1	
중국	Tencent	481.4	53,492.6	71,232.1	16,789.9	21,529.8	35.5	26.8	30.5	1.2	28.5	9.0				24.6	
	Netease	35.3	11,142.1	13,919.8	2,036.1	2,411.0	17.3	14.6	7.3	2.4	24.1	3.9				13.8	
	Perfect World	6.9	1,542.0	1,841.9	332.3	418.8	23.4	19.2	14.8	1.6	19.8	4.5				19.2	
일본	Nintendo	60.5	9,844.6	13,033.8	1,567.3	2,860.6	41.0	24.6	48.7	0.8	10.7	4.1				29.9	
	Cyberagent	6.2	3,895.0	4,315.9	303.0	377.5	94.4	50.7	40.9	2.3	9.7	7.4				15.6	
	Bandai Namco	7.3	6,087.1	6,350.2	592.2	665.9	16.9	15.2	10.9	1.6	12.3	2.0				6.8	
	Square Enix	5.4	2,330.5	2,519.2	358.5	406.3	22.4	19.8	22.5	1.0	13.4	2.9				10.0	
Global Average		59.3	8,864.9	11,092.3	2,329.7	2,975.6	29.6	21.6	21.3	1.5	18.5	4.6				15.1	

주: 3yrs EPS CAGR은 2017~2020년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	983.6	1,758.7	1,991.6	2,521.2	2,752.6
매출액증가율 (%)	17.3	78.8	13.2	26.6	9.2
매출원가	187.6	211.5	203.8	302.5	330.3
매출총이익	796.0	1,547.2	1,787.8	2,218.6	2,422.3
판매관리비	467.2	962.2	1,060.2	1,222.9	1,322.9
영업이익	328.8	585.0	727.6	995.8	1,099.4
영업이익률	33.4	33.3	36.5	39.5	39.9
금융손익	10.7	11.4	17.9	18.4	19.0
종속/관계기업손익	7.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.7
기타영업외손익	-0.7	15.4	15.8	16.3	16.8
세전계속사업이익	346.1	610.2	737.2	1,005.4	1,109.1
법인세비용	74.7	166.2	169.5	221.2	244.0
당기순이익	271.4	444.0	567.6	784.3	865.1
지배주주지분 순이익	272.3	441.0	567.7	784.4	865.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	112.0	595.2	709.0	911.8	976.5
당기순이익(손실)	271.4	444.0	567.6	784.3	865.1
유형자산상각비	26.5	26.9	24.5	21.4	53.9
무형자산상각비	5.9	3.1	1.0	0.9	0.5
운전자본의 증감	-154.4	10.8	366.1	686.1	-539.6
투자활동 현금흐름	-138.7	-459.6	-201.6	-116.3	-120.0
유형자산의증가(CAPEX)	-16.6	-28.8	-30.2	-31.8	-33.3
투자자산의감소(증가)	-71.8	-708.0	-66.9	-70.2	-73.7
재무활동 현금흐름	-73.8	-79.7	-265.8	-279.1	-293.0
차입금의 증감	148.7	0.1	0.2	0.2	0.2
자본의 증가	-9.5	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-103.3	42.4	792.7	395.9	414.0
기초현금	248.1	144.8	187.3	980.0	1,375.9
기말현금	144.8	187.3	980.0	1,375.9	1,789.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,191.6	1,772.7	2,221.9	2,886.8	3,630.2
현금및현금성자산	144.8	187.3	980.0	1,375.9	1,789.9
매출채권	158.5	193.0	361.7	677.7	1,269.9
재고자산	0.7	0.5	1.0	1.8	3.4
비유동자산	1,169.2	1,753.8	1,841.5	1,933.6	2,030.3
유형자산	224.7	229.1	240.5	252.5	198.6
무형자산	53.4	52.4	55.0	57.8	57.3
투자자산	629.1	1,337.0	1,405.7	1,501.3	1,553.7
자산총계	2,360.8	3,526.6	4,063.4	4,820.4	5,660.4
유동부채	284.4	455.8	501.4	551.5	606.7
매입채무	6.7	2.1	3.9	7.3	8.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	180.9	341.5	347.8	354.7	360.9
사채	149.7	149.8	149.8	149.8	149.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	465.3	797.3	876.3	963.2	1,058.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	431.7	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	52.2	525.3	525.3	525.3	525.3
이익잉여금	1,543.8	1,905.9	2,363.9	3,034.2	3,778.8
비지배주주지분	10.0	8.0	32.2	101.6	101.4
자본총계	1,895.5	2,729.2	3,187.1	3,857.2	4,601.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	44,852	80,181	90,778	114,918	125,465
EPS(지배주주)	12,416	20,104	25,876	35,752	39,439
CFPS	17,610	28,692	46,338	94,342	52,052
EBITDAPS	16,470	28,039	34,327	46,406	52,590
BPS	85,985	124,037	143,803	171,186	205,125
DPS	3,820	7,280	7,280	7,280	7,280
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	19.9	22.3	16.2	11.7	10.6
PCR	14.1	15.6	9.0	4.4	8.0
PSR	5.5	5.6	4.6	3.6	3.3
PBR	2.9	3.6	2.9	2.4	2.0
EBITDA	361.2	615.0	753.1	1,018.1	1,153.8
EV/EBITDA	12.7	13.7	11.0	7.8	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	19.1	19.3	22.7	21.0
EBITDA 이익률	36.7	35.0	37.8	40.4	41.9
부채비율	24.5	29.2	27.5	25.0	23.0
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	110.4	179.6	214.1	293.0	299.7
매출채권회전율(x)	8.0	10.0	7.2	4.9	2.8
재고자산회전율(x)	1,455.7	2,983.9	2,700.7	1,824.6	1,063.1

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

컴투스 078340

‘서머너즈워’, e 스포츠로 성장 가치

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 부합. 8월 아시안게임에서 e스포츠 시범종목으로 채택되며 e스포츠는 ‘즐기기 콘텐츠’에서 ‘스포츠’로 진화. ‘서머너즈워’의 성장 가치 부각
- ✓ 3월 ‘체인스트라이크’를 시작으로 2018년 신작사이클 개시
- ✓ 하반기 ‘스카이랜더스’, ‘서머너즈워MMORPG’에 대한 기대 유효
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 21만원으로 상향. 2018E Target PER은 14.7배 수준

Buy

적정주가 (12개월) **210,000 원**

현재주가 (4.4) **175,600 원**

상승여력 **19.6%**

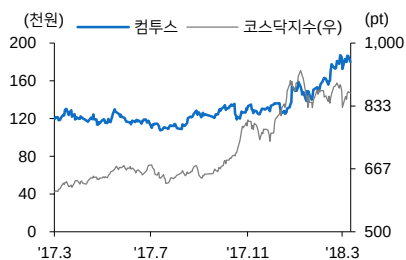
KOSDAQ	862.51pt
시가총액	22,593억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	72.72%
외국인비중	29.39%
52주 최고/최저가	187,300원/107,500원
평균거래대금	212.2억원

주요주주(%)

게임빌 외 3인	24.53
KB자산운용	15.20
국민연금	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.1	40.5	42.2
상대주가	7.8	6.3	3.1

주가그래프



1Q18 실적, 기대치 부합 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,347억원(+12.0% YoY), 470억원(-6.2% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1,288억원, 영업이익 489억원)에 무난히 부합할 전망이다. 전분기 서머너즈워의 크리스마스 패키지 등의 효과 제거되며 외형 감소하나 마케팅비 역시 축소되며 이익 견조할 전망이다. 3월 28일 신개념 턴제 전략 RPG인 ‘체인스트라이크’ 역시 글로벌 150여개 국가에 출시, 4월초 매출 순위는 태국 8위, 홍콩 13위, 한국 28위, 프랑스 19위, 캐나다 23위 등으로 상승세이다.

e 스포츠로의 성장가치

2018년 8월 인도네시아 아시안게임에서 e스포츠는 시범종목으로 채택, 게임은 이제 단순히 즐기기 콘텐츠가 아니라 게임퍼블리셔/중계권/광고와 스폰서십/신규게임/리그/스트리밍이 결합된 거대산업으로 변모하고 있다. 글로벌 e스포츠 타이틀로 성장가능한 국내 IP는 ‘배틀그라운드’, ‘던전앤파이터’, ‘서머너즈워’ 등으로 ‘서머너즈워’의 글로벌 9천만 다운로드 이용자 기반, 100만명의 DAU(Daily Active Users), 월드 아레나 챔피언쉽에서 확인된 e스포츠로의 성장 가능성 감안하여 서머너즈워의 가치 재평가 필요하다.

밸류에이션 할인에서 ‘할증’으로

투자 의견 Buy 유지, 적정주가는 21만원으로 상향 조정하는데 글로벌 가장 저평가된 게임주에서 프리미엄 받으며 재평가된다. 2018년 가치 재평가의 이유는 첫째, ‘서머너즈워’의 IP 가치 리레이팅, 둘째, ‘스카이랜더스IP’와 ‘서머너즈워MMO’로 신작 사이클 개시되기 때문이다.

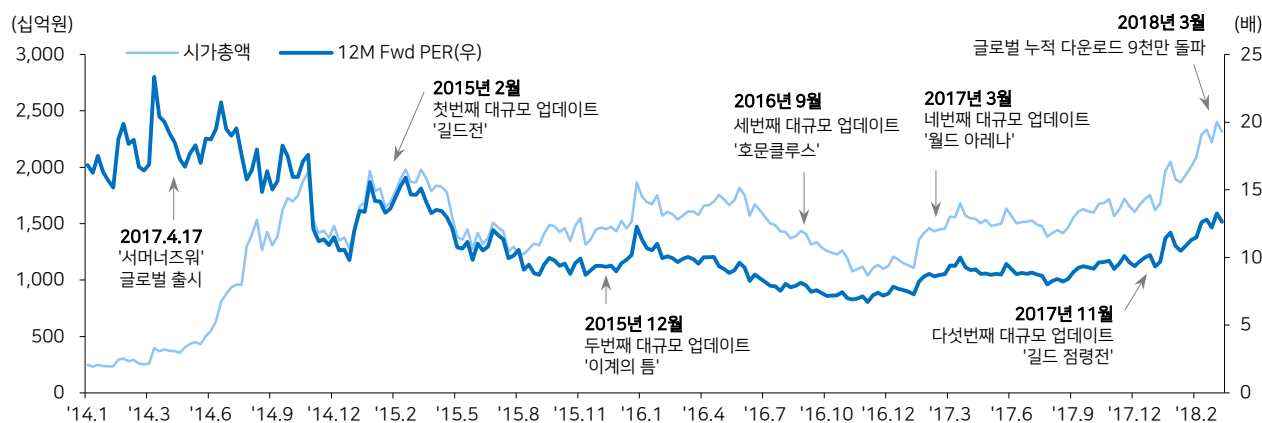
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	513.1	192.0	151.8	11,796	11.9	49,352	7.4	1.8	2.8	26.5	12.1
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018E	632.7	234.6	184.3	14,322	29.4	72,042	13.0	2.6	6.6	21.8	8.5
2019E	727.4	275.7	218.3	16,966	18.5	87,521	11.0	2.1	5.0	21.3	7.1
2020E	820.6	306.0	241.9	18,798	10.8	104,759	9.9	1.8	3.8	19.6	6.1

표15 1Q18 Preview : 기대치 부합

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	120.3	129.4	125.7	136.3	134.7	12.0	-1.2	128.8
국내 모바일	13.1	16.5	15.6	20.6	20.8	58.2	1.0	-
해외 모바일	106.6	112.4	110.2	115.7	113.4	6.4	-2.0	-
영업이익	50.1	49.0	49.6	48.6	47.0	-6.2	-3.4	48.9
세전이익	50.0	52.1	53.4	40.6	48.3	-3.5	18.9	49.7
지배순이익	35.7	37.4	39.2	31.4	37.2	4.0	18.4	37.5

자료: 컴투스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 컴투스의 12m Fwd PER / 시가총액 추이



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 컴투스 분기별 실적, 꾸준하다

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	120.3	129.4	125.7	136.3	134.7	146.6	164.3	187.1	513.0	508.0	632.7
국내 모바일	13.1	16.5	15.6	20.6	20.8	22.5	25.4	27.4	71.0	65.8	96.0
해외 모바일	106.6	112.4	110.2	115.7	113.4	123.6	138.4	159.2	440.8	444.8	534.6
영업이익	50.1	49.0	49.6	48.6	47.0	53.2	60.5	73.9	192.0	194.7	234.6
세전이익	50.0	52.1	53.4	40.6	48.3	54.5	61.8	75.2	198.9	196.1	239.4
지배순이익	35.7	37.4	39.2	31.4	37.2	42.0	47.6	57.9	145.2	142.4	184.3

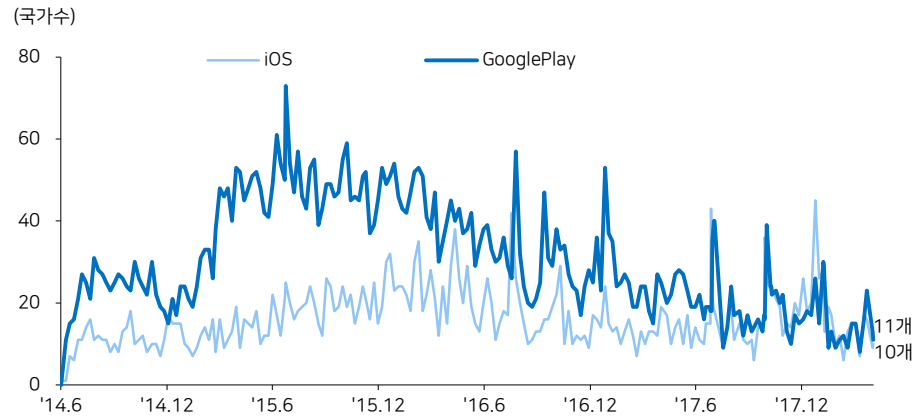
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 컴투스 실적추정 변경내역

(십억원)		2017	2018E	2019E
매출액	수정후	508.0	632.7	727.4
	수정전		606.7	677.6
	% diff		4.3	7.3
영업이익	수정후	194.7	234.6	275.7
	수정전		219.8	254.2
	% diff		6.7	8.5
순이익	수정후	142.4	184.3	218.3
	수정전		175.2	201.6
	% diff		5.2	8.3

자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수



주: 2018.4.3 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 컴투스 2018년 신작 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
체인 스트라이크	RPG	컴투스(자체개발)	2018년 3월	체스의 이동과 공격을 모티브로 제작된 턴제 RPG 2018년 3월 29일 글로벌 150여 국가에 출시
버디크러시	스포츠	컴투스(자체개발)	2Q18	누구나 쉽게 즐기는 진화한 캐주얼 골프 게임
댄스빌	캐주얼	컴투스(자체개발)	2Q18	음악과 춤을 소재로 콘텐츠를 제작하고 공유하며 유저가 답을 찾아가는 샌드박스 장르 게임
스카이랜더스 모바일	전략RPG	컴투스(자체개발)	3Q18	액티비전 유명 콘솔 IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴 방식의 전략 RPG
히어로즈워2	RPG	컴투스(자체개발)	4Q18	이동과 공격을 동시에 하는 신개념 턴제 RPG
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	컴투스(자체개발)	4Q18	자사 대표작 '서머너즈워' IP를 활용한 MMORPG로 소환수를 소환하고 자신만의 던전을 만들어 경쟁

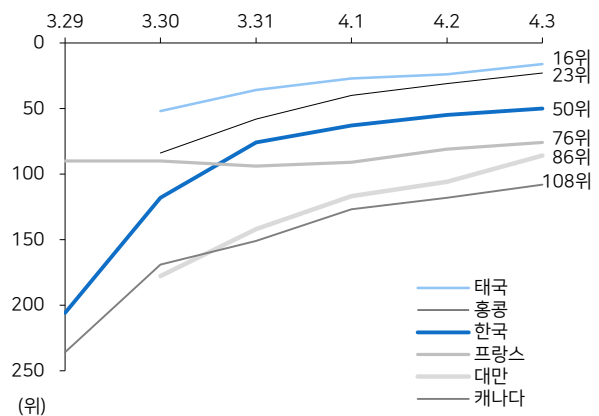
자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 '체인스트라이크'



자료: 컴투스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 '체인스트라이크' 주요 국가 다운로드순위



주: 2018. 4. 3 구글플레이 게임 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	513.1	508.0	632.7	727.4	820.6
매출액증가율 (%)	18.3	-1.0	24.6	15.0	12.8
매출원가	51.5	51.3	64.9	76.4	98.5
매출총이익	461.5	456.7	567.8	651.0	722.1
판매관리비	269.5	262.0	333.3	375.3	416.1
영업이익	192.0	194.7	234.6	275.7	306.0
영업이익률	37.4	38.3	37.1	37.9	37.3
금융손익	6.3	7.7	12.3	12.6	12.8
중속/관계기업손익	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-9.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	199.0	196.1	239.4	280.6	310.9
법인세비용	47.2	50.9	55.1	62.3	69.0
당기순이익	151.8	142.4	184.3	218.3	241.9
지배주주지분 순이익	151.8	142.4	184.3	218.3	241.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	156.0	134.6	185.9	221.0	244.8
당기순이익(손실)	151.8	142.4	184.3	218.3	241.9
유형자산상각비	1.9	1.7	1.4	0.7	0.2
무형자산상각비	1.3	1.1	0.9	0.6	0.6
운전자본의 증감	4.1	-11.1	0.1	0.1	7.2
투자활동 현금흐름	-131.4	-182.0	-43.8	-24.9	-22.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3
투자자산의감소(증가)	8.0	-11.7	-0.7	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	-19.6	-15.9	14.0	21.3	-14.8
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.2	-64.2	141.9	173.5	194.8
기초현금	84.8	90.0	25.8	167.7	341.3
기말현금	90.0	25.8	167.7	341.3	536.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	654.3	768.0	931.5	1,127.8	1,346.5
현금및현금성자산	90.0	25.8	167.7	341.3	536.1
매출채권	61.8	74.1	89.8	91.6	93.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	57.7	70.3	74.3	78.7	83.5
유형자산	2.6	2.9	1.5	0.7	0.6
무형자산	2.6	2.7	2.8	2.8	2.2
투자자산	22.3	34.5	34.4	34.2	38.6
자산총계	712.0	838.3	1,005.8	1,206.6	1,430.0
유동부채	74.4	76.5	78.0	79.6	89.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.6	0.9	0.9	0.9	1.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	77.0	77.4	78.9	80.5	82.1
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.5	208.5	208.4	208.4	208.4
기타포괄이익누계액	6.8	5.9	5.9	5.9	5.9
이익잉여금	434.8	559.7	725.6	924.6	1,146.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	635.0	760.9	926.9	1,126.1	1,347.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	39,875	39,482	49,178	56,533	63,779
EPS(지배주주)	11,796	11,066	14,322	16,966	18,798
CFPS	15,166	14,961	17,639	20,055	23,212
EBITDAPS	15,168	15,343	18,412	21,533	23,848
BPS	49,352	59,141	72,042	87,521	104,759
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.6	1.0	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	7.4	12.3	13.0	11.0	9.9
PCR	5.7	9.1	10.6	9.3	8.0
PSR	2.2	3.4	3.8	3.3	2.9
PBR	1.8	2.3	2.6	2.1	1.8
EBITDA	195.2	197.4	236.9	277.1	306.8
EV/EBITDA	2.8	5.5	6.6	5.0	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.5	20.4	21.8	21.3	19.6
EBITDA 이익률	38.0	38.9	37.4	38.1	37.4
부채비율	12.1	10.2	8.5	7.1	6.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6,487.4	8,420.1	-	-	10,184.8
매출채권회전율(x)	8.3	7.5	7.7	8.0	8.9
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤율정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

NAVER 035420

규제라는 가시밭길

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 하회 예상. 1분기 광고매출액은 계절적 비수기로 성장세는 둔화. 쇼핑은 여전히 견조하며 1분기 페이지래액 2.4조원 예상
- ✓ 네이버는 규제라는 가시밭길 걷고 있으나, 라인 핀테크는 본격 개화되는 꽃길
- ✓ 2018년 네이버의 투자포인트는 1) 라인의 핀테크 성장, 2) 네이버는 쇼핑, 광고 그 이상의 무언가를 보여주는 것

Buy

적정주가 (12개월) 1,100,000 원

현재주가 (4.4) 754,000 원

상승여력 45.9%

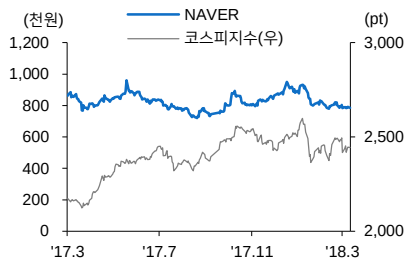
KOSPI	2,408.06pt
시가총액	248,539억원
발행주식수	3,296만주
유동주식비율	77.94%
외국인비중	59.21%
52주 최고/최저가	960,000원/720,000원
평균거래대금	888.2억원

주요주주(%)

국민연금공단	10.76
Aberdeen Asset Manangement	5.04
BlackRock Fund Advisors	5.03
이해진	3.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	1.2	-11.3
상대주가	-4.3	0.6	-20.4

주가그래프



1Q18 실적, 기대치 하회 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 2,333억원(+14.0% YoY), 2,905억원(-0.1% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 1조 2,621억원, 영업이익 3,114억원)대비 하회한다. 광고 매출액은 1분기 계절적 비수기 영향으로 1,090억원(+9.3% YoY), 비즈니스 플랫폼 매출액은 네이버쇼핑의 견조한 성장에 힘입어 5,681억원(+11.5% YoY) 예상한다. IT플랫폼 매출액은 730억원으로 68.3% YoY 높은 성장세 지속. 라인 및 기타플랫폼 역시 4,553억원(+12.1% YoY)으로 추정한다.

영업이익률은 23.6%로 전분기와 유사하며 부진하다. 그 이유는 LG유플러스를 통한 스마트스피커 출시 관련 마케팅비 증가, 인건비 역시 올해 총원월 인력 감안하며 매해 1분기 상향폭 크기 때문이다.

규제라는 가시밭길

네이버쇼핑 관련 규제리스크 지속되고 있으며 상반기 규제리스크의 확정은 네이버에 대한 바텀피싱의 기회 제공한다는 측면에서 오히려 긍정적이다. 현재 공정위의 네이버에 대한 규제 논의는 크게 '뉴노멀법'과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 개정안으로 구체화되었다. 공정위가 네이버쇼핑의 오픈마켓 거래 실태 조사 권한을 갖겠다는 것인데, 네이버가 기존 오픈마켓사업자와 달리 입점/판매 수수료를 받지 않고 네이버페이 결제수수료 1~3%만 수취하고 있기 때문이다.

투자의견 Buy, 적정주가 110만원 유지

NAVER에 대한 투자의견 Buy 유지, 적정주가 110만원 유지한다. 상반기 실적부진과 규제리스크는 중장기 기업가치 리레이팅을 살수 있는 기회임은 분명하나 쇼핑에 기반한 핀테크 성장 등 제2의 성장 가능성을 보여줘야 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,022.6	1,102.0	749.3	22,732	46.8	109,055	34.1	7.1	18.2	26.2	54.3
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	23,447	1.5	144,477	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018E	5,267.9	1,296.9	897.0	27,214	17.6	155,850	28.8	5.0	15.8	18.1	53.0
2019E	6,007.9	1,557.9	1,085.1	32,920	19.5	189,312	23.8	4.1	13.3	19.1	49.2
2020E	6,707.7	1,735.9	1,205.9	36,582	11.1	224,802	21.4	3.5	10.5	17.7	46.0

표19 1Q18 Preview: 기대치 하회

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,233.3	14.0	-2.6	1,262.1
광고	99.7	117.7	114.2	129.6	109.0	9.3	-15.9	-
비즈니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	574.4	568.1	11.5	-1.1	-
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	73.0	68.3	10.0	-
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.0	27.8	18.3	3.0	-
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	468.5	455.3	12.1	-2.8	-
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	290.5	-0.1	-0.2	311.4
세전이익	306.8	305.1	321.0	262.9	313.1	2.1	19.1	321.7
지배순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	204.2	-0.6	13.3	223.0

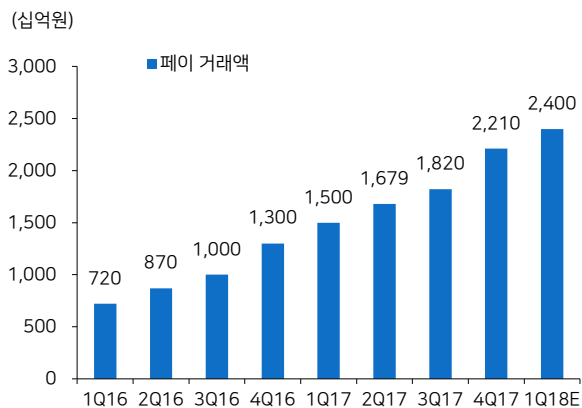
자료: NAVER, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 NAVER 분기별 실적 - 2018년 상반기 부진, 하반기 회복 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,082.3	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,233.3	1,296.9	1,329.8	1,407.9	4,022.6	4,678.5	5,267.9
광고	99.7	117.7	114.2	129.6	109.0	130.9	122.8	137.5	399.5	461.2	500.2
비즈니스플랫폼	509.7	520.5	548.6	574.4	568.1	590.0	595.8	642.5	1,865.6	2,153.2	2,396.4
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	73.0	80.3	88.4	97.2	120.5	217.8	339.0
콘텐츠서비스	23.5	24.4	26.7	27.0	27.8	29.2	29.9	31.4	103.2	101.6	118.4
LINE 및 기타플랫폼	406.0	417.6	452.6	468.5	455.3	466.5	492.9	499.4	1,533.8	1,744.7	1,914.0
영업비용	791.4	844.4	888.6	974.8	942.8	970.8	997.7	1,059.7	2,920.7	3,499.3	3,971.1
플랫폼개발/운영	140.6	143.6	152.7	140.2	154.7	159.3	164.1	169.0	537.2	577.1	647.0
대행/파트너	186.3	201.1	212.4	244.5	238.2	250.5	256.8	271.9	660.5	844.3	1,017.5
인프라	49.3	54.4	57.3	60.9	62.1	63.4	64.6	65.9	188.1	221.9	256.0
마케팅	40.3	50.5	64.3	64.8	74.0	71.3	73.1	70.4	148.3	219.9	288.9
LINE 및 기타플랫폼	374.9	394.8	401.8	464.4	413.9	426.3	439.1	482.5	1,386.6	1,635.9	1,761.7
영업이익	290.8	285.2	312.1	291.1	290.5	326.2	332.0	348.2	1,102.0	1,179.1	1,296.9
세전이익	306.8	305.1	321.0	262.9	313.1	345.0	353.7	350.4	1,116.8	1,195.8	1,362.1
지배순이익	205.5	173.1	214.1	180.2	204.2	227.7	233.6	231.6	749.3	772.9	897.0

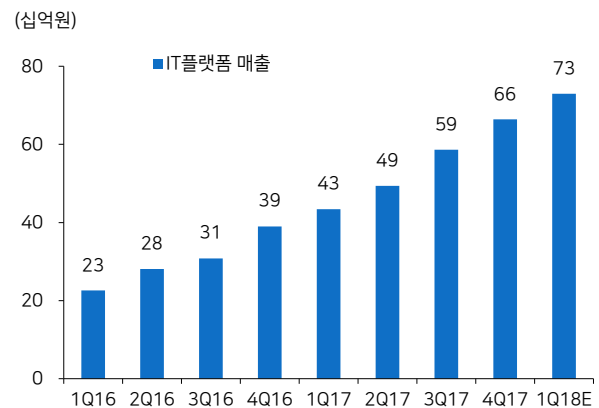
자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 네이버페이 거래액 - 1Q18 2.4조원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 IT 플랫폼(네이버페이) 매출 성장



자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 라인의 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
영업수익	39.2	50.5	43.0	46.4	48.2	49.1	51.8	51.7	146.6	179.2	200.8
매출	38.9	39.8	42.5	45.9	47.6	48.6	51.2	51.2	140.7	167.1	198.6
커뮤니케이션	8.1	7.5	7.5	7.1	7.7	7.4	7.6	7.5	29.3	30.2	30.2
콘텐츠	10.4	10.1	9.9	9.7	10.7	11.0	11.9	10.8	44.8	40.1	44.4
라인광고	13.9	15.0	17.6	19.6	19.4	20.0	21.3	22.4	44.5	66.1	83.1
포털광고	2.6	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	10.2	10.4	10.5
기타	3.9	4.6	4.7	7.0	7.2	7.5	7.8	7.9	11.9	20.2	30.4
기타 영업수익	0.3	10.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	5.9	12.0	2.1
영업비용	35.2	35.9	37.2	45.8	44.3	44.6	46.3	47.3	126.7	154.1	182.4
Payment Processing and licensing	7.7	7.3	7.3	7.3	8.0	8.4	8.8	8.6	29.8	29.6	33.8
Employee Compensation	9.7	9.5	10.8	12.4	12.0	12.6	13.2	13.0	39.4	42.5	50.8
Marketing	4.0	3.8	2.5	5.1	5.5	4.9	5.2	5.6	11.8	15.5	21.2
Infrastructure and Communication	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	7.8	9.1	10.2
Authentication and other service	5.0	5.8	6.5	7.7	7.8	7.9	8.0	7.9	14.4	24.9	31.6
Depreciation and Amortization	1.5	1.5	1.9	2.3	2.4	2.5	2.4	2.6	5.1	7.1	9.9
기타영업비용	5.2	5.6	5.9	8.6	6.0	5.8	6.1	7.0	18.4	25.4	24.9
영업이익	4.0	14.6	5.9	0.6	3.9	4.5	5.5	4.5	19.9	25.1	18.3
영업이익률(%)	10.3	28.9	13.6	1.3	8.0%	9.2%	10.6%	8.6%	13.6	14.0%	9.1%
당기순이익	1.6	8.9	1.6	-4.0	2.8	3.3	4.0	3.2	7.9	18.1	13.3

자료: 라인, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 NAVER valuation

(십억원)	2018E	비고
NAVER (A+B+C)	27,147.9	
검색포털 (A)	15,272.9	
2018E NP	763.6	
Target PE Multiple(배)	20.0	알파벳, 야후 등과 비교
쇼핑 (B)	10,800.0	
2018E 거래액	9,000.0	
Target PSR Multiple(배)	1.2	쿠팡, 티켓몬스터와 비교
동영상 (C)	1,075.0	
월간 페이지뷰(백만뷰)	107.5	
페이지뷰당 가치(달러)	10.0	메이커 스튜디오 등과 비교
라인	5,840.0	
라인 시가총액	10,000.0	NAV대비 30% 할인 적용
지분율(%)	73.0	
현금성자산	3,534.0	
총 기업가치	36,521.9	
적정주가(원)	1,107,977	
현재주가(원)	754,000	
상승여력(%)	45.9%	
주식수(천주)	32,963	

자료: NAVER, 메리츠증권증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,022.6	4,678.5	5,267.9	6,007.9	6,707.7
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	12.6	14.0	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,022.6	4,678.5	5,267.9	6,007.9	6,707.7
판매관리비	2,920.6	3,499.3	3,971.1	4,450.0	4,971.9
영업이익	1,102.0	1,179.2	1,296.9	1,557.9	1,735.9
영업이익률	27.4	25.2	24.6	25.9	25.9
금융손익	28.9	82.6	73.3	76.9	80.8
종속/관계기업손익	-9.4	-14.0	-14.7	-15.5	-16.2
기타영업외손익	10.3	-51.9	-4.6	-4.9	-5.1
세전계속사업이익	1,131.8	1,195.8	1,362.1	1,626.5	1,807.8
법인세비용	360.9	423.2	455.8	544.2	604.9
당기순이익	759.1	770.1	905.7	1,082.2	1,202.9
지배주주지분 순이익	749.3	772.9	897.0	1,085.1	1,205.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,164.0	940.0	1,365.8	1,784.9	1,079.8
당기순이익(손실)	759.1	770.1	905.7	1,082.2	1,202.9
유형자산상각비	145.7	182.7	157.8	128.4	338.3
무형자산상각비	17.3	23.6	13.8	12.0	7.5
운전자본의 증감	88.3	-138.5	185.5	216.3	-59.3
투자활동 현금흐름	-941.7	-1,310.3	-1,056.8	-730.6	-739.1
유형자산의증가(CAPEX)	-153.8	-472.2	-495.8	-520.6	-546.6
투자자산의감소(증가)	-366.8	-604.8	-277.6	-333.1	-399.7
재무활동 현금흐름	697.9	636.2	125.7	214.8	236.3
차입금의 증감	-290.4	38.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	1,084.1	290.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	912.8	181.3	-152.9	466.9	577.1
기초현금	813.4	1,726.2	1,907.6	1,754.7	2,221.6
기말현금	1,726.2	1,907.6	1,754.7	2,221.6	2,798.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,199.9	4,784.2	4,772.7	5,388.1	6,011.5
현금및현금성자산	1,726.2	1,907.6	1,754.7	2,221.6	2,798.7
매출채권	475.4	621.5	1,132.4	1,248.2	1,361.6
재고자산	10.4	36.2	38.0	39.9	41.9
비유동자산	2,170.7	3,235.0	3,846.3	4,576.2	5,448.1
유형자산	863.3	1,150.0	1,380.0	1,656.0	1,987.2
무형자산	112.1	339.5	407.4	488.9	586.7
투자자산	796.9	1,387.7	1,665.3	1,998.4	2,398.0
자산총계	6,370.6	8,019.3	8,618.9	9,964.3	11,459.6
유동부채	1,803.9	2,302.7	2,533.0	2,786.3	3,064.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	227.3	211.0	211.0	211.0	211.0
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	0.0
비유동부채	437.1	411.3	452.5	497.7	547.5
사채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
부채총계	2,241.0	2,714.1	2,985.5	3,284.0	3,612.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,217.2	1,507.9	1,507.9	1,507.9	1,507.9
기타포괄이익누계액	-25.4	-117.2	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	3,810.2	4,555.5	5,426.6	6,473.4	7,640.3
비지배주주지분	534.9	542.8	496.2	440.0	437.1
자본총계	4,129.6	5,305.2	5,633.5	6,680.3	7,847.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	122,036	141,932	159,815	182,264	203,495
EPS(지배주주)	22,732	23,447	27,214	32,920	36,582
CFPS	41,966	43,488	46,646	53,901	62,186
EBITDAPS	38,377	42,031	44,549	51,523	63,152
BPS	109,055	144,477	155,850	189,312	224,802
DPS	1,131	1,446	1,446	1,446	1,446
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	37.1	28.8	23.8	21.4
PCR	18.5	20.0	16.8	14.5	12.6
PSR	6.4	6.1	4.9	4.3	3.9
PBR	7.1	6.0	5.0	4.1	3.5
EBITDA	1,265.0	1,385.4	1,468.4	1,698.3	2,081.6
EV/EBITDA	18.2	18.8	15.8	13.3	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.2	18.5	18.1	19.1	17.7
EBITDA 이익률	31.4	29.6	27.9	28.3	31.0
부채비율	54.3	51.2	53.0	49.2	46.0
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	181.5	2,073.9	1,105.3	1,327.5	1,275.3
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	6.0	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	311.2	201.0	142.0	154.2	163.9

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤을정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

넷마블게임즈 251270

신작부재 vs. 고정비 증가

- ✓ 1Q18, 기대치 하회 전망. 1분기 '리니지2레볼루션'의 국내 매출 하락. 글로벌 합산 일평균 매출액 18억원으로 추정. 참고로 지난 4Q17은 일 26억원 수준
- ✓ 1Q18 영업이익은 837억원으로 영업이익률 15.4%로 저점 형성될 것
- ✓ 4월 '해리포터:호그와트 미스터리'를 시작으로 신작사이클 본격화, 빅히트엔터테인먼트 지분 25.7% 인수 통해 포트폴리오 다변화되고 있어 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **220,000 원**
현재주가 (4.4) **146,500 원**
상승여력 **50.2%**

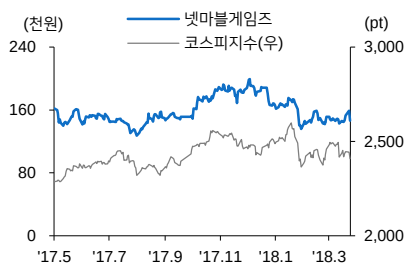
KOSPI	2,408.06pt
시가총액	124,566억원
발행주식수	8,503만주
유동주식비율	28.16%
외국인비중	26.60%
52주 최고/최저가	199,500원/127,500원
평균거래대금	444.3억원

주요주주(%)

방준혁 외 9 인	25.21
씨제이이엔엠	22.02
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3	-3.3	-
상대주가	-2.6	-3.8	-

주가그래프



1Q18, 기대치 하회 전망

1분기 매출액과 영업이익은 5,433억원(-20.9% YoY), 837억원(-58.2% YoY)으로 컨센서스(매출액 5,851억원, 영업이익 1,111억원)대비 하회한다. 국가별 '리니지2레볼루션'의 일매출액은 한국 5억원, 일본 8억원, 동남아 2억원, 북미/유럽 3억원 수준으로 추정한다. 일본 매출액은 견조하나, 동남아/한국 매출액은 뚜렷한 감소세 시현하였다.

1Q18 영업이익률은 15.4%로, 신작부재와 고정비(인건비 등)가 전년대비 증가하며 전분기와 유사하다. 참고로 1분기 주요 영업비용은 인건비 865억원(+5.0% QoQ), 마케팅비 825억원(-31.0% QoQ)로 추정한다.

신작사이클 본격화, 포트폴리오 다변화

4월 '해리포터:호그와트 미스터리'를 시작으로 신작사이클 본격화되고 있어 1분기 저점은 중장기 매수기회 제공할 것이다. 2018년 2번째 레볼루션 시리즈인 '블레이드앤소울 레볼루션'의 국내와 글로벌 출시로 실적 및 기업가치는 한단계 레벨업될 전망이다. 당사의 '블소레볼루션' 예상 매출액은 2,760억원으로 일 15억원 수준이다.

또한 4월 4일 빅히트엔터테인먼트 지분 25.7%, 2,014억원에 인수키로 결정하면서 게임 이외 다양한 IP확보, 사업 포트폴리오 다변화되고 있어 긍정적이다.

투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지

넷마블게임즈에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 22만원을 유지한다. 국내 게임 콘텐츠의 해외진출 주도하는 대표 모바일 게임사로 위치 견고, 그에 따른 프리미엄 부여한 2018E Target PER은 35.4배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,500.0	294.7	174.0	2,719	14.1	17,946	-	-	-0.1	15.3	49.4
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	38.8	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018E	2,760.6	583.5	346.2	4,072	0.2	53,815	38.7	2.9	17.6	7.8	19.5
2019E	3,252.5	874.5	666.9	7,843	81.9	65,133	20.1	2.4	11.4	13.2	17.1
2020E	3,663.5	1,067.1	817.1	9,609	20.8	73,857	16.4	2.1	9.0	13.8	16.2

표23 1Q18 Preview : 기대치 하회

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	543.3	-20.9	-11.8	585.1
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	187.8	-60.6	-5.0	-
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	355.5	68.8	-15.0	-
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.6	83.7	-58.2	-9.6	111.1
지배순이익	130.1	70.2	74.3	36.4	38.4	-70.5	5.5	74.3

자료: 넷마블게임즈, Wisesn, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 넷마블게임즈 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	543.3	575.8	780.5	860.9	1,500.7	2,424.8	2,760.6
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	187.8	212.0	245.0	281.8	743.7	1,106.7	926.6
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	355.5	363.8	535.5	579.2	756.4	1,318.1	1,834.0
게임별 매출											
리니지2레볼루션	378.0	199.8	261.8	240.2	165.6	174.8	151.8	145.8	140.0	1,079.7	638.0
모두의 마블	34.4	32.4	34.9	30.8	30.4	30.0	29.7	29.4	120.5	132.5	119.5
세븐나이트	55.0	48.6	34.9	30.8	39.9	40.2	40.5	40.9	233.8	169.3	161.5
마블컨테스트오브챔피언	27.5	70.2	69.8	86.2	90.5	95.0	99.8	104.8	-	253.7	390.2
쿠키잼	34.4	32.4	34.9	36.9	38.8	40.7	42.8	44.9	-	138.6	167.2
블소 레볼루션	-	-	-	-	-	-	184.0	92.0	-	-	276.0
세븐나이트2	-	-	-	-	-	-	-	138.0	-	-	138.0
테라M	-	-	-	30.8	21.7	23.0	31.2	34.4	-	30.8	110.4
기타	158.1	156.6	145.4	190.9	178.2	195.0	231.9	265.2	1,006.4	651.0	870.2
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.2	459.7	467.1	609.4	641.0	1,205.3	1,915.0	2,177.1
인건비	90.0	86.8	92.4	94.2	86.5	90.8	95.4	100.2	246.2	327.0	372.9
지급수수료	283.8	223.9	232.9	261.9	245.4	260.1	352.5	388.8	603.6	1,044.9	1,246.8
마케팅비	78.4	82.4	101.0	119.4	82.5	69.1	112.5	101.0	255.6	381.2	365.0
기타	34.9	41.9	43.6	47.7	22.6	23.3	24.0	24.7	99.9	98.6	94.5
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.6	83.7	108.7	171.1	220.0	294.7	509.6	583.5
지배순이익	130.1	70.2	74.3	36.4	38.4	57.6	106.2	144.1	174.0	309.8	346.2

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 넷마블게임즈, 빅히트엔터테인먼트 자본 25.7% 인수

항목	내용
발행 회사	(주)빅히트 엔터테인먼트
취득 주식 수	44만 5,882주
취득 금액	2,014억원
취득 후 지분율	25.71%
취득 목적	사업적 시너지 증대를 위한 전략적 투자
취득예정일자	2018년 6월 4일

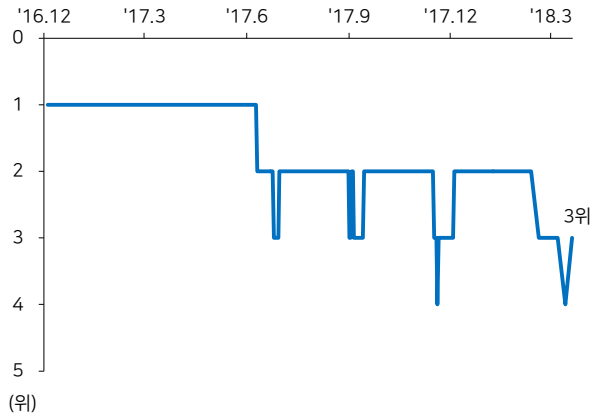
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

표26 국내 주요 엔터 기획사 비교

(억원)	에스엠	와이지 엔터테인먼트	JYP Ent.	빅히트 엔터테인먼트
매출액	3,654	3,499	1,022	924
영업이익	109	252	195	325
시가총액	9,747	5,619	8,084	7,834
2018E PER(배)	27.5	25.7	37.1	-
주요주주	이수만	양현석	박진영	방시혁
대표 아티스트	엑소, 레드벨벳, 동방신기, 슈퍼주니어	빅뱅, 블랙핑크, 위너, 아이콘	트와이스, 갓세븐, 수지	방탄소년단

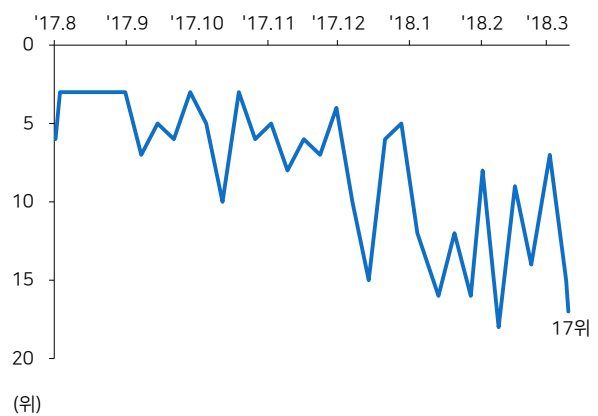
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



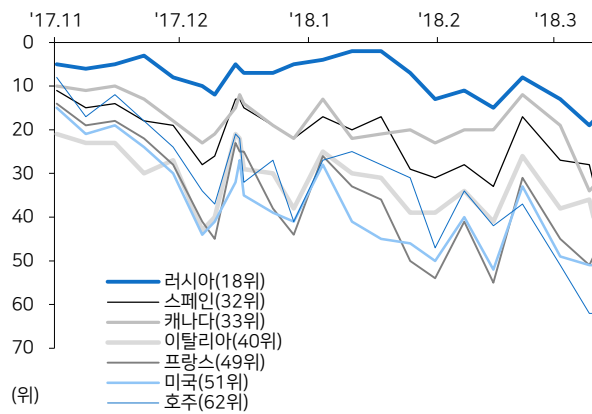
주: 2018.4.3 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 '리니지2레볼루션' (일본) 매출 순위



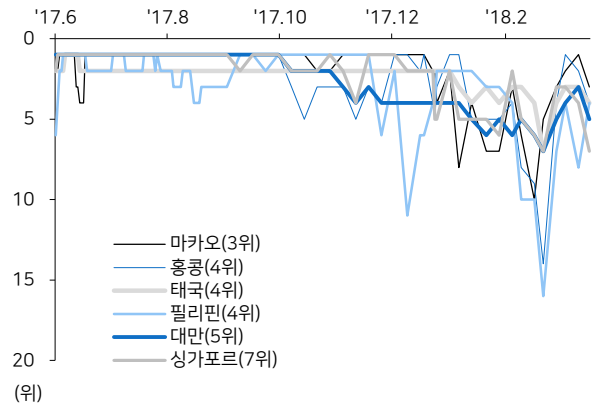
주: 2018.4.3 구글플레이 일본 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 '리니지2레볼루션' (북미/유럽 주요 국가) 매출 순위



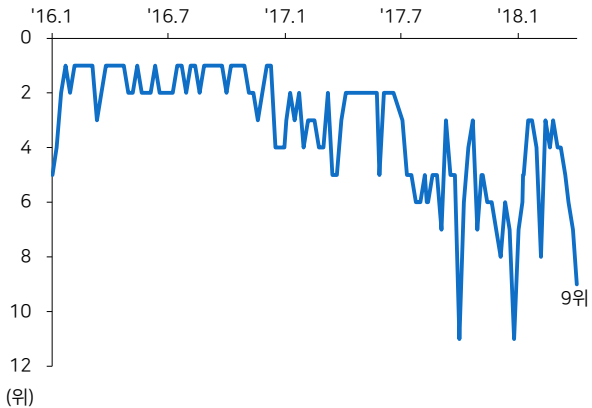
주: 2018.4.3 구글플레이 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 '리니지2레볼루션' (아시아 주요 국가) 매출 순위



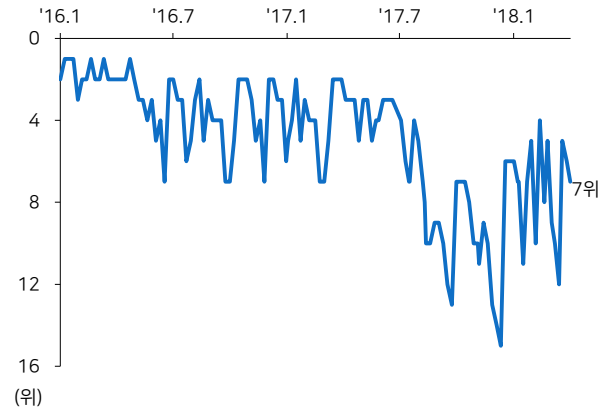
주: 2018.4.3 구글플레이 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



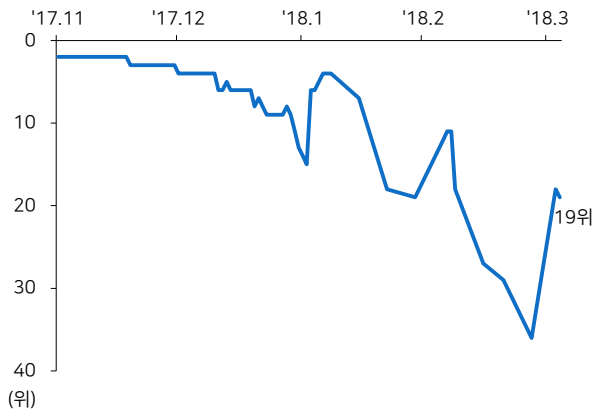
주: 2018.4.3 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 '세븐나이츠 for Kakao' (한국) 매출 순위



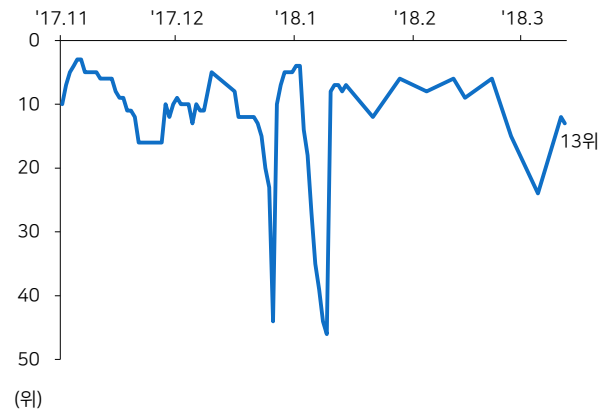
주: 2018.4.3 구글플레이 국내 게임 매출 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 '테라M' (한국) 매출 순위



주: 2018.4.3 구글플레이 국내 게임 매출 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 '페이트/그랜드 오더' (한국) 매출 순위



주: 2018.4.3 구글플레이 국내 게임 매출 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 2018년 게임 라인업 - 여전히 기대작은 '블소 레볼루션'과 '세븐나이츠2'

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
1H18	피싱스트라이크	위메이드플러스	글로벌	2018년 3월 출시
	해리포터 호그와트 미스터리	잼시티	-	3월초 사전예약 개시 '해리포터' IP 활용한 최초의 모바일 게임
	블레이드앤소울 레볼루션	체리박스	한국, 중국	엔씨소프트의 대표 IP '블레이드앤소울' 활용
	퍼스트본	-	글로벌	넷마블 최초의 전략 게임, RPG 특성을 전략게임에 도입
	BTS월드	-	-	아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합
	테리아사가	넷마블블루	일본	일본 시장 겨냥해 철저히 일본에 맞게 만든 모바일 RPG
2H18	세븐나이츠2	넷마블넥스스	한국, 일본	자사 '세븐나이츠' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG
	이카루스M	위메이드엔터테인먼트	한국, 중국	인기 온라인게임 '이카루스' IP 활용한 비행 MMORPG
	원탁의 기사	-	-	유저와 상호작용하는 오픈월드 MMORPG
	일곱개의 대죄 RPG	-	일본	일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용
	더킹오브파이터즈 올스타	-	일본	'킹오브파이터즈' 시리즈의 전체 캐릭터가 총 집합
	극렬 마구마구	넷마블파크	일본	'마구마구'의 일본 현지화 버전, 야구와 RPG가 조합
	요괴워치 메달워즈	-	일본	글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG
	스톤에이지 MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 던제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	팬텀게이트	레벨나인	북미, 유럽	북유럽 신화풍의 그래픽과 세계관이 특징인 어드벤처 RPG
	캐치마인드	-	-	PC게임 '캐치마인드'의 모바일 버전, 위치기반 시스템 도입
	쿵야 야채부락리	-	-	'야채부락리' 게임과 '쿵야' 캐릭터가 결합된 캐주얼 감성 RPG
	리치그라운드	넷마블엔투	글로벌	'모두의마블'이 글로벌 버전으로 진화, 브랜드 새롭게 명명
	매직더게더링M	-	-	원작의 카드와 세계관을 고품질 그래픽으로 완벽하게 구현

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블게임즈 (251270)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500.0	2,424.8	2,760.6	3,252.5	3,663.5
매출액증가율 (%)	39.8	61.6	13.9	17.8	12.6
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,760.6	3,252.5	3,663.5
판매관리비	453.9	1,915.0	2,177.1	2,377.9	2,596.4
영업이익	294.7	509.8	583.5	874.5	1,067.1
영업이익률	19.6	21.0	21.1	26.9	29.1
금융손익	0.3	11.6	19.4	5.4	5.6
종속/관계기업손익	-3.5	-5.7	-5.8	-6.0	-6.2
기타영업외손익	-16.0	-44.2	-45.6	-46.9	-48.3
세전계속사업이익	275.6	471.5	491.5	852.3	1,044.2
법인세비용	66.3	110.6	106.9	185.4	227.1
당기순이익	209.3	360.9	386.7	703.3	849.8
지배주주지분 순이익	174.0	309.8	346.2	666.9	817.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	197.1	503.4	468.4	759.7	924.3
당기순이익(손실)	209.3	360.9	386.7	703.3	849.8
유형자산상각비	8.2	11.5	12.1	12.7	13.3
무형자산상각비	22.4	53.3	55.9	58.7	61.6
운전자본의 증감	-82.3	-18.8	-25.4	-35.3	75.3
투자활동 현금흐름	-207.4	-1,432.7	-244.9	-248.9	-284.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-89.9	-30.0	-31.5	-33.1	-34.7
투자자산의 감소(증가)	-104.3	-436.6	-292.4	-35.0	-36.7
재무활동 현금흐름	63.0	2,527.3	46.0	354.5	420.0
차입금의 증감	263.7	-34.3	67.9	445.0	26.7
자본의 증가	276.2	2,643.5	325.0	272.0	354.5
현금의 증가(감소)	56.8	1,635.1	107.8	822.7	509.6
기초현금	215.9	272.7	1,907.8	2,015.6	2,838.3
기말현금	272.7	1,907.8	2,015.6	2,838.3	3,347.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721.5	2,918.4	2,834.0	3,703.0	4,250.4
현금및현금성자산	272.7	1,907.8	2,015.6	2,838.3	3,347.9
매출채권	244.2	291.4	291.4	291.4	291.4
재고자산	1.9	2.4	2.4	2.4	2.7
비유동자산	1,236.0	2,429.3	2,610.2	2,819.3	2,904.7
유형자산	122.9	145.4	140.7	136.5	125.4
무형자산	540.1	1,236.8	1,422.3	1,635.7	1,609.0
투자자산	543.8	974.7	974.7	974.7	1,097.9
자산총계	1,957.4	5,347.7	5,752.1	6,880.9	7,727.8
유동부채	421.2	501.3	540.4	585.2	663.8
매입채무	108.6	120.6	285.9	328.7	378.1
단기차입금	105.3	4.0	38.9	40.9	42.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	225.8	381.2	381.2	381.2	399.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	647.1	882.4	940.6	1,005.5	1,077.8
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	298.6	298.6	298.6
이익잉여금	293.9	602.9	949.1	1,590.5	2,365.1
비지배주주지분	94.1	135.8	235.7	337.3	370.1
자본총계	1,310.4	4,465.3	4,811.5	5,875.4	6,650.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,445	30,508	32,467	38,252	43,086
EPS(지배주주)	2,719	3,898	4,072	7,843	9,609
CFPS	5,301	7,365	5,197	8,859	13,653
EBITDAPS	5,084	7,228	7,662	11,125	13,432
BPS	17,946	50,920	53,815	65,133	73,857
DPS	-	360	360	360	360
배당수익률(%)	-	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-	48.4	38.7	20.1	16.4
PCR	-	25.6	30.3	17.8	11.5
PSR	-	6.2	4.9	4.1	3.7
PBR	-	3.7	2.9	2.4	2.1
EBITDA	325.3	574.5	651.5	945.9	1,142.1
EV/EBITDA	-0.1	24.2	17.6	11.4	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	11.2	7.8	13.2	13.8
EBITDA 이익률	21.7	23.7	23.6	29.1	31.2
부채비율	49.4	19.8	19.5	17.1	16.2
금융비용부담률	0.1	0.6	0.0	0.0	0.6
이자보상배율(x)	149.2	37.8	14,162.3	21,226.9	45.1
매출채권회전율(x)	8.1	9.1	9.5	11.2	12.6
재고자산회전율(x)	1,374.8	1,142.8	1,170.8	1,379.4	1,461.3

Industry Brief
2018. 4. 5

▲인터넷/게임

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

RA 윤율정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **270,000 원**
현재주가 (4.4) **244,000 원**
상승여력 **10.7%**

KOSDAQ	862.51pt
시가총액	29,442억원
발행주식수	1,252만주
유동주식비율	45.68%
외국인비중	6.72%
52주 최고/최저가	284,200원/98,900원
평균거래대금	508.0억원
주요주주(%)	
김대일 외 5 인	46.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.1	114.6	-
상대주가	-14.4	62.4	-

주가그래프



펄어비스 263750

‘검은사막 모바일’, 시간이 답이다

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 부합 전망. 3월 ‘검은사막 모바일’의 일평균 매출액은 15억원으로 추정. 영업이익은 51% QoQ 증가한 315억원으로 큰 폭의 이익성장 실현
- ✓ ‘검은사막 모바일’은 2월 28일 출시이후 국내 구글플레이 매출순위 2위 안착하며 양호한 성과 실현. 2Q 동남아/대만, 3Q 일본, 북미/유럽 등으로 지역 확장
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 27만원 유지. 2018E Target PER은 16배 수준

1Q18 실적, 기대치 부합 전망

1Q18 매출액과 영업이익은 각각 697억원(+119.3% YoY), 315억원(+50.9% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 784억원, 영업이익 364억원)대비 하회하나, 당사 추정치 대비로는 무난한 실적 달성 예상된다. 1분기 ‘검은사막’의 PC와 모바일 매출액은 각각 217억원(-31.7% YoY), 480억원으로 추정한다. PC매출액은 북미/유럽/대만의 초반 패키지 매출 감소하였다고 추정한다.

영업비용 중에서 인건비 88억원(+17.3% YoY), 마케팅비 95억원(+82.7% YoY), 지급수수료 165억원(+685.7% YoY)으로 신규인력채용, 검은사막 모바일 출시로 광고비 증가, 모바일 오픈마켓 수수료 증가로 비용 증가한다.

‘검은사막 모바일’의 성과 본격반영

2월 28일 출시 이후 국내 구글플레이 매출 순위 2위 안착하며 초반 성과 양호하다. 3월 10일 ‘부패의 군주 크자카’, 24일 ‘길드전쟁’ 업데이트로 꾸준한 흥행 지속하고 있다. 참고로 3월 일매출 수준은 15억원으로 추정한다. 2분기 동남아/대만, 3분기 북미/유럽/일본 등 출시 시기 및 성과가 관건이다.

다만, 최근 중국 ‘검은사막’ 판호발급에 대한 기대는 부담스럽다. 2분기 판호발급이 재개된다고 가정해도, 정식 출시까지는 2~3개월의 시간 소요되며 하반기에나 성과 확인 가능하다.

투자의견 Buy, 적정주가 27만원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 적정주가 27만원 유지한다. 적정주가의 2018E Target PER은 16배 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
2018E	438.2	239.2	203.3	16,847	1,202.8	25,739	14.3	9.4	10.6	68.1	8.0
2019E	484.9	272.0	214.1	17,102	1.5	38,274	14.1	6.3	8.9	53.4	3.5
2020E	570.5	326.9	257.1	20,534	20.1	54,508	11.7	4.4	6.9	44.3	2.9

표28 1Q18 Preview : 기대치 부합

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	31.8	33.0	27.6	24.8	69.7	119.3	181.4	78.4
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	21.7	-31.7	-12.3	-
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	13.7	-38.6	-23.5	-
직접 서비스	9.4	13.4	13.2	6.8	8.0	-15.2	17.0	-
모바일	-	-	-	-	48.0	-	-	-
콘솔	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익	20.9	22.2	15.2	6.3	31.5	50.9	397.2	36.4
세전이익	18.0	22.9	16.1	1.5	32.1	78.6	2,098.6	36.6
지배순이익	15.2	19.6	13.6	1.1	27.0	77.6	2,291.4	22.9

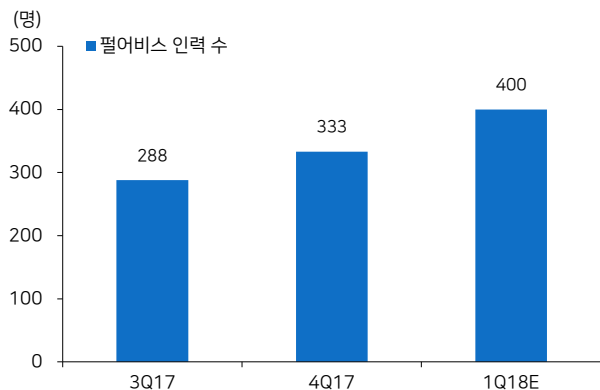
자료: 펠어비스, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표29 펠어비스 분기별 실적 - 검은사막 모바일의 성과 본격 반영

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	31.8	33.0	27.6	24.8	69.7	109.2	117.2	142.1	61.6	117.2	438.2
PC	31.8	33.0	27.6	24.8	21.7	22.3	22.4	22.4	61.6	117.2	88.9
퍼블리싱	22.4	19.6	14.4	17.9	13.7	13.9	13.7	13.5	-	74.3	54.9
직접 서비스	9.4	13.4	13.2	6.8	8.0	8.4	8.7	8.9	-	43.0	34.0
모바일	-	-	-	-	48.0	77.9	83.7	107.9	-	-	317.5
콘솔	-	-	-	-	-	9.0	11.1	11.8	-	-	31.9
영업비용	10.9	10.8	12.4	18.4	38.2	50.7	51.2	58.9	17.0	52.6	199.1
인건비	4.1	4.6	5.7	7.5	8.8	9.2	9.7	10.2	10.7	22.2	37.8
지급수수료	3.2	2.3	1.9	2.1	16.5	25.8	27.7	33.6	-	9.6	103.6
광고선전비	1.3	1.2	1.5	5.2	9.5	12.2	10.2	11.5	-	9.1	43.4
주식보상비용	1.1	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.9	5.1	5.8
감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.0	1.2
기타	1.0	1.1	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	3.9	5.6	7.2
영업이익	20.9	22.2	15.2	6.3	31.5	58.4	66.0	83.2	44.6	64.6	239.2
세전이익	18.0	22.9	16.1	1.5	32.1	59.0	66.6	83.8	45.9	58.5	241.6
지배순이익	15.2	19.6	13.6	1.1	27.0	49.7	56.1	70.5	40.4	49.5	203.3

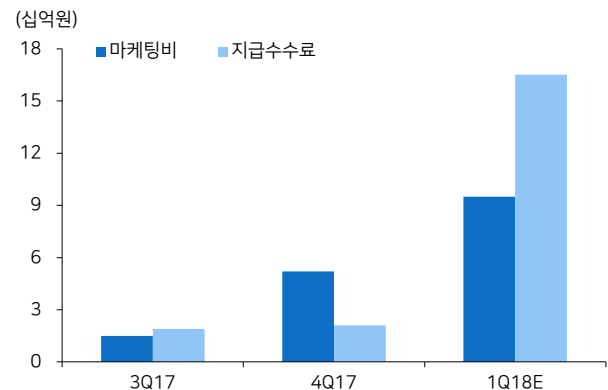
자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 인력의 증가



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 마케팅비/지급수수료 증가



자료: 펠어비스, 메리츠증권증권 리서치센터

필어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52.4	438.2	484.9	570.5
매출액증가율 (%)	55.5	736.6	10.6	17.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	438.2	484.9	570.5
판매관리비	30.7	199.1	212.9	243.6
영업이익	21.7	239.2	272.0	326.9
영업이익률	41.4	54.6	56.1	57.3
금융손익	-4.1	2.4	2.5	2.6
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	17.7	241.6	274.5	329.6
법인세비용	3.0	38.2	60.4	72.5
당기순이익	14.7	203.3	214.1	257.1
지배주주지분 순이익	14.7	203.3	214.1	257.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	26.5	202.8	209.0	257.1
당기순이익(손실)	14.7	203.3	214.1	257.1
유형자산상각비	0.7	3.1	1.6	0.8
무형자산상각비	0.3	1.8	0.8	0.4
운전자본의 증감	6.6	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-8.3	-15.9	-14.4	-19.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-4.1	-4.2	-4.3
투자자산의감소(증가)	-3.1	-3.1	-3.2	-3.3
재무활동 현금흐름	178.8	182.2	-7.7	-5.3
차입금의 증감	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	185.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	53.2	145.6	195.8
기초현금	46.9	240.5	293.7	439.3
기말현금	240.5	293.7	439.3	635.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	279.9	336.1	482.3	697.1
현금및현금성자산	240.5	293.7	439.3	635.1
매출채권	15.9	21.6	23.6	30.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	13.8	15.7	16.4
유형자산	6.2	4.4	4.7	4.9
무형자산	4.2	4.3	4.5	4.7
투자자산	3.2	2.0	3.5	3.7
자산총계	296.6	348.0	496.0	702.2
유동부채	19.8	22.4	15.1	17.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.6	3.4	1.8	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	21.4	25.8	16.9	19.8
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	181.5	181.5	181.5	181.5
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	85.1	83.8	276.9	480.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	275.2	322.2	479.1	682.4

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)				
SPS	4,599	36,314	38,730	45,572
EPS(지배주주)	1,293	16,847	17,102	20,534
CFPS	2,139	17,301	17,321	20,640
EBITDAPS	1,989	20,219	21,914	26,208
BPS	22,807	25,739	38,274	54,508
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	191.5	14.3	14.1	11.7
PCR	115.7	13.9	13.9	11.7
PSR	53.8	6.6	6.2	5.3
PBR	10.9	9.4	6.3	4.4
EBITDA	22.7	244.0	274.3	328.1
EV/EBITDA	120.3	10.6	8.9	6.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	9.9	68.1	53.4	44.3
EBITDA 이익률	43.3	55.7	56.6	57.5
부채비율	7.8	8.0	3.5	2.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3,009.6	-	-	-
매출채권회전율(x)	4.2	23.4	21.5	21.2
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤율정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

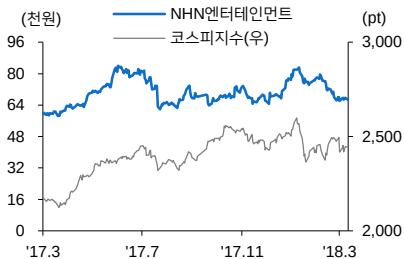
적정주가 (12개월) 100,000 원
현재주가 (4.4) 66,100 원
상승여력 51.3%

KOSPI	2,408.06pt
시가총액	12,932억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	50.47%
외국인비중	11.07%
52주 최고/최저가	84,000원/58,500원
평균거래대금	92.1억원

주요주주(%)	
이준호 외 24 인	47.71
국민연금	5.03
한국투자신탁운용	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.5	-3.2	10.9
상대주가	-13.7	-3.8	-0.5

주가그래프



NHN 엔터테인먼트 181710

성장궤도는 변함없다

- ✓ 1Q18 실적, 기대치 부합 전망. 웹보드는 1분기 설연휴로 성수기,페이코의 월결 제액은 3,500억원 수준으로 안정적, 2분기 삼성페이 가맹점 입점 효과 기대.
- ✓ 웹보드게임 규제 동결로 인한 우려 크지 않다. 3월 문광부는 기존 웹보드게임 규제안을 유지하기로 결정. 실망감 크나 웹보드의 꾸준한 캐쉬카우 역할 지속
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

1Q18 실적, 기대치 부합 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,322억원(+2.4% YoY), 129억원(+40.2% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 2,350억원, 영업이익 100억원)에 대체로 부합한다. 사업부문별로는 웹보드 359억원(-4.3% YoY), 퍼블리싱 146억원(-19.3% YoY), 모바일 672억원(-5.4% YoY), 기타 1,144억원(+14.3% YoY)으로 추정된다. 웹보드 게임 매출액은 설연휴 등 계절적 성수기로 양호, 모바일게임과 퍼블리싱게임 매출액은 전분기와 유사하다.

페이코는 1Q18 월거래액은 3,500억원 수준으로, 삼성페이 가맹점 입점을 앞두고 마케팅비 발생 크지 않았다. 1분기 영업이익은 17년 12월 인수한 인크로스 연결 계상되며 129억원으로 한단계 올라선다. 참고로 2017년 인크로스 매출액과 영업이익은 각각 368억원, 102억원 수준이었다.

웹보드게임 규제 동결로 인한 영향 크지 않다

3월 문광부는 기존 웹보드게임 규제안을 유지하기로 결정. 실망감 크나 웹보드의 꾸준한 캐쉬카우 역할은 지속된다. 웹보드게임 매출액은 2013년 2,539억원→2015년 834억원으로 67% 감소하였으나, 2018년에는 1,694억원으로 과거대비 67% 수준으로 회복한다는 기존 전망을 유지한다.

페이코의 변함없는 성장, 자회사 효과 본격화

2018년 페이코 거래액은 4,8조원(+140% YoY)으로 예상, 유통/금융 기업 등 3자와의 파트너십 활발하며 올해도 큰 폭의 성장 기대된다. 2018년에는 쇼핑검색광고 도입 계획하고 있어 현재 수수료 기반(약 0.01%) 수익모델에서 광고비즈니스 본격화될 것이다. 그리고 1분기 인크로스, 2분기 NHN한국사이버결제 연결계상되며 그동안의 투자가 현실화된다는 점 긍정적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	856.4	26.4	12.5	639	-95.9	74,766	78.7	0.7	9.3	0.9	21.7
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018E	1,003.2	67.5	78.5	4,014	657.1	80,386	16.3	0.8	9.3	5.1	29.3
2019E	1,108.8	99.8	100.8	5,151	33.7	84,904	12.7	0.8	7.2	6.2	30.7
2020E	1,229.7	136.8	126.2	6,452	28.8	90,723	10.2	0.7	5.3	7.3	31.8

표30 1Q18 Preview : 기대치 부합

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	226.7	224.9	219.7	237.7	232.2	2.4	-2.3	235.0
PC	55.6	49.0	48.5	49.3	50.5	-9.2	2.4	-
웹보드	37.5	33.3	33.7	34.2	35.9	-4.3	5.0	-
퍼블리싱	18.1	15.7	15.0	15.1	14.6	-19.3	-3.3	-
모바일	71.0	73.8	63.8	64.9	67.2	-5.4	3.5	-
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	114.4	14.3	-7.4	-
영업이익	9.2	9.9	5.5	10.1	12.9	40.2	27.7	10.0
세전이익	20.9	19.2	14.2	0.7	21.8	4.3	3,014.3	16.0
지배순이익	14.7	8.5	4.1	-8.7	17.6	19.7	흑전	13.3

자료: NHN엔터테인먼트, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 NHN엔터테인먼트 분기별 실적

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	226.7	224.9	219.7	237.7	232.2	242.2	253.1	275.7	856.4	909.1	1,003.2
PC	55.6	49.0	48.5	49.3	50.5	54.5	58.1	63.3	195.6	202.4	226.5
웹보드	37.5	33.3	33.7	34.2	35.9	40.2	44.2	49.0	110.5	138.7	169.4
퍼블리싱	18.1	15.7	15.0	15.1	14.6	14.3	13.9	14.3	85.7	63.9	57.1
모바일	71.0	73.8	63.8	64.9	67.2	68.3	70.6	72.4	277.3	273.5	278.6
기타	100.1	102.1	107.4	123.6	114.4	119.3	124.4	140.0	383.5	433.2	498.1
영업비용	217.5	215.0	214.2	227.7	219.3	224.8	239.7	251.8	830.1	874.4	935.7
인건비	68.6	69.5	68.7	70.6	68.2	70.2	81.1	88.5	263.3	277.5	308.1
지급수수료	97.5	93.8	92.9	102.8	95.4	97.0	100.1	102.8	366.2	387.0	395.3
광고선전비	20.4	20.9	20.7	21.8	22.4	23.5	24.7	25.9	69.3	83.8	96.6
감가상각비	8.2	8.7	7.7	8.9	9.1	9.4	8.5	8.8	37.0	33.5	35.9
통신비	5.7	5.9	5.8	5.7	5.9	6.0	6.2	6.4	24.3	23.2	24.5
기타	16.9	16.3	18.3	17.9	18.3	18.7	19.0	19.4	70.0	69.4	75.4
영업이익	9.2	9.9	5.5	10.1	12.9	17.3	13.3	23.9	26.4	34.7	67.5
세전이익	20.9	19.2	14.2	0.7	21.8	26.4	22.6	27.9	26.0	55.7	98.7
지배순이익	14.7	8.5	4.1	-8.7	17.6	20.7	18.3	21.9	12.5	18.6	78.5

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표32 2018년 신규게임 라인업 - 상반기 4종, 하반기 10종 출시 예정

게임명	출시 시기	특징
야구9단	2018년 3월	프로야구 시즌에 맞추어 모바일 앱게임 출시할 계획
컴파스	2Q18	중화권 출시 예정
피쉬아일랜드2	2Q18	국내 출시 예정
신규 IP 게임(게임명 미공개)	2Q18 또는 3Q18	미국 유명 미디어 그룹과 제휴해 개발 중
크리티컬 오프	2H18	핀란드 게임사가 개발한 모바일 FPS, e스포츠화 추진 계획
모노카타리	2H18	일본 인기 애니메이션 IP 활용
툰잡	2H18	NAVER 웹툰 캐릭터 활용, 캐주얼 퍼즐과 RPG 결합

자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 NHN페이코 손익계산서

(억원)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	121	200	500	900
인건비	150	170	200	250
마케팅비	400	480	450	430
기타	50	50	70	100
총 영업비용	600	700	720	780
영업이익	-479	-500	-220	120

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표34 인크로스 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017
매출액	24.0	26.5	31.5	36.8
% YoY growth	-	10.3	18.6	16.8
미디어랩	10.9	13.0	16.7	20.9
애드네트워크(다윈)	4.1	6.3	8.5	11.0
서비스운영	7.3	6.6	6.1	4.9
기타	1.8	0.6	0.1	0.0
매출원가	16.6	17.1	18.7	22.2
매출총이익	7.5	9.4	12.8	14.5
판매비와관리비	2.2	3.8	3.8	4.3
영업이익(손실)	5.2	5.5	9.0	10.2
% YoY growth	-	5.9	62.6	13.9
% OP Margin	21.7	20.9	28.6	27.9
세전이익	5.0	5.4	8.5	10.9
법인세비용	1.0	1.3	2.2	2.6
당기순이익	0.9	-0.2	6.3	8.3
% YoY growth	-	적전	흑전	31.1
% NP Margin	3.6	-0.9	20.1	22.6

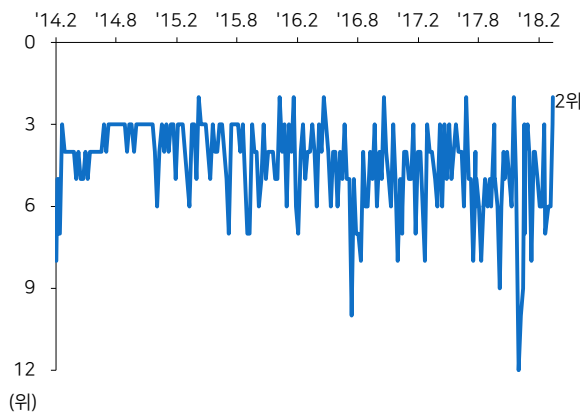
자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

표35 NHN한국사이버결제 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017
매출액	154.0	195.5	272.1	352.0
% YoY growth	-	27.0	39.2	29.3
PG수수료	113.9	147.4	216.8	282.1
VAN 수수료	34.7	39.9	41.2	44.4
상품매출(단말기)	1.1	1.4	4.7	7.7
기타	4.3	6.8	9.3	17.8
매출원가	127.9	164.4	238.9	305.1
매출총이익	26.1	31.1	33.2	46.9
판매비와관리비	17.2	20.2	21.7	29.0
영업이익(손실)	8.8	10.9	11.5	17.9
% YoY growth	-	23.5	5.4	55.6
% OP Margin	5.7	5.6	4.2	5.1
세전이익	10.9	12.8	13.3	14.6
법인세비용	2.4	3.5	3.1	4.3
당기순이익	8.4	9.3	10.2	10.2
% YoY growth	-	10.3	9.4	0.3
% NP Margin	5.5	4.8	3.7	2.9

자료: NHN한국사이버결제, 메리츠증권증권 리서치센터

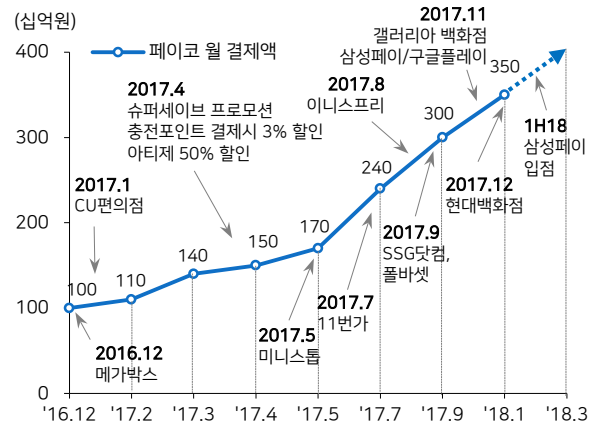
그림38 라인 '디즈니즈무즈무' (일본) 매출 순위



주: 2018.4.3 구글플레이 일본 게임 매출 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 페이코 월 거래액



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	856.4	909.1	1,003.2	1,108.8	1,229.7
매출액증가율 (%)	32.9	6.2	10.4	10.5	10.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	856.4	909.1	1,003.2	1,108.8	1,229.7
판매관리비	830.1	874.4	935.7	1,009.0	1,092.9
영업이익	26.4	34.7	67.5	99.8	136.8
영업이익률	3.1	3.8	6.7	9.0	11.1
금융손익	29.3	73.9	41.1	42.4	43.6
중속/관계기업손익	-13.1	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5
기타영업외손익	-16.6	-44.6	-46.0	-47.3	-48.7
세전계속사업이익	26.0	54.4	98.7	131.9	169.9
법인세비용	18.9	45.7	32.6	43.5	56.1
당기순이익	7.1	8.7	66.1	88.4	113.9
지배주주지분 순이익	12.5	16.6	78.5	100.8	126.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	83.4	-43.5	-29.1	-3.5	25.7
당기순이익(손실)	7.1	8.7	66.1	88.4	113.9
유형자산상각비	24.4	22.8	25.3	17.7	17.6
무형자산상각비	12.6	10.7	1.4	1.4	0.3
운전자본의 증감	61.7	-49.5	0.0	0.0	4.0
투자활동 현금흐름	36.7	-85.7	66.1	88.4	113.9
유형자산의증가(CAPEX)	-35.6	-84.0	-86.6	-89.2	-91.8
투자자산의감소(증가)	115.3	-51.3	-7.1	-7.2	-7.3
재무활동 현금흐름	-79.2	196.2	21.5	23.7	26.0
차입금의 증감	-29.6	72.2	0.0	0.0	-8.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.1	66.6	105.9	49.7	52.6
기초현금	260.4	301.5	368.1	474.0	523.7
기말현금	301.5	368.1	474.0	523.7	576.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	749.5	947.7	986.0	1,035.5	1,107.3
현금및현금성자산	301.5	368.1	474.0	523.7	576.3
매출채권	113.2	196.8	265.6	292.2	321.4
재고자산	21.9	16.7	16.9	17.1	17.3
비유동자산	1,088.7	1,169.9	1,188.1	1,207.0	1,249.8
유형자산	114.3	118.0	111.5	104.7	87.1
무형자산	323.0	351.8	369.4	387.8	387.5
투자자산	492.3	543.6	550.7	557.9	618.7
자산총계	1,838.2	2,117.6	2,229.7	2,368.7	2,538.1
유동부채	267.6	396.4	390.6	420.5	445.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.6	82.0	82.0	82.0	82.0
유동성장기부채	21.4	8.5	8.5	8.5	0.0
비유동부채	60.2	63.3	64.0	64.6	70.1
사채	0.0	5.7	5.7	5.7	5.7
장기차입금	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
부채총계	327.7	459.7	505.7	556.2	611.8
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	14.2	-8.8	-8.8	-8.8	-8.8
이익잉여금	262.6	278.4	344.5	432.9	546.8
비지배주주지분	47.7	151.3	151.3	151.3	151.3
자본총계	1,510.5	1,657.9	1,724.0	1,812.4	1,926.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,773	46,466	51,276	56,674	62,851
EPS(지배주주)	639	849	4,014	5,151	6,452
CFPS	3,682	3,931	119,843	62,419	9,531
EBITDAPS	3,238	3,488	4,819	6,075	7,911
BPS	74,766	77,006	80,386	84,904	90,723
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	78.7	80.6	16.3	12.7	10.2
PCR	13.7	17.4	0.5	1.0	6.9
PSR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.0
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	63.4	68.2	94.3	118.9	154.8
EV/EBITDA	9.3	14.7	9.3	7.2	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.9	1.1	5.1	6.2	7.3
EBITDA 이익률	7.4	7.5	9.4	10.7	12.6
부채비율	21.7	27.7	29.3	30.7	31.8
금융비용부담률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.4
이자보상배율(x)	13.2	117.6	148.2	219.1	29.1
매출채권회전율(x)	8.0	5.9	4.3	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	78.3	47.2	59.9	65.3	71.5

Industry Brief
2018. 4. 5

▲ 인터넷/게임

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

RA 윤율정
02. 6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원
현재주가 (4.4) 67,200 원
상승여력 48.8%

KOSDAQ	862.51pt
시가총액	4,432억원
발행주식수	660만주
유동주식비율	63.95%
외국인비중	11.32%
52주 최고/최저가	92,500원/50,900원
평균거래대금	122.0억원

주요주주(%)	
송병준 외 4인	33.56
KB자산운용	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.1	2.0	8.7
상대주가	-7.3	-22.8	-21.1

주가그래프



게임빌 063080

끝날 때까지 끝난 게 아니다

- ✓ 1Q18 실적, 영업적자 축소 전망. 1분기 매출액과 영업손실은 각각 238억원, 41억원으로 적자폭 축소되며 기대치 부합 전망
- ✓ 1월 12일 '로열블러드' 국내 출시, 3월 7일 '빛의 계승자' 글로벌 출시
- ✓ 2분기 '로열블러드' 글로벌 출시, '탈리온'/'자이언츠워'까지 가속화되는 신작출시
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 10만원 유지. 올해 10개의 신규게임 출시 계획하며 기업가치 회복을 위해 한걸음씩 나아가고 있음

1Q18, 영업적자 축소 전망

게임빌의 1분기 실적은 영업적자폭이 축소되며 기대한 수준으로 예상한다. 1분기 매출액과 영업손실은 각각 238억원(-41.7% YoY), 41억원(적자지속, YoY)으로 예상한다. 1월 '로열블러드'(한국), 2월 '빛의 계승자'의 신규게임 출시 있었으며 기대보다 부진했다. 4월 1일 기준 '로열블러드'의 매출 순위는 국내 300위권 밖으로 부진하나, '빛의 계승자'의 글로벌 순위는 한국 88위 등 다양한 국가에서 비교적 선전하고 있다.

2분기 '로열블러드' 글로벌, '탈리온'/'자이언츠워'까지

2018년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1,422억원(+33.6% YoY), 55억원(+흑전, YoY)으로 신작 사이클 본격화에 힘입어 지난 2년간의 부진을 떨치고 턴어라운드 기대된다. 비록 1분기 출시된 신작들의 성과가 기대보다 부진하나 4월 '로열블러드'의 글로벌 출시, '탈리온'/'자이언츠워'/'엘룬'/'가디우스' 앰파이어까지 연이은 대작 게임들의 출시 진행된다.

컴투스 재평가, 점진적 반영

2018년 컴투스의 기업가치는 연초대비 29.0% 상승하였는데 반해 게임빌 주가는 27.2% 하락하였다. 컴투스의 리레이팅은 결국 게임빌의 지분가치(25% 지분율) 재평가로 이어진다. 실제 게임빌의 시가총액 4,432억원에서 컴투스 지분가치 5,566억원을 감안하면 현재 게임빌의 영업가치는 마이너스(-)로 평가되고 있다. 올해 게임빌의 개발력과 IP Power에 근거한 성공게임들이 나와준다면 주가 반등 충분히 가능하다. 참고로, 적정주가 10만원의 2018년 실적기준 Target PER은 16.1배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	161.5	4.3	29.5	4,516	46.1	35,865	10.8	1.4	39.0	13.2	38.7
2017	106.4	-20.1	8.0	1,211	-72.9	36,613	76.2	2.5	-44.4	3.4	38.4
2018E	142.2	5.5	40.7	6,125	403.8	42,736	11.5	1.6	50.9	15.4	33.3
2019E	164.8	20.0	44.2	6,705	9.5	49,462	10.5	1.4	21.0	14.5	29.2
2020E	184.5	29.6	52.6	7,969	18.9	57,431	8.8	1.2	13.5	14.9	25.6

표36 1Q18 Preview : 영업적자 축소

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	% YoY	% QoQ	Consensus
매출액	28.6	30.2	25.4	22.2	23.8	-41.7	6.9	27.8
국내 모바일	12.7	10.7	11.4	10.7	11.4	-24.8	7.0	-
해외 모바일	15.9	19.5	14.0	11.5	12.3	-51.8	6.9	-
영업이익	-3.0	-4.2	-3.8	-8.6	-4.1	적지	적지	-3.8
세전이익	4.8	4.3	3.4	-4.6	6.6	-53.0	흑전	4.7
지배순이익	3.3	5.7	2.3	-2.2	5.0	-56.9	흑전	5.5

자료: 게임빌, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 게임빌 분기별 실적-2018년 끝날 때까지 끝난 게 아니다

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	28.6	30.2	25.4	22.2	23.8	35.3	39.7	43.4	161.5	106.4	142.2
국내 모바일	12.7	10.7	11.4	10.7	11.4	14.0	17.2	19.7	70.6	45.4	62.3
해외 모바일	15.9	19.5	14.0	11.5	12.3	21.3	22.6	23.7	91.6	61.0	79.9
영업이익	-3.0	-4.2	-3.8	-8.6	-4.1	1.3	3.0	5.3	4.3	-19.6	5.5
세전이익	4.8	4.3	3.4	-4.6	6.6	13.6	15.6	18.0	36.3	7.9	53.9
지배순이익	3.3	5.7	2.3	-2.2	5.0	10.2	11.8	13.6	29.5	9.0	40.7

자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 '로열블러드' 국내 매출 순위

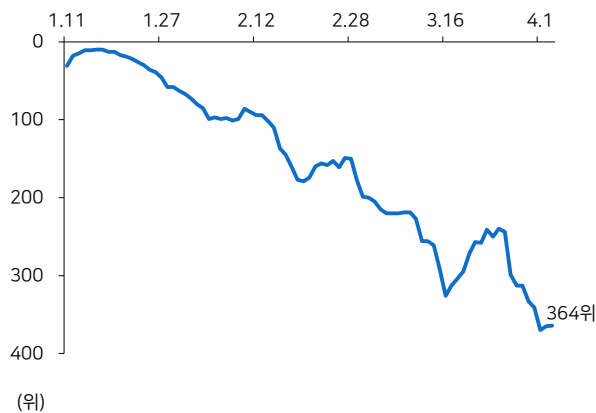


그림41 '빛의 계승자' 주요 국가 매출순위

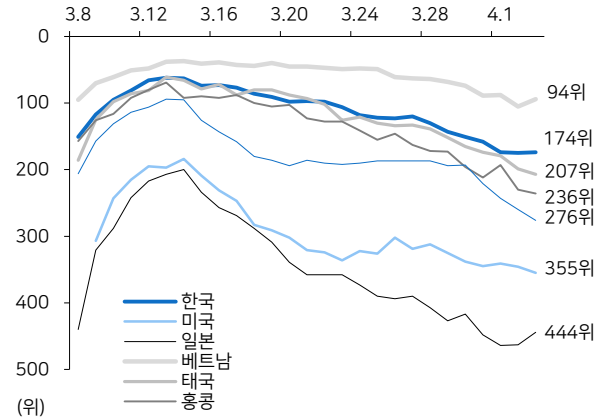


표38 게임빌의 신규게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시점	특징
로열블러드	MMORPG	게임빌(자체개발)	'18.1.12 '18.4월 글로벌 출시	100:100 대규모 RvR과 레이드 보스, 이벤트 중심의 필드 콘텐츠
빛의 계승자	전략 RPG	올엠	'18.3월 출시	크리티카 개발사의 차기작, 수집형 전략 RPG, 9월 국내 테스트 진행
자이언츠워	전략 RPG	-	'18.3월 26일 사전예약 2Q18 출시 예정	글로벌 감성의 히어로 육성 게임
탈리온	MMORPG	유틸플러스	2Q18	구르기 및 점프, 360도 시점 조절이 가능한 FULL 3D MMORPG
엘룬	전략 RPG	게임빌(자체개발)	2Q18	글로벌 유저 취향에 맞춘 새로운 감각의 수집형 전략 RPG
가디우스 엠파이어	전략 RPG	드래곤플레이	2Q18	전략시뮬레이션과 톨플레이의 결합
코스모 듀얼	캐주얼 PVP	콩스튜디오	3Q18	아바타와 아이템을 전략적으로 조합하는 실시간 대전 퍼즐 게임
NBA IP 신작	스포츠	-	3Q18	NBA 공식 라이선스를 활용한 농구 게임
게임빌 프로야구(가제)	스포츠	-	3Q18	게임빌 프로야구의 후속작
피싱마스터2	스포츠	-	4Q18	언리얼4엔진을 활용한 낚시 게임

자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 '자이언츠워' - 3월 26일부터 사전예약



자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 '탈리온'



자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 '엘룬'



자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 '가디우스 엠파이어'



자료: 게임빌, 메리츠증권증권 리서치센터

게임빌 (063080)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	161.5	106.4	142.2	164.8	184.5
매출액증가율 (%)	6.0	-34.1	33.7	15.9	12.0
매출원가	62.8	50.3	43.0	49.9	55.8
매출총이익	98.7	56.1	99.2	114.9	128.7
판매관리비	94.4	76.2	93.7	95.0	99.1
영업이익	4.3	-20.1	5.5	20.0	29.6
영업이익률	2.7	-18.9	3.9	12.1	16.0
금융손익	-0.9	-1.3	-1.4	-1.4	-1.4
종속/관계기업손익	39.2	32.8	34.5	36.2	38.0
기타영업외손익	-6.3	-4.8	-2.2	-2.5	1.0
세전계속사업이익	36.3	6.6	53.9	56.7	67.4
법인세비용	7.0	-1.5	13.5	12.5	14.8
당기순이익	29.3	8.0	40.7	44.2	52.6
지배주주지분 순이익	29.5	8.0	40.7	44.2	52.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	4.0	-20.7	40.6	43.0	51.1
당기순이익(손실)	29.3	8.0	40.4	44.2	52.6
유형자산상각비	2.4	3.0	2.9	2.2	4.4
무형자산상각비	2.0	2.4	1.4	0.9	0.7
운전자본의 증감	-0.7	-1.8	-6.3	-3.6	0.9
투자활동 현금흐름	-10.6	3.3	-29.2	-32.1	-35.3
유형자산의증가(CAPEX)	-4.1	-2.3	-2.4	-2.5	-2.7
투자자산의감소(증가)	-33.9	-29.7	-24.7	-27.1	-29.8
재무활동 현금흐름	-44.0	-2.1	-1.1	-0.9	-0.8
차입금의 증감	-41.0	-2.3	4.5	2.5	3.2
자본의 증가	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-50.4	-21.2	10.3	10.0	15.1
기초현금	81.9	31.5	10.4	20.7	30.6
기말현금	31.5	10.4	20.7	30.6	45.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	59.5	36.4	47.7	60.3	78.4
현금및현금성자산	31.5	10.4	20.7	30.6	45.7
매출채권	11.4	7.9	10.0	11.0	12.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	266.0	299.5	199.2	143.0	147.8
유형자산	25.6	28.4	31.3	34.4	29.9
무형자산	8.9	7.4	8.2	9.0	8.3
투자자산	216.9	246.5	142.6	82.5	92.4
자산총계	325.5	336.0	377.2	422.8	477.0
유동부채	43.5	56.4	58.7	61.2	63.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
유동성장기부채	22.0	36.1	36.8	37.5	38.3
비유동부채	47.4	36.8	35.5	34.4	33.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	33.0	16.7	15.0	13.5	12.2
부채총계	90.9	93.2	94.2	95.6	97.3
자본금	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	76.1	76.1	75.9	75.9	75.9
기타포괄이익누계액	-2.2	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
이익잉여금	161.2	169.2	209.6	253.8	306.4
비지배주주지분	0.7	1.3	1.1	0.9	0.9
자본총계	234.7	242.8	282.9	327.1	379.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	24,758	16,151	21,560	24,981	27,974
EPS(지배주주)	4,516	1,211	6,125	6,705	7,969
CFPS	1,314	-2,351	6,420	6,920	11,221
EBITDAPS	1,331	-2,231	1,474	3,495	5,253
BPS	35,865	36,613	42,736	49,462	57,431
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	76.2	11.5	10.5	8.8
PCR	37.1	-39.3	10.9	10.1	6.3
PSR	2.0	5.7	3.3	2.8	2.5
PBR	1.4	2.5	1.6	1.4	1.2
EBITDA	8.7	-14.7	9.7	23.1	34.7
EV/EBITDA	39.0	-44.4	50.9	21.0	13.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	3.4	15.4	14.5	14.9
EBITDA 이익률	5.4	-13.8	6.8	14.0	18.8
부채비율	38.7	38.4	33.3	29.2	25.6
금융비용부담률	0.8	1.5	1.0	0.9	1.0
이자보상배율(x)	3.3	-12.4	3.8	13.6	15.7
매출채권회전율(x)	13.2	11.0	15.9	15.7	16.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3등급	Overweight(비중확대)	
	Neutral(중립)	
	Underweight(비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.22	기업브리프	Hold	130,000	김동희	-22.0	-13.4	
2016.05.13	기업브리프	Hold	110,000	김동희	-12.2	-4.2	
2016.07.12	산업브리프	Hold	110,000	김동희	-13.5	-4.2	
2016.08.12	기업브리프	Hold	100,000	김동희	-17.4	-10.5	
2016.10.12	산업브리프	Hold	100,000	김동희	-19.1	-10.5	
2016.11.11	기업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-19.3	-10.5	
2016.11.23	산업분석	Trading Buy	100,000	김동희	-20.1	-10.5	
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-20.1	-10.5	
2017.02.10	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-18.7	-10.5	
2017.04.14	산업브리프	Trading Buy	100,000	김동희	-17.8	-4.8	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	110,000	김동희	-11.4	-9.4	
2017.05.31	산업분석	Buy	120,000	김동희	-14.4	-8.5	
2017.07.07	산업분석	Buy	120,000	김동희	-12.5	0.0	
2017.08.11	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.1	-6.2	
2017.08.31	기업분석	Buy	150,000	김동희	-10.3	0.3	
2017.10.12	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-11.5	-6.2	
2017.11.10	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-19.6	-15.3	
2017.11.30	산업분석	Buy	190,000	김동희	-23.6	-15.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-24.9	-15.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-27.4	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.16	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.8	-14.7	
2016.05.26	산업분석	Buy	300,000	김동희	-20.7	-14.7	
2016.07.12	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-19.5	-10.3	
2016.08.12	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-18.7	-8.8	
2016.08.31	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-18.9	-12.9	
2016.10.12	산업브리프	Buy	350,000	김동희	-20.2	-12.9	
2016.11.11	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-21.2	-12.9	
2016.11.23	산업분석	Buy	350,000	김동희	-22.3	-12.9	
2016.12.08	기업브리프	Buy	350,000	김동희	-23.6	-12.9	
2017.01.10	산업브리프	Buy	380,000	김동희	-21.9	-16.8	
2017.02.08	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-25.7	-10.4	
2017.04.14	산업브리프	Buy	450,000	김동희	-19.5	-15.9	
2017.05.12	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-18.7	-15.0	
2017.05.31	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.5	-7.6	
2017.06.22	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-16.4	-7.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	450,000	김동희	-16.8	-7.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-14.5	6.3	
2017.09.20	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-18.1	-15.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.6	-15.1	
2017.11.10	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.2	-15.1	
2017.11.30	산업분석	Buy	550,000	김동희	-19.5	-11.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-20.0	-11.3	
2018.02.08	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-21.9	-11.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	550,000	김동희	-	-	

컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.12	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-28.4	-21.6	
2016.07.12	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-32.4	-21.6	
2016.10.12	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-20.5	-17.1	
2016.11.09	기업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-17.1	
2017.01.10	산업브리프	Buy	120,000	김동희	-25.4	-15.9	
2017.02.09	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-11.2	0.3	
2017.04.14	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-13.8	-10.8	
2017.05.15	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-7.1	
2017.07.07	산업분석	Buy	140,000	김동희	-15.7	-7.1	
2017.08.09	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-15.9	-7.1	
2017.10.12	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-14.6	-3.0	
2017.11.08	기업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-13.1	-2.5	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	140,000	김동희	-11.6	13.6	
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	-6.8	33.8	
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-	-	

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.29	기업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-38.3	-34.4	
2016.06.13	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-37.2	-31.5	
2016.07.12	산업브리프	StrongBuy	1,100,000	김동희	-36.8	-31.1	
2016.07.29	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-33.7	-20.2	
2016.09.27	기업분석	Buy	1,100,000	김동희	-32.8	-18.2	
2016.10.12	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-32.0	-18.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.5	-18.2	
2016.11.23	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-31.3	-18.2	
2016.12.14	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-31.0	-18.2	
2017.01.10	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.9	-18.2	
2017.01.31	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-30.3	-18.2	
2017.03.28	1년 경과				-21.9	-20.6	
2017.04.05	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-24.3	-20.6	
2017.04.14	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-25.8	-20.6	
2017.04.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-24.9	-20.6	
2017.05.31	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-23.3	-12.7	
2017.07.07	산업분석	Buy	1,100,000	김동희	-23.5	-12.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-26.0	-12.7	
2017.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-20.6	-16.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김동희	-18.2	-10.6	
2017.11.30	산업분석	Buy	1,000,000	김동희	-16.3	-5.0	
2018.01.11	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-18.2	-16.3	
2018.01.26	기업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-23.8	-15.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	1,100,000	김동희	-	-	

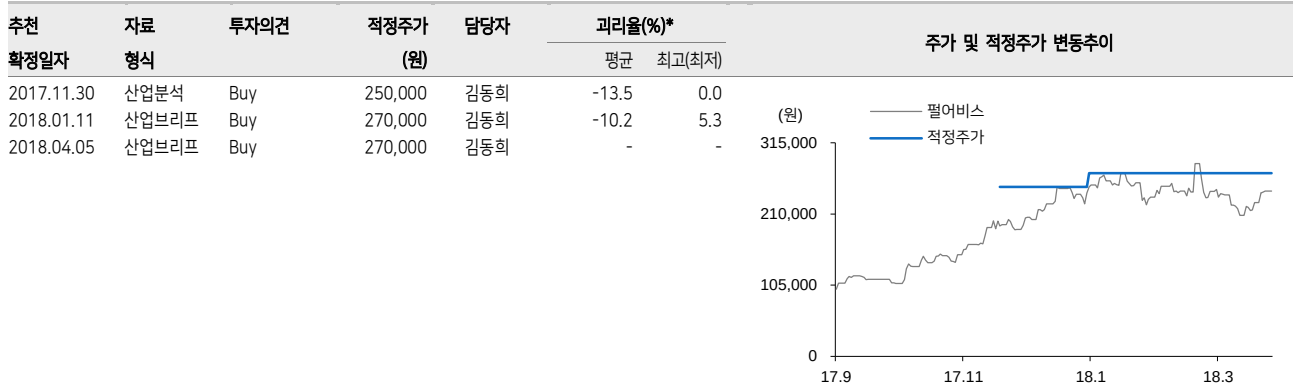
넷마블게임즈 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Buy	180,000	김동희	-15.8	-10.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.0	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-	-	

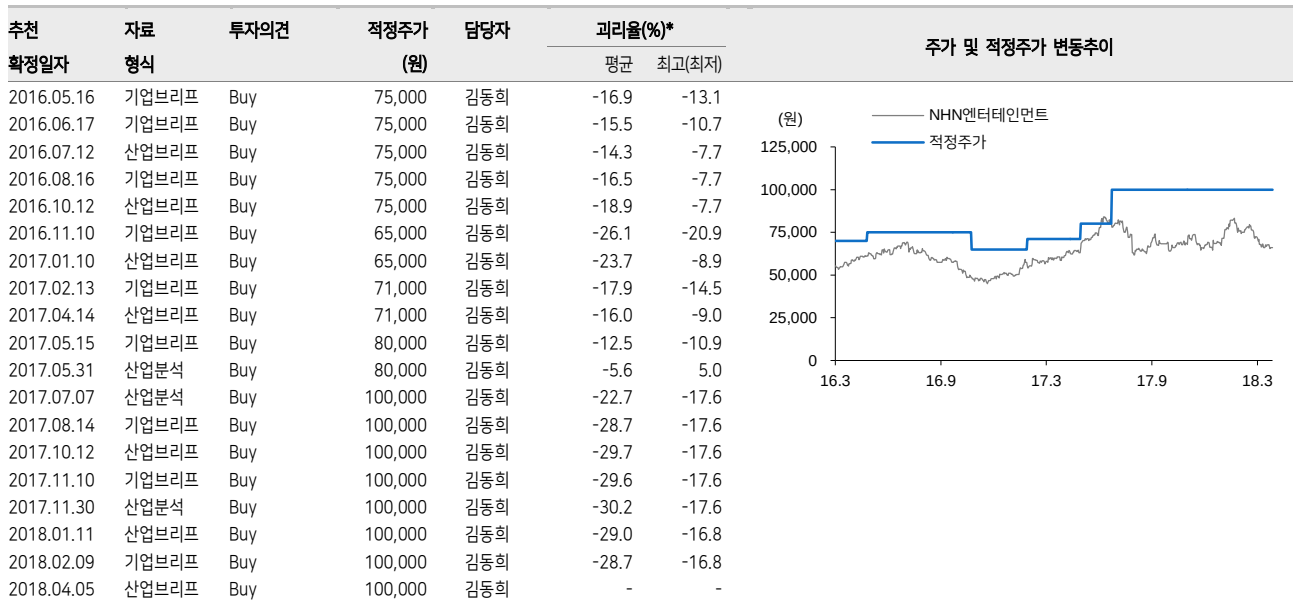
필어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



NHN 엔터테인먼트 (181710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



게임빌 (063080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

