

## 2014 하반기 인터넷/게임 업종 투자전략



# 모바일, 우린 아직 끝나지 않았다

### Contents

인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장이 필수

투자전략: 중장기 성장성이 확실한 종목에 집중

Top Pick: NAVER, 유망종목: 게임빌/컴투스



김진구 선임연구원 /인터넷·게임

☎ (02) 2004-4782

✉ [jingu.kim@nhis.co.kr](mailto:jingu.kim@nhis.co.kr)

# I. Investment Summary

## □ 인터넷/게임 산업: 중장기 성장성 여부가 핵심 포인트

- 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key, 소셜/동영상 광고시장에 주목
  - 페이스북 북미에서 주력 매체로 인식, 구글 유튜브를 통한 동영상 광고시장 성장성 확보
  - 선두업체에 프리미엄 부여, 매출 성장 및 이익 가시성이 높은 업체 중심의 투자매력도 클 것
- 게임: 멀티플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수, 신작 파이프라인 대응력 중요
  - 모바일게임 시장 성장성 클 것, 국내 성장성 제한적인 가운데 해외 성장성이 돋보일 것
  - 외부 플랫폼보다 자체 플랫폼을 통해 성장 전략을 확보한 업체 중심으로 투자매력도가 클 것

## □ 투자전략: 업종의견 비중확대, Top Pick: NAVER, 유망종목: 게임빌/컴투스

- 업종전략: 중장기 성장성을 확보한 업체에 대한 선별적 투자가 바람직
- NAVER: TP 100만원, 현재가(6/3) 755,000원, 상승여력 32.5%
  - 라인 가입자 증가 및 광고사업을 중심으로 한 중장기 성장성 높게 평가
  - 라인 전화 등 신규사업에서 매출 기여도 증가 기대, 북미/유럽 확장성 관건
- 게임빌: TP 10만원, 현재가(6/3) 60,100원, 상승여력 66.4%
  - 자체 플랫폼 확보 및 글로벌 퍼블리셔로서 성장 잠재력을 높게 평가
- 컴투스: TP 5만원, 현재가(6/3) 42,700원, 상승여력 17.1%
  - 자체 유저 베이스 증가 긍정적으로 판단, 신작 성과에 따른 레벨업 가능

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 1. 모바일 광고시장 성장성 주목

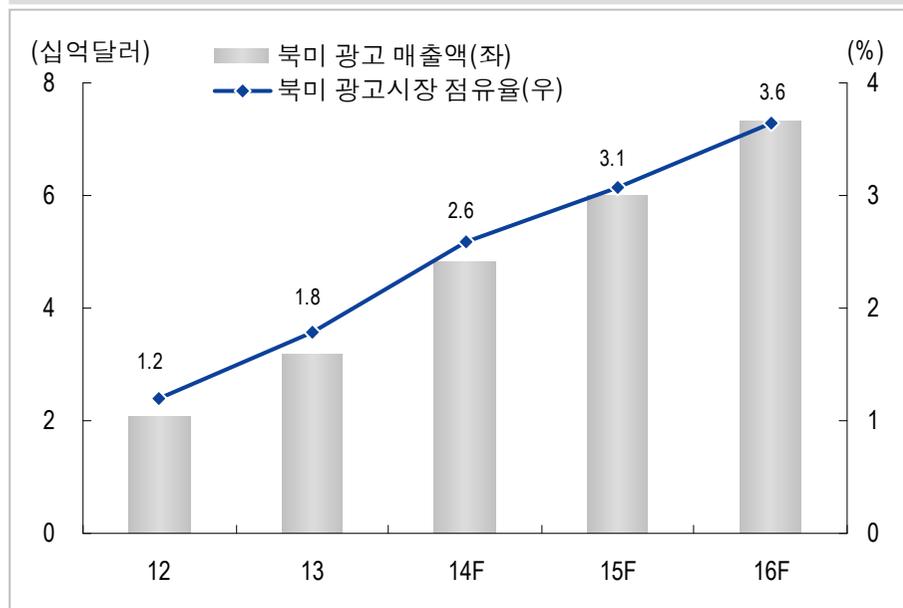
#### ▪ 페이스북 북미에서 주력 매체로 인식

- 페이스북 북미 광고시장 점유율 15F 3% 상회 예상
- 주요 광고주로부터 주력 매체로 인식될 것으로 판단

#### ▪ 동영상 광고시장 성장성 클 것

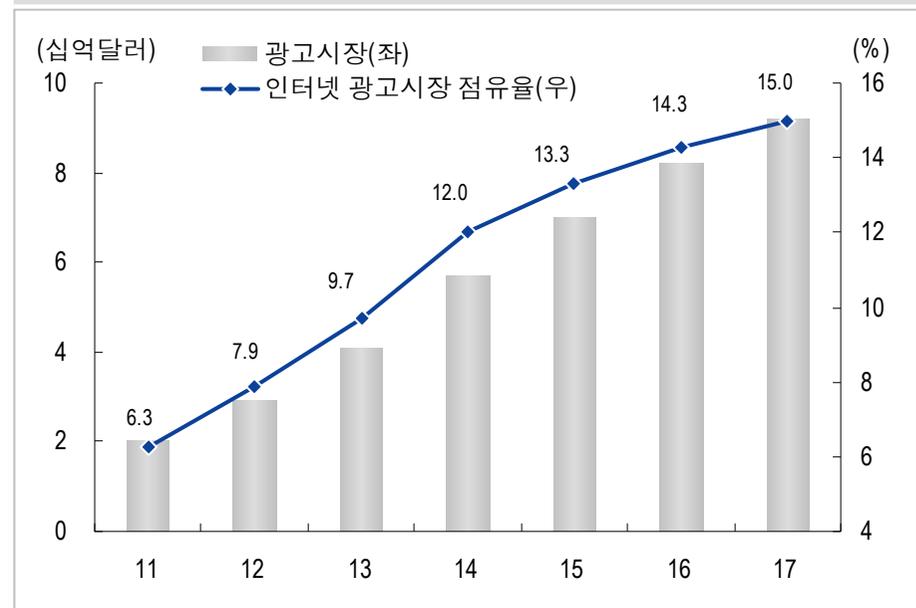
- 미국 동영상 광고 17F 인터넷 광고시장 M/S 15%
- Google 성장 원동력: 유튜브를 중심으로 한 성장성

페이스북 북미 광고시장 점유율 전망



자료: Facebook, ZenithOptimedia, NH농협증권

미국 동영상 광고시장 추이 및 전망



자료: eMarketer, NH농협증권

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 2. 소셜 플랫폼 비교: LINE 투자매력도 높을 것

- LINE의 경쟁사 대비 높은 밸류에이션, 부담 받지 않을 것
  - 경쟁사 대비 높은 PSR, 탁월한 중장기 매출 성장성으로 설명이 가능할 것
  - LINE 전화 등 신규사업 매출을 추가로 반영할 경우 매출 성장성은 현재 대비 커질 것
  - Twitter 경우 활동성 지표 둔화로 매출 성장성에 대한 신뢰도가 낮아진 점이 부담으로 작용

소셜 플랫폼 밸류에이션 비교

	LINE	Facebook	Twitter	Weibo
<b>기업가치(조원)</b>	<b>16.4</b>	<b>165.8</b>	<b>19.6</b>	<b>3.8</b>
15F 평균 MAU(백만명)	377	1,495	329	183
15F 평균 MAU당 사업가치(원)	43,431	110,905	59,550	20,698
15F 매출액(십억원)	1,114.2	15,559.1	1,970.8	473.4
15F 연간 ARPU(원)	2,958	10,405	5,982	2,589
15F PSR(배)	14.7	10.7	10.0	8.0
3yrs 매출 CAGR(%)	63.5	34.3	61.9	49.9

주1: 기업가치 - LINE은 NAVER 5/30일 시가총액에서 기존 사업가치 차감, Facebook/Twitter/Weibo는 5/30일 시가총액 기준

주2: ARPU는 매출액을 MAU로 나누어 산출, 3yrs 매출 CAGR은 14F-16F 기준

자료: NAVER, Facebook, Twitter, Weibo, Bloomberg, NH농협증권 추정

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 2. 소셜 플랫폼 비교: LINE 투자매력도 높을 것

- LINE(라인) 매출액 및 MAU 성장성은 경쟁사 수준을 상회
  - 라인 3년 매출 CAGR 63.5%, 3년 MAU CAGR 60.8% 예상
  - 낮은 ARPU는 약점 요인, 일본외 지역에서 매출 기여도 증가가 과제

소셜 플랫폼 수익가치 비교					
	13	14F	15F	16F	CAGR
<b>매출액(십억원)</b>					
라인	368.5	734.0	1,114.2	1,610.5	63.5
페이스북	8,042.0	12,013.1	15,559.1	19,477.1	34.3
트위터	679.6	1,282.1	1,970.8	2,886.1	61.9
웨이보	192.4	331.6	473.4	648.0	49.9
<b>평균 MAU(백만명)</b>					
라인	115	254	377	478	60.8
페이스북	1,170	1,343	1,495	1,608	11.2
트위터	224	276	329	379	19.2
웨이보	120	155	183	210	20.5
<b>연간 ARPU(원)</b>					
라인	3,208	2,891	2,958	3,370	1.7
페이스북	6,874	8,947	10,405	12,114	20.8
트위터	3,037	4,650	5,982	7,608	35.8
웨이보	1,604	2,145	2,589	3,089	24.4

주1: MAU는 연평균 기준, CAGR은 향후 3개년 기준

주2: 매출액은 5/30일 환율을 적용하여 원화로 환산

자료: NAVER, Facebook, Twitter, Weibo, NH농협증권

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 3. 라인 MAU 성장성 탁월

- 15F 라인 평균 MAU는 약 3.8억명으로 트위터 수준을 상회할 것으로 예상
  - 페이스북/트위터 MAU는 전분기대비 한자리수 증가 vs. 라인은 두자리수 증가

소셜 플랫폼 MAU 비교											
(백만명)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	13	14F	15F
<b>라인</b>	<b>70</b>	<b>95</b>	<b>129</b>	<b>166</b>	<b>202</b>	<b>238</b>	<b>271</b>	<b>304</b>	<b>115</b>	<b>254</b>	<b>377</b>
일본	35	42	48	53	57	60	64	68	45	62	75
기타	35	53	80	113	145	178	207	237	70	192	302
<b>페이스북</b>	<b>1,110</b>	<b>1,155</b>	<b>1,188</b>	<b>1,227</b>	<b>1,276</b>	<b>1,322</b>	<b>1,366</b>	<b>1,407</b>	<b>1,170</b>	<b>1,343</b>	<b>1,495</b>
북미	195	198	199	201	202	203	204	204	198	203	206
기타	915	957	989	1,026	1,074	1,119	1,162	1,202	972	1,139	1,289
<b>트위터</b>	<b>204</b>	<b>218</b>	<b>232</b>	<b>241</b>	<b>255</b>	<b>269</b>	<b>283</b>	<b>296</b>	<b>224</b>	<b>276</b>	<b>329</b>
미국	48	49	53	54	57	60	63	65	51	61	71
기타	156	169	179	187	198	209	220	231	173	215	259
<b>증가율(%)</b>											
<b>라인</b>	<b>40.5</b>	<b>35.4</b>	<b>35.1</b>	<b>28.8</b>	<b>22.0</b>	<b>18.0</b>	<b>13.8</b>	<b>12.1</b>	<b>285.0</b>	<b>121.0</b>	<b>48.3</b>
일본	26.3	19.6	13.5	9.7	7.5	6.3	6.0	5.6	167.0	39.1	20.8
기타	58.7	51.4	52.5	40.2	28.8	22.5	16.4	14.1	435.7	173.2	57.2
<b>페이스북</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>19.4</b>	<b>14.8</b>	<b>11.4</b>
북미	1.0	1.5	0.5	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4	5.6	2.5	1.3
기타	6.0	4.6	3.3	3.7	4.7	4.2	3.8	3.4	22.7	17.3	13.2
<b>트위터</b>	<b>10.3</b>	<b>7.0</b>	<b>6.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.8</b>	<b>39.6</b>	<b>23.2</b>	<b>19.5</b>
미국	6.7	2.5	7.1	2.5	5.6	5.0	4.5	4.1	30.7	19.9	15.5
기타	11.4	8.4	5.9	4.5	5.9	5.6	5.3	5.0	42.5	24.2	20.6

주: 분기 및 연간 증가율은 각각 전분기대비, 전년대비 기준

자료: NAVER, Facebook, Twitter, NH농협증권

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 4. 소셜 광고 성장성 지속, 1등 업체에 프리미엄 부여

- 페이스북 북미에서 주력 매체로 인식, 트위터는 2등 업체로 M/S 확보에 난항  
- 페이스북 15F 북미 광고 M/S 3.1% vs. 트위터 15F 미국 광고 M/S 0.6%

페이스북 매출 추이 및 전망					
(십억달러)	12	13	14F	15F	16F
<b>북미 광고 매출액</b>	<b>2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>7.3</b>
북미 총 광고시장	172.6	178.5	186.2	195.1	201.0
시장 점유율(%)	1.2	1.8	2.6	3.1	3.6
<b>기타지역 광고 매출액</b>	<b>2.2</b>	<b>3.8</b>	<b>6.0</b>	<b>8.2</b>	<b>10.6</b>
기타지역 총 광고시장	326.0	339.6	357.6	379.2	398.2
시장 점유율(%)	0.7	1.1	1.7	2.2	2.7
<b>전세계 광고 매출액</b>	<b>4.3</b>	<b>7.0</b>	<b>10.8</b>	<b>14.2</b>	<b>17.9</b>
전세계 총 광고시장	498.6	518.1	543.8	574.4	603.1
시장 점유율(%)	0.9	1.3	2.0	2.5	3.0

자료: Facebook, ZenithOptimedia, NH농협증권

트위터 매출 추이 및 전망					
(십억달러)	12	13	14F	15F	16F
<b>미국 광고 매출액</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>
미국 총 광고시장	161.2	166.8	174.1	182.4	187.9
시장 점유율(%)	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7
<b>기타지역 광고 매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>
기타지역 총 광고시장	337.3	351.3	369.8	392.0	415.2
시장 점유율(%)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
<b>전세계 광고 매출액</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>
전세계 총 광고시장	498.6	518.1	543.8	574.4	603.1
시장 점유율(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4

자료: Twitter, ZenithOptimedia, NH농협증권

## II. 인터넷: 모바일 광고시장 성장성이 Key

### 5. 라인(LINE) 일본시장에서 주력 광고매체로 자리잡을 것

- 라인 일본 광고사업 M/S는 15F 기준 0.5%에서 20F 기준 3.4%로 증가 예상
  - 광고효과 검증 및 신규 상품 런칭에 따라 M/S 확보 속도가 빨라질 가능성 있음

NAVER 라인 광고사업 매출 추정								
(십억원)	13	14F	15F	16F	17F	18F	19F	20F
<b>라인 일본 광고사업 매출</b>	<b>49.2</b>	<b>159.1</b>	<b>313.8</b>	<b>530.9</b>	<b>888.1</b>	<b>1,395.7</b>	<b>1,878.9</b>	<b>2,217.5</b>
공식계정 등록 수익	3.6	7.2	7.6	7.6	7.6	7.6	1.9	0.0
공식계정 계속 수익	29.5	101.4	202.4	331.0	551.6	852.2	1,067.9	1,128.5
공식계정 타임라인 수익	0.0	8.2	32.5	89.3	196.1	373.8	617.6	868.2
스폰서 스탬프 수익	9.7	14.5	17.2	20.5	24.0	27.4	30.8	34.2
로컬광고 수익	6.4	23.3	46.4	70.9	95.5	120.2	144.9	169.5
프리코인 수익	0.0	4.5	7.7	11.5	13.3	14.6	15.8	17.0
<b>라인 일본 광고사업 M/S(%)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>
일본 총 광고시장(조원)	69.1	62.5	59.7	60.7	61.9	63.1	64.4	65.7
일본 총 광고시장(조엔)	6.0	6.1	6.3	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9
원/100엔 환율	1,150	1,020	955	951	951	951	951	951
<b>라인 글로벌 광고사업 매출</b>	<b>61.6</b>	<b>207.8</b>	<b>420.3</b>	<b>730.4</b>	<b>1,256.8</b>	<b>2,031.5</b>	<b>2,815.6</b>	<b>3,425.6</b>
일본 비중(%)	80.0	76.6	74.7	72.7	70.7	68.7	66.7	64.7

주: 일본 총 광고시장 연간 2% 성장 가정

자료: NH농협증권

### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 1. 전세계 게임 성장성: 태블릿 > 스마트폰 > MMO

- 글로벌 게임시장 향후 4년 CAGR 6.7% 예상
  - 태블릿PC 및 스마트폰 게임 4년 CAGR 각각 47.7%, 18.7% 예상
  - 확장형 디바이스에 최적화된 고퀄리티 게임에 대한 중요성 부각될 것

글로벌 게임시장 플랫폼별 시장 규모						
(십억달러)	12	13F	14F	15F	16F	CAGR(%)
<b>전체</b>	<b>66.3</b>	<b>70.3</b>	<b>75.2</b>	<b>80.6</b>	<b>86.0</b>	<b>6.7</b>
MMO	13.1	14.9	16.5	18.0	19.5	10.5
PC/MAC	6.5	6.1	5.6	5.3	5.0	-6.3
<b>스마트폰</b>	<b>7.0</b>	<b>8.5</b>	<b>10.2</b>	<b>12.1</b>	<b>13.9</b>	<b>18.7</b>
<b>태블릿PC</b>	<b>2.1</b>	<b>3.7</b>	<b>5.6</b>	<b>7.7</b>	<b>10.0</b>	<b>47.7</b>
휴대용 콘솔	6.5	5.1	4.6	4.1	3.4	-15.0
콘솔	24.3	25.4	26.2	27.0	27.9	3.5
소셜/캐주얼	6.8	6.6	6.5	6.4	6.3	-1.9
<b>비중(%)</b>						
MMO	19.8	21.2	21.9	22.3	22.7	1.5
PC/MAC	9.8	8.7	7.4	6.6	5.8	-2.9
스마트폰	10.6	12.1	13.6	15.0	16.2	4.1
태블릿PC	3.2	5.3	7.4	9.6	11.6	6.4
휴대용 콘솔	9.8	7.3	6.1	5.1	4.0	-3.3
콘솔	36.7	36.1	34.8	33.5	32.4	-3.7
소셜/캐주얼	10.3	9.4	8.6	7.9	7.3	-2.1

주: CAGR 및 %chg는 13F-16F 기준

자료: Newzoo, NH농협증권

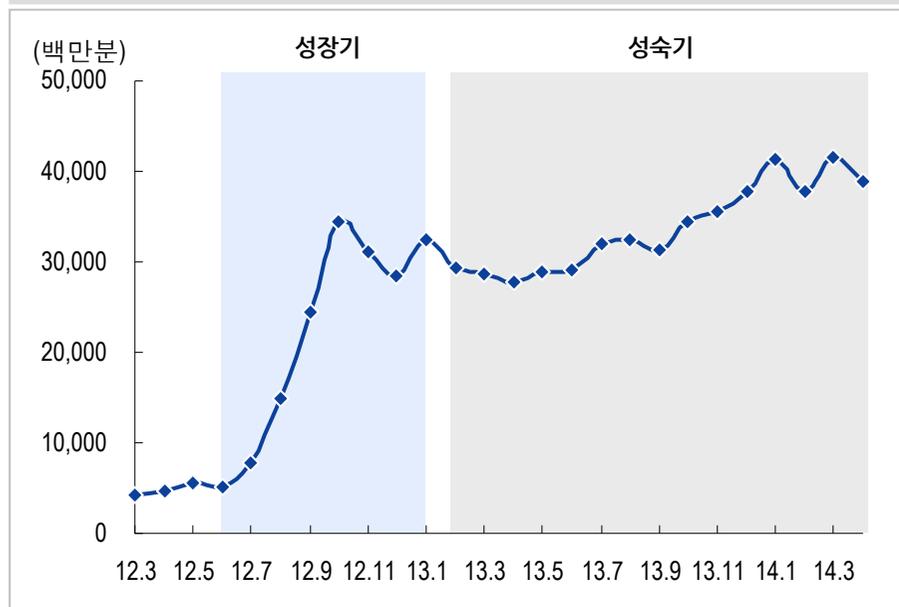
### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 2. 국내 모바일게임 시장 성숙기 진입

##### ▪ 모바일게임 트래픽 안정화 단계에 진입

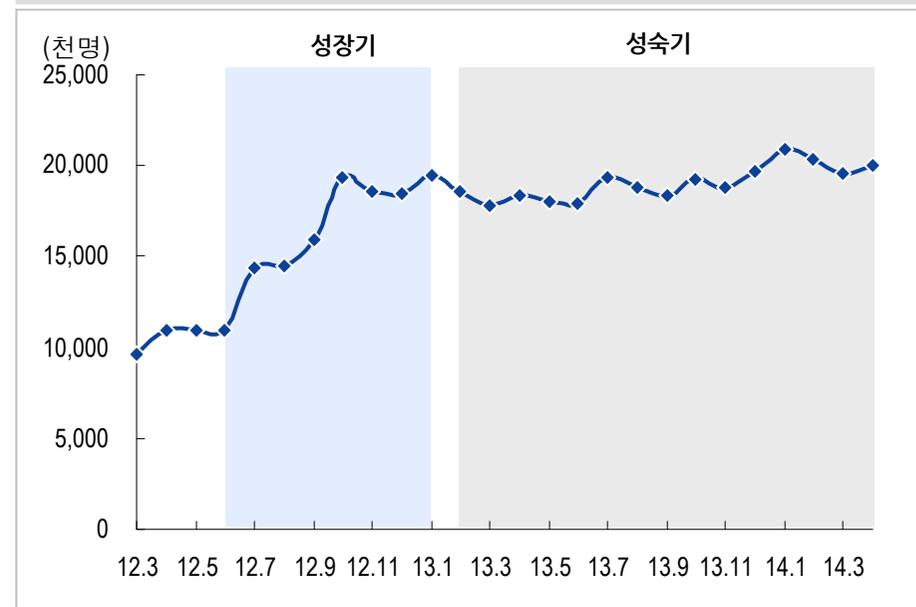
- 국내 월별 체류시간 및 순이용자 추이를 볼 때 올해 연초 이후 트래픽은 하향 안정화
- 국내 성장성이 제한적인 가운데 해외 성장성이 부각될 것, 글로벌 퍼블리셔 역할 중요

국내 모바일게임 월별 총 체류시간 추이



자료: 코리안클릭, NH농협증권

국내 모바일게임 월간 순이용자 추이



자료: 코리안클릭, NH농협증권

### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 3. 중국 모바일게임 시장, 국내 업체에 선별적 기회로 작용

- 중국 모바일게임 시장 17F 10조원 이상 규모로 형성될 것
  - 텐센트 시장점유율 70% 예상, 외부 개발사 제휴를 통한 R&D 증대에 주력
  - 국내 업체의 경우 자체 플랫폼 활성화를 통한 현지 사업자 제휴 전략이 바람직

중국 온라인게임 산업 전망					
(십억위안)	13	14F	15F	16F	17F
<b>중국 온라인게임</b>	<b>89.2</b>	<b>114.9</b>	<b>146.8</b>	<b>183.7</b>	<b>224.6</b>
PC 클라이언트	58.4	70.2	84.1	98.6	113.4
모바일게임	14.9	23.7	36.1	51.8	70.5
PC 브라우저	15.9	21.0	26.6	33.2	40.7
<b>비중(%)</b>					
PC 클라이언트	65.5	61.1	57.3	53.7	50.5
모바일게임	16.7	20.6	24.6	28.2	31.4
PC 브라우저	17.8	18.3	18.1	18.1	18.1

자료: iResearch, NH농협증권

텐센트 모바일게임 매출 추정					
(십억위안)	13	14F	15F	16F	17F
<b>모바일게임 시장</b>	<b>14.9</b>	<b>23.7</b>	<b>36.1</b>	<b>51.8</b>	<b>70.5</b>
시장점유율(%)	15	50	60	65	70
<b>모바일게임 매출</b>	<b>2.2</b>	<b>11.8</b>	<b>21.7</b>	<b>33.7</b>	<b>49.4</b>
위챗 매출	0.4	5.9	11.9	20.2	32.1
QQ 매출	1.8	5.9	9.8	13.5	17.3
<b>모바일게임 매출 비중(%)</b>					
위챗	20	50	55	60	65
QQ	80	50	45	40	35

자료: Tencent, NH농협증권 추정

### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 4. 게임사의 Role Model: King

- 자체 주력 타이틀을 통한 높은 실적 성장성 시현
  - 13년 연간 매출 전년대비 10배 이상 증가, 현재 시가총액 5조원 수준
  - 경쟁력 높은 주력 타이틀 성공시 높은 기업가치 향유 가능, 모바일게임사의 Role Model

King Digital Entertainment 실적 추이 및 전망											
(백만달러)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	13	14F	15F
<b>사용자 지표(백만명)</b>											
평균 MAUs	138	265	361	408	481	515	551	589	293	534	667
평균 MUUs	101	194	269	304	352	377	403	431	217	391	488
평균 MUPs	4	10	13	12	12	12	12	12	10	12	13
평균 DAUs	36	76	109	124	143	153	164	175	86	159	198
<b>가격 지표(달러)</b>											
MGABPPU	17.8	15.5	16.6	17.3	18.0	18.4	18.7	19.1	16.7	18.6	19.9
GABPU	0.07	0.07	0.07	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.04
<b>매출액</b>	<b>206</b>	<b>455</b>	<b>621</b>	<b>602</b>	<b>607</b>	<b>629</b>	<b>652</b>	<b>676</b>	<b>1,884</b>	<b>2,564</b>	<b>2,903</b>
Gross Booking	219	481	648	632	641	665	689	715	1,980	2,710	3,067
<b>영업이익</b>	<b>81</b>	<b>177</b>	<b>288</b>	<b>266</b>	<b>239</b>	<b>243</b>	<b>247</b>	<b>250</b>	<b>812</b>	<b>980</b>	<b>1,019</b>
영업이익률(%)	39.3	38.8	46.4	44.3	39.5	38.7	37.8	37.0	43.1	38.2	35.1
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>148</b>	<b>229</b>	<b>205</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>194</b>	<b>196</b>	<b>568</b>	<b>768</b>	<b>799</b>
EPS(달러)	0.2	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	1.9	2.4	2.5
<b>전년대비(%)</b>											
매출액	852.2	1,327.7	1,405.1	764.4	194.6	38.1	5.0	12.4	1,046.1	36.1	13.2
영업이익	26,591.7	8,683.7	3,973.1	1,979.3	196.1	37.6	-14.3	-6.1	3,558.3	20.6	4.0
당기순이익	흑자전환	흑자전환	5,058.4	3,272.8	189.2	28.9	-15.6	-4.4	7,135.1	35.3	4.0

주1: MAUs - Monthly Active Users, MUUs - Monthly Unique Users, MUPs - Monthly Unique Payers, DAUs - Daily Active Users

주2: MGABPPU - Monthly Gross Average Bookings Per Paying User, GABPU - Gross Average Bookings Per Users

주3: 영업이익과 당기순이익은 주식보상비용을 제외한 기준

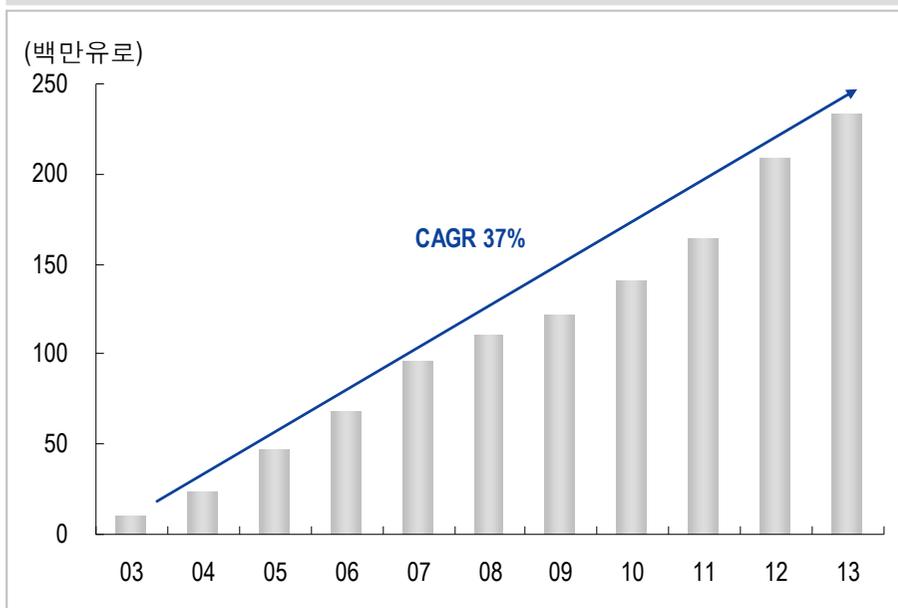
자료: King Digital Entertainment, NH농협증권 추정

### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 4. 게임사의 Role Model: 게임로프트

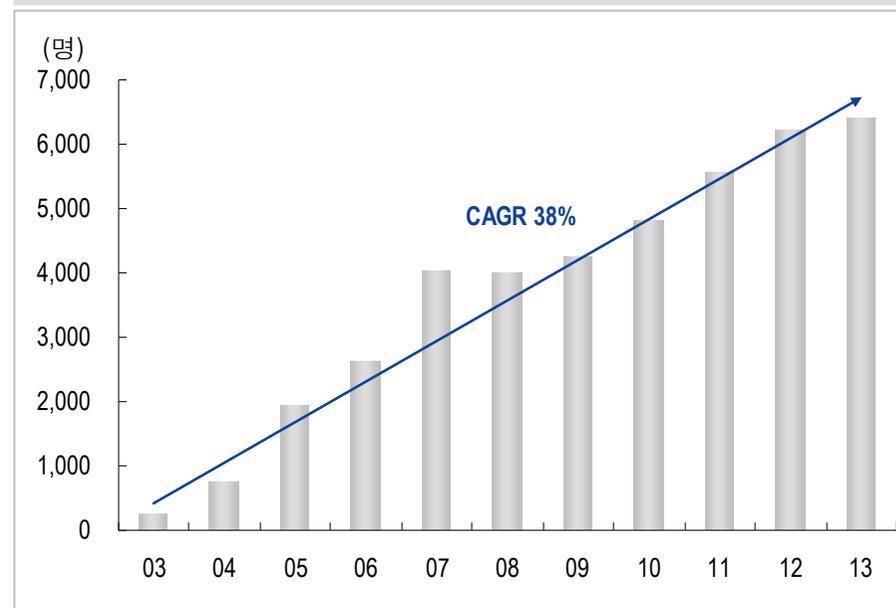
- 지속적인 매출 성장은 R&D 투자의 결과
  - 동사는 과거 10년 동안 연평균 37% 수준의 매출 성장을 시현
  - 경쟁력이 우수한 개발자에 대한 지속적 투자가 주효: 직원수 6천명 상회
- 국내 업체에 주는 함의: 개발력 투자 vs. 퍼블리싱 제휴
  - 국내 게임사 측면에서 단기적으로 개발력에 대한 공격적 투자는 한계가 있음
  - 외부 개발사와 제휴한 퍼블리싱 모델로 가는 전략이 합리적, 모든 장르 대응 가능

게임로프트 연간 매출액 추이



자료: Gameloft, NH농협증권

게임로프트 연간 직원수 추이

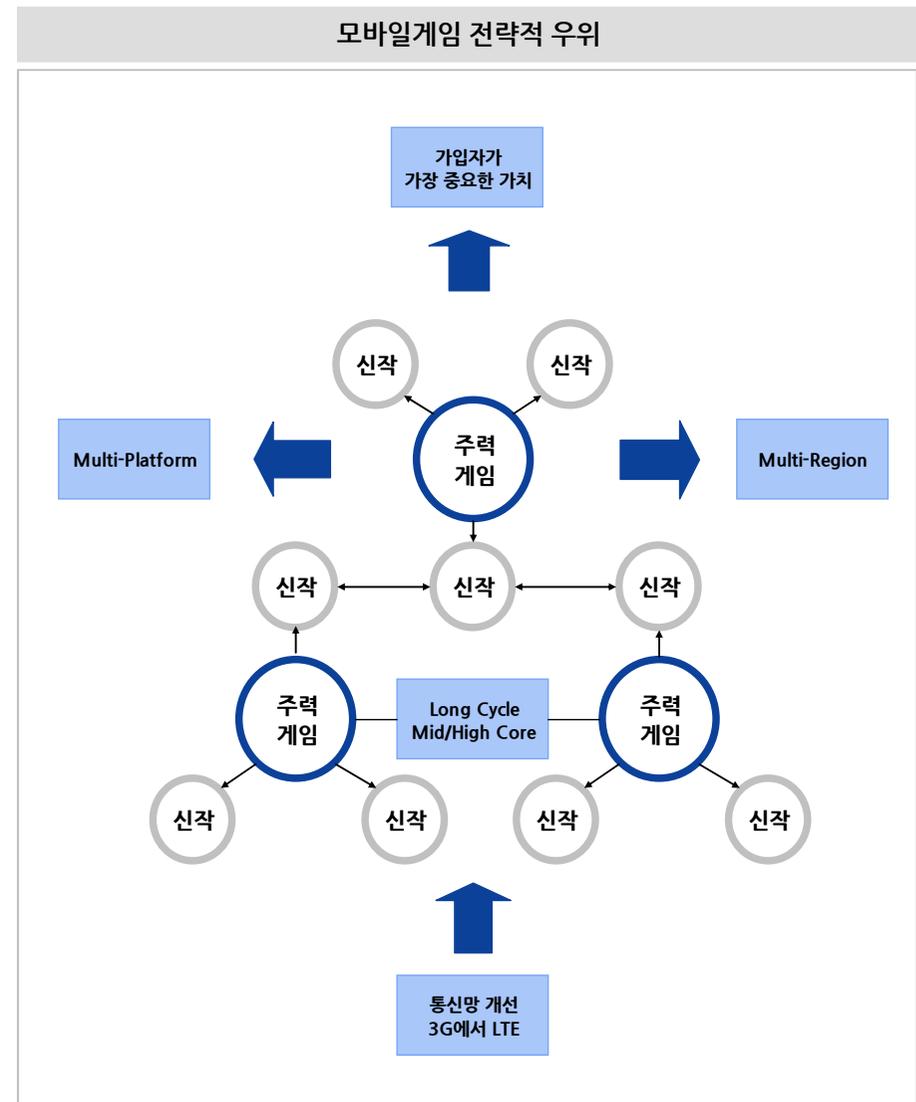


자료: Gameloft, NH농협증권

### III. 게임: 멀티 플랫폼 대응 및 해외 확장성이 필수

#### 5. 모바일게임 전략적 우위

- 자체 플랫폼 확보 전략이 바람직
  - 외부 플랫폼에 의존하는 것보다 자체 플랫폼을 확보하는 전략이 바람직
  - 자체 플랫폼 확보시 주력 게임을 통한 출시 신작에 대한 적극적 마케팅 전략이 가능
  - 해외에서 자체 플랫폼 구축시 다수 개발사와 제휴하는 글로벌 퍼블리싱 모델 구현 가능



자료: NH농협증권

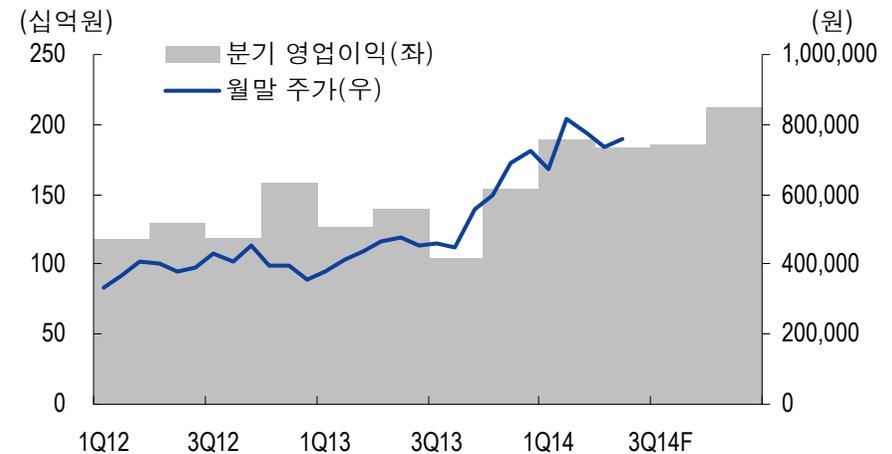
## IV. Top Pick: NAVER (035420)

- **목표주가 100만원**: 라인 가입자/MAU 증가 및 광고를 중심으로 한 사업가치 성장성 클 것
- **총 기업가치 32.8조원 제시**: 라인 사업가치 24.2조원과 기존 기업가치 8.6조원을 합산
- **일본 외에서 라인 성공 가능성 주목**: 북미/남미 등 일본의 지역에서 성공 가능성 열어둘 필요
- **Risk**: 라인 가입자 증가 둔화 가능성

### 투자의견: 매수

목표주가: 1,000,000원  
 현주가(6/3): 755,000원

NAVER 분기 영업이익과 주가



### 영업실적 및 투자지표

계산기	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
12/2012	1,798.7	-15.2	521.2	548.5	546.1	11,346	21.4	19.9	15.7	3.8	31.4
12/2013	2,312.0	28.5	524.1	456.9	1,897.5	45,425	300.4	15.9	35.4	11.3	112.7
12/2014(F)	2,765.8	19.6	771.8	775.3	555.8	16,861	-62.9	44.8	26.5	9.4	32.1
12/2015(F)	3,328.6	20.3	1,095.7	1,112.4	790.3	23,977	42.2	31.5	18.8	7.3	33.3
12/2016(F)	4,030.3	21.1	1,527.7	1,555.4	1,086.5	32,961	37.5	22.9	13.3	5.6	33.1

자료: NH농협증권

## IV. Top Pick: NAVER (035420)

### ■ NAVER 사업가치 분석

(십억원)	14F	15F	16F	17F	18F	19F	20F
평균 MAU(백만명)	254	377	478	559	622	667	694
일본	62	75	81	81	81	81	81
일본외	192	302	397	478	541	586	613
<b>매출액</b>	<b>734.0</b>	<b>1,114.2</b>	<b>1,610.5</b>	<b>2,311.2</b>	<b>3,257.4</b>	<b>4,198.5</b>	<b>4,937.9</b>
광고	207.8	420.3	730.4	1,256.8	2,031.5	2,815.6	3,425.6
콘텐츠	526.3	693.9	880.1	1,054.4	1,225.9	1,382.9	1,512.4
<b>영업비용</b>	<b>507.5</b>	<b>653.8</b>	<b>815.9</b>	<b>992.2</b>	<b>1,182.4</b>	<b>1,386.6</b>	<b>1,604.2</b>
인건비	55.2	105.3	166.6	237.7	319.5	413.1	519.9
지급수수료	159.3	201.4	245.2	291.2	338.1	383.0	421.4
광고선전비	225.1	247.7	272.4	299.7	329.6	362.6	398.9
복리후생비	6.6	12.6	20.0	28.5	38.4	49.6	62.4
기타	61.2	86.8	111.7	135.1	156.8	178.4	201.6
<b>영업이익</b>	<b>226.6</b>	<b>460.4</b>	<b>794.6</b>	<b>1,319.0</b>	<b>2,075.0</b>	<b>2,811.9</b>	<b>3,333.7</b>
영업이익률(%)	30.9	41.3	49.3	57.1	63.7	67.0	67.5
법인세	82.1	164.1	283.2	470.1	739.5	1,002.2	1,188.1
법인세율(%)	36.2	35.6	35.6	35.6	35.6	35.6	35.6
당기순이익	144.5	296.3	511.4	848.9	1,335.5	1,809.7	2,145.6
증가율(%)		105.1	72.6	66.0	57.3	35.5	18.6
Potential PER							20.0
Value							42,911.8
Discount Rate							10%
<b>2014년말 현재가치</b>							<b>24,222.6</b>

자료: NH농협증권

(십억원)	14F	15F	16F	17F	18F	19F	20F
<b>매출액</b>	<b>2,031.8</b>	<b>2,214.5</b>	<b>2,419.9</b>	<b>2,649.7</b>	<b>2,909.4</b>	<b>3,195.4</b>	<b>3,508.7</b>
광고	1,832.1	1,998.0	2,178.4	2,381.7	2,613.9	2,872.0	3,157.7
콘텐츠	89.4	104.4	120.4	137.1	153.7	169.9	185.0
기타	110.3	112.0	121.0	131.0	141.8	153.5	166.1
<b>영업비용</b>	<b>1,486.6</b>	<b>1,579.2</b>	<b>1,686.8</b>	<b>1,807.8</b>	<b>1,942.8</b>	<b>2,090.9</b>	<b>2,253.1</b>
인건비	517.4	545.8	573.6	603.2	634.3	667.0	701.5
지급수수료	546.2	595.7	649.5	710.1	779.4	856.4	941.7
광고선전비	58.5	64.4	70.8	77.9	85.7	94.2	103.6
복리후생비	62.1	65.5	68.9	72.4	76.2	80.1	84.3
기타	302.4	307.8	323.9	344.2	367.2	393.1	422.0
<b>영업이익</b>	<b>545.2</b>	<b>635.3</b>	<b>733.1</b>	<b>841.9</b>	<b>966.6</b>	<b>1,104.5</b>	<b>1,255.7</b>
영업이익률(%)	26.8	28.7	30.3	31.8	33.2	34.6	35.8
법인세	137.9	158.0	185.7	218.7	253.6	292.4	335.3
법인세율(%)	25.1	24.2	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8
당기순이익	410.8	494.1	575.1	672.9	776.4	891.5	1,018.8
증가율(%)	31.4	20.3	16.4	17.0	15.4	14.8	14.3
Potential PER							15.0
Value							15,282.3
Discount Rate							10%
<b>2014년말 현재가치</b>							<b>8,626.4</b>

자료: NH농협증권

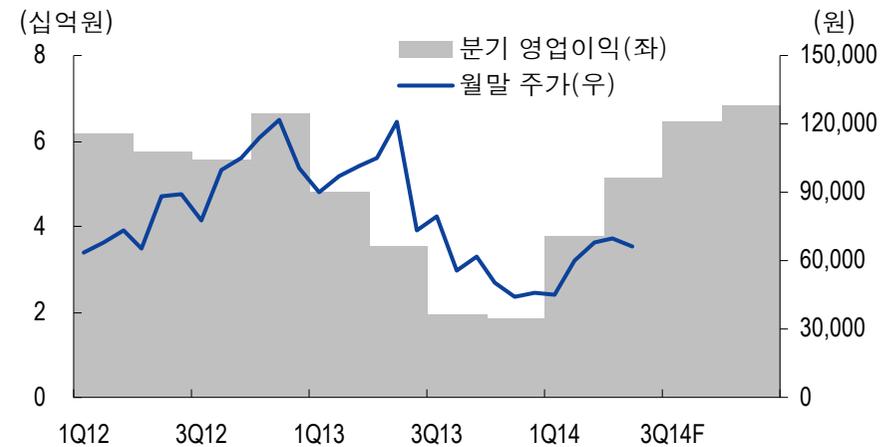
## IV. 유망종목: 게임빌 (063080)

- **목표주가 10만원:** 모바일게임 자체 플랫폼 확보 및 이를 통한 글로벌 퍼블리셔로서 성장을 높게 평가
- **컴투스와의 시너지효과 긍정적:** 컴투스의 자체 사용자층을 결합한 통합 플랫폼 효과 긍정적으로 판단
- **하반기 RPG 중심 타이틀 주목:** 다양한 장르의 RPG 게임 출시를 통한 글로벌 매출 증가 기대
- **Risk:** 출시 신작에 대한 단기적 성과 부진

### 투자의견: 매수

목표주가: 100,000원  
 현주가(6/3): 60,100원

게임빌 분기 영업이익과 주가



### 영업실적 및 투자지표

계산기	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
12/2012	70.3	64.3	24.1	27.0	22.4	4,041	38.9	24.9	19.8	6.1	28.2
12/2013	81.2	15.6	12.1	15.3	14.0	2,322	-42.5	19.7	17.5	1.8	10.9
12/2014(F)	145.3	78.9	22.1	30.9	25.5	3,909	68.3	15.4	13.8	2.0	14.2
12/2015(F)	180.5	24.2	33.1	46.4	37.8	5,798	48.3	10.4	8.8	1.7	17.9
12/2016(F)	209.7	16.2	41.7	56.7	46.0	7,045	21.5	8.5	6.3	1.4	18.2

자료: NH농협증권

## IV. 유망종목: 게임빌 (063080)

### ■ 게임빌 사업가치 분석

게임빌 장기 수익가치 분석					
(십억원)	14F	15F	16F	17F	18F
<b>지표</b>					
모바일게임 시장(십억달러)	15.8	19.8	23.9	27.5	30.9
%yoy	29.5	25.3	20.7	15.0	12.5
<b>매출액</b>	<b>145.3</b>	<b>180.5</b>	<b>209.7</b>	<b>236.5</b>	<b>261.6</b>
전년대비 증가율(%)	78.9	24.2	16.2	12.8	10.6
<b>영업비용</b>	<b>123.2</b>	<b>147.4</b>	<b>168.0</b>	<b>183.9</b>	<b>200.4</b>
인건비	20.2	23.6	27.0	30.4	33.5
로열티	29.5	37.9	44.0	49.7	54.9
지급수수료	56.4	66.8	75.7	80.4	86.3
기타	17.1	19.1	21.3	23.4	25.7
<b>영업이익</b>	<b>22.1</b>	<b>33.1</b>	<b>41.7</b>	<b>52.6</b>	<b>61.2</b>
영업이익률(%)	15.2	18.3	19.9	22.2	23.4
법인세차감전순이익	30.9	46.4	56.7	69.4	79.8
법인세율(%)	17.5	18.5	19.0	19.5	20.0
지배주주귀속순이익	25.5	37.8	46.0	55.8	63.8
발행주식수(백만주)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
지배주주 EPS(원)	3,909	5,798	7,045	8,562	9,786
<b>CAGR(14F-18F)</b>					<b>33.3</b>

주1: 16년까지 실적은 상세 추정, 17년부터 동사 매출 성장성은 시장 성장성을 15% 하회한다고 가정

주2: 14년부터 컴투스 최대주주 지분 인수에 따른 관계기업투자이익을 반영

자료: Newzoo, NH농협증권

게임빌 목표주가 산출 내역					
(원)	14F	15F	16F	17F	18F
EPS	3,909	5,798	7,045	8,562	9,786
Potential PER(배)					15.0
목표주가	100,256	110,282	121,310	133,441	146,785
목표주가 기준 PER(배)	25.7	19.0	17.2	15.6	15.0

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NH농협증권

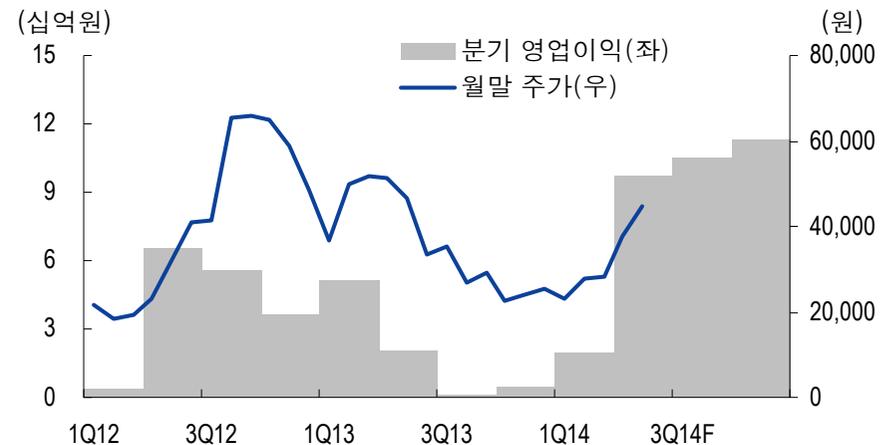
## IV. 유망종목: 컴투스 (078340)

- **목표주가 5만원**: 자체 유저 베이스 증가 및 게임빌과의 시너지효과를 긍정적으로 판단
- **신작 성과에 따른 레벨업 가능**: 서머너즈워 등 주력 RPG 타이틀 등을 바탕으로 한 실적 레벨업 가능
- **게임빌과 통합플랫폼 효과 기대**: 동사와 게임빌간 통합 플랫폼 출시를 통한 신작 출시 효과 극대화 기대
- **Risk**: 출시 신작에 대한 단기적 성과 부진

### 투자의견: 매수

목표주가: 50,000원  
 현주가(6/3): 42,700원

컴투스 분기 영업이익과 주가



### 영업실적 및 투자지표

결산기	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
12/2012	76.9	112.4	16.1	23.8	20.5	2,028	393.5	23.9	24.7	5.1	25.4
12/2013	81.4	5.8	7.7	19.7	19.5	1,938	-4.5	13.0	20.2	2.3	19.6
12/2014(F)	118.8	46.0	33.4	34.6	27.8	2,757	42.3	15.5	9.8	3.1	22.8
12/2015(F)	153.3	29.1	51.2	52.7	43.2	4,287	55.5	10.0	5.8	2.4	27.4
12/2016(F)	174.9	14.0	56.4	58.2	47.5	4,706	9.8	9.1	4.5	1.9	23.4

자료: NH농협증권

## IV. 유망종목: 컴투스 (078340)

### ■ 컴투스 사업가치 분석

(십억원)	14F	15F	16F	17F	18F
<b>지표</b>					
모바일게임 시장(십억달러)	15.8	19.8	23.9	27.5	30.9
%yoy	29.5	25.3	20.7	15.0	12.5
<b>매출액</b>	<b>118.8</b>	<b>153.3</b>	<b>174.9</b>	<b>193.3</b>	<b>210.2</b>
전년대비 증가율(%)	46.0	29.1	14.0	10.5	8.8
<b>영업비용</b>	<b>85.4</b>	<b>102.1</b>	<b>118.5</b>	<b>137.2</b>	<b>152.3</b>
인건비	23.5	25.8	28.8	31.7	34.2
로열티	7.9	11.5	16.6	22.2	28.4
지급수수료	38.3	47.7	54.5	62.8	67.3
기타	15.6	17.0	18.6	20.5	22.5
<b>영업이익</b>	<b>33.4</b>	<b>51.2</b>	<b>56.4</b>	<b>56.1</b>	<b>57.8</b>
영업이익률(%)	28.1	33.4	32.2	29.0	27.5
법인세차감전순이익	34.6	52.7	58.2	59.6	61.8
법인세율(%)	19.7	18.0	18.5	19.0	19.5
지배주주귀속순이익	27.8	43.2	47.5	48.3	49.8
발행주식수(백만주)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
지배주주 EPS(원)	2,757	4,287	4,706	4,785	4,934
조정 EPS(원)	2,757	4,287	4,706	4,785	4,934
<b>조정 EPS CAGR(14F-18F)</b>					<b>34.4</b>

주1: 16년까지 실적은 상세 추정, 17년부터 동사 매출 성장성은 시장 성장성을 30% 하회한다고 가정

주2: 조정 EPS는 일회성 손익을 제외하고 산출 (13년 경우 배당금수익 및 데브시스터즈 매각차익 제외)

자료: Newzoo, NH농협증권

(원)	14F	15F	16F	17F	18F
EPS	2,757	4,287	4,706	4,785	4,934
Potential PER(배)					15.0
목표주가	50,552	55,607	61,168	67,284	74,013
목표주가 기준 PER(배)	18.3	13.0	13.0	14.1	15.0

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NH농협증권