

2019年 일본탐방

바람이 분다

ANALYST 신은정

ANALYST 황현준



Summary



일본은 변하고 있다: 일본의 게임, 레저, 미디어 업체들의 탐방 결과, 그들의 공통점은 바로 변화였다. 과거 일본은 내수에만 집중해도 성장이 가능한 구조였다. 그러나 대부분의 산업이 성장 정체기에 접어들었고, 이를 극복하기 위해 또 다른 성장의 발판을 마련하기 시작했다.

대체 - 새로운 분야로 진출: NEXON, SEGASammy, LINE은 각각 모바일 게임, 카지노, 간편결제 등 기존 시장을 대체하고 새롭게 변화하는 사업 영역 진출을 통해 성장 동력을 준비 중이다.

일본 모바일 게임 시장은 퍼즐 등 캐주얼 게임을 중심으로 있지만 인기 장르는 다변화될 여지가 있어 보인다. PC게임과 중국 비중이 압도적인 NEXON은 다수의 모바일 게임 출시로 변화에 대응 중이며 국내 게임사들도 일본 모바일 게임시장에서 충분히 기회가 있다고 판단된다.

파친코 시장 쇠퇴 영향으로 머신 제작 비중이 높은 SEGASammy 실적은 부진한 상황이다. 일본 정부가 주도하는 오픈카지노 개발 사업 참여로 SEGASammy는 변화를 모색을 모색 중이다. 중장기적으로 국내 외국인 카지노 사업자들은 일본 오픈 카지노에 대응 준비를 해야 할 것으로 보인다.

민간 결제의 80%가 아직 현금으로 이루어지는 일본에서 향후 간편결제 시장은 크게 확대될 것으로 예상된다. LINE은 메신저 트래픽을 기반으로 일본 간편 결제 시장 주도권 차지 및 은행/증권 등 금융사업 진출을 위해 노력 중이다. 투자에 따른 비용 확대로 당분간 NAVER 실적에 타격이 이어지겠지만 LINE의 전략사업은 NAVER의 중장기 성장동력이 될 것으로 기대된다.

확장 - 기존+ 새로운 분야에서 기회를 모색: TOHO, TBS, Dentsu는 변화하는 시장 환경에 맞춰 기존 사업 영역을 확대하는 방향으로 나아가고 있는 모습이다.

일본 최대 영화 배급/제작사인 TOHO는 침체 중인 일본 박스오피스 시장에서의 점유율 확대를 위해 자국 콘텐츠 제작 지속과 더불어 해외 합작을 진행하고 있다.

3위 시청률을 기록하는 방송국인 TBS는 기존 드라마 제작 외에도 시청률 회복을 위해 예능 제작 확대, 온라인/모바일 서비스를 통해 젊은 시청자 유입을 확대하고 있다. 일본과 상황이 다른 국내 방송 및 제작사들은 해외 수출을 위한 경쟁력 있는 콘텐츠에 집중하고 있는 것으로 판단된다.

글로벌 광고사 Dentsu는 M&A를 통해 해외 디지털 비중 확대 중이다. 18년 기준 해외 매출총이익 중 61%가 디지털 광고이며 최근 M&A 기업들도 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 개발에 집중하고 있다. 국내 광고대행사도 M&A를 통한 해외, 디지털 분야로의 사업 확장을 추진하고 있다.

한국은 달라달라: 일본 기업들 변화의 전제는 내수 시장이 뒷받침 해줄 수 있다는 점이다. 하지만 한국 업체들은 제한된 규모와 정체된 성장성을 고려해 해외에서 돌파구를 찾아야 한다. 이에 따라 해외 매출을 기반으로 안정적인 성장이 가능할 것으로 예상되는 종목을 선정했다. 게임 업종에서는 엔씨소프트와 펠어비스를, 광고업종 내에서는 이노션과 제일기획을 선호 종목으로 제시한다.

Contents

I. 바람이 분다.....	4
일본은 변하고 있다.....	4
시사점 : 한국은 달라달라.....	5
한국 및 일본 기업 Valuation.....	7
II. 대체 - 새로운 분야로 진출.....	9
게임; NEXON.....	9
레저; SEGASammy.....	16
결제; LINE.....	20
III. 확장 - 새로운 분야에 도전.....	26
영화; TOHO.....	26
방송; TBS.....	30
광고; Dentsu.....	34
IV. Coverage recommendation.....	38
엔씨소프트(036570).....	38
펄어비스(263750).....	41
이노션(214320).....	44
제일기획(020000).....	47
V. 일본 탐방 기업.....	50
NEXON(3659 JP).....	50
SEGA SAMMY (6460 JP).....	55
LINE Corp(3938 JP).....	60
TOHO(9602 JP).....	66
TBS Holdings(9401 JP).....	72
Dentsu(4324 JP).....	77

I. 바람이 분다

일본은 변하고 있다

일본 내수 기업
포인트는
‘변화’

일본의 게임, 레저, 미디어 업체들의 탐방 결과, 그들의 공통점을 정리해 보면 바로 ‘변화’였다. 한국 대비 일본 게임 시장은 1.7배, 콘텐츠 시장 2.8배, 광고 시장은 6배나 큰 규모로, 과거에는 내수만 집중해도 성장이 가능한 구조였다. 그러나 대부분의 산업이 성장 정체기에 접어들었고, 이를 극복하기 위해 모바일, 전자 결제, 온라인, 해외 등으로 눈을 돌려 또 다른 성장의 발판을 마련하기 시작했다.

도표 1. 일본은 어떻게 변하고 있는가?

분야	과거	변화하는 중
게임	콘솔	모바일
NEXON	일본은 전통적으로 콘솔이 강세였으나 퍼즐 등 캐주얼 게임을 중심으로 모바일 게임시장이 전체 시장을 주도 중, NEXON은 PC게임과 중국 비중이 압도적	스마트폰 보급 확대 및 기기 사양 업그레이드에 힘입어 모바일로도 고사양 게임이 가능해지고 있기 때문에 일본 모바일 게임 인기 장르는 향후 다변화될 여지가 충분, NEXON은 다수의 모바일 게임 출시로 변화에 대응 중
레저	파친코	리조트 카지노
SEGASammy	인구 감소, 도박 관련 규제 강화, 다른 Entertainment 요소 증가 등의 영향으로 파친코 시장 쇠퇴, 파친코 머신 제작의 기여도가 높은 세가사비 실적 부진	일본 정부가 주도하는 오픈카지노 개발 사업 참여로 SEGASammy는 변화를 모색. 파라다이스시티 지분 투자로 카지노 운영에 대한 노하우를 축적 중이며 향후 사업자 선정에 유리하게 작용할 수 있을 것으로 예상
페이	현금	간편 결제
LINE	일본은 민간 결제의 80%가 아직도 현금으로 이루어지는 특이한 구조. 정부가 뒷받침하는 비현금 방식 활성화에 힘입어 향후 간편결제 시장이 크게 확대될 것으로 예상	LINE은 일본 간편 결제 시장에서 주도권을 차지하기 위해 경쟁이며 관련된 비용 집행이 이어질 것으로 예상. 간편결제 뿐만 아니라 메신저 트래픽을 기반으로 은행/증권 등 금융사업 진출 예정
영화	자체 제작	해외 합작
TOHO	애니메이션이 원작이거나 일본 자국 콘텐츠 흥행, 박스오피스 흥행 수입 55% 이상이 일본 영화이지만, 문제는 박스오피스 수입이 매년 감소 추세	2014년 워너브라더스와 고질라 공동 제작 이후, 2018년 고질라:킹오브 몬스터, 명탐정 피카츄를 공동 제작. 2020년 고질라vs.콩(워너브라더스), 몬스터헌터(콘스탄틴) 예정
방송	드라마	예능
	대작 드라마나 고연령층이 즐기는 드라마로 시청률 상승 가능했었음	예능 제작 및 투자에 집중. 젊은 시청자 유입으로 시청률 3위 회복. 대표작: SASUKE: Ninja Warrior
TBS	TV	온라인/모바일
	시청 행태 80%가 TV 시청으로 파악 압도적,	TVer(무료)에서는 광고 수익과 시청률 증대를, Paravi(유료)는 요금 및 판권 수익 긍정적 효과 기대
광고	전통 매체	디지털
	TV 매체가 37%를 차지하고, 디지털 광고의 낮은 전환율(매체 비중 24%)로 한계점. TV, 잡지 등의 전통 매체 힘이 강하고 스마트폰 보급률이 낮기 때문	M&A를 통해 해외 디지털 비중 확대 중, 18년 기준 해외 매출총이익 중 61%가 디지털 광고. 최근 M&A 기업들도 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 개발에 집중
Dentsu	내수	해외
	일본 광고 시장 규모는 글로벌 대비 10% 비중을 차지하는 큰 규모지만, 성장 정체 (18년 +0.2%YoY)	12년 18% 비중에도 불과하던 해외 비중 18년 60%까지 성장. 13년 영국의 Aegis Network 인수하며 해외 확대 시작

자료: DB금융투자

시사점 : 한국은 달라달라

일본은 변화도 결국 내수가 중심

일본의 변화는 내수 뒷받침이 기본전제

일본 기업들의 변화의 기본 전제는 내수 시장이 기업들의 변화를 뒷받침 해줄 수 있다는 것이었다. 게임/페이/레저 업체는 내수 안에서 기존 시장을 대체할 새로운 사업 영역을, 영화/방송/광고 업체는 기존 내수 사업에 해외나 신사업 등 다른 분야까지 확장하는 사업을 목표로 하고 있기 때문이다.

일본과 우리나라의 가장 큰 차이는 바로 ‘내수’다. 일본과 달리 내수 규모가 작은 우리나라는 제한된 규모와 정체된 성장성을 고려해 해외에서 기회를 찾아 왔고, 향후 더 확대될 것으로 전망된다.

게임: 일본 콘솔시장에서 액션 RPG/어드벤처 장르와 같은 고사양 게임이 대세였던 것과 같이 모바일로도 고사양 게임 플레이가 가능해지고 있어 캐주얼 게임 중심의 일본 모바일 게임 시장 인기 장르는 향후 다변화될 여지가 있어보인다. 그리고 일본 유저들의 모바일 게임 결제 및 외산 게임에 대한 인식 변화도 향후 국내 게임사들에게 기회요인으로 작용할 것으로 보인다.

카지노: 2025년 이후 일본내 오픈카지노 도입은 국내 외국인전용 카지노에게는 불리한 요인으로 작용할 수 있다. 이에 따라 국내 외국인 카지노들은 관광객 유입으로 연결될 수 있는 시설 및 엔터테인먼트트 요인 확대가 필요할 것으로 판단된다.

결제: 우리나라는 민간 결제의 현금 비중은 약 10%이고 일본은 아직도 80% 수준이다. 이와 더불어 내수 경제 규모 등을 감안할때 우리나라보다는 일본에서 간편결제 시장 주도권 차지에 대한 성과는 더 클 것으로 보인다. 일본 정부 주도하에 현금없는 사회로의 이행이 본격화되고 있는 상황에서 향후 간편결제뿐만 아니라 은행/증권 등 일본 금융업에서의 기회 요인에도 주목할 필요가 있다고 판단된다.

영화: 국내 박스오피스 시장은 17년 0.8%YoY, 18년 3.3%YoY의 저성장 기조를 이어가고 있으며, 히트작 라인업 부재 시 언제든지 역성장의 길로 접어들 수 있는 환경이다. 한국도 일본과 비슷하게 국내작품 비중이 약 50%로 높은 편이다. 이에 따라 콘텐츠 제작에 선택과 집중이 필요하다. TOHO가 Godzilla를 65년 동안 활용하는 것 처럼, 국내 영화 제작 및 투자 업체들 또한 ‘신과함께’와 같은 시리즈물 제작 증대를 통한 글로벌 진출이나 IP의 활용 역량 확대 등에 집중해야 할 것으로 보인다.

방송: 일본은 내수 규모가 크고 80%가 TV를 시청해 제작비 증가가 필요없는 구조다. 반대로 국내는 Netflix, Youtube 등 플랫폼의 성장으로 방송 시장이 정체됐다. 이에 따라 국내 방송 및 제작 업체들은 수출을 위한 경쟁력있는 콘텐츠 제작에 집중하고 있고 결과도 양호한 편이다. 다만, 광고 단가와 판권 규모 상승세에 맞춘 제작비 증가 속도는 고려할 필요가 있다고 판단된다.

광고: 글로벌 광고대행사가 모두 해외와 디지털로 이목을 집중하고 있고, 일본 및 국내 종합광고대행사들도 해외 및 디지털에 투자하고 있다. 주로 M&A를 통한 외형 및 내실 성장을 추구하고 있으며, 19년에도 미주 및 유럽, 신흥국 위주의 M&A가 진행될 것으로 전망된다.

한국은 해외 비중 높고, 성장성 확대 여력이 투자 포인트

한국: 내수
보다는 해외
집중 기업 선정

한국의 게임/미디어 업체들은 국내 산업의 제한된 규모와 정체된 성장성을 고려해 해외에서 돌파구를 찾고있다. 이에 따라 해외 매출 비중이 높고, 안정적인 성장세를 이어가고 있는 종목을 선정했다. 게임 업종에서는 엔씨소프트와 펠어비스를, 광고업종 내에서는 이노션과 제일기획을 선호 종목으로 제시한다.

1. 엔씨소프트 (BUY, 690,000원): 18년 온라인게임 기준 해외 매출 비중은 약 40% 수준이다. 보유하고 있는 핵심 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 이어지고 있어 해외에서의 성과는 향후 지속 확대될 것으로 예상된다. 리니지M의 일본 출시를 시장 예상보다 약하지만 향후 확대되는 동사 모바일 게임 라인업을 기반으로 변화 중인 모바일 게임 시장을 공략할 수 있을 것으로 보인다. 그리고 업데이트 효과 본격 반영에 따른 2분기 실적 호조, 하반기 신작 블소S와 리니지2M 출시, 스타디아 11월 출시에 따른 클라우드 게임 플랫폼 확장 기대감 고조 등 동사의 투자포인트는 지속 유효하다.

2. 펠어비스 (BUY, 250,000원): 18년 기준 해외 매출 약 36%의 비중을 차지하고 있다. 검은 사막 IP의 지역별 및 플랫폼 확장은 여전히 진행 중이다. 올해 검은 사막 콘솔 출시 및 검은 사막 모바일의 일본 진출도 성공적이라고 보인다. 특히 MMORPG 장르가 비주류인 일본 모바일 게임 시장에서의 검은 사막 모바일의 안착은 고무적이라고 판단된다. 2분기부터 Xbox콘솔 매출이 본격 반영되고 검은 사막 모바일은 일본 안착 후 4분기 글로벌 출시를 앞두고 있는 등 검사 IP의 지속적인 확장과 비용 안정화에 힘입어 해외에서의 성과는 확대될 것으로 예상된다. 그리고 EVE IP 활용 게임 라인업에도 주목해야될 부분이며 스타디아 11월 출시에 따른 클라우드 게임 플랫폼 확장 기대감도 유효하다.

3. 이노션 (BUY, 89,000원) : 18년 기준 해외비중은 70%로 특히 미주 지역이 50%에 육박하는 비중을 차지하고 있다. 3Q19 미주지역 소나타 플체인지 및 국내 G80 출시, 4Q19 국내 GV80 등 볼륨이 크고 전략 차종인 모델의 신차 리시가 이어질 예정이다. 이에 따라 안정적인 국내 실적과 미주 및 유럽 중심으로 해외 자회사의 고성장(매출총이익 3Q19 19.2%YoY, 4Q19 14.4%YoY)이 전망된다. 19년 연간 매출총이익은 5,141억원(+8.6%YoY), 영업이익은 1,248억원(+5.6%YoY)이 예상된다. 하반기 미주 지역에서의 디지털 관련 광고회사를 인수할 가능성 또한 높으며, 추가로 아시아 및 기타 지역의 소규모 딜을 포함한 총 4건의 M&A가 기대된다.

4. 제일기획 (BUY, 31,000원): 매출총이익 중 해외 비중 약 72%로 유럽 및 신흥국 비중이 높다. 1Q19에도 양호한 실적을 달성할 수 있었던 주 요인은 해외 수익의 가파른 성장(+11.9%YoY)이었다. 해외 성장은 1)닷컴, 이커머스 등 디지털 사업의 성장(디지털 비중 37%), 2)신규 대형 광고주(파나소닉, 폭스바겐 등) 효과가 반영됐기 때문이다. 신규 광고주 효과는 2Q19뿐만 아니라 연간으로 지속될 것으로 보인다. 19년 연간 매출총이익은 1조 1,804억원(+9%YoY), 영업이익 2,102억원(+16.1%YoY)이 전망된다. 미주 및 신흥국 위주로 추가적인 M&A 가능성이 높으며, 순현금 4천억원대로 여력 또한 충분한 것으로 판단된다.

한국 및 일본 기업 Valuation

도표 2. 일본 탐방 기업 Valuation

		NEXON	SEGA Sammy	LINE	TOHO	TBS	Denstu
업종		게임	레저	전자 결제	영화	방송	광고
시가총액 (십억엔, 19.06.10 기준)		1,476	338	732	895	323	1,082
매출액 (십억엔)	2018	254	332	207	246	366	1,019
	2019E	270	377	246	262	369	1,058
영업이익 (십억엔)	2018	98	13	16	45	19	103
	2019E	107	30	-23	52	19	115
영업이익 YoY (%)	2018	8.7	-26.2	-35.8	-5.5	-1.2	-22.0
	2019E	9.3	126.4	적전	15.8	1.5	12.3
P/E (배)	2018	11.7	115.9	NA	23.7	14.0	15.3
	2019E	15.8	17.1	NA	23.7	17.2	17.0
P/B (배)	2018	2.3	1.0	4.5	2.0	0.6	1.3
	2019E	2.3	0.9	4.2	2.2	0.5	1.0
ROE (%)	2018	21.1	0.9	-1.9	8.7	4.3	8.4
	2019E	14.9	5.7	-14.9	10.1	3.3	5.8

자료: Bloomberg, DB금융투자

주1: Sega Sammy, TBS의 2018은 2018.04~2019.03

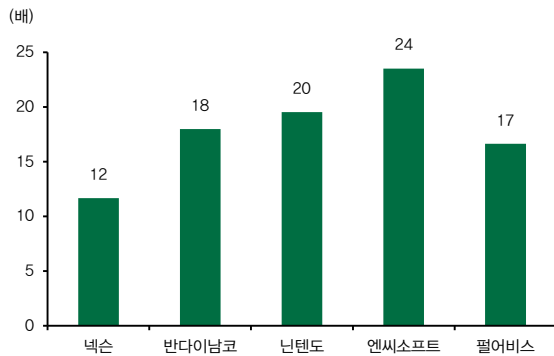
주2: LINE의 2018은 2018.03~2019.02

도표 3. 해외 사업을 잘 영위하고 있는 국내 기업 Valuation

		엔씨소프트	펄어비스	이노션	제일기획
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		690,000	250,000	89,000	31,000
현재주가(원, 19.06.10 기준)		458,000	201,400	69,100	27,550
시가총액(십억원, 19.06.10 기준)		10,052	2,622	1,382	3,169
매출액(십억원)	2018	1,715	405	1,239	3,478
	2019E	1,802	610	1,362	3,682
	2020E	2,511	734	1,487	3,893
영업이익(십억원)	2018	615	168	118	181
	2019E	584	203	130	203
	2020E	1,008	284	143	225
영업이익 YoY (%)	2018	5.1	182.2	22.2	15.7
	2019E	-5.1	21.0	10.3	12.4
	2020E	72.8	39.6	9.7	10.4
P/E(배)	2018	23.5	16.6	16.5	17.6
	2019E	22.4	16.8	15.9	21.5
	2020E	13.3	11.9	14.3	19.3
P/B(배)	2018	4.1	6.6	1.7	2.6
	2019E	3.7	4.7	1.8	3.3
	2020E	3.1	3.4	1.7	3.1
ROE(%)	2018	16.4	60.2	11.0	15.0
	2019E	18.4	32.9	11.8	16.1
	2020E	25.4	32.8	12.2	16.7

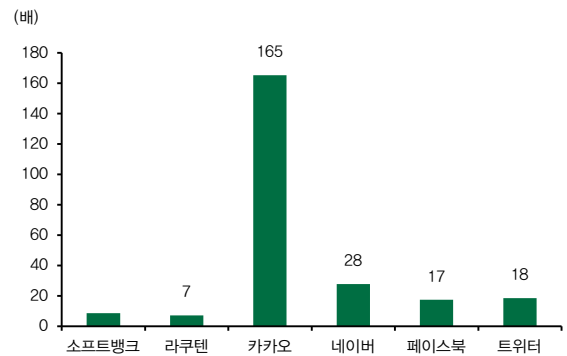
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 한국과 일본 게임 업체 P/E



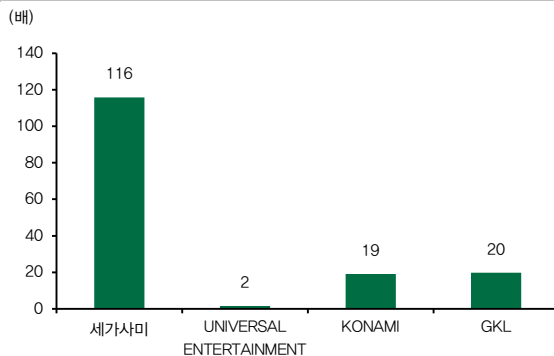
자료: DB금융투자

도표 5. 일본 간편 결제 및 글로벌 메신저 관련 업체 P/E



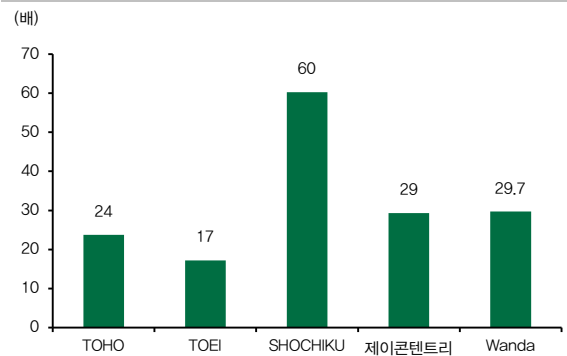
자료: DB금융투자

도표 6. 한국과 일본 레저 업체 P/E



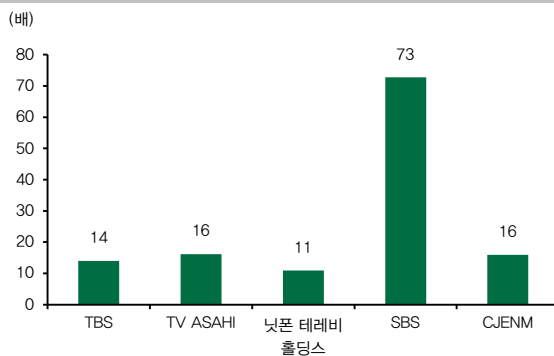
자료: DB금융투자

도표 7. 한국과 일본, 중국 영화 업체 P/E



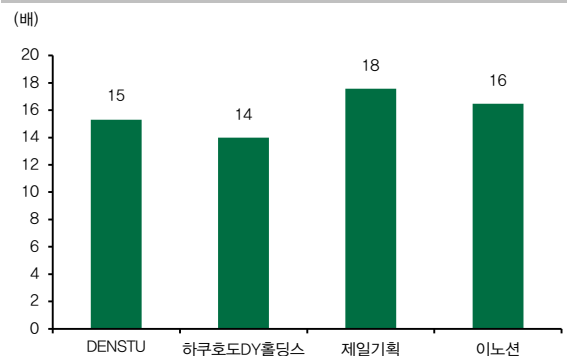
자료: DB금융투자

도표 8. 한국과 일본 방송 업체 P/E



자료: DB금융투자

도표 9. 한국과 일본 광고 업체 P/E



자료: DB금융투자

II. 대체 – 새로운 분야로 진출

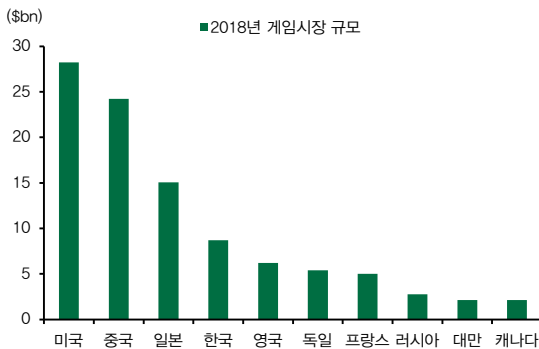
게임; NEXON

모바일이 주도하는 일본 게임시장

모바일이
주도하는 일본
게임 시장

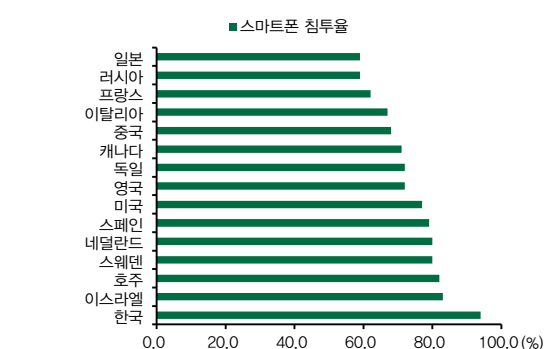
일본 게임시장은 2018년 기준 약 150억 달러 규모로 미국, 중국에 이어 글로벌 Top 3이며 우리나라의 약 1.7배 수준이다. 일본은 과거 콘솔게임이 강한 면모를 보였으나 스마트폰 보급 확대의 영향으로 편의성, 비용 등의 이점에 기반한 모바일 게임이 전체 시장을 주도하며 글로벌 트렌드에 부합하는 모습을 보이고 있다. 일본의 모바일 앱 기반 소셜/캐주얼 게임 시장은 최근 5년간 23% 연평균 성장률을 보이며 2014년부터 콘솔게임 시장을 제쳤고 2018년 기준 전체 시장 대비 약 46%에 이르렀다.

도표 10. 국가별 게임시장 규모



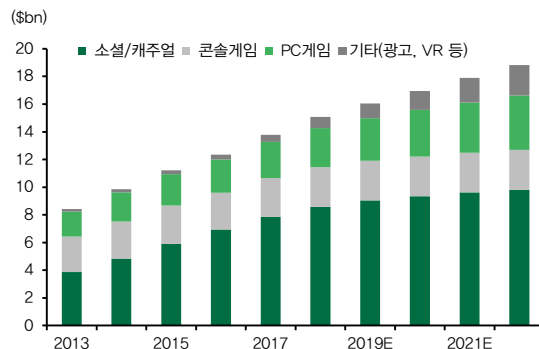
자료: KOCCA, DB금융투자

도표 11. 2018년 국가별 스마트폰 침투율(성인기준)



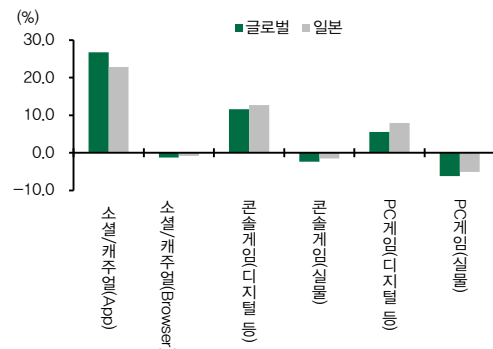
자료: Statista, DB금융투자

도표 12. 일본 게임시장 규모 추이 및 전망



자료: KOCCA, DB금융투자

도표 13. 글로벌/일본 게임 시장 부분별 최근 5년 CAGR



자료: KOCCA, DB금융투자

기존 플레이어들도 모바일에 집중

일본 게임사들
본격적으로
모바일에 집중

게임 플레이 환경이 모바일 중심으로 변함에 따라 기존 콘솔과 PC게임 판매는 부진이 불가피했고 이를 탈피하고자 일본 게임사들은 본격적으로 모바일에 집중했다. 게임사들이 기존 플랫폼에서 인기가 있었던 게임 IP를 활용하여 모바일 게임을 출시하면서 일본 모바일 게임시장 성장은 가속화되었다.

Nintendo는 2016년 7월 자사 2위 베스트 셀링 게임 프랜차이즈인 포켓몬을 미국의 Niantic을 통해서 증강현실 모바일게임인 Pokemon Go로 IP를 확장하여 글로벌 흥행에 성공했다. 이어 2016년 12월에는 닌텐도의 1위 게임 프랜차이즈 슈퍼마리오를 모바일 버전 Super Mario Run으로 직접 출시하여 높은 가격대로 인한 회의적 반응에도 불구하고 성공을 거두었다. 이 외에도 콘솔 게임 시장에서 건담, 드래곤볼, 니루토 등의 글로벌 만화 원작 IP를 활용한 경험이 있는 Bandai Namco는 모바일 확장을 위해 지속 노력하고 있다. Square Enix도 Sony 플레이스테이션 대표 흥행 게임 프랜차이즈인 Final Fantasy의 플랫폼 다변화를 진행 중이다.

도표 14. 닌텐도 역대 2위 게임 프랜차이즈 포켓몬의 모바일화



자료: Nintendo, DB금융투자

도표 15. 닌텐도 대표 게임 프랜차이즈 슈퍼마리오 모바일화



자료: Nintendo, DB금융투자

도표 16. 반다이남코의 드래곤볼 IP 모바일화



자료: BANDAI NAMCO, DB금융투자

도표 17. 플레이스테이션 대표 흥행작 파이널판타지 모바일화



자료: Square Enix, DB금융투자

일본 모바일게임의 향후 장르 다변화가 관건

일본 모바일
게임 인기 장르
다변화 여지
충분

일본 모바일 게임 매출 순위를 살펴보면 미국과 유사하게 캐주얼 게임이 주를 이루고 있다. MMORPG 장르가 순위권에 많은 우리나라와 대만과는 다른 모습이다. 2018년 일본 게임 소비자 조사에 따르면 일본인이 좋아하는 모바일 게임 장르(복수응답)로 퍼즐이 53.2%로 지속적으로 높은 비율을 차지하고 육성/목표 달성형 시뮬레이션(38.2%)과, 롤플레이팅(31.2%)이 뒤를 잇고 있다. 이는 퍼즐 장르는 이용 연령층 다양하고 모바일 화면에서 크게 불편함이나 차이를 느낄 수 없기 때문인 것으로 판단된다.

하지만 전통적으로 강세였던 일본 콘솔게임에서 퍼즐은 선호 장르 6위였다. 일본에서 실제 이용률이 가장 높은 콘솔로 파악되는 플레이스테이션(PS4)의 베스트 셀링 타이틀은 액션 RPG/어드벤처 장르와 같은 고사양 게임이 대부분이다. 스마트폰 보급 확대 및 기기의 사양 향상이 이루어지면서 모바일로도 고사양 게임 플레이가 가능해지고 있기 때문에 퍼즐/캐주얼 게임 중심인 일본 모바일 게임 시장에서 인기 장르는 향후 다변화될 여지가 있어보인다. 그리고 일본 유저들의 모바일 게임 결제에 대한 인식 변화도 향후 더욱 다양한 게임이 선호되는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

도표 18. 일본 구글 플레이 게임 매출 순위(6/3 기준)

1		몬스터스트라이크 XFLAG
2		パズル&ドラゴンズ(Puzzle & Dragons) GungHo Online Entertainment
3		星のドラゴンクエスト SQUARE ENIX
4		LINE : ディズニー ツムツム LINE
5		ドラゴンボールZ ドッカンバトル BANDAI NAMCO Entertainment
6		ロマンシング サガ リ・ユニバース SQUARE ENIX
7		Knives Out-Tokyo Royale NetEase
8		グランブルーファンタジー Mobage
9		アイドルマスター シンデレラガールズ スターライトステージ BANDAI NAMCO Entertainment
10		プリンセスコネクト! Re:Dive Cygames

자료: App Annie, DB금융투자

도표 19. 국내 구글 플레이 게임 매출 순위

1		리니지M NCSoft
2		블레이드&소울 레볼루션 Netmarble
3		검은사막 모바일 Pearl Abyss
4		킹 오브 파이터 올스타 Netmarble
5		리니지2 레볼루션 Netmarble
6		Pmang Poker : Casino Royal Neowiz Games
7		프린세스 커넥트! Re:Dive Kakao
8		아르카 U.LU
9		Brawl Stars Supercell
10		트라하 NEXON

자료: App Annie, DB금융투자

도표 20. 미국 구글 플레이 게임 매출 순위

1		Candy Crush Saga King
2		Clash of Clans Supercell
3		PUBG MOBILE Tencent
4		Coin Master Moon Active
5		Pokémon GO Niantic
6		Slotomania™ Slots Casino: Vegas Slot Machine Games Playtika
7		Homescapes Playrix
8		Toon Blast Peak Games
9		Empires & Puzzles: RPG Quest Small Giant Games
10		Guns of Glory FunPlus

자료: App Annie, DB금융투자

도표 21. 대만 구글 플레이 게임 매출 순위

1		Garena Speed Drifters Garena Online
2		天堂M GAMANIA
3		革命覺醒 Original Entertainment
4		不休的鳥拉拉 X.D.Global
5		神魔之塔 - Tower of Saviors Mad Head
6		叫我官老爺 - 原創宮廷模擬經營手游 Chuang Cool
7		老子有錢 - 麻將、捕魚、老虎機、百家樂、柏青斯消 GalaxyOnline
8		Garena 傳說對決 Garena Online
9		新三國志手機版-光榮特庫摩授權 Black Beard Game
10		Dragalia Lost Nintendo

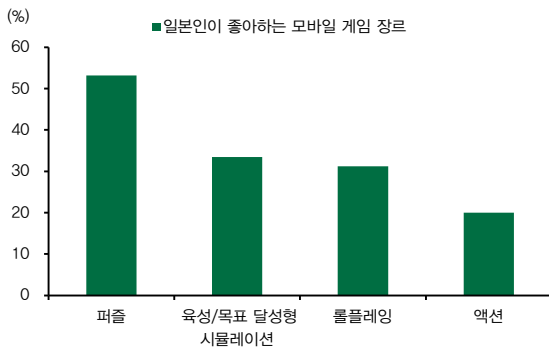
자료: App Annie, DB금융투자

도표 22. PS4 베스트 셀링 게임 순위(일본)

순위	Title	일본 판매량	출시일	장르	순위	Title	일본 판매량	출시일	장르
1	Monster Hunter: World	1,963,522	Jan-18	액션 RPG	26	Earth Defense Force 5	244,159	Dec-17	슈팅
2	Dragon Quest XI	1,368,698	Jul-17	RPG	27	Gran Turismo Sport	231,275	Oct-17	경주
3	Final Fantasy XV	1,036,879	Nov-16	액션 RPG	28	Tales of Berseria	220,719	Aug-16	액션 RPG
4	Kingdom Hearts 3	722,201	Jan-19	액션 RPG	29	Fallout 4	220,008	Dec-15	액션 RPG
5	Call of Duty: Black Ops 4	499,765	Oct-18	슈팅	30	KH HD 2.8 Final	215,842	Jan-17	액션 RPG
6	Metal Gear Solid V	442,032	Sep-15	액션 어드벤처	31	Dragon Quest Builders 2	214,026	Dec-18	액션 RPG
7	NieR: Automata	407,637	Feb-17	액션 RPG	32	Dragon Quest Builders	213,581	Jan-16	액션 RPG
8	Knack	400,888	Feb-14	진행형 격투	33	Red Dead Redemption 2	212,556	Oct-18	액션 어드벤처
9	Persona 5	399,213	Sep-16	RPG/육성	34	Bloodborne	211,026	Mar-15	액션 RPG
10	Call of Duty: WWII	387,498	Nov-17	슈팅	35	Horizon Zero Dawn	210,666	Mar-17	액션 RPG
11	Grand Theft Auto V	386,044	Oct-15	액션 어드벤처	36	Jikkyou Powerful Pro Baseball	208,867	Apr-16	스포츠
12	Call of Duty: Black Ops III	385,147	Nov-15	슈팅	37	Star Wars Battlefront	205,653	Nov-15	슈팅
13	Minecraft	370,038	Dec-15	샌드박스	38	Yakuza Kiwami 2	202,817	Dec-17	액션 어드벤처
14	Yakuza 6: The Song of Life	367,965	Dec-16	액션 어드벤처	39	Grand Theft Auto V	196,795	Dec-14	액션 어드벤처
15	Resident Evil 7: Biohazard	343,382	Jan-17	Survival horror	40	Tom Clancy's Ghost Recon:	195,758	Mar-17	슈팅
16	Dark Souls III	332,703	Mar-16	액션 RPG	41	God Eater 3	194,698	Dec-18	액션 RPG
17	Dragon Quest Heroes	329,934	Feb-15	액션 RPG	42	Ace Combat 7	194,685	Jan-19	Combat flight
18	Resident Evil 2	324,079	Jan-19	Survival horror	43	Call of Duty: Infinite Warfare	191,509	Nov-16	슈팅
19	Marvel's Spider-Man	307,511	Sep-18	액션 어드벤처	44	Uncharted 4: A Thief's End	181,820	May-16	액션 어드벤처
20	Dragon Quest Heroes 2	280,542	May-16	액션 RPG	45	Fist of the North Star	179,315	Mar-18	액션 RPG
21	Battlefield 1	275,924	Oct-16	슈팅	46	Dynasty Warriors 9	176,870	Feb-18	Hack/ slash
22	Judgement	261,012	Dec-18	액션 어드벤처	47	Gundam Versus	175,581	Jul-17	액션 어드벤처
23	Kingdom Hearts HD 1.5+2.5	260,988	Mar-17	액션 RPG	48	Everybody's Golf	174,759	Jul-17	스포츠
24	Jikkyou Powerful Pro Baseball	255,850	Apr-18	스포츠	49	Winning Eleven 2018	171,449	Sep-17	스포츠
25	Rainbow Six Siege	249,675	Dec-15	슈팅	50	The Witcher 3: Wild Hunt	169,806	May-15	액션 RPG

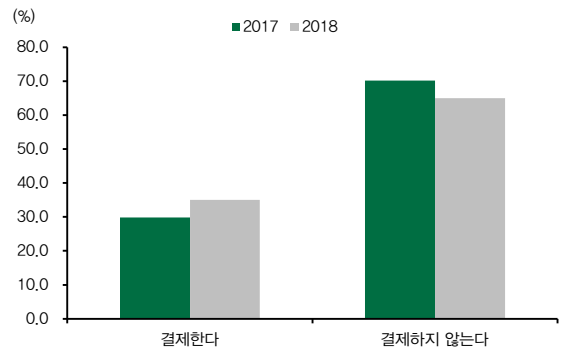
자료: Famitsu, DB금융투자

도표 23. 일본 모바일 게임 선호 장르



자료: KOCCA, DB금융투자

도표 24. 일본 기본 무료+아이템 결제 게임 이용자 결제 현황



자료: KOCCA, DB금융투자

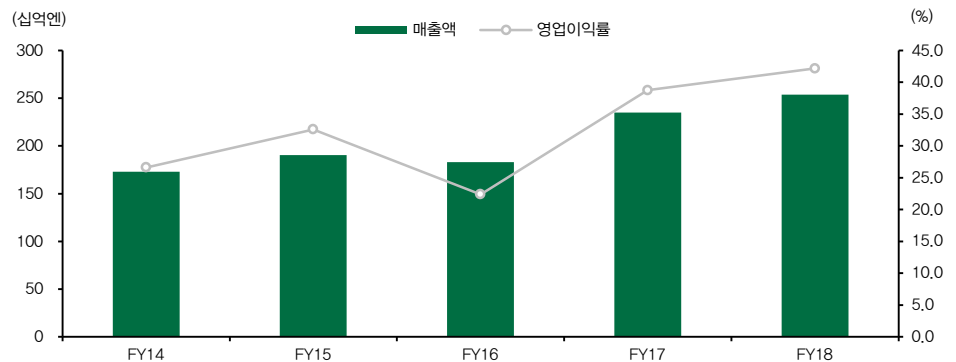
던전앤파이터의 NEXON: 다수의 모바일게임 출시로 변화에 대응

NEXON은 아직
PC게임 매출이
대부분

NEXON은 던전앤파이터, 메이플스토리 등 핵심 게임 프랜차이즈를 보유하고 있는 게임사이다. FY2018 기준 NEXON의 매출액과 영업이익은 각각 2,537억엔(+8.0%YoY), 1,070억엔(+17.6%YoY)을 기록했다. 플랫폼별 매출 비중은 PC게임 78%, 모바일 22%이며 국가별 매출 비중은 중국 52%, 한국 29%, 그리고 일본/북미/유럽&기타가 각 6~7%, 수준이다. PC게임 및 중국 의존도가 높은 모습인데 이는 NEXON의 매출 절반 이상이 중국 텐센트가 퍼블리싱하는 PC게임 던전앤파이터에서 발생하기 때문이다.

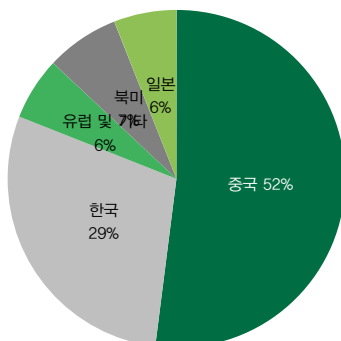
NEXON은 그간 모바일 디바이스 사양이 자사의 PC 기반 게임들을 원활히 플레이될 수 있는 환경이 아니었다고 판단하여 플랫폼 확장이 늦었지만 이제는 충분히 가능하다고 보고 있다. 그리고 플랫폼간 카니발을 걱정했지만 기존 출시된 메이플스토리M이나 크레이지아케이드 BnB M의 경우 모바일 버전 출시 후 전체 매출이 증가하는 모습을 보였기 때문에 이 부분에 대한 우려는 해소된 것으로 보인다.

도표 25. NEXON 매출액 및 영업이익률 추이



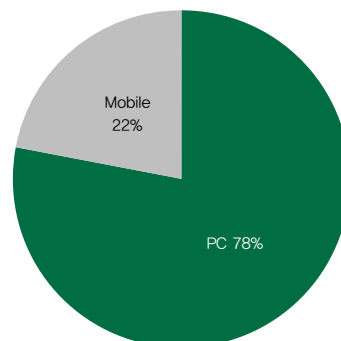
자료: NEXON, DB금융투자

도표 26. NEXON 지역별 매출 비중(2018년 기준)



자료: NEXON, DB금융투자

도표 27. NEXON 플랫폼별 매출 비중(2018년 기준)



자료: NEXON, DB금융투자

일본에서 국내 게임사들에게 더 많은 기회가 있을 것으로 예상

NEXON은 향후
모바일 게임
출시 본격화

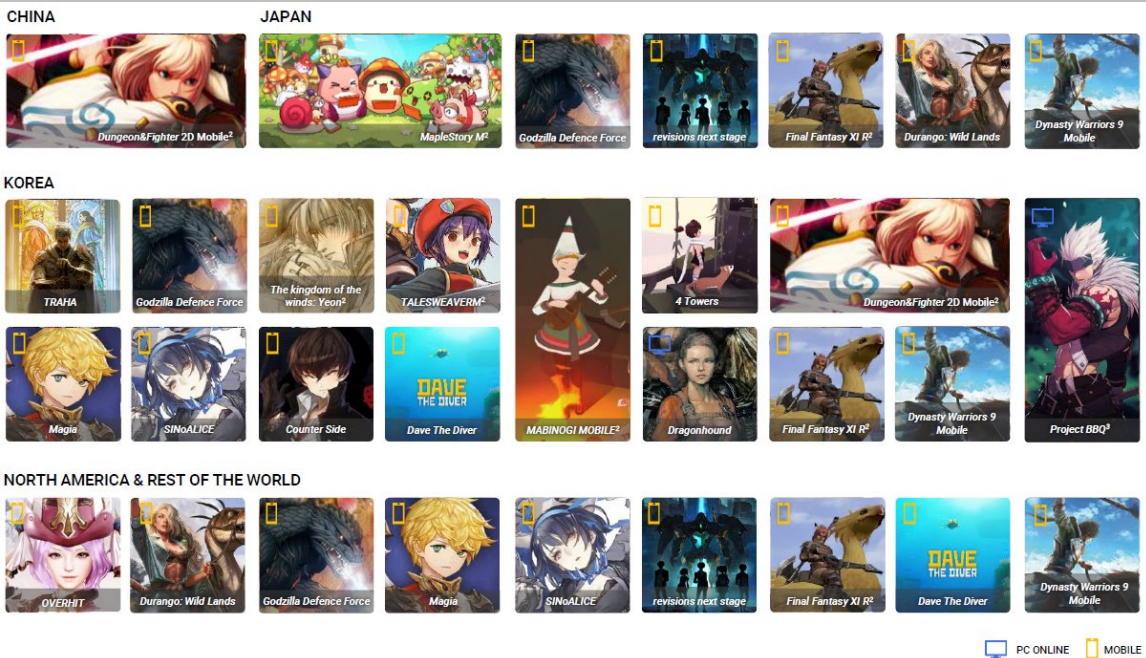
이에 따라 NEXON은 다수의 모바일 게임 출시를 통해 모바일 게임이 주도하고 있는 게임시장 환경 변화에 대응 중이다. NEXON은 기존 자사 흥행작인 던전앤파이터, 바람의 나라, 마비노기 등의 모바일 플랫폼 확장을 진행 중이다. 이 중 가장 큰 기대작은 올해 하반기 출시가 기대되는 던전앤파이터 모바일(중국)과 마비노기 모바일(한국)이다.

그리고 모바일 게임을 통해 일본 시장 공략도 확대할 것으로 파악된다. 일본은 글로벌 Top 3 전체/모바일 게임 시장임에도 불구하고 NEXON의 일본 매출 비중은 낮다. NEXON은 일본에서 자사가 주력하고 있는 PC게임보다 콘솔게임이 그간 우위였기 때문이라고 보고 있다. 하지만 일본 게임시장이 모바일을 중심으로 변화하고 있고 NEXON은 이 부분에서 기회를 찾고 있다.

일본 모바일
게임시장은
국내
게임사들에게
기회 요인

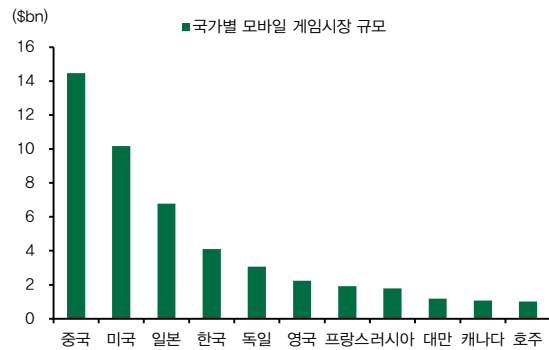
아직 일본은 캐주얼 게임이 대세지만 고사양 게임을 플레이 할 수 있는 환경이 마련되면 MMORPG 등의 게임을 즐기는 인구가 늘어날 것으로 판단된다. 리니지2 레볼루션이 포문을 열었고 검은 사막 모바일도 선전하고 있고 NEXON도 향후 일본 시장에서 마비노기 등 자사 모바일 게임의 성공 가능성을 높게 보고 있다. 그리고 과거 일본의 성향적 요인에 의해 일본 게임 유저들이 해외 게임을 잘 받아들이지 않는다고 알려졌는데 이 부분이 점차 바뀌고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 향후 일본 모바일 게임시장에서 국내 게임 개발자들에게도 더 많은 기회가 있을 것으로 보고 있다.

도표 28. NEXON 신작 라인업



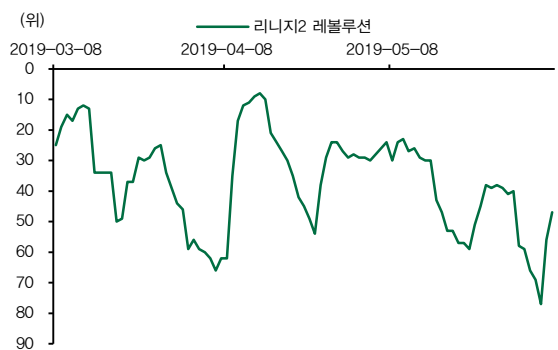
자료: NEXON, DB금융투자

도표 29. 국가별 모바일 게임 시장 규모



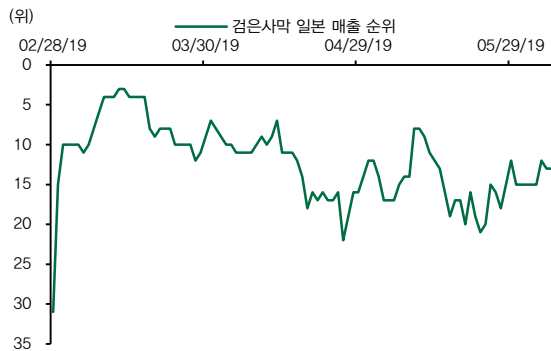
자료: KOCCA, DB금융투자

도표 30. 리니지2: 레볼루션 일본 매출 순위 추이



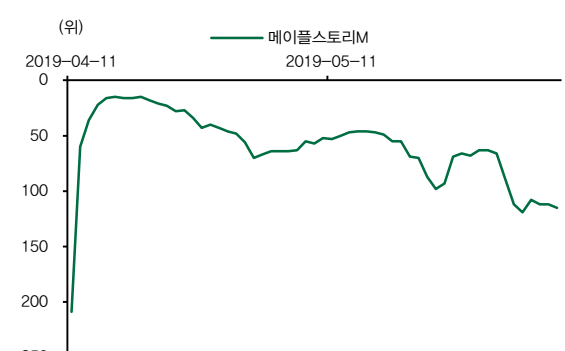
자료: App Annie DB금융투자

도표 31. 검은사막 일본 매출 순위 추이



자료: App Annie DB금융투자

도표 32. 메이플스토리M 일본 매출 순위 추이



자료: App Annie DB금융투자

클라우드 게임 플랫폼도 향후 기회 요인

클라우드 게임
플랫폼 시대를
크게 기대

NEXON은 클라우드 게임 플랫폼 시대를 크게 기대하고 있다. 완전한 상용화까지는 시간이 필요할 것으로 보이지만 더 많은 유저들이 게임에 접근 가능하게 될 것이라는 점을 긍정적으로 보고 있다. 현재 구글, 마이크로소프트, 아마존 등 여러 대형 사업자가 준비 중인데 모바일 게임쪽 보다 플랫폼간의 경쟁이 치열할 것으로 보여 NEXON과 같은 핵심 IP 홀더들에게 우호적인 환경이 조성될 것으로 판단된다.

게임 공급측면에서 NEXON은 기술적으로 크게 문제 없을 것이며 공급 후에도 운영, 업데이트 등의 이슈가 있기 때문에 게임 개발자들의 역할은 지속 확대될 것으로 보고 있다. 그리고 클라우드 게임 플랫폼이 안착되면 향후 모든 플랫폼들이 통합되고 데이터 리밋 등의 제한이 없어져 기존 PC나 모바일 게임보다 세계관이 더욱 방대해지고 퀄리티가 향상된 게임이 출시가 가능해질 것으로 보임에 따라 고사양 게임 개발이 가능한 개발사들의 수혜가 예상된다.

레저; SEGASammy

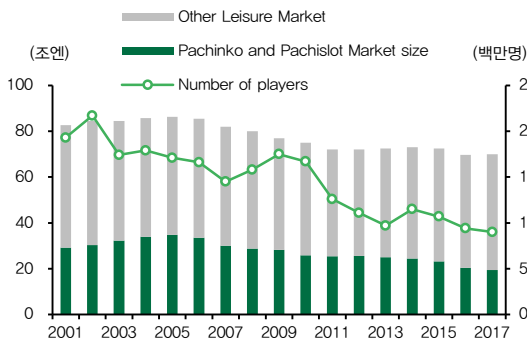
쇠퇴하는 일본 파친코 시장

일본 파친코
레저 시장에서
비중 축소

일본의 파친코시장이 쇠퇴하며 일본 레저 시장에서의 비중이 축소되고 있다. 일본 파친코 시장은 인구 감소, 도박 관련 규제 강화 및 다른 Entertainment 요소 증가 등의 영향으로 지속 하락세를 보이며 2005년 약 35조엔에서 2017년 20조엔 규모로 축소되었다. 2018년 2월부터는 경시청이 파친코 당첨금 액수를 현행 3분의 2 수준으로 줄이는 개정법을 적용하면서 상황은 더 악화되고 있는 것으로 파악된다.

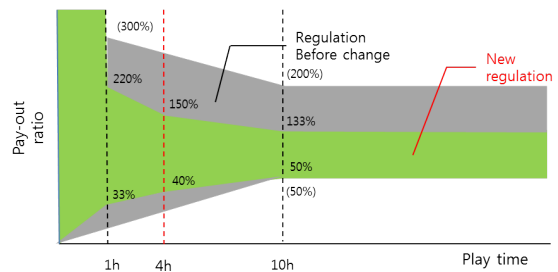
개정법의 영향으로 파친코를 1시간 이용한다고 가정했을 때 Pay-out ratio가 기존 최고 300%에서 220%로 낮아졌다. 상금이 줄면 게임 흥미도가 떨어져 고객 이탈도 우려되는 가운데 파친코업장은 대당 40~50만엔에 달하는 기계를 새 규정에 맞춰 2021년 1월까지 교체해야한다. 이에 따라 파친코 플레이어수, 파친코 업장수가 지속 줄어들고 있으며 파친코 머신 생산 등 관련 사업도 침체된 모습이다.

도표 33. 일본 파친코 시장 규모 및 플레이어수 추이



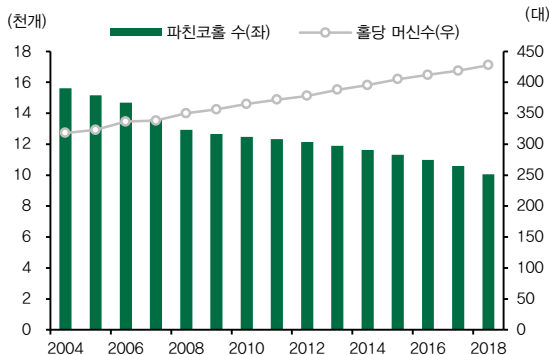
자료: 일본레저산업백서 2018, DB금융투자

도표 34. 18년 2월 개정법에 따른 파친코 지급율 영향



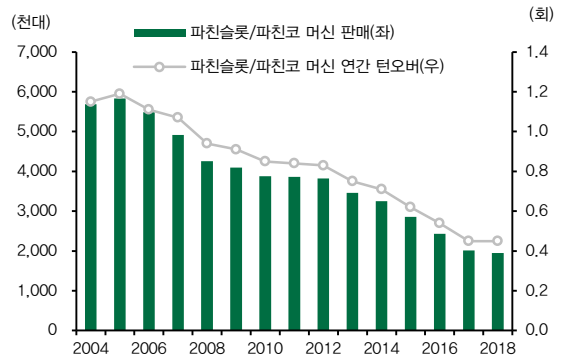
자료: SEGASammy, DB금융투자

도표 35. 일본 파친코 홀 및 홀당 머신 수 추이



자료: NPA, DB금융투자

도표 36. 일본 파친코/슬롯 머신 판매 수 및 연간 턴오버 추이



자료: NPA, DB금융투자

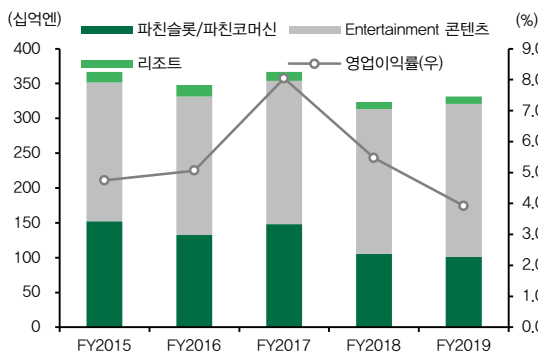
SEGASammy, 카지노 사업 진출로 변화를 모색

리조트 카지노
사업 진출로
변화 모색

일본 파친코 시장 침체의 영향으로 파친코 머신 제조, 엔터테인먼트 콘텐츠(게임 등), 및 리조트 사업을 영위하고 있는 SEGASammy의 실적은 부진한 상황이다. 이익기여도가 높았던 파친코 머신 판매가 감소와 더불어 모바일 게임으로 확장을 본격화했던 게임사업도 부진함에 따라 수익성이 악화되었다.

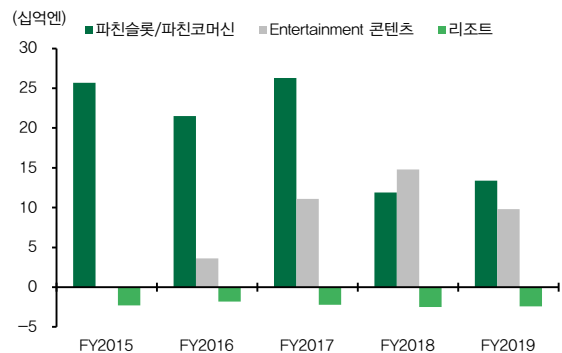
SEGASammy는 향후 리조트형 카지노 사업 진출을 통한 변화를 모색하고 있다. 일본 정부는 2018년 7월 내국인 출입가능 카지노 설립을 허용하는 카지노복합리조트시행 법안을 통과시켰다. 올해 하반기 개발 관련 개요 발표가 예상되며 2020년 개발 지역 선정 및 사업자 허가가 이루어지면 개발이 시작되어 2025년에 일본내 3곳의 리조트가 개장할 것으로 보인다.

도표 37. SEGASammy 매출 & 영업이익률 추이



자료: SEGASammy, DB금융투자

도표 38. SEGASammy 사업부별 영업이익 추이



자료: SEGASammy, DB금융투자

도표 39. 업체별 연간 Pachislot Machine 판매 및 점유율

(단위: 대 %)

2014			2015			2016			2017		
회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S
1 Sammy	207,828	16.8	UNIVERSAL	165,000	17.0	Sammy	215,736	24.3	K 회사	107,000	17.7
2 UNIVERSAL	205,000	16.6	Sammy	142,337	14.7	UNIVERSAL	203,000	22.9	D 회사	100,000	15.5
3 DAITO	128,000	10.4	HEIWA/OLY	113,997	11.8	KITA	90,500	10.2	Sammy	85,041	14.1
4 YAMASA	108,000	8.8	KITA	100,000	10.3	HEIWA/OLY	80,953	9.1	U 회사	43,000	7.1
5 HEIWA/OLY	92,763	7.5	SANKYO	80,125	8.3	Enterrise	57,000	6.4	Y 회사	38,000	6.3

자료: SEGASammy, DB금융투자

도표 40. 업체별 연간 Pachinko Machine 판매 및 점유율

(단위: 대 %)

2014			2015			2016			2017		
회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S	회사명	판매대수	M/S
1 SANYO	330,000	16.3%	Sansei R&D	300,000	15.9%	SANYO	306,000	19.8%	S 회사	330,000	23.4%
2 SANKYO	329,000	16.3%	SANKYO	296,346	15.7%	Sansei R&D	209,000	13.5%	S 회사	171,919	12.2%
3 KYORAKU	308,000	15.3%	SANYO	275,000	14.6%	HEIWA/OLY	192,761	12.5%	Sammy	140,013	9.9%
4 HEIWA/OLY	252,103	12.5%	HEIWA/OLY	234,616	12.4%	SANKYO	172,954	11.2%	K 회사	140,000	9.9%
5 Sammy	241,425	12.0%	Newgin	220,000	11.7%	Newgin	160,000	10.4%	S 회사	130,000	9.2%
6 -	-	-	Sammy	199,014	10.5%	Sammy	138,321	9.0%	-	-	-

자료: SEGASammy, DB금융투자

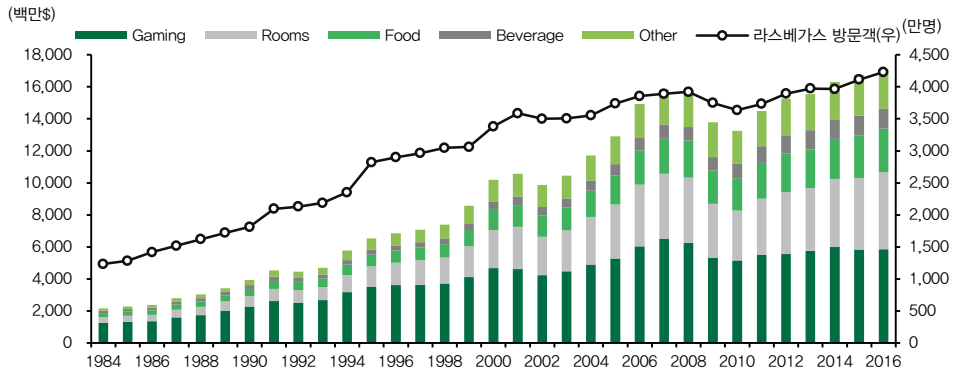
리조트 카지노
사업 진출로
변화 모색

라스베이가스 스트립에서 성공적으로 자리매김한 리조트형 카지노는 High-Roller 중심이었던 카지노 산업에서 관광객 유치를 통한 성장 가능성을 확인시켜주었다. 이후 리조트형 카지노 개발은 마카오, 싱가포르 등에서도 성공적으로 안착하면서 관광산업 활성화, 외자유치, 고용창출, 세수 확보 등을 통해 경기 활성화에 일조할 수 있는 모델로 자리잡았다. 2010년 싱가포르에 Genting Group의 Resorts World Sentosa와 LV Sands Corp의 Marina Bay Sands는 싱가포르 외국인 방문객 확대에 결정적인 역할을 하고 있다고 평가된다. 두 곳의 리조트는 직접 고용 인원 2만 명을 포함 약 5만 명의 고용 창출과 더불어 매년 약 8,000억원의 세수 확보 효과를 내고 있다.

일본도
오픈카지노
도입으로 경기
활성 효과 기대

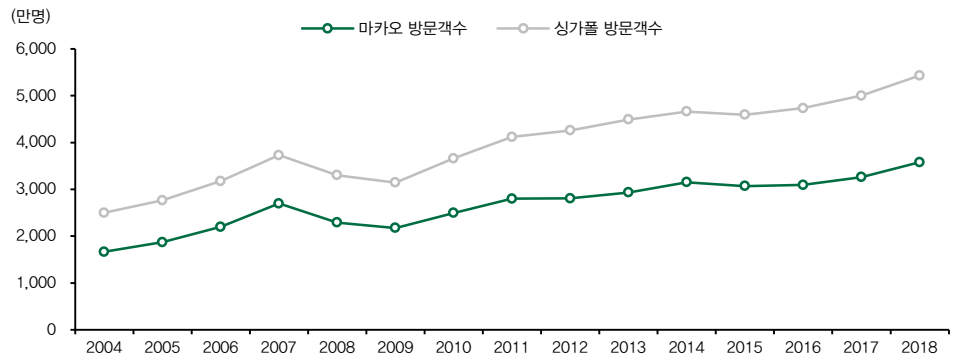
일본도 오픈카지노 도입을 통해 이와 같은 효과를 기대하고 있으며 사업자 선정에 귀추가 주목되고 있다. LV Sands, MGM, Wynn 등 글로벌 카지노 사업자와 일본의 SEGASammy, Universal Entertainment 등의 로컬 사업자가 단독 혹은 컨소시엄으로 라이선스를 발급받기 위해 경쟁 중이다. Universal Entertainment는 필리핀에 오카다 마닐라 리조트 카지노를 직접 운영한 경험이 있지만 오카다 전 회장 관련 노이즈 부각으로 라이선스 취득이 쉽지 않은것으로 파악된다. SEGASammy는 파라다이스시티를 통해 리조트형 카지노 사업 경험을 쌓고 있어 로컬 사업자 중에는 우위에 있어 보인다.

도표 41. 라스베이가스 스트립 방문객 및 부분별 매출 추이



자료: UNLV, DB금융투자

도표 42. 마카오와 싱가포르 Visitor 추이



자료: DSEC, STB, DB금융투자

일본 카지노는 내국인 수요도 있을 것

일본 오픈카지노는 대략적으로 도쿄, 오사카, 나가사키, 홋카이도 등의 후보지 중 3개 지역에 개발되어 입장료 6,000엔/ 입장 횟수 주 3회, 월 10회/ 카지노세 매출의 30%/ 카지노시설 면적 복합리조트 면적의 3% 이하 등의 방안으로 운영된다. SEGASammy는 카지노 사업 준비를 위해 파라다이스시티에 인력을 파견하여 카지노 운영 노하우를 축적하고 있으며 일본에 카지노가 오픈하면 방일 외국인 뿐만 아니라 내국인 수요도 있을 것으로 보고 있다.

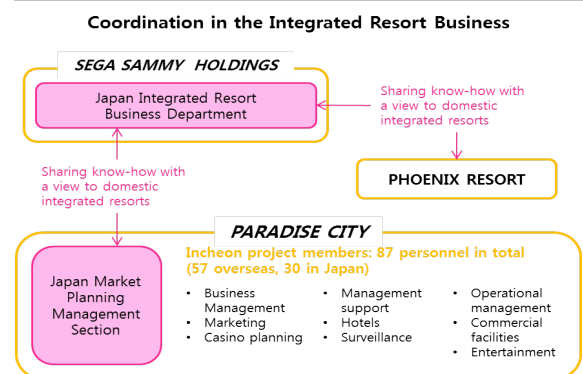
SEGASammy는 기본적으로 파친코는 접근성을 기반으로 즐기는 인구가 대부분이기 때문에 입장료 6,000엔을 내는 카지노 플레이어와는 성격이 다르다고 보고 있다. 그럼에도 불구하고 카지노가 오픈하면 내국인 수요가 있을 것이라고 보는 이유는 일본인들이 한국 등 해외에서 많이 카지노를 플레이하고는 있지만 성향적으로 중국인 등 외국인들 사이에서 커뮤니케이션하면서 게임하는 것을 즐기지 않기 때문에 자국내 카지노가 생기면 기존 해외 카지노 수요 이전 및 잠재 수요가 생길 것으로 보고 있기 때문이다. 최근 일본인이 파라다이스시티에 많이 방문하는 이유도 일본어 구사가 가능한 딜러들이 있다는 점이 크게 작용하고 있는 것으로 파악된다. 그리고 일본인들은 사람을 직접 접하지 않는 자동화 게임을 테이블 게임 대비 더 선호하는데 카지노 매출 측면에서는 테이블 게임이 더 유리하기 때문에 이 부분은 향후 운영 차원에서 풀어야할 과제라고 판단된다.

도표 43. 일본 카지노 개발 후보지



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 44. SEGASammy & P-City 협업 전략



자료: SEGASammy, DB금융투자

도표 45. 일본 오픈카지노 운영 방안

구분	내용
형태	내국인도 허용가능한 오픈카지노로 진행
로케이션 수	일본내 3개 지역
입장료	6,000엔(일본국적자 및 일본 영주권자에게 적용)
입장 횟수	주 3회, 월 10회(일본국적자 및 일본 영주권자에게 적용)
카지노 세금	카지노 매출액의 30%
카지노시설 면적	복합리조트 면적의 3% 이하 면적
후보지	도쿄, 오사카, 홋카이도, 나가사키현, 아이치현, 요코하마 등
기타	(IR 수는 전국 3곳으로 제한하나, IR 실시법안은 첫 번째 라이선스 이후 7년이 지난 시점에서 상한을 재검토할 계획)

자료: SEGASammy, DB금융투자

결제; LINE

Cash is so last Century; 현금은 이제 옛 것

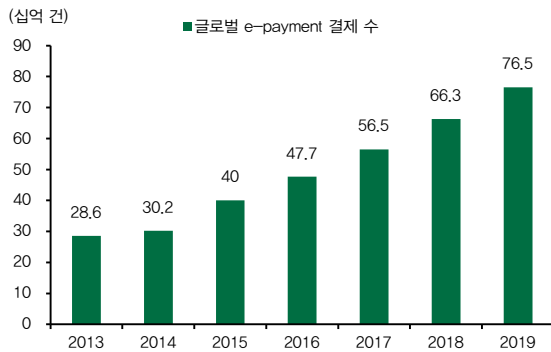
현금없는
사회로의
변화는 빠르게
진행 중

디지털 경제는 빠른 속도로 확대되며 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 지속 높아지고 있다. 디지털 경제 영역 중 가파른 성장세를 보이며 세간의 주목을 받고 있는 부분은 통화의 디지털화이다. 글로벌 비현금 결제건수는 2012~2018년 연평균 10.3%의 성장률을 보이며 빠르게 증가하고 있는 추세인데 e-payment나 m-payment와 같은 소비자 지출 중심의 디지털 결제가 이를 견인 중이다.

일본은 아직
뒤쳐진 상황

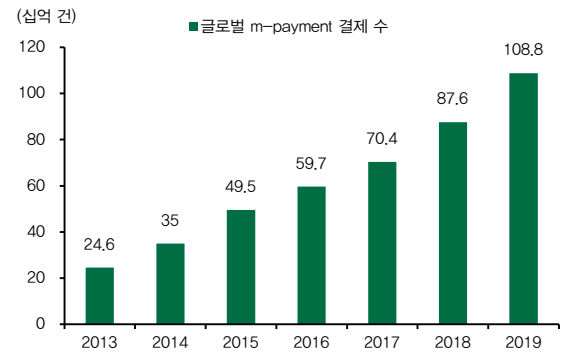
Capgemini Financial Service에 따르면 2020년 연간 비현금 결제건수는 7,260억 건에 이를 것으로 전망된다. 지역별로 현금없는 사회로의 전환 속도는 차이가 있는데 중국과 인도가 포함된 이머징 아시아의 비현금 결제수는 최근 5년간 약 4배 증가했다. 이는 많은 인구수와 새로운 형태의 e/m-payment에 기반한다. 우리나라도 중국과 함께 동북아시아의 비현금 사회를 주도하고 있다. 일본은 점진적으로 비현금 결제를 받아들이고 있지만 아직도 현금 결제 기반이 크고 대부분의 선진국 대비 뒤쳐져있다.

도표 46. 글로벌 e-payment 결제 수 추이



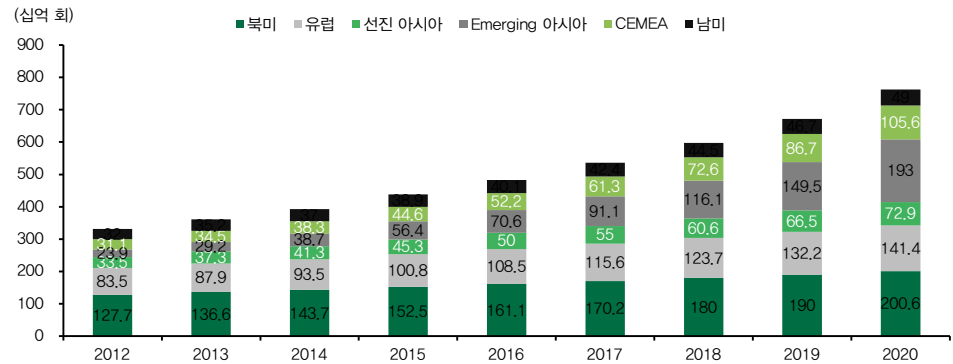
자료: Capgemini Financial Service, DB금융투자
주: e-payment는 온라인뱅킹 기반 결제

도표 47. 글로벌 m-payment 결제 수 추이



자료: Capgemini Financial Service, DB금융투자
주: m-payment는 모바일 디바이스 기반 결제

도표 48. 지역별 비현금 결제 건수 추이



자료: Capgemini Financial Service, DB금융투자

현금없는 사회로의 이행은 글로벌 공통된 변화

현금 사용의
직접적/사회적
비용은 각국
GDP의 1~2%
수준

현금없는 사회에 대한 논의가 주요 선진국들을 중심으로 시작된 배경은 현금 사용의 직접적/사회적 비용이 높기 때문이다. 미국의 경우 2012년 현금 사용으로 인해 부담하는 비용이 소비자 430억 달러, 기업 550억 달러로 민간 부문에서만 1,000억 달러에 육박했다. 정부측도 세수 손실과 기폐 인쇄 비용이 최소 1,000억 달러에 이를 것으로 추정되어 민정부와 민간 부문 비용을 합치면 2012년 기준 미국 GDP의 1.2%에 달한다. 나라별로 차이는 있지만 현금 거래로 발생하는 직접적 비용만 GDP의 1~2% 수준으로 파악된다.

현금없는
사회로의
이행은 글로벌
공통된 변화

기술이 발전함에 따라 통화의 디지털화가 빠르게 진행되는 가운데 현금없는 사회에서는 현금 거래의 비효율성에서 발생하는 직접적 비용이 제거되는 만큼 경제가 더 성장할 수 있다. 그리고 핀테크 산업을 중심으로 신성장 동력이 마련될 수 있다. 현금 없는 사회는 여러가지 장점도 있지만 부작용에 대한 우려도 있다. 하지만 현금없는 사회로의 이행은 거의 모든 나라들이 경험하게 될 공통된 변화일 것으로 예상된다.

도표 49. 이해관계자별 현금없는 사회의 장단점 요약

이해관계자	장점	단점
소비자	- 결제 대기 시간 감소 - 현금 휴대 불편함 제거 - 결제 방식의 다변화 - 비금점전 혜택 및 할인 적용 가능 - 현금 관련 범죄 감소 - 환전 불필요	- 사기 등 위험 증가 - 개인정보 보안에 대한 우려 증대 - 사이버 보안 우려 - 노인의 참여 어려움 - 숨기고 싶은 거래의 표면화
사업자	- 운영 효율성 증대 - 더 정확한 소비자 데이터 분석 가능 - 현금 처리 관련 비용 감소 - 현금 관련 무장강도 감소 - 트랙픽 확대를 위한 프로모션 활용 - 현금 보관 등을 위한 비용 감소	- 사이버 보안 우려 - 비현금 결제 관련 인프라 확충 비용 발생 - 처리 비용 발생 - 시스템 관련 직원 교육비 발생
정부	- 핀테크 산업을 신성장 동력으로 육성 - 현금세탁이나 기타 불법 행동 감소 - 지하 경제 표면화에 따른 세수 확보 - 통화 제작/운송 등 직접적/사회적 비용 감소 - 무장 강도나 현금 관련 범죄 감소	- 거래 위축이나 현금 해외 유출 가능성 - 사이버 범죄 감시 니즈 증대 - 비현금 결제 효율적 운영을 위한 인프라 구축

자료: KER, Economist Corporate Network 2018, DB금융투자

일본은 다른 선진국 대비 뒤쳐졌지만 점진적으로 변화 중

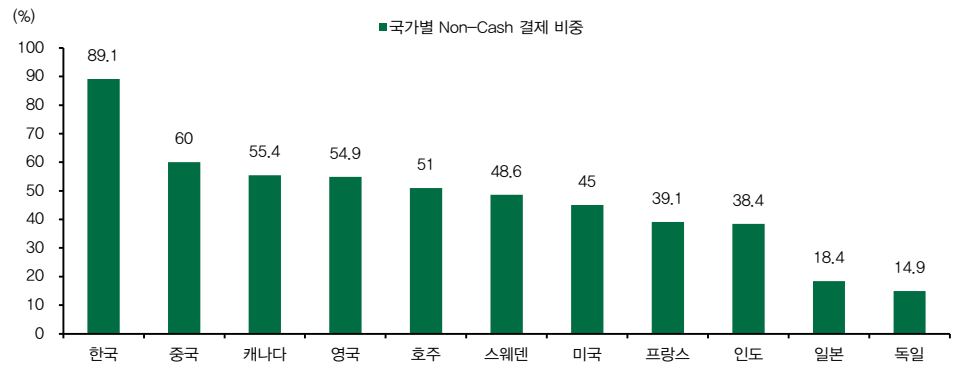
일본은 비현금
결제 방식 사용
측면에서
뒤쳐진 상황

대부분의 선진국과 비교했을 때 일본은 비현금 결제 인프라나 소비자의 비현금 결제 방식 사용 측면에서 뒤쳐져있다. METI에 따르면 일본의 가구당 지출에서 비현금 결제가 차지하는 비중은 약 18% 수준이다. 아시아 지역에서 현금없는 사회를 주도하고 있는 한국과 중국 대비 크게 낮은 모습이며 이는 일본의 비현금 결제 인프라 부족 및 완전한 IT 인프라 개발 속도에 기인한다. 그리고 ATM의 접근 용이성, 낮은 절도 범죄율, 그리고 빚을 지기 싫어하는 일본인들의 성향, 잦은 자연 재해 등도 아직까지 일본이 현금 기반 사회에 머물러 있는 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

다양한결제
방식 도입에
대한 필요성
부각 중

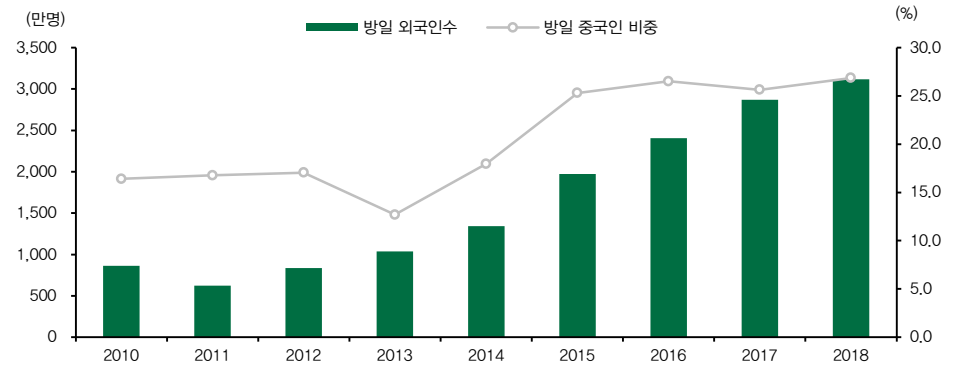
하지만 방일 관광객이 지속 증가하고 있는 상황에서 현금 외에 다른 여러 수단의 결제 방식 도입에 대한 필요성이 부각되고 있다. 관광객 대상 설문조사에 따르면 상점들이 신용카드를 받았다면 추가적인 지출을 할 의향이 있는가에 대한 질문에 66% 그렇다라고 답변했다. 특히 방일 관광객 증가를 견인하고 있는 중국인 중 80%가 긍정적인 반응을 보였다.

도표 50. 국가별 비현금 결제 비중



자료: METI, DB금융투자

도표 51. 방일 외국인수 및 중국인 비중 추이



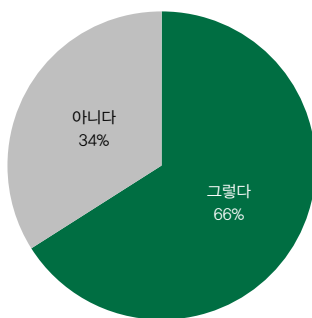
자료: Japan National Tourism Organization, DB금융투자

매출 손실을
완화하기 위해
여러가지 결제
방식 도입을
본격화

방일 중국인 증가에 따라 상점들이 매출 확대를 신용카드, 위챗, 알리페이 등 다양한 결제 방식 도입을 원하는 수요가 촉발되었고 2020년 도쿄 올림픽을 앞두고 일본 정부와 큰 규모의 사업자들은 결제 방식 부재로 인한 매출 손실을 완화하기 위해 여러가지 결제 방식 도입을 본격화하고 있다. 하지만 현금 결제 비중이 높은 일본인 고객이 대부분인 작은 사업자들은 비현금 결제 방식 도입에 대한 의지가 약한 상황이다. 일본 정부는 비현금 방식으로 결제하는 소비자들에게 세금 등의 혜택을 주는 방향으로 유도할 것으로 알려졌다.

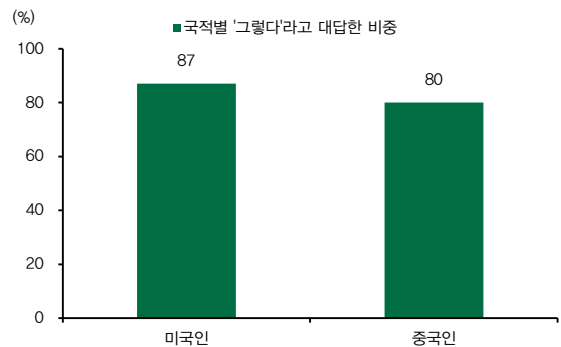
도표 52. 방일 관광객의 결제 방식 다양화에 따른 지출 의향

상점들이 신용카드를 받았다면 추가 지출 의향이 있는가?



자료: Economist Corporate Network 2018, DB금융투자

도표 53. 긍정적으로 답변한 미국/중국인 비율



자료: Economist Corporate Network 2018, DB금융투자

도표 54. 일본 택시는 다양한 결제 방식 도입



자료: DB금융투자

LINE: 현금없는 사회로의 변화를 본격화하는 일본에서 기회를 모색

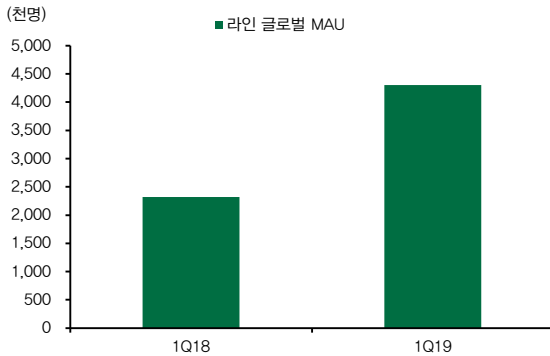
일본에서
LINE페이로
기회를 모색

일본 모바일 메신저 점유율 1위인 LINE은 현금없는 사회로의 변화를 본격화하는 일본에서 LINE페이로 기회를 모색하고 있다. 민간 결제의 80% 이상이 현금으로 이루어지는 특이한 구조의 일본은 정부가 뒷받침하는 비현금 결제 방식 활성화에 힘입어 향후 간편결제 시장이 크게 확대될 것으로 예상된다.

간편결제
시장에서
주도권을
차지하기 위한
경쟁 치열

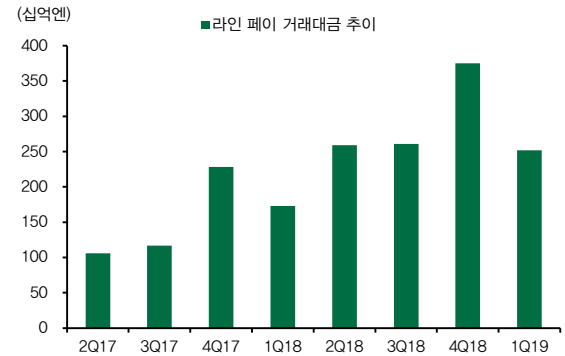
LINE페이는 2018년 기준 일본 내 가맹점 113만 개 이상을 보유하고 있고 글로벌 시장 거래액은 1조 687억엔을 기록했다. 일본에서는 현재 LINE의 LINE페이, 야후재팬/소프트뱅크의 페이페이, 라쿠텐의 라쿠텐페이가 간편결제 시장의 메인 플레이어이며 주도권을 차지하기 위한 경쟁이 치열해지고 있는 상황이다. 페이페이와 라쿠텐은 총 매출액의 일정부분을 환급하는 캐시백 캠페인을 지속 중이고, LINE 페이도 5월 일본 이용자 3천만명을 대상으로 1인당 1000엔 상당의 LINE페이 포인트를 나눠주는 3,000억원 이상 규모의 대규모 프로모션을 진행했다. 향후에도 페이페이가 대규모 프로모션을 진행할 것으로 알려졌는데 이에 대응하기 위한 LINE페이의 프로모션 관련 비용 집행은 이어질 것으로 보인다.

도표 55. LINE페이 글로벌 MAU



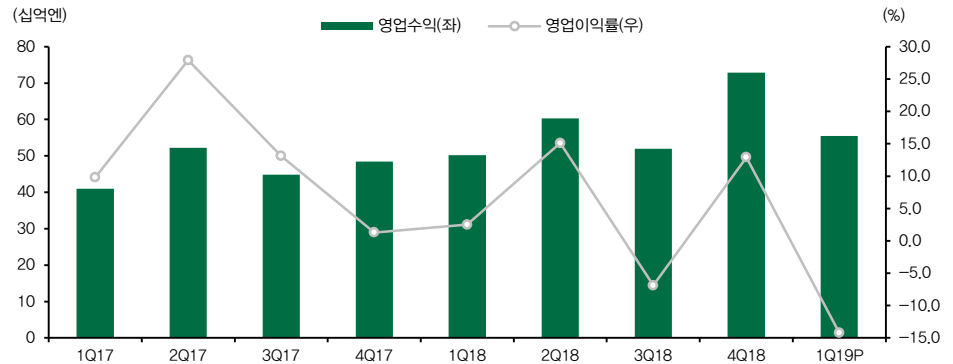
자료: LINE DB금융투자

도표 56. LINE페이 분기별 거래대금 추이



자료: LINE, DB금융투자

도표 57. LINE 분기별 영업수익 및 영업이익률 추이



자료: LINE DB금융투자

LINE은 중장기적으로 NAVER의 실적 개선 요인으로 작용할 것으로 기대

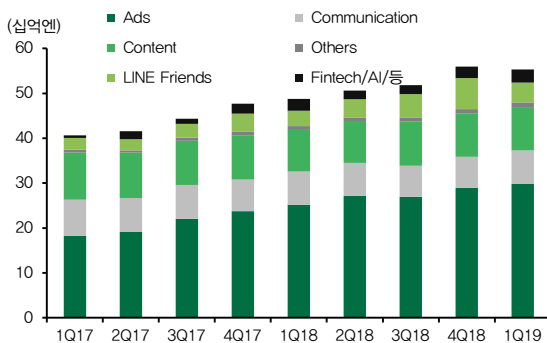
LINE페이 관련 비용 확대로 수익성 악화

광고 등 LINE의 대부분 사업 매출액은 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 하지만 페이 관련 비용 확대의 영향으로 수익성은 악화되었다. 비용은 내년까지 확대되는 추세가 이어질 것으로 보인다. 인건비 증가세는 완화되나 LINE페이 및 금융사업 진출 관련 투자 비용이 올해부터 내년까지 3,500억원 수준으로 파악되기 때문이다. LINE 실적이 연결로 반영되는 네이버는 단기적인 타격이 불가피해 보인다.

페이 외 은행, 증권 등 금융 신사업은 향후 NAVER의 성장동력으로 기대

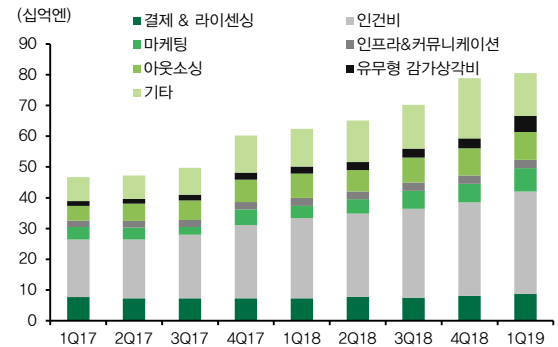
페이외에 금융사업 관련 진행 상황은 LINE 파이낸셜 설립을 통해 은행, 증권 등 금융사업이 준비 중이다. 은행업은 일본에서는 은행 준비 회사가 발족했고 내년 중 영업이 시작되고 대만은 승인 관련 결과가 7월말에 나오면 내년 초 서비스 가능할 것으로 보인다. 증권업은 일본에서 노무라증권과 협업 중이며 초기 시스템 투자 집행되고 있다. 그리고 일본 미즈호 은행과 협업하여 단기리테일론을 취급하는 LINE크레딧이 7월 서비스 예정이다. 내년부터 금융신사업의 가시적인 성과가 나오고 21년부터 흑자 전환이 가능할 것으로 기대됨에 따라 LINE의 전략사업은 NAVER의 중장기 성장동력으로서의 역할을 할 것으로 보인다.

도표 58. LINE페이 글로벌 MAU



자료: LINE DB금융투자

도표 59. LINE페이 분기별 거래대금 추이



자료: LINE, DB금융투자

도표 60. LINE과 미즈호 은행 준비회사 설립



자료: 연합뉴스, DB금융투자

도표 61. LINE페이 분기별 거래대금 추이



자료: 언론보도, DB금융투자

Ⅲ. 확장 – 새로운 분야에 도전

영화; TOHO

명탐정 코난 > 어벤저스

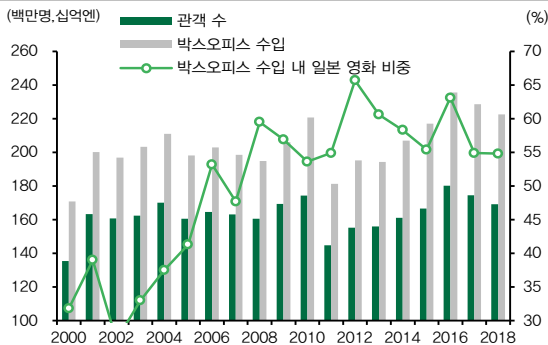
일본
박스오피스도
저성장 국면

18년 기준 일본 박스오피스 수입은 1,692억엔으로 전년대비 2.7% 감소했는데, 17년 2.9% 감소에 이어 부진한 환경이 지속되고 있는 것으로 분석된다. 글로벌 박스오피스 수입 또한 17년 +4.4%YoY, 18년 +1.5%YoY, 한국 17년 -0.4%YoY, 18년 +2.5%YoY로 정체기인 점을 감안시 크게 다르지 않다.

자국 영화의
흥행도 및
수익성 높은 편

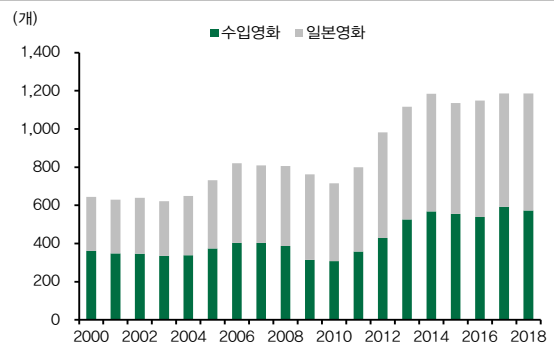
일본 영화 시장만의 특징은 자국 영화의 상영(52%) 및 수익(55%) 비중이 높다는 것이다. 지난 4월 개봉해 전 세계적으로 흥행했던 ‘어벤저스: 엔드 게임’이 일본에서는 ‘명탐정 코난: 감청의 권’에 후순위로 밀려난 것만 봐도 알 수 있다. 이러한 배경에는 1) 과거부터 일본은 수입 영화의 낮은 개봉으로 수입 영화의 노출도가 낮은 편이며, 2) 메이저 방송국이 제작한 흥행도 높은 작품들이 영화로 만들어지는 비중이 높아 오리지널 영화에 대한 투자가 적다는 점에 있다. 3) 또한 영화 수익 배분 구조도 감독 로열티 등이 고정돼있어 다양한 장르나 신예 감독의 등장이 쉽지 않은 환경으로 분석된다.

도표 62. 일본 영화 시장 추이



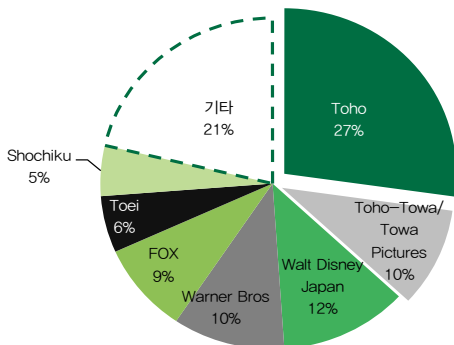
자료: Motion Picture Producers Association of Japan, DB금융투자

도표 63. 일본 상영 작품 중 해외 영화와 일본 영화 작품 추이



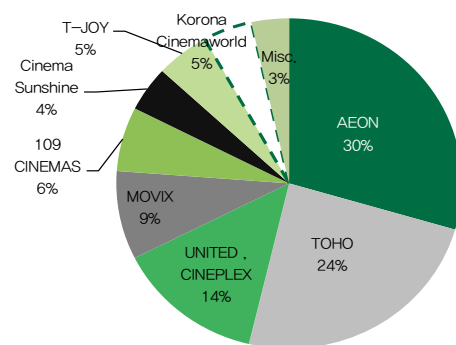
자료: Motion Picture Producers Association of Japan, DB금융투자

도표 64. 일본 배급시장 점유율



자료: TOHO, DB금융투자

도표 65. 일본 영화관 점유율



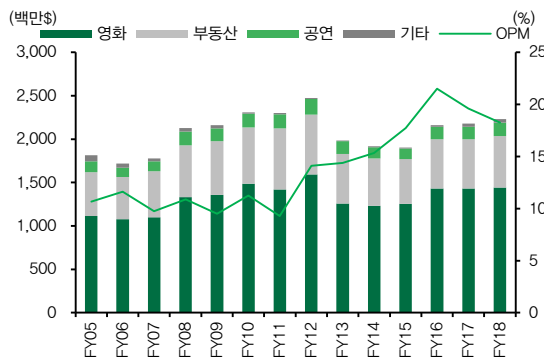
자료: TOHO, DB금융투자

TOHO의 변화; 글로벌 합작에 집중

고질라
제작사로
유명한 TOHO,
제작, 배급,
영화관 운영

‘고질라’ 제작사로 알려진 TOHO는 영화 제작, 배급 및 상영이 매출의 64%를 차지하는 일본 최대영화사다. TOHO의 일본 배급 시장 점유율은 약 37%, 영화관 점유율 약 24%인데, 특히 TOHO는 자국 내 영화 배급을, 자회사인 TOHO-TOWA는 해외 영화 배급을 담당하고 있다. 영화 외에도 공연과 부동산 사업을 영위하고 있는데, 영업이익률이 영화 부문은 17.5%, 공연은 18.7%, 부동산 26.8%로 안정적인 수익 구조를 가져가고 있는 것으로 판단된다.

도표 66. TOHO 부문별 매출액 추이



자료: TOHO, Bloomberg, DB금융투자

도표 67. TOHO가 운영하고 있는 TOHO CINEMAS



자료: DB금융투자

영화 정체기는
헐리웃과 공동
제작으로 극복

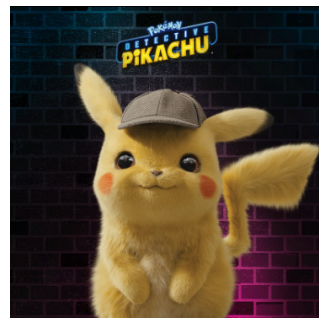
하지만 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 영화 산업이 정체기에 접어들었다. 더 이상 내수에서만 성장을 이어나갈 수 없는 TOHO가 선택한 변화는 헐리웃과의 공동 제작이다. 애니메이션에 국한된 자국 영화 수출은 한계가 있고, 마진율이 낮은 아시아 시장 진출보다는 글로벌 진출로 가닥을 잡았을 것으로 분석된다. 19년 5월 개봉한 고질라: 킹 오브 몬스터는 고질라 영화의 35번째 영화이자 14년 워너 브라더스와 공동제작을 시작했던 고질라의 속편이다. 제작사는 레전더리 엔터테인먼트, 워너 브라더스, TOHO이다. 5월 개봉했던 명탐정 피카츄 또한 미국과 일본의 합작 영화이다. 제작사 역시 레전더리 엔터테인먼트, 워너 브라더스다. 2020년 라인업에도 Godzilla vs. Kong(레전더리엔터테인먼트, 워너브라더스, TOHO), Monster Hunter(콘스탄틴, TOHO) 등이 확정되었으며 향후 증가할 것으로 전망된다.

도표 68. Godzilla: King of Monsters



자료: TOHO, DB금융투자

도표 69. 명탐정 피카츄

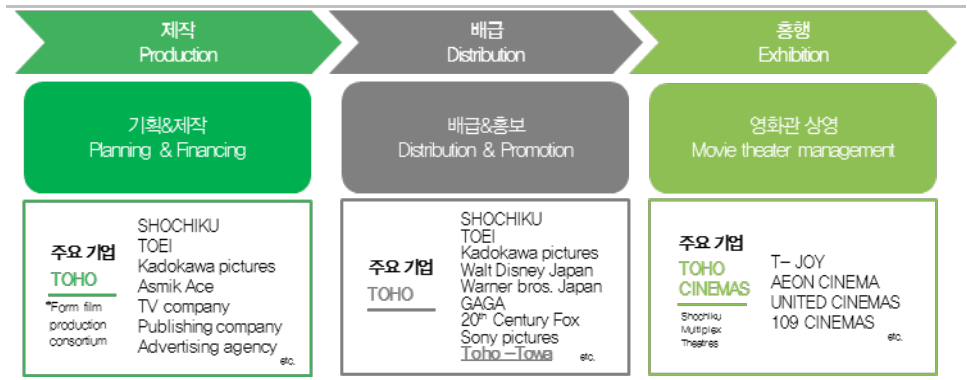


자료: Pokemon center, DB금융투자

한국 영화 시장도 다양한 기회를 모색할 필요

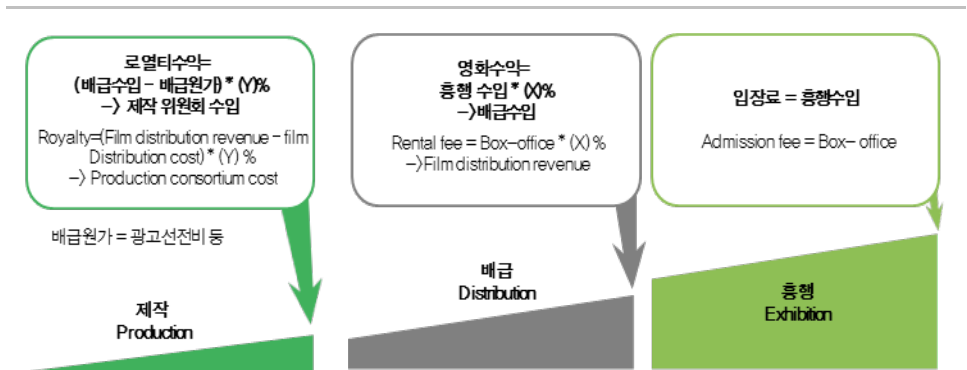
국내 박스오피스 시장은 17년 0.8%YoY, 18년 3.3%YoY의 저성장 기조를 이어가고 있으며, 히트작 라인업 부재 시 언제든지 역성장의 길로 접어들 수 있는 환경이다. 한국도 일본과 비슷하게 국내작품 비중이 약 50%로 높은 편이다. 이에 따라 콘텐츠 제작에 선택과 집중이 필요하다. TOHO가 Godzilla를 65년 동안 활용하는 것 처럼, 국내 영화 제작 및 투자 업체들 또한 '신과함께'와 같은 시리즈물 제작 증대를 통한 글로벌 진출이나 IP의 활용 역량 확대 등에 집중해야 할 것으로 보인다.

도표 70. 일본 영화 산업 구조 : 산업 전반적 부분에 있는 TOHO



자료: TOHO, DB금융투자

도표 71. 일본 영화 수익 구조



자료: TOHO, DB금융투자

도표 72. 2018년 기준 일본 박스오피스 순위 (일본영화)

(단위: 십억엔)

순위	개봉월	영화	총액 수입	배급사
1	July	CODE BLUE	9.30	TOHO
2	April	Detective Conan: Zero the Enforcer	9.18	TOHO
3	March	Doraemon The Movie: Nobita's Treasure Island	5.37	TOHO
4	June	Shoplifters	4.55	G A G A
5	August	GINTAMA 2: RULES ARE MADE TO BE BROKEN	3.70	WB
6	17-Dec	DESTINY: The Tale of Kamakura	3.21	TOHO
7	June	One Cut of the Dead	3.12	ASMIC ACE/ENBU Seminal
8	July	Pokémon the Movie: The Power of Us	3.09	TOHO
9	August	Killing for the Prosecution	2.96	TOHO
10	July	MIRAI	2.88	TOHO
11	17-Dec	THE 8-YEAR ENGAGEMENT	2.82	SHOCHIKU
12	17-Dec	YO-KAI WATCH Shadowside The Movie	2.04	TOHO
13	November	Stolen Identity	1.96	TOHO
14	April	Crayon Shin-chan the Movie: Bakumori!	1.84	TOHO
15	June	Recall	1.74	SHOCHIKU
16	March	CHIHAYAFURU Part.3	1.73	TOHO
17	August	My Hero Academia: Two Heroes	1.72	TOHO
18	August	Legend of the Demon Cat	1.70	TOHO/KADOKAWA
19	January	The Crimes That Bind	1.59	TOHO
20	September	Café Funiculi Funicula	1.50	TOHO
21	May	Laplace's Witch	1.40	TOHO
22	17-Dec	Kamen Rider Heisei Generations	1.28	TOEI
22	October	Every Day a Good Day	1.28	TOKYO THEATRES/YOAKE
24	October	SAKURA GUARDIAN IN THE NORTH	1.27	TOEI
25	March	50 First Kisses	1.26	S P E
26	June	My Teacher, My Love	1.23	TOHO

자료: TOHO, DB금융투자

도표 73. 2018년 일본 박스오피스 순위 (수입영화)

(단위: 십억엔)

순위	개봉월	영화 제목	Gross	배급사
1	November	Bohemian Rhapsody	10.46	F O X
2	July	Jurassic World: Fallen Kingdom	8.07	TOHO-TOWA
3	17-Dec	Star Wars: The Last Jedi	7.51	WDS
4	February	The Greatest Showman	5.22	F O X
5	March	Coco	5.00	WDS
6	August	Incredibles 2	4.90	WDS
7	August	Mission: Impossible - Fallout	4.72	TOWA PICTURES
8	April	Avengers: Infinity War	3.74	WDS
9	March	The Boss Baby	3.44	TOHO-TOWA
10	April	Ready Player One	2.55	WB

자료: TOHO, DB금융투자

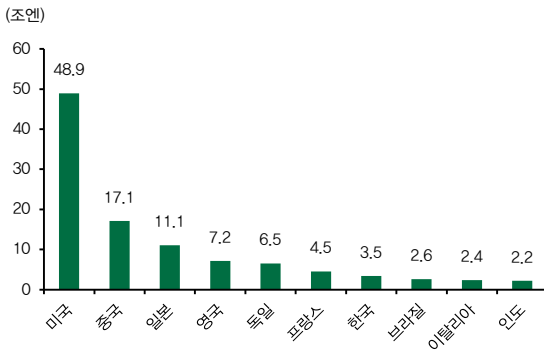
방송; TBS

일본 방송 시장 점검

규모가 큰 방송
시장, 수출은
애니)드라마

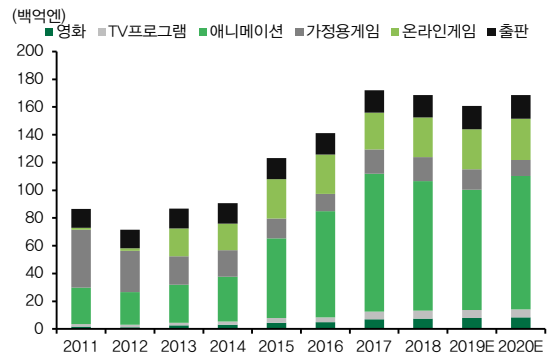
글로벌 미디어/콘텐츠 시장에서 일본은 약 111조엔 규모로 미국과 중국에 이어 큰 규모이다. 일본 미디어 시장 특징은 1) 내수 중심이고, 2) 저작권 보호 기준이 강해 드라마, 예능 등 프로그램의 수출이 애니메이션 대비 적다. 또한 3) 영상 콘텐츠의 미디어 별 유통시장에서는 TV 방송 수입(광고 및 IP 활용 등)이 약 80%대로 이 압도적인 시장 점유율을 나타내고 있다.

도표 74. 국가별 미디어/콘텐츠 시장 규모 비교



자료: 휴먼미디어, DB금융투자
주: 2017년 기준

도표 75. 일본 콘텐츠 수출액 구성 및 추이



자료: 휴먼미디어, DB금융투자
주: 애니메이션, 극장판TV사리즈영상 배급/판매/상품화 포함

일본 방송국은
공영 NHK와
민영 5개
방송사로 구성

큰 축을 담당하는 TV 방송 사업을 살펴보면, 도쿄의 방송국은 공영방송국인 NHK와 민영 방송사인 후지 TV, 니혼 TV, TV 아사히, TBS 텔레비, TV 도쿄 등이 있다. 전국의 상업 목적 방송국은 총 127개로 대부분 도쿄에 위치한 5개 핵심 방송국과 제휴를 맺고 있다. 방송시장 규모는 아시아에서 2위를 차지하고 있지만, TV 방송 시장 성장률은 14~18년 CAGR 1%대로, 온라인 및 OTT 플랫폼의 성장을 대비 정체되었다. 다만 일본은 아직도 시청자의 80%가 TV로 콘텐츠를 감상하는 바, cord-cutting이 일어나고 있는 미국이나 모바일 동영상에 급증하는 한국과는 다른 양상을 보이고 있는 것으로 판단된다.

도표 76. 일본 방송국 구성 ; 공영 NHK와 민간 5개국이 중심

Staus	Commercial Broadcasters					Public Broadcaster
News networks:	JNN	NNN	FNN	ANN	TXN	NHK
Key stations located in Tokyo:	TBS	NTV	CX	EX	TX	
Sub-key stations in Osaka:	MBS	YTV	KTV	ABC	TVO	
Sub-key stations in Nagoya:	CBC	CTV	THK	NBN	TVA	
Total number of news Network affiliated Stations:	28 companies	28 companies	28 companies	24 companies	6 companies	

자료: Information Media Trends in Japan 2018, DB금융투자

TBS의 변화 1) 드라마 → 예능

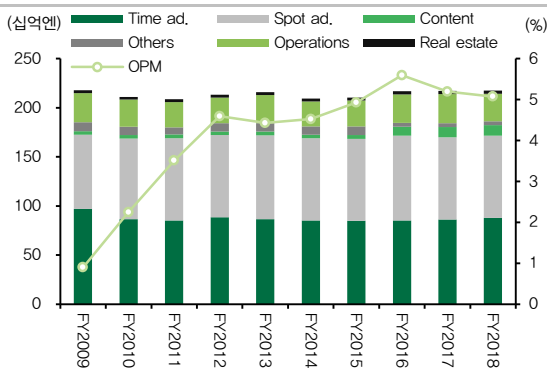
일본 내 3위
방송사,
드라마의 왕국

TBS Holdings 매출의 60%를 차지하는 자회사는 일본에서 소위 드라마 왕국으로 불리는 TBS Television이다. TBS Television의 매출 구성은 광고 및 콘텐츠 판매 등의 TV부문 수익(86%)과 공연 및 영화/애니메이션, 해외 판매 사업을 하는 영업부문(12%), 부동산(2%) 등으로 나뉜다. 09년 전까지는 드라마에 투입하는 제작비가 다른 방송국과 대비 높아 대작 드라마가 흔히 탄생하는 채널로 시청률도 2~3위를 영위해왔다. 그러나 이후 시청률이 5위까지 하락했는데 일본 내에서 장대하고 화려한 드라마의 인기 하락, 젊은 시청자의 예능 선호 트렌드를 따라가지 못한 탓으로 분석된다.

예능 편성
확대, 드라마는
비용 부담이
없는 구조

최근에는 예능 프로그램 편성 및 제작 확대를 통해 시청률 3위를 회복했다. 18년 TV 프로그램 제작 비용 중 45%가 드라마, 25%가 예능 프로그램 제작비로 사용됐다. 한국 대비 드라마 제작 비용이 낮고, 예능 제작비 비중이 높다. TBS TV의 18년 약 12편 드라마 제작비인 45억엔은 한국 tvn에서 18년 방영됐던 미스터션샤인의 총 제작비와 비슷한 수준이다. 1) 일본의 드라마 제작은 외주 비중이 낮고, 2) 연출 및 staff 대부분이 방송국 소속으로 로열티가 적다. 또한 3) 배우 출연료 비중 또한 제작비 대비 10~20% 내외로 한국(제작비 중 60% 이상) 대비 드라마 제작비 부담이 크지 않은 것으로 보인다.

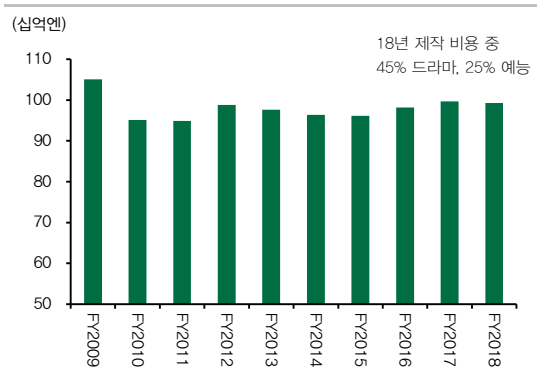
도표 77. TBS TV 매출 구성 및 영업이익률 추이



자료: TBS, DB금융투자

주: TBS Television 실적 기준

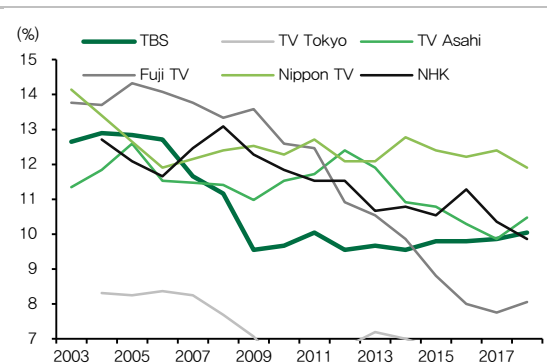
도표 78. TV 프로그램 제작 비용 추이



자료: TBS, DB금융투자

주: TBS Television 기준

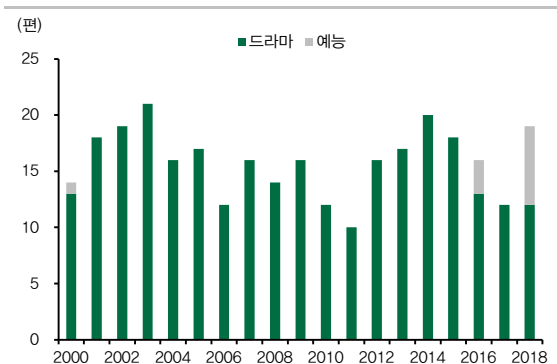
도표 79. 시청률 추이; 부진하던 TBS, 최근 3위 회복



자료: Joho Media Hakusho, DB금융투자

주: 골든타임(19:00~22:00) 기준

도표 80. TBS 예능 제작 및 편성에 집중을 시작했기 때문



자료: TBS, DB금융투자

주: TBS TV 제작 프로그램 기준, 드라마는 미니/스페셜 제외

도표 81. 2018년 일본 드라마 순위 ; 역시 드라마 강자

(단위:%)

순위	드라마	시청률	방송국	주연 배우
1	99.9 형사 전문 변호사 시즌2	17.4	TBS	마츠모토준, 카가와 테루유키, 키무라 후미노
2	리갈V 전 변호사 타카나시 쇼코	15.6	TV Asahi	요노쿠라 료코, 무카이 오사무
3	BG 신변 경호인	15.2	TV Asahi	기무라 타쿠야, 사이도 타쿠미
4	블랙 페앙	14.2	TBS	니노미야 카즈나리, 타케우치 료마
5	익foot 엄마와 딸의 블루스	14.2	TBS	아야세 하루카, 다케노우치 유타카
6	특수9	13.9	TV Asahi	이노하라 요시히코, 테라오 아키라
7	변두리 로켓	13.5	TBS	아베 히로시, 츠치야 타오
8	미해결의 여자 경시청 문서 수사관	12.9	TV Asahi	하루, 스즈키 료카
9	경시청 수사 1과장 시즌3	12.8	TV Asahi	나이토 타카시, 아다치 유미
10	과수연의 여자 18	12.5	TV Asahi	사와구치 야스코, 나이토 타카시

자료: 언론보도, 드라마커뮤니티 DB금융투자 주) 13부작 이상, 단편/스페셜 드라마 제외 평균 시청률 기준

도표 82. 일본 역대 예능 프로그램 순위; TBS는 과거의 명성을 되찾을 수 있을까?

(단위:%)

순위	프로그램명	방영일	방송국	시청률
1	8시다! 전원집합	1981/2/21	TBS	47.6
2	킨짱의 어디까지 할거야?	1983/6/22	TV Asahi	42.0
3	킨동! 착한아이 나쁜아이 보통아이	1982/7/26	Fuji TV	38.8
4	카토짱킨짱의 기분좋은 텔레비	1987/11/21	TBS	36.0
5	줄서는 법률 상담소	2007/8/19	Nippon Television	35.3
6	킨동! 좋은아이 나쁜아이 보통아이 2	1983/9/19	Fuji TV	34.6
7	쇼텐	1978/10/15	Nippon Television	34.3
8	스마스마 02긴급생방송	2002/1/14	Fuji TV	34.2
9	메차이케	2004/10/9	Fuji TV	33.2
10	킨짱의 주간금요일	1983/8/19	TBS	31.7

자료: Vedia research, DB금융투자

도표 83. TBS 예능 SASUKE는 '닌자워리어'로 21개국 판매



자료: TBS, DB금융투자

도표 84. American Ninja Warrior; 2009년부터 방송



자료: NBC Universal Media Village, DB금융투자

TBS의 변화 2) TV → 온라인/모바일

TBS의 온라인
서비스는
Tver와 Paravi

시청자의 80%가 아직도 TV로 콘텐츠를 감상하지만, 젊은 세대의 온라인/모바일 시청 행태는 빠르게 올라오고 있다. TBS가 제공하고 있는 온라인/ 모바일 서비스는 Tver, Paravi 이다. Tver는 민영방송국의 드라마 및 예능 프로그램을 가입 절차 없이 무료로 보는 대신 광고가 포함되어있는 콘텐츠 포털 사이트이다. Tver에서 가장 많은 콘텐츠를 소유하고 있는 곳은 TBS며, 방송국 중 유일하게 흑자 수익을 지속하고 있는 것으로 추정된다. Paravi는 TBS, 도쿄TV, WOWOW등이 공동 합작한 플랫폼으로 Tver와의 차이점은 유료인 대신 광고없이 동영상을 시청할 수 있다는 점이다. 특히, TBS의 콘텐츠가 특화된 플랫폼이며 1회 300엔에서 전작품 1,500엔, 월정액 925엔까지 다양한 구성을 취하고 있다.

광고 수익과
시청률 향상
기대

본 플랫폼을 통한 TBS의 수혜는 2가지이다. 1) Tver를 통해 드라마나 예능을 무료로 감상한 시청자들이 본 방송에 자연스럽게 유입, 시청률을 높이는 효과가 있다. 최신 콘텐츠만 무료로 볼 수 있기 때문에, 온라인에서 콘텐츠 감상 후 흥미가 생긴 시청자들은 본 방송 감상이나 DVD 구매로 패턴이 이어질 수 있다. 2) 무료로 보는 대신 광고를 의무적으로 감상해야하는데 이로 인한 광고 수익 확대를 기대할 수 있다는 점이다. 일본 특성 상 자국내 콘텐츠의 인기가 많고, 일본 SvOD 시장에서 Netflix의 비중이 10%도 미치지 못하는 점을 고려했을 때, TBS의 플랫폼을 통한 광고 및 시청률 확대 전략은 지속 가능할 것으로 전망된다.

도표 85. TBS OTT



자료: Aukana, DB금융투자

광고; Dentsu

일본 광고 시장

저성장 국면 속
이제야 디지털
광고가
확대되는 시장

글로벌 광고 시장 대비 10% 비중을 차지하는 일본 광고시장은 미주, 유럽, 중국 다음으로 규모가 크지만 저성장 국면(18년 0.2%YoY)을 나타내고 있다. 디지털 광고시장만 전년 대비 16.5% 성장했는데, 전체 매출 중 비중은 27%에 그쳐 글로벌 39% 보다 현저히 낮다. 1) TV 시청 비중이 높고, 2) 스마트폰 보급률도 약 64%로 한국 92%, 미국 78%로 글로벌 대비 낮은 속도가 주된 이유로 판단된다.

도표 86. 글로벌 광고 시장 규모 추이

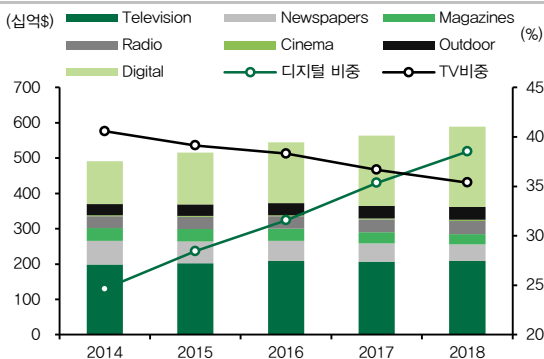
(단위: 백만달러, %)

	2015	2016	2017	2018
광고 시장 규모				
North America	203,610	213,446	219,278	226,667
Latin America	22,465	23,565	25,292	27,795
Western Europe	95,358	99,523	103,904	107,423
Central & Eastern Europe	11,963	13,398	14,616	15,869
China	77,978	84,844	90,223	97,229
Japan	56,152	57,216	58,151	58,239
South Korea	9,103	9,396	9,608	9,849
아시아 (한/중/일 제외)	20,798	24,138	24,934	26,272
기타	15,851	15,539	14,099	13,737
YoY growth				
North America	5.0	4.8	2.7	3.4
Latin America	9.0	4.9	7.3	9.9
Western Europe	3.7	4.4	4.4	3.4
Central & Eastern Europe	-0.9	12.0	9.1	8.6
China	9.8	8.8	6.3	7.8
Japan	0.3	1.9	1.6	0.2
South Korea	6.7	3.2	2.3	2.5
아시아 (한/중/일 제외)	8.4	16.1	3.3	5.4
기타	3.1	-2.0	-9.3	-2.6

자료: Dentsu, DB금융투자

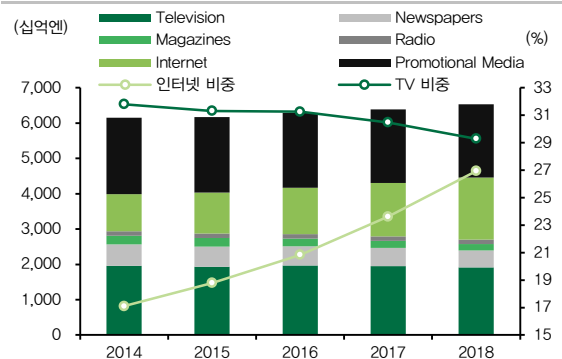
* 2018년은 Dentsu의 추정치

도표 87. 글로벌 매체별 광고 시장 추이



자료: Dentsu, DB금융투자

도표 88. 일본 매체별 광고 시장 추이



자료: Dentsu, DB금융투자

주: Promotional Media: 옥외교통전단(POP, 전지하 등)

Dentsu의 변화 1) 전통 매체 → 디지털

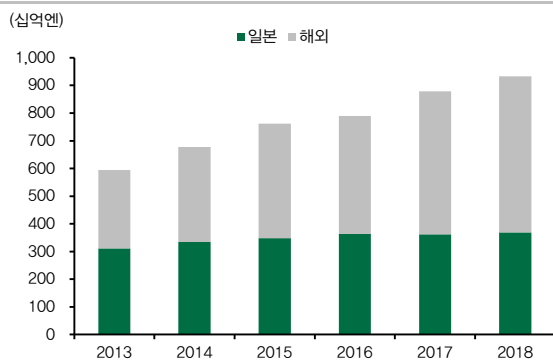
글로벌 5위,
일본 내 Top
광고대행사

Dentsu는 글로벌 광고 회사 중 매출총이익 기준 5위에 해당하는 광고대행사로 일본 내에서는 시장 점유율 28%를 차지하고 있다. 18년 일본 내 매체별 취급고 기준으로 TV가 37%로 압도적으로 높으며 인터넷 매체는 10%에 불과하다. 상대적으로 온라인 매체 전환율이 낮은 자국의 환경을 극복하기 위해 선택한 방법은 해외 디지털 광고 회사에 대한 투자 및 인수였다.

공격적 M&A
통해 디지털
광고 역량
키우는 중

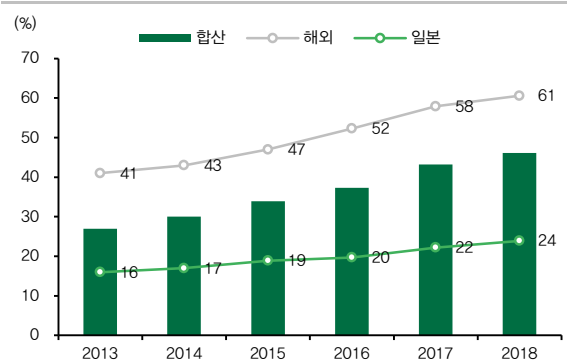
공격적인 M&A 행보는 13년 Aegis Network(DAN) 인수를 시작으로, 14년부터 약 164개 회사를 인수하며 계속되고 있다. 이에 따라 디지털 광고 비중은 18년 일본 내 비중이 24%임에도 불구하고, 해외 디지털 광고 비중이 61% 차지해 연결로는 40%에 육박하는 디지털 광고 비중을 나타내고 있다. 18~19년 투자 및 인수한 기업들은 대부분 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 등의 사업을 영위하고 있는 것으로 보인다. 자국의 디지털 전환은 이제 시작인 바, 잠재력이 크다. 여기에 해외 디지털 사업 역량 기반이 더해져 향후 시너지를 낼 수 있는 기회가 많을 것으로 기대된다.

도표 89. Dentsu 매출총이익 추이



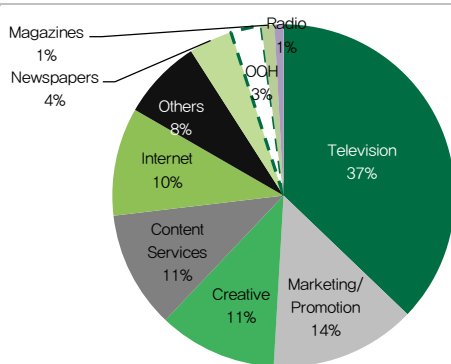
자료: Dentsu, DB금융투자

도표 90. Dentsu 디지털 도메인 비중 추이



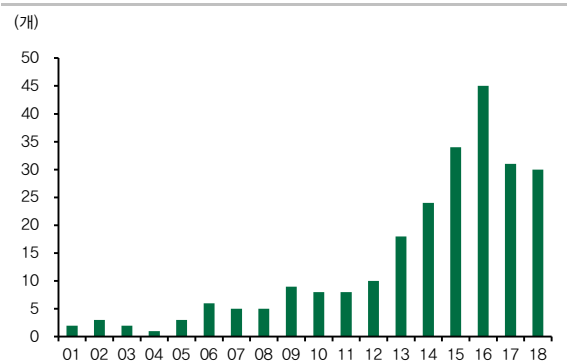
자료: Dentsu, DB금융투자

도표 91. Dentsu의 일본 내 매체별 매출 구성



자료: Dentsu, DB금융투자

도표 92. Dentsu M&A



자료: Bloomberg, Dentsu, DB금융투자

도표 93. Dentsu의 2018~2019년 국내외 기업 인수 및 투자 내역 ; 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 개발에 집중

기업명	형태	공사일	국가	사업 영역
Pixie Dust Technologies Inc	INV	05/27/2019	일본	소리, 및 및 전자기파 측정 기술 연구. 음성구동 휠체어 및 기타 기술 서비스를 제공
TABI LABO KK	INV	05/16/2019	일본	인터넷 미디어 사업, 광고제작 판매, 스마트폰 동영상 , VR기획, 행사 기획 운영
Cheddar Inc	M&A	04/30/2019	미국	온라인 뉴스 서비스
MERY Co Ltd	INV	04/23/2019	일본	온라인 정보 미디어 구독 서비스(패션 · 헤어 스타일 · 미용 · 코스메틱 · 외출 · 연애 등)
AudioBurst Ltd	INV	04/22/2019	이스라엘	AI 기반 오디오 콘텐츠 라이브러리
Startbahn Inc	INV	03/19/2019	일본	온오프LINE 일본 아트+블록체인 스타트업
From One Co Ltd	INV	01/18/2019	일본	스포츠 미디어 서비스 제공, 행사 진행, 굿즈 판매 등
Filter LLC	M&A	01/17/2019	미국	UX, 비주얼디자인, 마케팅 등 디지털 서비스
Digital Evolution Group LLC	M&A	12/18/2018	미국	웹 콘텐츠 관리, 다이렉트 마케팅, 소셜 미디어 , 모바일 개발, 엔터프라이즈 컨설팅 서비스
Bitfury Holding BV	INV	11/06/2018	네덜란드	블록체인 솔루션 개발 및 제공
Clear Labs Inc	INV	11/06/2018	미국	어플 소프트웨어 개발. 공급망 관리를 위한 식품 분석 플랫폼 제공
Namics AG	M&A	10/22/2018	스위스	소프트웨어 개발 서비스. 컨설팅, 설계 및 엔지니어 컴퓨터 소프트웨어 제공
Septeni Holdings	M&A	10/20/2018	일본	인터넷 마케팅 비즈니스, 모바일 기기용 콘텐츠 제작
Pixel Labs Inc	INV	10/10/2018	미국	소프트웨어 솔루션 설계, 쌍방향 미디어, 웹 , 모바일 APP , 전자 마케팅 및 컨설팅 서비스
B2B International Ltd	M&A	10/10/2018	영국	시장조사기관. 브랜딩, 직원, 제품, 세분화 및 의사 결정 과정 연구, 자문, 고객 경험
Aaron Lloyd Communication	M&A	09/25/2018	러시아	광고 및 마케팅 서비스 제공. 전략 기획, 미디어 바이팅, 광고 캠페인 기획 서비스 제공
uBiome Inc	INV	09/21/2018	미국	온라인 샘플 키트를 통한 개인 마이크로바이옴 분석 서비스 제공
HoodLINE Inc	INV	09/10/2018	미국	AI , 데이터 사이언스 기반 온라인 로컬 뉴스 포털
Amicus Digital Ventures Pty	M&A	08/20/2018	호주	디지털 마케팅 서비스 제공. 소셜 리스닝, 분석, 자문, 교육, 콘텐츠 개발
Super Highway Labs Pvt Ltd	INV	07/30/2018	인도	모바일 버스 예약 애플리케이션 설계, 개발
Treasure Data Inc	M&A	07/29/2018	미국	데이터를 관리하는 클라우드 기반 데이터 소프트웨어 개발 및 제공
Whitespace Scotland Ltd	M&A	07/25/2018	영국	광고 대행사. 광고, 브랜딩, 캠페인, 콘텐츠 관리, 디지털 및 모바일 마케팅 , 홍보 서비스
Global Mind SA	M&A	07/12/2018	아르헨티나	마케팅 솔루션 제공. 전략 기획, 캠페인, 웹 및 모바일 개발 , 미디어 바이팅 솔루션 제공
Cue Health Inc	INV	07/10/2018	미국	임상 및 가정용 의료 진단 제품 개발, 제조
THReee Entertainment KK	JV	06/26/2018	일본	음악 라이브 콘텐츠의 기획 · 제작 · 국내외용 판매, 이벤트 기획 · 운영, 팬커뮤니케이션
Big Now Srl/The	M&A	06/19/2018	이탈리아	디지털 광고 , 디지털 CRM , 전략, UX, UI, 전자상거래, 디지털 콘텐츠 , 소셜미디어 관리
White Label MKT SpA	M&A	04/26/2018	칠레	광고 서비스 제공. 검색 엔진, 마케팅, 변환 최적화, 소셜 미디어 , 디지털 분석 등
Red Communication AS	M&A	04/23/2018	노르웨이	미디어, 커뮤니케이션 솔루션 제공
Media 8 Inc	M&A	04/06/2018	미국	디지털 마케팅 대행사. 전략기획, 디지털 미디어, 웹 개발 및 분석 서비스
Unerry Inc	INV	03/28/2018	일본	디지털 마케팅 서비스. 분석 및 솔루션 서비스
Arraiy Inc	INV	03/27/2018	미국	영화, 방송 산업의 비주얼라이징, 모션 픽처 제작 과정에 사용되는 머신 러닝 플랫폼 개발
Hokkaido Ballpark Corp	JV	03/27/2018	일본	훗카이도 볼파크 기획, 건설
Cheddar Inc	INV	03/19/2018	미국	온라인 뉴스 서비스
xAD Inc	M&A	03/14/2018	미국	위치 기반 마케팅 플랫폼 설계, 모바일 마케팅 솔루션 개발
Red8 Advertising Sp zoo	M&A	03/01/2018	폴란드	광고, 마케팅 서비스 제공. 콘텐츠 개발, 비디오 제작 및 기타 관련 서비스 제공
Data Artist KK	M&A	02/09/2018	일본	광고, 마케팅 서비스 제공
FOLIO Co Ltd	INV	01/18/2018	일본	투자 컨설팅 및 기타 서비스 제공

자료: Bloomberg, DB금융투자

Dentsu의 변화 2) 국내 → 해외

13년 DAN
인수 이후,
본격적으로
해외 확대

Dentsu는 M&A로 디지털 뿐만 아니라 해외 시장까지 섭렵하고 있다. 일본 자체 광고 시장 규모는 크지만 성장률은 낮기 때문이다. 13년 영국의 Aegis Group을 인수해 Dentsu Aegis Network(DAN)으로 재편, 해외 거점이 28개국에서 110개국으로 증가하며 본격적인 해외 매출이 반영되기 시작했다. 이에 따라 12년 매출총이익 기준 18%에 불과하던 해외 비중은 18년 60%까지 증가했다. 최근 해외 매출총이익은 17년 21%, 18년 9%의 성장률을 기록하고 있다. 현재 Dentsu가 M&A를 염두에 두고 있는 국가도 광고 시장 규모가 큰 미국과 중국 중심인 것으로 알려져 있으며, 공격적인 투자를 통한 글로벌 사업 확대는 지속될 것으로 전망된다.

도표 94. FY2012 지역별 매출총이익

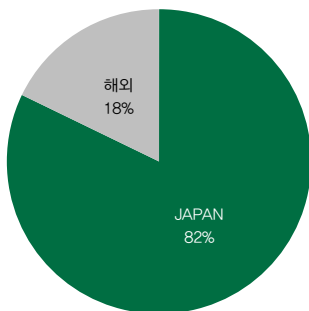


도표 95. 2016년 지역별 매출총이익

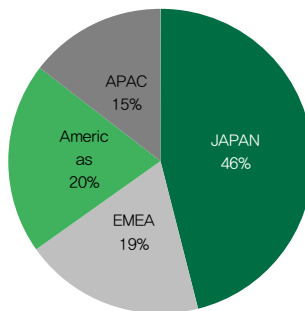
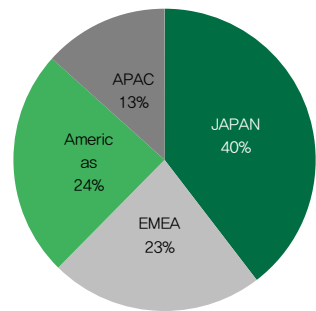


도표 96. 2018년 지역별 매출총이익

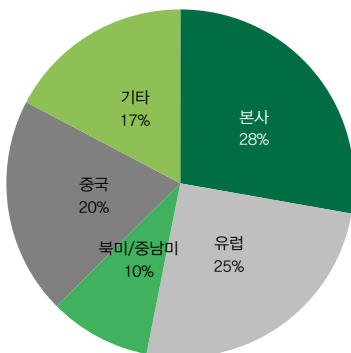


자료: Dentsu, DB금융투자

국내
광고대행사,
해외비중
70% ,
더욱 확대 전망

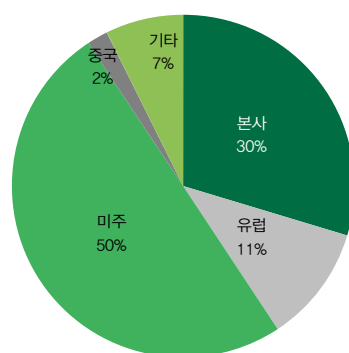
한국 광고대행사도 글로벌과 같은 방향 : 국내 광고대행사인 제일기획과 이노션은 매출총이익 중 해외 비중이 약 70%다. 해외 매출 비중이 높은 이유는 1) 글로벌 대비 국내 광고 시장 규모가 2% 내외로 작은 수준이며, 2) Captive의 해외 마케팅 비중이 높기 때문인 것으로 분석된다. 일본과 공통점은 제일기획과 이노션 또한 M&A를 통한 해외 매출 비중을 늘려나가고 있다는 점이다. 이노션은 18년 D&G를 인수함에 따라 미주 지역 매출이 전년 대비 31.7% 성장했다. 19년 하반기에도 디지털 광고 사업을 영위하는 회사를 인수할 가능성이 높으며, 동남아 지역에서의 추가적인 M&A도 기대된다.

도표 97. 제일기획 지역별 매출총이익



자료: 제일기획, DB금융투자 주: 2018년 기준

도표 98. 이노션 지역별 매출총이익



자료: 이노션, DB금융투자 주: 2018년 기준

Buy

엔씨소프트

036570

목표주가(유지) 690,000원 현재주가(06/07) 459,500원 Up/Downside +50.2% 투자의견(유지) Buy

2019. 06. 11

확장 가능성이 높은 다수의 핵심 IP 보유

Analyst 황현준

게임 콘텐츠 IP 확장성에 주목: 엔씨소프트는 리니지, 블레이드앤소울, 아이온 등 확장 가능성이 높은 다수의 핵심 IP를 보유하고 있다. 핵심 IP를 기반으로 후속작 출시, 해외 퍼블리싱/라이선싱, 모바일로 플랫폼 확장 등 콘텐츠 IP를 확장 중에 있다. 그리고 향후에도 일본 지역 확장 확대 및 클라우드 게임 플랫폼 시대 도래 등에 힘입어 보유하고 있는 IP 확장을 통해 레벨업이 가능할 것으로 판단된다.

일본도 기회요인: 현재 일본 모바일 게임시장의 인기 장르는 퍼즐 등 캐주얼 게임이지만 일본은 전통적으로 콘솔게임이 강세였고 베스트 셀링 타이틀은 액션 RPG/어드벤처 장르와 같은 고사양 게임이 대부분이다. 스마트폰 보급 확대 및 기기 사양 향상이 이루어지면서 모바일로도 고사양 게임 플레이가 가능해지고 있기 때문에 일본 모바일 게임 인기 장르는 다변화될 여지가 있다고 판단된다. 그리고 일본 유저들의 모바일 게임 결제에 대한 인식 변화도 향후 더욱 다양한 게임이 선호되는 요인으로 작용할 것으로 보인다. 엔씨소프트에게 변화하고 있는 일본 모바일 게임 시장은 기회요인이라고 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 69만원 유지: 리니지M의 일본 출시를 시장 예상보다 약하지만 동사는 향후 확대되는 모바일 게임 라인업을 기반으로 변화하고 있는 일본 모바일 게임 시장을 공략을 지속할 수 있을 것으로 보인다. 그리고 업데이트 효과 본격 반영에 따른 2분기 실적 호조, 하반기 신작 블소S와 리니지2M 출시, 스타디아 11월 출시에 따른 클라우드 게임 플랫폼 확장 기대감 고조 등 동사의 투자포인트는 지속 유효함에 따라 투자의견 및 목표주가를 유지한다.

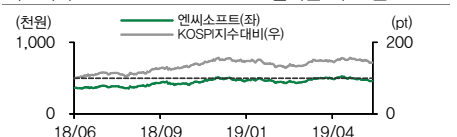
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,670	2,723	3,268
(증가율)	78.8	-2.5	-2.7	63.1	20.0
영업이익	585	615	461	1,049	1,255
(증가율)	77.9	5.1	-25.1	127.7	19.6
지배주주순이익	441	418	345	767	920
EPS	20,104	19,061	15,723	34,939	41,928
PER (H/L)	24.6/12.0	27.1/17.3	29.2	13.2	11.0
PBR (H/L)	4.0/1.9	4.8/3.1	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA (H/L)	15.2/6.6	17.1/10.9	17.8	7.7	6.0
영업이익률	33.3	35.9	27.6	38.5	38.4
ROE	19.1	16.4	14.0	26.7	25.9

52주 최저/최고	352,000/526,000원
KOSDAQ /KOSPI	717/2,072pt
시가총액	100,844억원
60일-평균거래량	77,625
외국인지분율	49.8%
60일-외국인지분율변동주이	+1.5%p
주요주주	김택진 외 8 인 12.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-8.3	4.4	30.2
상대기준	-3.7	9.1	55.2

도표 99. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,752	4,365	4,038	3,997	3,588	3,889	3,894	5,325	17,151	16,695	27,232
YoY	98.4	68.8	-44.5	-25.1	-24.5	-10.9	-3.6	33.2	-2.5	-2.7	63.1
PC	1,493	1,527	1,553	1,469	1,244	1,513	1,506	1,522	6,041	5,784	6,092
리니지	283	421	403	390	207	477	467	444	1,497	1,594	1,656
리니지2	142	133	156	207	216	213	207	209	639	845	813
아이온	188	156	164	127	123	112	114	126	634	476	450
블레이드앤소울	339	306	301	250	233	228	223	224	1,196	908	800
길드워2	236	199	210	157	163	160	162	178	802	664	572
Project TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	443
기타	81	126	124	104	84	125	124	114	435	447	462
로열티	224	185	196	234	218	197	209	227	839	851	896
모바일	3,259	2,838	2,485	2,528	2,344	2,376	2,388	3,803	11,104	10,911	21,139
리니지M	2,616	2,075	2,135	2,195	1,943	2,034	2,031	2,011	9,021	8,019	7,983
리니지2M	0	0	0	0	0	0	0	935	0	935	5,304
블레이드앤소울2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4,533
블레이드앤소울S								388	0	388	887
로열티	618	739	320	300	356	302	317	431	1,971	1,406	2,095
리니지M	0	0	0	113	417	590	191	143	1,341	438	383
리니지2:레볼루션	178	136	118	105	111	108	107	106	537	432	754
블레이드앤소울:레볼루션	0	0	0	30	107	70	92	212	30	481	909
기타	440	603	202	52	-279	-466	-74	-30	63	55	49
영업비용	2,713	2,770	2,648	2,871	2,792	2,854	2,892	3,549	11,002	12,088	16,739
YoY	29.8	25.3	-33.7	-16.6	2.9	3.1	9.2	23.6	-6.3	9.9	38.5
인건비	1,250	1,469	1,289	1,357	1,432	1,461	1,490	1,534	5,364	5,917	6,612
매출변동비	869	706	726	769	653	720	715	1,142	3,069	3,230	6,679
결제수수료	57	59	60	60	50	61	56	79	235	246	435
유통수수료	795	632	652	671	597	643	642	1,045	2,749	2,927	6,168
로열티	12	8	10	8	9	8	10	9	38	36	38
BOX 및 상품 제작비	2	1	2	24	2	6	6	6	29	20	28
기타	4	5	3	5	-4	2	2	2	17	2	9
마케팅비	108	150	165	159	190	170	175	280	582	815	1,315
상각비	65	66	76	69	120	119	117	116	277	472	454
기타	421	380	392	518	397	385	394	477	1,711	1,654	1,678
영업이익	2,038	1,595	1,390	1,126	795	1,035	1,002	1,776	6,149	4,608	10,493
YoY	569.7	324.6	-57.6	-40.5	-61.0	-35.1	-27.9	57.7	5.1	-25.1	127.7
OPM	42.9	36.5	34.4	28.2	22.2	26.6	25.7	33.3	35.9	27.6	38.5
순이익	1,192	1,402	1,036	778	747	1,025	783	1,338	4,215	3,893	8,998
YoY	585.1	354.9	-62.3	-35.5	-37.3	-26.9	-24.4	71.9	-5.1	-7.6	131.1
NPM	25.1	32.1	25.7	19.5	20.8	26.4	20.1	25.1	24.6	23.3	33.0

자료: 엔씨소프트, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,773	1,576	2,673	3,294	4,037
현금및현금성자산	187	186	1,195	1,650	2,278
매출채권및기타채권	203	179	199	293	332
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	1,754	1,365	480	482	508
유형자산	229	234	245	249	277
무형자산	52	54	52	50	48
투자자산	1,337	951	58	58	58
자산총계	3,527	2,941	3,153	3,776	4,545
유동부채	456	473	481	486	493
매입채무및기타채무	220	166	175	179	186
단기차입금및단기차대	0	5	5	5	5
유동성장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	342	89	89	89	89
사채및장기차입금	150	0	0	0	0
부채총계	797	562	571	575	582
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	1,906	2,164	2,365	2,977	3,732
비지배주주지분	8	11	14	20	27
자본총계	2,729	2,379	2,582	3,201	3,963

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	595	353	280	632	843
당기순이익	444	421	348	773	927
현금유출이없는비용및수익	185	233	140	297	356
유형및무형자산상각비	30	28	32	32	35
영업관련자산부채변동	11	-56	-80	-151	-97
매출채권및기타채권의감소	-42	45	-20	-94	-39
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	-1	8	5	7
투자활동현금흐름	-460	68	856	-31	-59
CAPEX	-29	-27	-41	-34	-60
투자자산의손증	-708	386	894	0	0
재무활동현금흐름	-80	-424	-127	-146	-156
사채및차입금의 증가	0	5	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-81	-155	-125	-144	-154
기타현금흐름	-13	2	0	0	0
현금의증가	42	-2	1,009	455	628
기초현금	145	187	186	1,195	1,650
기말현금	187	186	1,195	1,650	2,278

자료: 엔씨소프트 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,759	1,715	1,670	2,723	3,268
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,759	1,715	1,670	2,723	3,268
판매비	1,174	1,100	1,209	1,674	2,013
영업이익	585	615	461	1,049	1,255
EBITDA	615	643	493	1,081	1,290
영업외손익	24	23	16	9	15
금융손익	11	26	9	6	6
투자손익	-2	-2	0	0	0
기타영업외손익	15	-1	7	3	9
세전이익	610	637	476	1,058	1,270
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	444	421	348	773	927
지배주주지분순이익	441	418	345	767	920
비지배주주지분순이익	3	3	3	6	7
총포괄이익	919	80	348	773	927
증감률(%YoY)					
매출액	78.8	-2.5	-2.7	63.1	20.0
영업이익	77.9	5.1	-25.1	127.7	19.6
EPS	61.9	-5.2	-17.5	122.2	20.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	20,104	19,061	15,723	34,939	41,928
BPS	124,037	107,923	117,076	144,975	179,394
DPS	7,280	6,050	7,000	7,500	8,000
Multiple(배)					
P/E	22.3	24.5	29.2	13.2	11.0
P/B	3.6	4.3	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	13.7	15.5	17.8	7.7	6.0
수익성(%)					
영업이익률	33.3	35.9	27.6	38.5	38.4
EBITDA마진	35.0	37.5	29.5	39.7	39.5
순이익률	25.2	24.6	20.8	28.4	28.4
ROE	19.1	16.4	14.0	26.7	25.9
ROA	15.1	13.0	11.4	22.3	22.3
ROC	271.5	65.6	28.4	59.4	64.6
안정성및기타					
부채비율(%)	29.2	23.6	22.1	18.0	14.7
이자보상배율(배)	179.6	184.7	228.2	519.5	621.0
배당성향(배)	34.8	29.6	41.5	20.0	17.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엔씨소프트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

19/03/06	Buy	690,000	-	-			
----------	-----	---------	---	---	--	--	--

Buy

펄어비스

263750

목표주가(유지) 250,000원 현재주가(06/07) 202,300원 Up/Downside +23.6% 투자 의견(유지) Buy

2019. 06. 11

일본에서도 잘되는 검은 사막

Analyst 황현준

일본에서도 잘되는 검은 사막: 펄어비스는 검은 사막 IP에 의해 성장했으며 검은 사막 IP의 지역별/플랫폼 확장은 여전히 진행 중이다. 올해 검은 사막 콘솔 출시 및 검은 사막 모바일 일본 진출도 성공적이라고 판단된다. 특히 MMORPG 장르가 비주류인 일본 모바일 게임 시장에서의 검은 사막 모바일의 안착은 고무적이라고 생각되고 향후 글로벌 출시도 기대되는 상황이다.

일본은 캐주얼 게임이 대세지만 고사양 게임을 플레이 할 수 있는 환경이 마련되면 MMORPG 등 다양한 장르의 게임을 즐기는 인구가 늘어날 것으로 보인다. 검은 사막 모바일이 선전하고 있는 상황에서 동사 신작인 프로젝트 K/V 및 정통 MMORPG의 중장기 일본 성과도 기대가되는 상황이다.

향후 실적 호조 예상 & EVE IP도 주목: 2분기 검사 Xbox콘솔 매출이 본격 반영되고 향후 플레이스테이션 버전 출시도 기대요인이다. 검사 온라인은 5월 자체 서비스 전환에 따라 외형 확대 및 수익성 개선이 예상된다. 그리고 검사 모바일은 일본 안착 후 4분기 글로벌 출시를 앞두고 있는 등 검사 IP의 지속적인 확장과 비용 안정화에 힘입어 실적은 개선세를 보일 것으로 예상된다. 그리고 EVE IP 활용 게임 라인업에도 주목할 필요가 있다고 판단되며 스타디아 11월 출시에 따른 클라우드 게임 플랫폼 확장 기대감도 유효하다.

투자 의견 Buy, 목표주가 25만원 유지: 동사에 대한 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 올해 예상 실적 대비 PER 18배 수준이다. 실적 개선, 신규 프로젝트, 클라우드 게임 기대감 등 동사의 주요 모멘텀에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

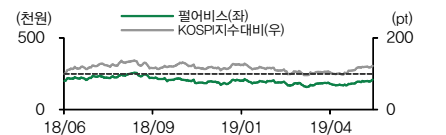
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	52	405	671	831	905
(증가율)	NA	672.7	65.8	23.8	8.9
영업이익	22	168	238	314	343
(증가율)	NA	676.2	41.5	32.2	9.2
지배주주순이익	15	146	178	236	260
EPS	1,293	11,591	13,710	18,130	19,995
PER (H/L)	193.3/66.8	24.8/14.8	14.8	11.2	10.1
PBR (H/L)	11.0/3.8	9.1/5.4	4.5	3.2	2.4
EV/EBITDA (H/L)	121.6/41.1	19.2/12.3	9.3	6.3	5.3
영업이익률	41.3	41.5	35.4	37.8	37.9
ROE	9.9	42.9	35.9	33.5	27.3

Stock Data

52주 최저/최고	157,800/257,000원
KOSDAQ/KOSPI	717/2,072pt
시가총액	26,340억원
60일-평균거래량	117,113
외국인지분율	10.3%
60일-외국인지분율변동주이	+2.5%p
주요주주	김대일 외 12 인 50.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	20.9	19.5	-5.8
상대기준	27.2	22.9	16.7

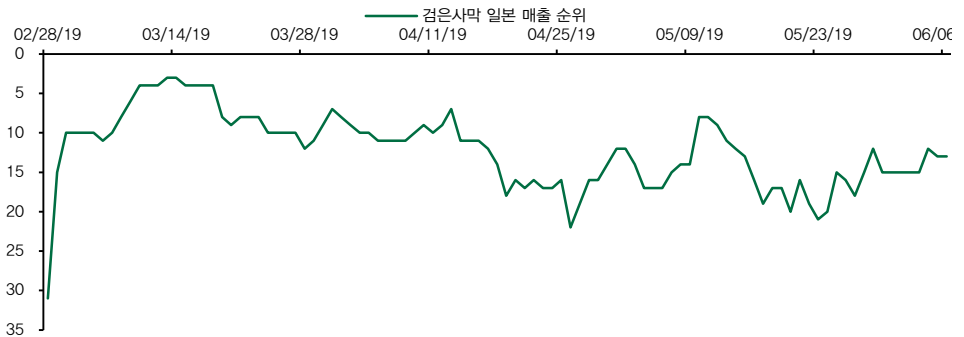
도표 100. 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	755	1,127	1,170	996	1,308	1,681	1,731	1,992	4,048	6,711	8,312
YoY	137.7	241.2	323.8	299.9	73.2	49.2	47.9	100.0	245.0	65.8	23.8
검은사막 온라인	339	299	273	250	265	245	357	391	1,161	1,258	1,398
검은사막 모바일	416	828	897	617	876	1,130	1,067	1,281	2,758	4,354	5,267
검은사막 콘솔	0	0	0	0	22	157	154	137	0	470	354
EVE IP	0	0	0	129	145	149	153	183	129	629	861
기타(신작)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	432
영업비용	419	579	567	802	1,157	1,001	1,002	1,172	2,367	4,332	5,166
인건비	98	150	119	212	340	259	269	279	579	1,147	1,324
지급수수료	178	300	315	412	424	430	435	507	1,205	1,796	2,192
광고선전비	105	92	100	100	303	233	219	298	397	1,053	1,104
기타비용	38	37	34	77	91	79	79	87	185	336	546
영업이익	336	548	604	194	151	680	729	820	1,682	2,380	3,145
YoY	61.2	147.1	297.3	178	-55.1	24.0	20.8	322.7	158	41.5	32.2
OPM	44.5	48.7	51.6	19.5	11.5	40.4	42.1	41.2	41.5	35.5	37.8
순이익	278	522	517	148	126	515	554	620	1,465	1,814	2,504
YoY	83.1	165.9	281.4	1101.2	-54.9	-1.3	7.0	318.5	193.4	23.8	38.0
NPM	36.9	46.3	44.2	14.9	9.6	30.6	32.0	31.1	36.2	27.0	30.1

자료: 펠어비스, DB금융투자

도표 101. 검은 사막 모바일 일본 매출 순위 추이



자료: 앱애니, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	280	354	558	775	1,045
현금및현금성자산	241	229	388	581	694
매출채권및기타채권	17	50	87	103	136
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	358	336	359	391
유형자산	6	36	22	47	81
무형자산	4	288	286	284	282
투자자산	3	9	3	3	3
자산총계	297	713	894	1,134	1,436
유동부채	20	115	119	122	165
매입채무및기타채무	9	35	38	42	85
단기차입금및단기차입	0	20	20	20	20
유동상장기부채	0	20	20	20	20
비유동부채	2	189	189	189	189
사채및장기차입금	0	116	116	116	116
부채총계	21	305	308	312	354
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	181	192	192	192	192
이익잉여금	85	232	410	646	906
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	275	408	586	822	1,082

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	27	159	158	251	197
당기순이익	15	146	178	236	260
현금유출이없는비용및수익	10	41	75	108	132
유형및무형자산상각비	1	5	16	29	45
영업관련자산부채변동	7	-23	-36	-14	-108
매출채권및기타채권의감소	6	-21	-37	-16	-33
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	3	4	42
투자활동현금흐름	-8	-305	1	-58	-84
CAPEX	-4	-11	0	-52	-78
투자자산의순증	-3	-6	6	0	0
재무활동현금흐름	179	139	0	0	0
사채및차입금의 증가	-6	176	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	186	11	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-4	0	0	0
현금의증가	194	-12	159	193	113
기초현금	47	241	229	388	581
기말현금	241	229	388	581	694

자료: 팔라비스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52	405	671	831	905
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	52	405	671	831	905
판매비	31	237	433	517	562
영업이익	22	168	238	314	343
EBITDA	23	173	254	344	388
영업외손익	-4	7	0	0	3
금융손익	-4	7	0	0	3
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	18	175	238	314	347
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	146	178	236	260
지배주주지분순이익	15	146	178	236	260
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	14	144	178	236	260
증감률(%YoY)					
매출액	NA	672.7	65.8	23.8	8.9
영업이익	NA	676.2	41.5	32.2	9.2
EPS	NA	796.4	18.3	32.2	10.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,293	11,591	13,710	18,130	19,995
BPS	22,807	31,525	45,039	63,150	83,124
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	191.5	17.9	14.8	11.2	10.1
P/B	10.9	6.6	4.5	3.2	2.4
EV/EBITDA	120.3	15.0	9.3	6.3	5.3
수익성(%)					
영업이익률	41.3	41.5	35.4	37.8	37.9
EBITDA마진	43.3	42.7	37.8	41.3	42.9
순이익률	28.1	36.2	26.6	28.4	28.7
ROE	9.9	42.9	35.9	33.5	27.3
ROA	8.6	29.0	22.2	23.2	20.2
ROIC	303.5	81.2	51.5	62.9	55.5
안정성및기타					
부채비율(%)	7.8	74.6	52.5	37.9	32.7
이자보상배율(배)	3,009.6	104.1	0.0	0.0	0.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

팔라비스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/03/06	Buy	250,000	-31.0	-25.9					
19/03/29	Buy	210,000	-16.0	-10.8					
19/05/13	Buy	250,000	-	-					

Buy

이노션

214320

목표주가(유지)	89,000원	현재주가(06/07)	68,700원	Up/Downside	+29.5%	투자의견(유지)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2019. 06. 11

태평양을 건너, 대서양을 건너~

Analyst 신은정

해외가 이끄는 2Q19: 2Q19 매출총이익은 1,237억원(+7.5%YoY, 8.3%QoQ), 영업이익 314억원(+5.4%YoY, +26.6%QoQ)이 전망된다. 국내 매출총이익은 2Q18 러시아 월드컵의 높은 기저효과로 전년대비 성장률은 2.1%에 그치겠지만, 해외 자회사가 10.1%YoY 성장하며 성장세를 견인할 것으로 예상된다. 특히 미주 지역이 D&G 인수 효과, CANVAS의 하이네켄 등 비계열 광고주 영입으로 전년대비 약 11% 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 또한 국내 소나타 및 미주 팰리세이드/텔루라이드 신차 대형 효과에 따른 국내외 Captive의 마케팅 효과도 반영될 것으로 기대된다.

2019 하반기는 더욱 좋다: 3Q19 미주지역 소나타 풀체인지 및 국내 G80 출시, 4Q19 국내 GV80 등 볼륨이 크고 전략 차종인 모델의 신차 출시가 이어질 예정이다. 이에 따라 안정적인 국내 실적과 미주 및 유럽 중심으로 해외 자회사의 고성장(매출총이익 3Q19 19.2%YoY, 4Q19 14.4%YoY)이 전망된다. 19년 연간 매출총이익은 5,141억원(+8.6%YoY), 영업이익은 1,248억원(+5.6%YoY)이 예상된다. 이는 추가적인 M&A 가능성을 배제한 보수적인 추정치며, 하반기 M&A 확정 시 해외 자회사 중심으로 실적 추정치를 상향할 예정이다.

추가적인 M&A 기회는 활발: 하반기 미주 지역에서의 디지털 관련 광고회사를 인수할 가능성이 높다. 추가로 아시아 및 기타 지역의 소규모 딜을 포함한 총 4건의 M&A가 기대된다. 약 7천억원의 순현금으로 추가적인 인수 여력은 충분한 것으로 판단된다. 또한, 지난 5월, 롯데컬처웍스와의 지분 교환도 공시하며 그 동안 발목을 잡아왔던 일감몰아주기 규제 리스크도 해소됐다. 현재 주가 기준 19E P/E 15.6배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분한 바, 지금이야말로 모든 것이 완벽한 매력적인 구간이다. BUY!

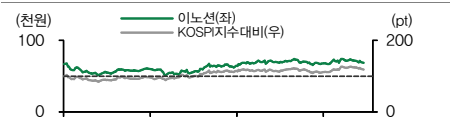
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,139	1,239	1,356	1,489	1,547
(증가율)	8.3	8.8	9.4	9.8	3.9
영업이익	97	118	125	134	141
(증가율)	-2.8	22.2	5.6	7.0	5.9
지배주주순이익	61	77	88	97	102
EPS	3,074	3,842	4,410	4,837	5,080
PER (H/L)	25.7/18.2	19.4/13.0	15.6	14.2	13.5
PBR (H/L)	2.3/1.7	2.0/1.4	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	8.4/4.2	6.5/2.9	4.9	3.9	3.1
영업이익률	8.5	9.5	9.2	9.0	9.1
ROE	9.3	11.0	11.7	12.0	11.7

52주 최저/최고	51,200/74,300원
KOSDAQ / KOSPI	717/2,072pt
시가총액	13,740억원
60일-평균거래량	50,478
외국인지분율	31.6%
60일-외국인지분율변동추이	-1.1%p
주요주주	정성이 외 2 인 28.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.8	-3.5	3.3
상대기준	2.1	0.8	23.2

도표 102. 이노션 부문별 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출총이익	108	115	120	131	114	124	132	144	473	514	563
I. 본사	27	37	36	41	25	38	34	42	140	139	146
1.매체대행	13	21	22	26	11	22	21	28	81	82	86
①국내매체대행	12	17	14	17	10	17	15	18	60	61	63
지상파	3	4	3	3	2	4	3	3	12	11	12
인쇄	2	3	2	3	2	3	2	3	11	11	9
뉴미디어 등	7	10	9	11	6	11	10	12	37	39	42
②해외매체대행	1	4	8	9	1	4	6	9	22	21	23
2.광고제작	4	5	5	4	5	5	5	4	19	18	19
3.옥외광고	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	8
4.프로모션	4	6	2	5	4	5	2	4	16	16	16
5.기타	4	4	4	4	3	4	4	4	16	15	16
II. 해외	81	78	84	90	89	86	98	102	333	375	417
유럽	14	13	13	13	15	13	14	14	52	56	60
미주	58	54	61	64	66	60	72	74	237	272	307
중국	2	2	3	3	1	2	2	3	9	8	8
기타	7	9	8	10	7	11	9	11	35	38	42
판권비	83	85	89	97	89	93	98	110	354	390	431
인건비	63	64	68	74	69	65	73	79	269	286	313
영업이익	24	30	30	34	25	31	34	34	118	125	134
지배주주지분순이익	15	22	20	21	15	24	24	25	78	88	96
YoY											
매출총이익	15.6	17.0	24.0	22.6	6.0	7.5	10.1	10.5	19.9	8.6	9.5
영업이익	13.2	15.6	20.3	39.3	2.2	5.4	12.4	2.1	22.2	5.6	7.0
지배주주순이익	53.5	-0.1	29.9	50.5	-1.4	10.3	16.8	18.3	27.6	11.8	9.7

자료: 이노션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,509	1,576	1,658	1,709	1,769
현금및현금성자산	330	357	418	556	681
매출채권및기타채권	741	820	809	765	733
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	117	165	162	160	158
유형자산	33	26	25	25	24
무형자산	54	112	110	108	106
투자자산	24	22	22	22	22
자산총계	1,626	1,741	1,820	1,869	1,927
유동부채	892	934	944	920	901
매입채무및기타채무	863	893	903	879	860
단기차입금및단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	49	65	63	61	59
차입금및차입금	0	0	0	0	0
부채총계	941	999	1,007	981	960
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	133	133	133	133	133
이익잉여금	560	615	667	726	787
비지배주주지분	13	14	33	50	67
자본총계	686	742	813	888	967

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	116	5	94	147	142
당기순이익	76	92	107	113	119
현금유출이없는비용및수익	34	41	42	43	46
유형및무형자산상각비	6	7	11	11	11
영업관련자산부채변동	22	-110	-13	34	24
매출채권및기타채권의감소	37	-312	11	43	32
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	5	220	10	-24	-19
투자활동현금흐름	35	55	-1	29	23
CAPEX	-9	-9	-9	-9	-9
투자자산의손익	5	2	2	1	0
재무활동현금흐름	-32	-34	-32	-38	-40
사채및차입금의 증가	19	1	-2	-2	-2
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-34	-30	-36	-38
기타현금흐름	-20	1	0	0	0
현금의증가	99	27	61	138	126
기초현금	231	330	357	418	556
기말현금	330	357	418	556	681

자료: 이노션 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,139	1,239	1,356	1,489	1,547
매출원가	745	767	841	924	948
매출총이익	393	472	515	565	600
판매비	297	354	390	431	458
영업이익	97	118	125	134	141
EBITDA	103	125	136	145	152
영업외손익	8	10	24	24	23
금융손익	7	11	10	11	11
투자손익	1	0	1	1	0
기타영업외손익	0	-1	13	12	12
세전이익	104	129	149	157	165
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	76	92	107	113	119
지배주주지분순이익	61	77	88	97	102
비지배주주지분순이익	14	16	19	17	17
총포괄이익	59	91	107	113	119
증감률(%YoY)					
매출액	8.3	8.8	9.4	9.8	3.9
영업이익	-2.8	22.2	5.6	7.0	5.9
EPS	-5.9	25.0	14.8	9.7	5.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당주요지표(원)					
EPS	3,074	3,842	4,410	4,837	5,080
BPS	33,615	36,374	38,984	41,921	45,001
DPS	1,000	1,500	1,800	1,900	2,000
Multiple(배)					
P/E	23.8	16.5	15.6	14.2	13.5
P/B	2.2	1.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.5	4.8	4.9	3.9	3.1
수익성(%)					
영업이익률	8.5	9.5	9.2	9.0	9.1
EBITDA마진	9.1	10.1	10.0	9.7	9.8
순이익률	6.6	7.5	7.9	7.6	7.7
ROE	9.3	11.0	11.7	12.0	11.7
ROA	4.6	5.5	6.0	6.1	6.3
ROIC	-640.2	282.1	109.4	148.4	324.4
안정성및기타					
부채비율(%)	137.2	134.7	123.9	110.5	99.3
이자보상배율(배)	1,832.3	1,605.6	1,744.6	2,077.8	2,480.7
배당성향(배)	26.4	32.5	33.7	33.5	33.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

이노션 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/01/29	Buy	86,000	-18.8	-14.1					
19/05/13	Buy	89,000	-	-					

BUY(유지)

제일기획

030000

목표주가(상향) 31,000원 현재주가(06/07) 27,450원 Up/Downside +12.9% 투자 의견(유지) Buy

2019. 06. 11

www.해외+디지털.com

Analyst 신은정

계속 좋을 2Q19 실적: 2Q19 실적은 해외 자회사의 성장세(+14.7%YoY)가 지속되고, 고정장세인 디지털 광고, Captive의 국내외 마케팅비용 집행 증가로 매출총이익 2,986억원(+9.4%YoY), 영업이익 677억원(+16.2%YoY)으로 양호한 실적이 예상된다 1Q19에도 양호한 실적을 달성할 수 있었던 주 요인은 해외 수익의 가파른 성장(+11.9%YoY)이었다. 해외 성장은 1)닷컴, 이커머스 등 디지털 사업의 성장(디지털 비중 37%), 2)신규 대형 광고주(파나소닉, 폭스바겐 등) 효과가 반영됐기 때문이다. 신규 광고주 효과는 2Q19뿐만 아니라 연간으로 지속될 것으로 전망된다.

하반기도 해외 + 디지털: 하반기도 유럽 및 신흥국 위주의 해외 자회사 실적이 닷컴비즈니스 및 비계열 물량 확대에 따라 해외 자회사 실적이 10%대의 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 여기에 18년 하반기 선제적으로 반영했던 인건비 관련 비용 효율화로 19년 마진율 개선에 도움이 될 것으로 예상된다. 이에 따라 19년 연간 매출총이익은 1조 1,804억원(+9%YoY), 영업이익 2,102억원(+16.1%YoY)이 전망된다. 미주 및 신흥국 위주로 추가적인 M&A 가능성이 높으며, 순현금 4천억원 대로 여력 또한 충분하다. M&A 확정 시 해외 지역 중심으로의 실적 상승세도 가팔라질 것으로 기대된다.

안정적 성장세, TP 31,000원으로 상향: 목표주가 산출 방식을 기존 19년 예상 EPS에서 12개월 Forward EPS로 변경한 바, 12M Forward EPS 1,389원에 Target P/E 22.4배(과거 4개년 평균 P/E)를 적용하여 31,000원을 제시한다. 1) 국내외 비계열 물량이 안정적으로 증가하고 있고, 2) 닷컴 비즈니스를 필두로 한 디지털 수익의 성장(+7.2%YoY)이 지속되며, 3) 높은 배당성향(18년 60% 유지 가정)으로 배당수익률이 3.3%로 안정적인 점을 근거로 투자 의견 BUY를 유지한다.

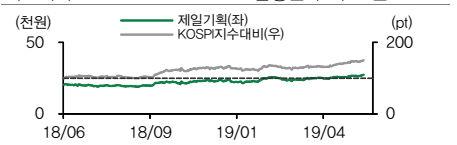
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	3,375	3,478	3,588	3,753	3,881
(증가율)	4.4	3.0	3.2	4.6	3.4
영업이익	157	181	210	247	287
(증가율)	4.7	15.7	16.1	17.5	16.0
지배주주순이익	127	130	148	171	199
EPS	1,105	1,128	1,287	1,490	1,727
PER (H/L)	20.1/14.2	21.5/15.7	21.3	18.4	15.9
PBR (H/L)	3.0/2.1	3.2/2.3	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA (H/L)	11.2/7.7	10.6/7.5	10.3	9.1	7.9
영업이익률	4.6	5.2	5.9	6.6	7.4
ROE	15.8	15.0	16.2	17.6	19.0

52주 최저/최고	18,900/27,450원
KOSDAQ / KOSPI	717/2,072pt
시가총액	31,579억원
60일-평균거래량	254,499
외국인지분율	41.0%
60일-외국인지분율변동추이	+1.7%p
주요주주	삼성전자 외 4인 28.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	6.0	15.8	32.9
상대기준	11.3	21.0	58.5

도표 103. 제일기획 부문별 실적 전망

(단위: 십억원%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출총이익	235	273	263	312	253	299	290	339	1,083	1,180	1,287
본사	58	80	72	91	55	82	87	101	301	320	336
매체	26	37	37	40	24	35	41	38	140	138	141
전파매체	5	5	5	4	3	5	4	5	19	17	16
인쇄매체	5	7	8	10	5	7	6	8	30	26	25
뉴미디어등	16	25	25	26	16	26	30	25	91	95	100
광고 제작 등	32	43	35	50	31	43	46	63	161	183	195
연결자회사	177	193	191	222	198	217	203	238	782	860	950
유럽	63	67	68	76	70	69	75	71	274	285	286
북미/중남미	23	25	26	28	27	30	28	27	102	113	108
중국	47	55	49	67	52	64	48	65	218	234	250
기타	43	46	48	50	49	53	52	75	187	229	307
판권비	209	215	216	261	220	231	237	282	902	970	1,040
인건비	140	144	151	183	153	161	168	194	618	675	739
영업이익	26	58	46	51	32	68	53	58	181	210	247
지배주주순이익	19	46	31	34	24	49	38	38	130	149	172
YoY											
매출총이익	10.3	6.6	6.0	5.6	7.4	9.4	10.4	8.7	6.9	9.0	9.0
영업이익	11.6	11.4	31.3	10.7	23.5	16.2	14.6	13.5	15.7	16.1	17.5
지배주주순이익	14.9	21.6	-25.3	7.9	25.5	7.5	22.2	12.3	2.0	15.0	15.6

자료: 제일기획 DB금융투자

도표 104. 제일기획 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M Forward 지배순이익 (십억원)	160	최근 4개년 P/E 평균
발행주식수 (주)	115,041,225	
EPS (원)	1,389	
Target P/E (배)	22.4	
목표주가 (원)	31,000	
현재주가 (원)	27,450	
상승여력 (%)	12.9	

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,889	1,802	2,011	2,087	2,152
현금및현금성자산	328	368	439	393	341
매출채권및기타채권	1,324	1,208	1,271	1,352	1,379
재고자산	0	40	62	48	37
비유동자산	349	370	330	320	316
유형자산	95	97	97	101	107
무형자산	161	158	140	127	116
투자자산	54	70	48	48	48
자산총계	2,238	2,172	2,341	2,407	2,468
유동부채	1,281	1,166	1,275	1,272	1,252
매입채무및기타채무	997	822	931	928	908
단기차입금및단기차입금	13	13	13	13	13
유동상장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	101	114	114	114	114
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,382	1,279	1,388	1,385	1,366
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,093	1,143	1,201	1,268	1,345
비지배주주지분	10	10	12	15	17
자본총계	856	893	953	1,022	1,102

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	39	224	187	117	188
당기순이익	128	132	150	174	201
현금유출이없는비용및수익	77	106	105	112	122
유형및무형자산상각비	36	37	44	39	36
영업관련자산부채변동	-122	38	3	-86	-40
매출채권및기타채권의감소	-77	89	-63	-80	-28
재고자산의감소	0	-40	-22	13	11
매입채무및기타채무의증가	18	-123	109	-3	-19
투자활동현금흐름	-15	-88	-36	-73	-134
CAPEX	-21	-20	-26	-28	-32
투자자산의손중	2	-16	22	0	0
재무활동현금흐름	-53	-96	-80	-91	-106
사채및차입금의 증가	-6	4	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-34	-78	-78	-90	-104
기타현금흐름	-17	0	0	0	0
현금의증가	-45	40	72	-47	-52
기초현금	373	328	368	439	393
기말현금	328	368	439	393	341

자료: 제일기획, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,375	3,478	3,588	3,753	3,881
매출원가	2,362	2,395	2,407	2,466	2,493
매출총이익	1,013	1,083	1,180	1,287	1,388
판매비	856	902	970	1,040	1,101
영업이익	157	181	210	247	287
EBITDA	193	219	254	286	323
영업외손익	9	10	11	9	11
금융손익	-3	9	11	10	11
투자손익	2	0	1	0	1
기타영업외손익	10	1	-1	-1	-1
세전이익	165	190	222	257	297
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	128	132	150	174	201
지배주주지분순이익	127	130	148	171	199
비지배주주지분순이익	1	2	2	2	3
총포괄이익	102	122	150	174	201
증감률(%YoY)					
매출액	4.4	3.0	3.2	4.6	3.4
영업이익	4.7	15.7	16.1	17.5	16.0
EPS	44.1	2.0	14.2	15.7	15.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,105	1,128	1,287	1,490	1,727
BPS	7,354	7,672	8,176	8,759	9,430
DPS	760	770	890	1,030	1,200
Multiple(배)					
P/E	19.2	20.0	21.3	18.4	15.9
P/B	2.9	2.9	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	10.8	9.9	10.3	9.1	7.9
수익성(%)					
영업이익률	4.6	5.2	5.9	6.6	7.4
EBITDA마진	5.7	6.3	7.1	7.6	8.3
순이익률	3.8	3.8	4.2	4.6	5.2
ROE	15.8	15.0	16.2	17.6	19.0
ROA	5.8	6.0	6.6	7.3	8.3
ROIC	26.4	26.2	32.7	37.2	39.6
안정성및기타					
부채비율(%)	161.5	143.3	145.7	135.5	123.9
이자보상배율(배)	52.7	230.8	121.3	190.5	183.7
배당성향(배)	60.0	59.1	60.1	60.0	60.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

제일기획 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
19/01/28	Buy	27,000	-9.3 -4.8				
19/04/25	Buy	29,000	-9.9 -5.3				
19/06/11	Buy	31,000	- -				

목표주가 NR 현재주가(06/07) 16,450원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2019. 06. 11

다수의 모바일게임 출시로 변화에 대응

Analyst 황현준

던전앤파이터의 넥슨: 넥슨은 던전앤파이터, 메이플스토리 등 핵심 게임 프랜차이즈를 보유하고 있는 게임사이다. FY2018 기준 넥슨의 매출액과 영업이익은 각각 2,537억엔(+8.0%YoY), 1,070억엔(+17.6%YoY)이다. 플랫폼별 매출 비중은 PC게임 78%, 모바일 22%이며 국가별 매출 비중 중국 52%, 한국 29%, 그리고 일본/북미/유럽&기타가 각 6~7%, 수준이다. PC게임 및 중국 의존도가 높는데 이는 매출 절반 이상이 중국 텐센트가 퍼블리싱하는 PC게임 던전앤파이터에서 발생하기 때문이다.

다수의 모바일게임 출시로 변화에 대응: 넥슨은 그간 모바일 디바이스 사양이 자사의 PC 기반 게임들을 원활히 플레이될 수 있는 환경이 아니라고 판단하여 플랫폼 확장이 늦었다. 하지만 다수의 모바일 게임 출시를 통해 모바일 게임이 주도하고 있는 게임시장 환경 변화에 대응 중이다. 넥슨은 기존 자사 흥행작인 던전앤파이터, 바람의 나라, 마비노기 등의 모바일 플랫폼 확장을 진행 중이다. 이 중 가장 큰 기대작은 올해 하반기 출시가 기대되는 던전앤파이터 모바일(중국)과 마비노기 모바일(한국)이다. 모바일을 중심으로 변화하고 있는 일본 게임시장에서도 기회를 찾고 있다.

클라우드 게임 플랫폼도 기대요인: 넥슨은 클라우드 게임 플랫폼 시대를 크게 기대하고 있다. 더 많은 유저들이 게임에 접근이 가능하다는 점이 긍정적이고 플랫폼간 경쟁이 치열할 것으로 보여 핵심 IP 홀더들에게 우호적일 것으로 예상된다. 공급측면에서 기술적으로 크게 문제 없을 것이며 공급 후에도 운영, 업데이트 등의 이슈가 있기 때문에 게임 개발자들의 역할은 지속 확대될 것으로 보인다.

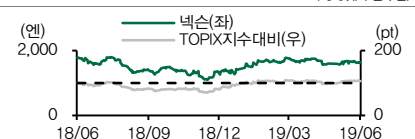
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억엔, 엔, 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	172,930	190,263	183,128	234,929	253,721
(증가율)	-31.8	10.0	-3.8	28.3	8.0
영업이익	45,509	62,290	40,661	90,504	98,360
(증가율)	-53.7	36.9	-34.7	122.6	8.7
지배주주순이익	29,316	55,132	20,133	56,750	107,672
EPS	34	64	23	32	121
PER (H/L)	16.7	15.5	36.6	50.7	11.7
PBR (H/L)	1.4	2.3	2.0	6.2	2.3
EV/EBITDA (H/L)	5.3	7.7	8.9	26.0	7.6
영업이익률	26.3	32.7	22.2	38.5	38.8
ROE	9.0	15.4	5.4	13.5	21.1

Stock Data

52주 최저/최고	1,098/1,792
TOPIX	1,532
시가총액	14,835억엔
3M-평균 거래량	2,386,618
3M-평균 거래대금	39.6억엔
주요주주	NXC CORP NXMH BVBA



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.2	-4.6	-6.7
상대기준	8.4	-0.3	7.6

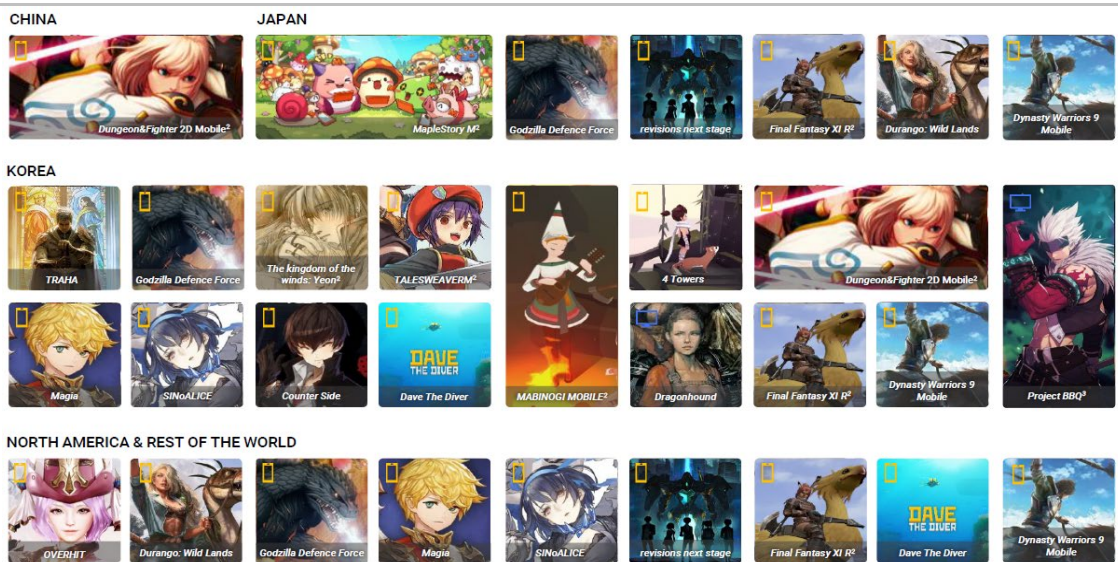
도표 105. 넥슨 실적 및 밸류에이션 추이

(단위 십억엔 %)

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	173	190	183	244	254
YoY	11.3	10.1	-3.8	28.3	8
플랫폼별					
PC	173	147	139	182	197
모바일		42	43	51	55
기타		2	1	2	2
지역별					
한국	65	77	74	81	74
중국	67	75	74	115	133
일본	30	21	17	17	14
북미	6	9	8	9	17
유럽/기타	5	8	10	13	16
영업이익	46	62	41	91	107
YoY	-10.3	36.9	-34.7	122.4	18.2
OPM	26.3	32.7	22.2	38.5	42.2
순이익	29	55	20	57	108
YoY	-2.7	88.1	-63.5	182.6	89.6
NPM	16.9	29	11	24.2	42.5
PER	16.7	15.5	36.6	25.4	11.7
PBR	1.4	2.3	2	3.1	2.3
ROE	5.3	7.7	8.9	11.1	7.6

자료: Bloomberg, DB금융투자

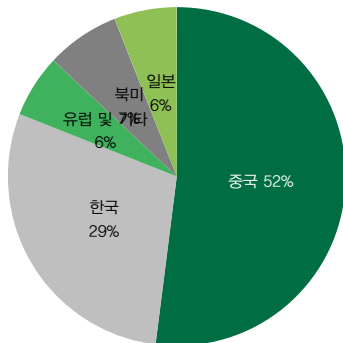
도표 106. 넥슨 신작 라인업



PC ONLINE MOBILE

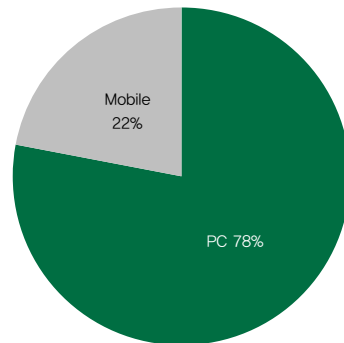
자료: 넥슨 DB금융투자

도표 107. 넥슨 지역별 매출 비중(2018년 기준)



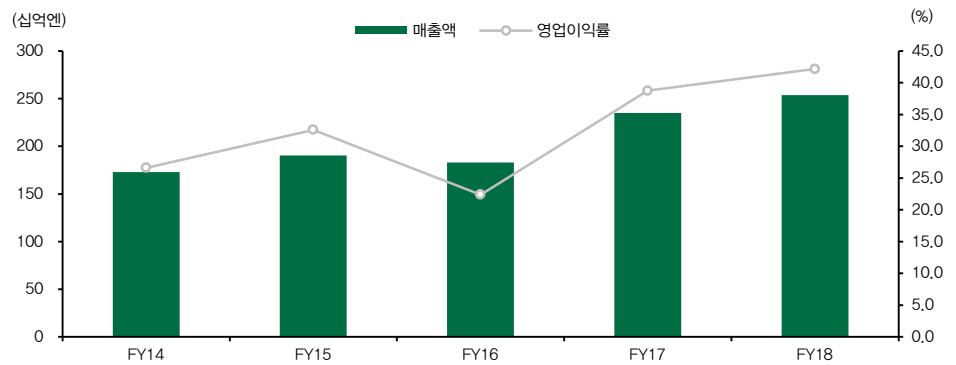
자료: 넥슨 DB금융투자

도표 108. 넥슨 플랫폼별 매출 비중(2018년 기준)



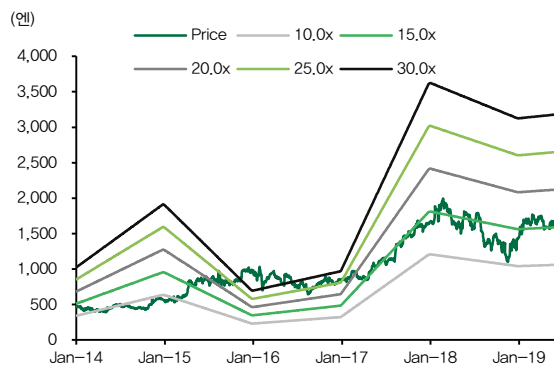
자료: 넥슨 DB금융투자

도표 109. NEXON 매출액 및 영업이익률 추이



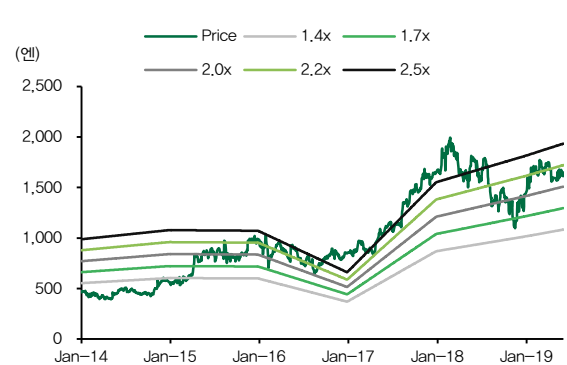
자료: 넥슨 DB금융투자

도표 110. 넥슨 PER 밴드 차트



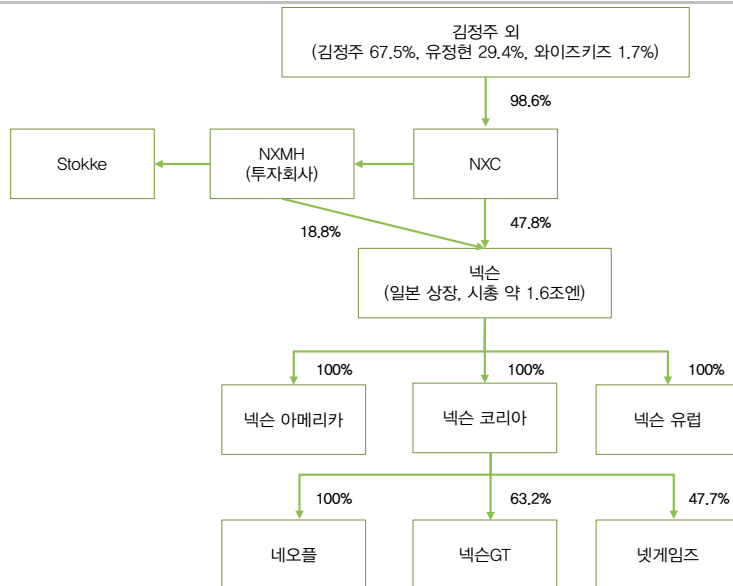
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 111. 넥슨 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 112. 넥슨 지배구조



자료: DB금융투자

5/24 Nexon 탐방 Q&A

주요 신작 상황?

중국: 모바일 버전 던파 2차 CBT 곧 할 진행 예정, 텐센트를 통해 2019년 하반기 출시 기대

일본: 4월 메이플 스토리 M 출시했고 선전 중, 고질라도 출시했는데 기대작은 아님

한국: 4월 트라하 출시했는데 꽤 잘하고 있다고 평, 2분기 실적 기여 예상

향후 바람의 나라(넥슨의 가장 오래된 IP), 마기아, 시노앨리스(한국만 퍼블리싱)

마비노기 2019년 하반기 후반쯤에 출시 예정

프로젝트 BBQ(피씨, 던파 기반)와 파이널판타지 모바일(글로벌)도 출시 예정

북미: 오버히트(넷게임) 출시 예정

– 향후 가장 큰 기대작은 던파 모바일과 마비노기 모바일

– 그동안 모바일 사양이 PC 게임을 다 받아주지 못할거라고 생각해서 플랫폼 확장이 좀 늦었는데 이제는 충분히 해도 된다고 보고 있음

– 그리고 플랫폼간 카니발을 좀 걱정했는데 메이플스토리 경우를 보니까 오히려 모바일 버전 출시 후 피씨도 더 관촬아졌고 모바일도 매출이 잘나오니까 큰 이슈 없을 것으로 봄

GLOOPS 상황?

올해 모바일 게임 올해 몇개 런칭 준비 중

게임중독 질병 분류 관련 영향?

예전 섯다운제때도 큰 영향 없었음

규정 변화 등은 잘 대응할 수 있는 부분이라고 판단

클라우드 게임 플랫폼 관련 준비 상황?

- 클라우드 게임 플랫폼 시대가 도래 긍정적으로 보고 있음
- 많은 유저들이 게임에 접근 가능할 것
- 다만 완벽한 상용화 까지는 시간이 걸릴 것으로 예상
- 지금 6개 정도 큰 회사가 클라우드 게이밍 준비 중인데 모바일은 안드로이드랑 애플 밖에 없지만 클라우드드는 플랫폼간 경쟁이 심해 질 것으로 예상
- 클라우드 게이밍 플랫폼에 게임 넣는거는 기술적으로 크게 문제 없을 것
- 그리고 게임을 그대로 두는게 아니라 운영하고 업데이트 하는 등 게임 개발자들의 역할이 커질 것으로 봄
- 향후 모든 플랫폼들이 통합될 것으로 보임
- 클라우드가되면 데이터 리밋이나 이런게 없어서저서 기존 피씨나 모바일 게임보다 세계관도 더 확장 할 수 있고 게임 질도 더 향상 될거라고 예상

매각 관련?

- 덕분에 넥슨이 아주 유명해진 것 같음
- 말해줄수 있는 것이 많지 않음
- 매각 이슈가 있지만 사업은 별 이슈없이 진행되고 있음
- 게임회사 입장에서 넥슨을 잘 이해해줄수 있는 전략적 투자자를 선호

일본에서 MMORPG 장르 향후 가능성?

- 리니지2 레볼루션이 문을 열었고 검사도 잘하고 있음
- 아직도 캐주얼 게임을 즐기는 인구가 더 많음
- 향후에는 기술적으로 더 올라오면 엠엠오 더 잘될 수 있다고 봄
- 마비노기 등이 일본에서 나중에 잘될 것으로 기대
- 일본이 독특해서 일본게임만 잘될거라는 선입견이 있는데 조금씩 바뀌는 중
- 해외 개발자들에게도 더 기회가 있을 거라고 보고 있음

중국 판호?

- 던파는 게임 개발만 완료 시점에 중국 출시될 것으로 보고 있음

목표주가 NR 현재주가(06/07) 16,450원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2019. 06. 11

카지노 사업 진출로 변화를 모색

Analyst 황현준

쇠퇴하는 일본 파친코 시장: 일본 파친코 시장은 인구 감소, 도박 관련 규제 강화 및 다른 Entertainment 요소 증가 등의 영향으로 지속 하락세를 보이며 2005년 약 35조엔에서 2017년 20조엔 규모로 축소되었다. 2018년 2월부터는 경시청이 파친코 당첨금 액수를 현행 3분의 2 수준으로 줄이는 개정법을 적용하면서 상황은 더 악화되고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 파친코 플레이어수, 파친코 업장수가 지속 줄어들고 있으며 파친코 머신 생산 등 관련 사업도 침체된 모습이다.

실적 부진 지속: 파친코 시장 침체 영향으로 파친코 머신 제조, 엔터테인먼트 콘텐츠(게임 등), 및 리조트 사업을 영위하고 있는 SEGASammy의 실적은 부진한 상황이다. 이익기여도가 높았던 파친코 머신 판매가 감소와 더불어 모바일 게임으로 확장을 시도한 게임사업도 부진함에 따라 수익성이 악화되었다.

카지노 사업 진출로 변화를 모색: SEGASammy는 향후 리조트형 카지노 사업 진출을 통한 변화를 모색하고 있다. 일본 정부는 2018년 7월 내국인 출입가능 카지노 설립을 허용하는 카지노복합리조트시행 법안을 통과시켰다. 올해 하반기 개발 관련 개요 발표가 예상되며 2020년 개발 지역 선정 및 사업자 허가가 이루어지면 개발이 시작되어 2025년에 일본내 3곳의 리조트가 개장할 것으로 보인다. SEGASammy는 파라다이스시티를 통해 리조트형 카지노 사업 경험을 쌓고 있어 로컬 사업자 중에는 우위에 있어 보인다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

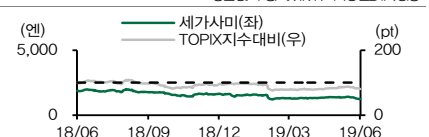
(단위: 백만엔 원 배 %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	354,921	347,981	366,939	323,664	331,648
(증가율)	7.0	-2.0	5.4	-11.8	2.5
영업이익	17,609	17,617	29,527	17,720	13,079
(증가율)	34.6	0.0	67.6	-40.0	-26.2
지배주주순이익	-11,258	5,369	27,607	8,930	2,642
EPS	-46	23	118	38	11
PER (H/L)	-	53.6	12.7	44.2	115.9
PBR (H/L)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.0
EV/EBITDA (H/L)	7.7	5.8	4.9	7.7	6.8
영업이익률	5.0	5.1	8.0	5.5	3.9
ROE	-3.4	1.7	9.1	2.9	0.9

Stock Data

52주 최저/최고	1,211/2,009
TOPIX	1,532
시가총액	3,408억엔
3M-평균 거래량	914,907
3M-평균 거래대금	12.2억엔
주요주주	HS COMPANY KK

SEGA SAMMY HOLDINGS



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-7.0	-1.5	-30.4
상대기준	-2.8	2.8	-16.1

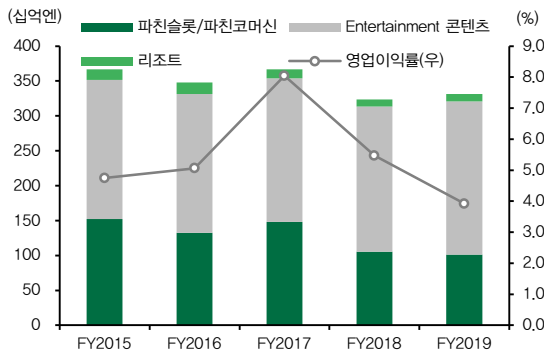
도표 113. 세가사미 실적 추이

(단위: 십억엔 %)

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
매출액	366.6	347.8	366.9	323.5	331.5
파친슬롯/파친코머신	152.1	132.7	148.2	105.6	101.4
Entertainment 콘텐츠	199.6	198.8	205.7	208.0	219.6
리조트	14.9	16.3	13.0	9.9	10.5
영업이익	17.4	17.6	29.5	17.7	13.0
파친슬롯/파친코머신	25.7	21.5	26.3	11.9	13.4
Entertainment 콘텐츠	0.0	3.6	11.1	14.8	9.8
리조트	-2.3	-1.8	-2.2	-2.5	-2.4
기타	-6.0	-5.7	-5.7	-6.5	-7.8
영업이익률	4.7	5.1	8.0	5.5	3.9
지배주주순이익	-11.3	5.4	27.6	8.9	2.6

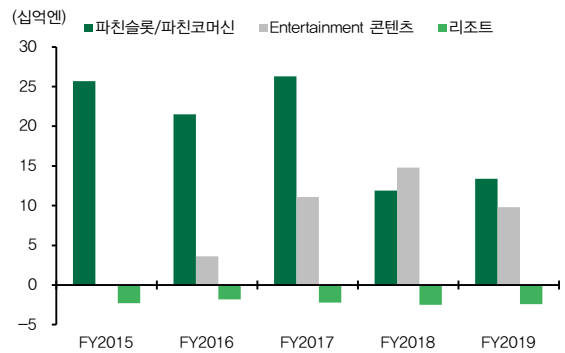
자료: 세가사미, DB금융투자

도표 114. 세가사미 매출 & 영업이익률 추이



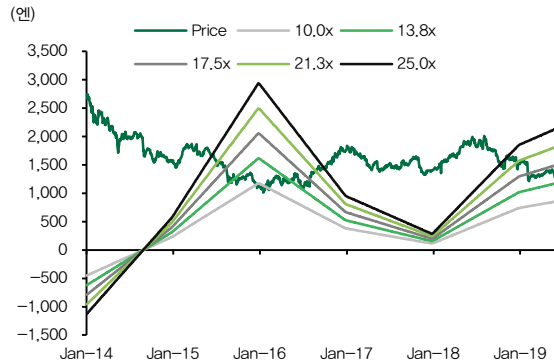
자료: 세가사미, DB금융투자

도표 115. 세가사미 사업부별 영업이익 추이



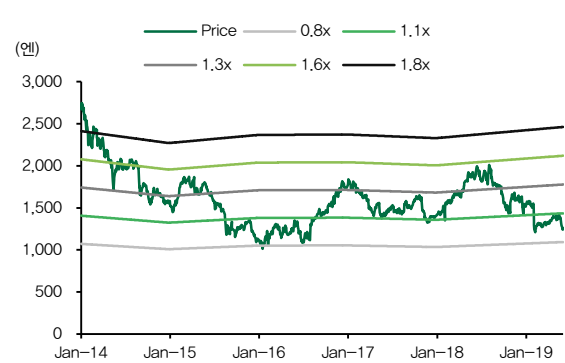
자료: 세가사미, DB금융투자

도표 116. 세가사미 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 117. 세가사미 PBR 밴드 차트



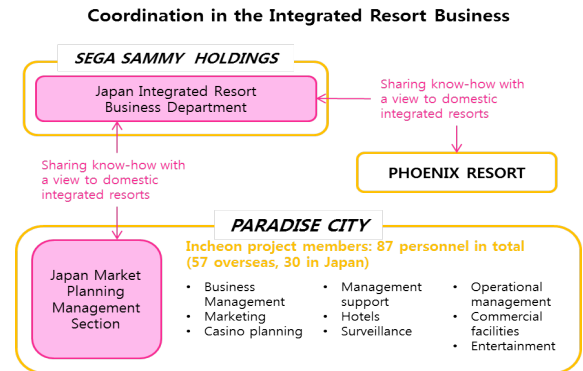
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 118. 일본 카지노 개발 후보지



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 119. 세가사미 & P-City 협업 전략



자료: 세가사미, DB금융투자

도표 120. 일본 오픈카지노 운영 방안

구분	내용
형태	내국인도 허용가능한 오픈카지노로 진행
로케이션 수	일본내 3개 지역
입장료	6,000엔(일본국적자 및 일본 영주권자에게 적용)
입장 횟수	주 3회, 월 10회(일본국적자 및 일본 영주권자에게 적용)
카지노 세금	카지노 매출액의 30%
카지노시설 면적	복합리조트 면적의 3% 이하 면적
후보지	도쿄, 오사카, 홋카이도, 나가사키현, 아이치현, 요코하마 등
기타	(IR 수는 전국 3곳으로 제한하나, IR 실시법안은 첫 번째 라이선스 이후 7년이 지난 시점에서 상한을 재검토할 계획)

자료: 세가사미, DB금융투자

세가사미 탐방 Q&A

사업 현황?

- 파친코를 즐기는 인구도 줄고 있고 정부 규제도 심해져 부진한 상황
- 엔터테인먼트는 스마트폰에 주력하고자 했지만 실패

파친코 인구가 카지노로 유입될 수 있다고 보는지?

- 기본적으로 파친코는 접근성을 기반으로 즐기는 인구가 대부분이기 때문에 입장료 6,000엔을 내는 카지노 플레이어와는 성격이 다르다고 보고 있음

오픈카지노의 일본 내수 수요는 어떨것이라고 보는지?

- 일본인들이 한국 등 해외에서 많이 카지노를 플레이하고는 있지만 성향적으로 중국인 등 외국인들 사이에서 커뮤니케이션하면서 게임하는 것을 즐기지 않기 때문에 자국내 카지노가 생기면 기존 해외 카지노 수요 이전 및 잠재 수요가 생길 것으로 보고 있음

파라다이스시티에 일본 VIP가 많이 오는데 영업에 도움을 주고 있는 것인지?

- 도움을 주고 있음. 파라다이스시티에 일본어를 구사하는 딜러가 있다는 점도 이점으로 작용

일본 오픈 카지노 고객층?

- VIP가 압도적으로 많을 것이라고 봄. 그래서 VIP 비중이 높은 회사와 협업하려고 노력 중
- 우리는 기본적으로 엔터 회사이기 때문에 대중 고객을 유입할만한 요인들을 많이 갖춰서 대중 고객도 유치하도록 노력 할 것임
- 초 VIP는 많이 올것으로 생각하지 않는데 일본인 특성상 얼굴이 알려지는 것을 원치 않기 때문에 그들은 외국으로 갈 것으로 생각

카지노 시설 구성?

- 중국인들은 테이블 게임을 선호하고 일본인들은 사람을 접하지 않는 자동 게임을 선호함
- 향후 손님들의 니즈에 맞춰 조절할 수 있는 부분이라고 생각

파라다이스시티 향후 전망?

- 우리가 파라다이스시티에 지분을 투자한 이유는 카지노 운영 관련 노하우를 축적하기 위한 것이 크기 때문에 단기 실적은 크게 신경쓰고 있지 않음
- 지금도 60명 정도가 한국 파라다이스시티에 파견되어 공부하고 있고 축적된 노하우를 기반으로 일본의 접대정신 등이 추가되면 일본 카지노 오픈시 종업원 구성에 힘이될 것으로 생각

일본 로컬 카지노 선정 경쟁 상황?

- Universal Entertainment 는 필리핀에 오카다 마닐라 리조트 카지노를 직접 운영한 경험이 있지만 오카다 전 회장 관련 노이즈 부각으로 라이선스 취득이 쉽지 않은것으로 파악
- 세가사미는 파라다이스시티를 통해 리조트형 카지노 사업 경험을 쌓고 있어 로컬 사업자 중에는 우위에 있어 보임
- 코나미는 리조트 사업보다는 카지노에 머신 납품하는 것에 관심이 있는 것으로 알고 있음

목표주가 NR 현재주가(06/07) 16,450원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2019. 06. 11

현금없는 사회로 변화하는 일본에서 기회를 모색

Analyst 황현준

라인페이로 기회를 모색: 일본 모바일 메신저 점유율 1위인 라인은 현금없는 사회로의 변화를 본격화하는 일본에서 라인페이로 기회를 찾고 있다. 민간 결제의 80% 이상이 현금으로 이루어지는 특이한 구조의 일본은 정부가 뒷받침하는 비현금 결제 방식 활성화에 힘입어 향후 간편결제 시장이 크게 확대될 것으로 예상된다. 현재 라인의 라인페이, 아후자팬/소프트뱅크의 페이페이, 라쿠텐의 라쿠텐페이가 간편결제 시장의 메인 플레이어이며 주도권을 차지하기 위한 경쟁이 치열해지고 있는 상황이다. 최근 3,000억원 이상 규모의 대규모 프로모션을 진행했고 관련 비용 집행은 이어질 것으로 보인다.

비용확대 기조 이어질 것으로 예상: 광고를 중심으로 라인의 대부분의 사업의 매출액은 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 하지만 라인페이 관련 비용 확대의 영향으로 수익성은 악화되었다. 비용 측면에서는 내년까지 확대되는 추세가 이어질 것으로 보인다. 인건비 증가세는 완화될 것으로 보이나 라인페이 및 금융사업 진출 관련 비용이 지속 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

금융사업 진행은 원활: 라인 파이낸셜 통한 금융사업 준비는 원활한 것으로 보인다. 은행업은 일본에서 은행 준비 회사가 발족했고 내년 쯤 영업이 시작될 것으로 파악되며 대만은 승인 관련 결과가 7월말에 나오면 내년 초 서비스 가능할 것으로 보인다. 증권업은 노무라증권과 협업하에 초기 시스템 투자 집행되고 있다. 그리고 7월부터 단거리테일론을 취급하는 라인크레딧이 서비스 예정이다. 라인에서 올해부터 내년까지 예상하는 금융신사업 전반적인 투자금액은 3,500억원 수준으로 파악된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 백만엔 엔 배 %)

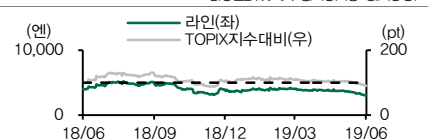
	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	86,366	120,406	140,704	167,147	207,182
(증가율)	-58.3	39.4	16.9	18.8	24.0
영업이익	6,415	1,960	19,897	25,078	16,110
(증가율)	-60.2	-69.4	915.1	26.0	-35.8
지배주주순이익	4,207	-7,582	6,763	8,078	-3,718
EPS	24	-43	35	37	-16
PER (H/L)	-	-	89.0	125.5	-
PBR (H/L)	-	-	5.4	5.9	4.5
EV/EBITDA (H/L)	-	-	30.2	30.5	29.6
영업이익률	7.4	1.6	14.1	15.0	7.8
ROE	-	-50.1	7.6	4.7	-1.9

Stock Data

52주 최저/최고	3,005/5,180
TOPIX	1,532
시가총액	7,293억엔
3M-평균 거래량	663,627
3M-평균 거래대금	24억엔

NAVER CORPORATION

GOLDMAN SACHS GROUP



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-19.9	-25.2	-24.2
상대기준	-15.7	-20.9	-9.8

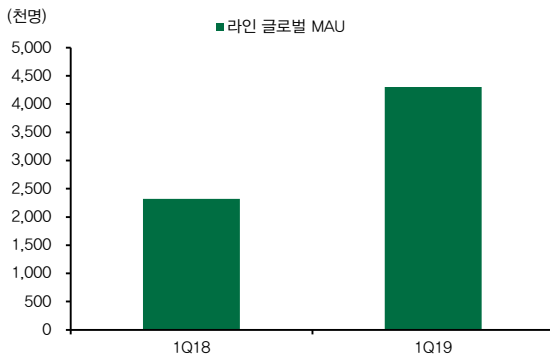
도표 121. LINE 실적 추이

(단위: 백만엔%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2017	2018
영업수익	40,981	52,260	44,842	48,410	50,209	60,280	51,943	72,849	55,475	186,493	235,281
매출액	40,652	41,566	44,351	47,914	48,736	50,625	51,850	55,971	55,323	174,483	207,182
Core Business	37,424	37,287	40,134	41,423	42,713	44,577	44,662	46,478	47,948	156,268	178,430
Ads	18,254	19,132	22,045	23,736	25,190	27,169	26,946	28,951	29,853	83,167	108,256
Account Ads	10,543	10,897	11,518	12,642	13,487	13,999	13,912	15,335	15,590	45,600	56,733
Display Ads	5,033	5,680	7,833	8,476	9,128	9,177	8,838	9,078	10,624	27,022	36,221
Portal Ads	2,678	2,555	2,694	2,618	2,575	3,993	4,196	4,538	3,639	10,545	15,302
Communication	8,067	7,548	7,526	7,084	7,415	7,313	6,905	6,894	7,427	30,225	28,527
Content	10,441	10,080	9,879	9,744	9,243	9,342	9,931	9,733	9,492	40,144	38,249
Others	662	527	683	858	865	753	880	900	1,176	2,730	3,398
Strategic Business	3,216	4,271	4,219	6,294	6,063	6,048	7,188	9,493	7,375	18,000	28,792
LINE Friends	2,642	2,494	3,040	4,092	3,395	4,092	5,155	6,942	4,463	12,268	19,584
Fintech/AI/Commerce/Mobile	574	1,777	1,179	2,202	2,668	1,956	2,033	2,551	2,912	5,732	9,208
Other Operating Income	341	10,702	489	694	1,433	9,655	93	16,878	152	12,226	28,059
영업비용	36,955	37,670	38,982	47,788	48,963	51,205	55,519	63,484	63,367	161,395	219,171
Payment processing and licensing	7,684	7,340	7,296	7,269	7,306	7,837	7,507	8,173	8,803	29,589	30,823
Sales Commission	1,872	1,934	1,978	2,428	3,011	3,939	4,131	4,879	4,254	8,212	15,960
Employee compensation	9,718	9,547	10,799	12,405	13,493	13,884	14,728	15,387	17,190	42,469	57,492
SBC	700	0	900	1,000	900	700	500	400	1,100	2,600	2,500
Salary	9,018	9,547	9,899	11,405	12,593	13,184	14,228	14,987	16,090	39,869	54,992
Marketing	4,026	3,832	2,538	5,081	3,931	4,655	5,775	5,949	7,499	15,477	20,310
Infrastructure and communication	2,142	2,243	2,225	2,477	2,601	2,482	2,681	2,719	2,708	9,087	10,483
Authentication and other service	4,815	5,622	6,338	7,234	7,937	6,976	8,101	8,811	9,101	24,009	31,825
D&A	1,476	1,541	1,870	2,262	2,329	2,620	2,903	3,283	5,184	7,149	11,135
Others	5,222	5,611	5,938	8,632	8,355	8,812	9,693	14,283	8,628	25,403	41,143
영업이익	4,026	14,590	5,860	622	1,246	9,075	-3,576	9,365	-7,892	25,098	16,110
영업이익률	9.8	27.9	13.1	1.3	2.5	15.1	-6.9	12.9	-14.2	13.5	6.8
세전이익	3,566	13,395	4,237	-3,053	-138	6,772	-6,860	3,580	-11,270	18,145	3,354
당기순이익	1,632	8,917	1,635	-3,974	-1,770	3,677	-9,597	1,898	-11,817	8,210	-5,792

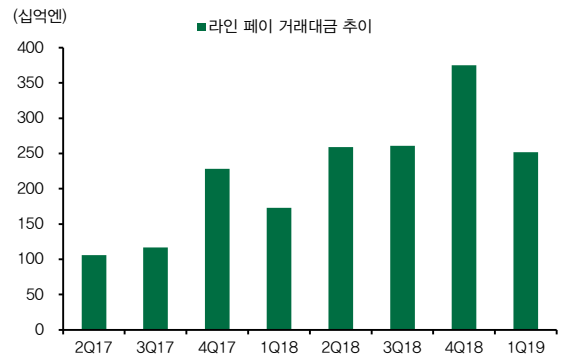
자료: 라인 DB금융투자

도표 122. 라인페이 글로벌 MAU



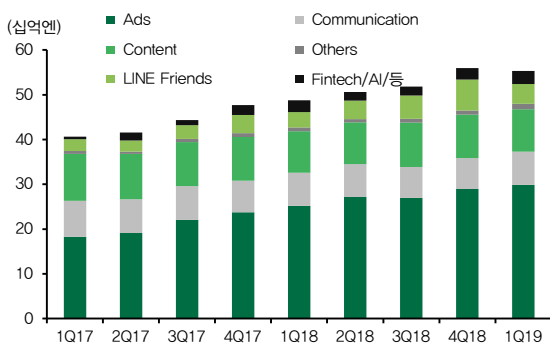
자료: 라인 DB금융투자

도표 123. 라인페이 분기별 거래대금 추이



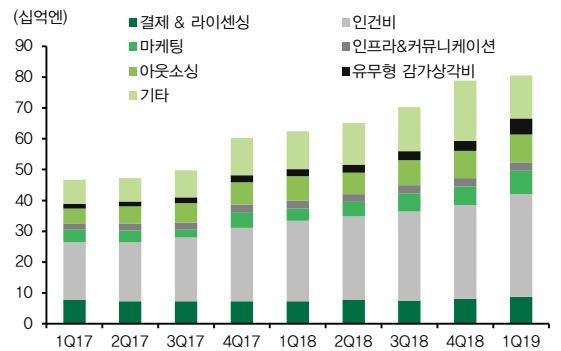
자료: 라인 DB금융투자

도표 124. 라인페이 글로벌 MAU



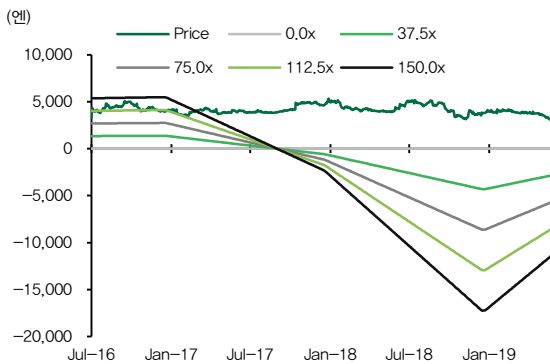
자료: 라인 DB금융투자

도표 125. 라인페이 분기별 거래대금 추이



자료: 라인 DB금융투자

도표 126. 라인 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 127. 라인 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, DB금융투자

라인 탐방 Q&A

라인페이 현황?

- 일본 시장에서페이 사업을 놓고 크게 격전이 벌어지고 있음
- 일본은 우리나라 경제 규모 4배 정도 되는데 민간인 트랜잭션의 80%가 아직도 현금
- 기이한 현상이며 이 때문에 페이가 활성화되면 크다고 보는 것
- 라인페이,페이페이(소뱅),라쿠텐페이가 지금 메인 플레이어
- 페이는 크게 두가지,유저/Merchant 사이드로 봐야 함
- Merchant 측면에서 중국 관광객이 크게 늘면서 위챗이나 알리페이 쓰길 원하는 사람들이 많아지면서 본격화
- 유저측면에서 보면 일본인들은 개인정보,은행계좌,카드번호 입력하는거를 불안해하고 주저하는게 있는데 캠페인을 통해 이런 측면을 해소하려는 중

대규모 프로모션의 배경?

- 경쟁사 대비 라인페이의 강점은 송금이며 송금을 경험하게 하고자 프로모션을 진행하는 것
- 한번 이용한 고객 바탕으로 데이터를 쌓고 향후 금융상품 등 확장하는데 기반을 마련하는 것
- 라인페이 가입자가 거의 3천만명이지만 KYC(사용자인증)해서 쓰는 사람은 많지않음
- 3천만명한테 천엔씩을 쓰게하는 프로모션을 진행했고 반응은 좋음

일본 페이시장 경쟁 상황?

- 페이페이도 대규모 마케팅을 준비 중
- 하나가 독식하는 그런 시장이 될 거 같지는 않음
- 페이페이랑 라인페이가 주류가 되지 않을까라고 예상
- 일본 유저의 행동패턴이 바뀌어야 시장이 더 커지니까 일단 활성화가 중요
- 향후에는 이번처럼 큰 돈 쓰는 마케팅은 안할 예정
- 페이페이 마케팅하는 것 보고 타이밍을 맞춰 봐서 소규모로 향후 진행 할 것
- 라쿠텐페이도 열심히긴하나 구색만 맞추는 느낌
- 라쿠텐은 신용카드 비중이 높는데 페이를 푸쉬할만한 인센티브는 크지 않아 보임
- 메르카리(일본 중고거래 앱)도 페이를 출범하였는데 라인과 제휴하여 같이 쓸수 있게끔 하고 있음

페이 시장에서 일본 정부의 역할?

- 일본 정부는 캐시리스 사회를 만들려고 하겠다고는 하고 있음
- 이제 소비세가 8%에서 10%로 인상되는데 디지털 페이먼트를 쓰면 혜택이 있게끔 얘기는 되고 있는 것으로 파악

금융 신사업 관련?

- 라인 파이낸셜이라는 회사를 만들어서 은행 증권 금융사업 준비 중
- 시스템 구축 등 투자가 많이 들어가서 자본금을 크게 가져가야하는데..일본에서는 은행 준비 회사가 발족했음
- 일본은 사업자 라이선스를 몇 개 주고 그런게 아니고 준비를해서 자격이 되면 그러면 승인을 해주는 시스템
- 작년부터 얘기해서 준비회사 발족했고 미주 회사랑 작업 중, 내년쯤 시작 예정임
- 대만은 라이선스 2개 주겠다고 해놓은 상태, 7월말에 결과 나올 것으로 예상
- 3 곳이 경합 중 준비를 빨리 하고 있어서 내년초 서비스 시작될 것으로 예상
- 증권서비스는 노무라랑 조인트로 하고 있고 초기 시스템 투자가 들어가고 있음
- 금융사업된 관련된 지출이 큰데 흑자까지 3년정도 보고 있음
- 금융은 꽤 이익이 나는 사업이 될 것으로 예상
- 현재 가지고 있는 현금을 기반으로 계획하고 있고반정도는 파트너사를 끌어들이어서 하고 있어서 자금 관련 이슈는 없음
- 7월부터 시작하는 라인 크레딧이라고 대부업 면허 딴 회사가 있음
- 미즈호 은행이랑 같이 하는거고 단기리테일론하는 것
- 2년정도 지나면 흑자날 것으로 예상
- 올해부터 내년까지 신사업 전반적으로 자본금은 3,500억원 정도 더 들어갈거 같고 추가로 들어갈거는 없을 것으로 예상
- 투자 때문에 재무상손실이 좀 잡힐거같은데 올해보다 내년에 더 많이 반영될 것

광고사업 현황?

- 광고 쪽은 꾸준히 잘 되고 있음
- 오피셜 어카운트 쪽은 리디자인 등을 통해 작은 광고주도 끌어들이면서 확대 중
- 디스플레이 광고쪽은 타임라인은 좀 정체지만 임프레션도 늘고 있고 스마트 채널이라고 해서 토크리스트 상단에 광고 도입했는데 프리미엄 섹션이라서 향후 기여도가 높아질 것으로 보고 있음

기타사업 현황?

- 스티커 정제, 게임도 정제 상태
- AI 투자는 많이 하고 있고 AI를 비투비 쪽으로도 진행 중
- 게임은 기존 히트게임의 후속작이 올해 좀 나오기 시작할 것

라인페이 신용카드 계획?

- 조만간 VISA 랑 해가지고 라인페이랑 연동되는 크레딧카드가 나올 것
- 유저 확대에 기여할 것으로 예상

금융사업 확장 이유?

- 메신저가 생활에 더 중심이 될 수 있다고 판단
- 여기에 지금은 금융이 빠져있다 보는 것이고 일본이 금융 쪽으로 워낙 불편한 점이 많아서 이걸 깨물려고 하는 것

인력채용이나 비용 이슈?

- 인력채용은 그간 많았는데 전체적 완화되는 상황

광고 쪽 전망 및 기타 상황?

- 라인 광고 매출이 시장 성장률보다는 아웃그로잉하고 있음
- 제일 큰 경쟁자는 페이스북 트위터 야후재팬
- 아직도 오프라인 광고가 큰데 상황이 바뀌고 있다고 봄

실적 전망?

- 전체적으로 비용측면에서는 내년이 피크
- 하지만 매출도 늘어날 것으로 예상
- 2021년에는 전략사업 쪽에서 흑자 내는 걸 목표

미즈호, 노무라와의 협업 배경?

- 미즈호 일본 3대 은행인데 리테일이 좀 약한 편인데 우리를 통해서 창구를 만들려고 하는 것
- 노무라도 고객 자산가 비중이 큰데 다른 세대에서 돌파구를 만들어보자는 취지

목표주가 - 현재주가(06/07) 4,740 JPY Up/Downside - 투자 의견 NR

2019. 06. 11

Godzilla는 몇 살일까요?

Analyst 신은정

1954년부터 '고질라' 제작사로 알려진 TOHO: 영화 제작, 배급 및 상영이 매출의 64%를 차지하는 일본 최대 영화사인 TOHO는 일본 배급 시장에서 점유율이 약 37%, 영화관 점유율은 약 24%다. TOHO는 자국 내 영화 배급을, 자회사인 TOHO-TOWA는 해외 영화 배급을 담당하고 있다. 영화 외에도 공연과 부동산 사업을 영위하고 있는데, 영업이익률이 영화 부문은 17.5%, 공연은 18.7%, 부동산 26.8%로 안정적인 수익 구조를 유지하고 있다.

명탐정 코난 > 어벤져스: 일본 영화 시장의 특징은 자국 영화의 상영(52%) 및 수익(55%) 비중이 높다는 것이다. 지난 4월 개봉해 전 세계적으로 흥행했던 '어벤져스: 엔드 게임'이 일본에서는 '명탐정 코난: 감정의 권'에 후순위로 밀려난 것만 봐도 알 수 있다. 이러한 배경에는 1) 수입 영화의 늦은 개봉으로 노출도가 낮은 편이며, 2) 방송국이 제작한 흥행도 높은 작품들이 영화로 만들어지는 비중이 높아 오리지널 영화에 대한 투자가 적다는 점에 있다. 3) 또한 영화 수익 배분 구조도 감독 로열티 등이 고정되어 있어 다양한 장르나 신예 감독의 등장이 쉽지 않은 환경으로 분석된다

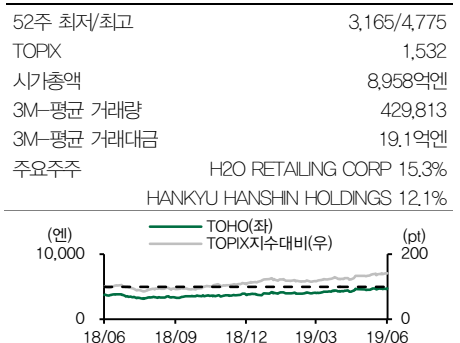
침체된 일본 영화 시장, 극복 방안은 할리웃: 일본 박스오피스 수입은 17년 -2.9%YoY, 18년 -2.7%로 부진한 환경이 지속되고 있으며, 이에 따라 TOHO가 선택한 변화는 할리웃과의 공동 제작이다. 애니메이션에 국한된 자국 영화 수출은 한계가 있고, 마진율이 낮은 아시아 시장 진출 보다는 글로벌 진출로 가닥을 잡았을 것으로 분석된다. 19년 5월 개봉한 고질라: 킹 오브 몬스터는 14년 워너브라더스와 공동제작을 시작했던 고질라의 속편이며, 명탐정 피카츄 또한 미국과 일본의 합작 영화다. 제작사 역시 레전더리 엔터테인먼트, 워너 브라더스이다. 2020년 라인업에도 Godzilla vs. Kong(레전더리엔터테인먼트, 워너브라더스, TOHO), Monster Hunter(콘스탄틴, TOHO) 등이 확정되었다. 이러한 트렌드는 정체된 자국 영화 시장 극복 방안으로 점차 증가할 것으로 전망된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

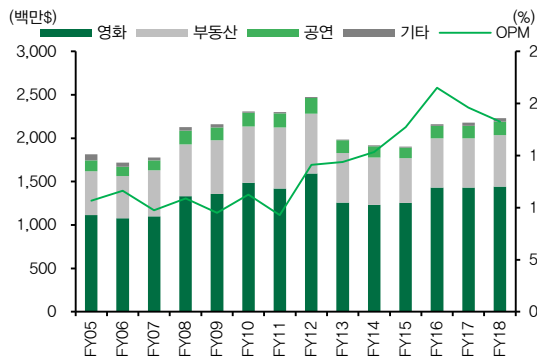
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	206,900	229,432	233,548	242,668	246,274
(증가율)	4.7	10.9	1.8	3.9	1.5
영업이익	31,759	40,710	50,223	47,586	44,982
(증가율)	11.7	28.2	23.4	-5.3	-5.5
지배주주순이익	22,479	25,847	33,252	33,553	30,197
EPS	122	140	183	186	168
PER (H/L)	23.9	19.7	17.4	18.7	23.7
PBR (H/L)	2.0	1.8	1.9	1.8	2.0
EV/EBITDA (H/L)	12.0	8.8	8.1	9.6	11.2
영업이익률	15.3	17.7	21.5	19.6	18.3
ROE	8.6	9.3	11.2	10.3	8.7

Stock Data



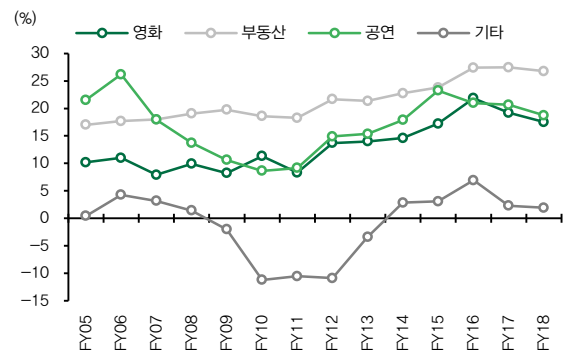
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.9	16.2	27.7
상대기준	7.1	20.5	42.1

도표 128. TOHO 부문별 매출액 추이



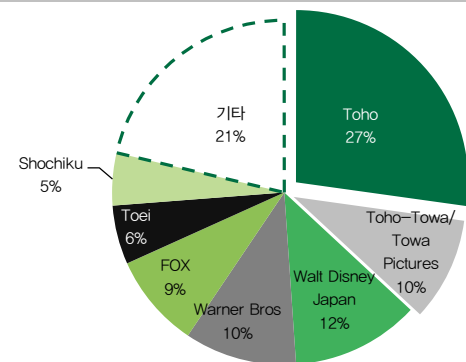
자료: TOHO, Bloomberg, DB금융투자

도표 129. TOHO 사업부문별 영업이익률 추이



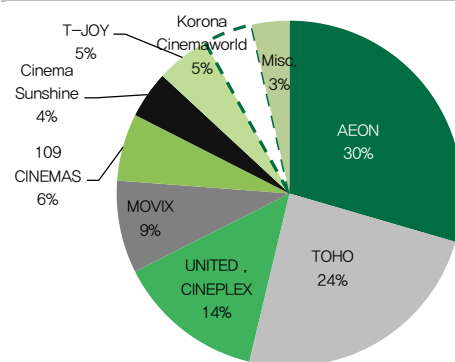
자료: DB금융투자

도표 130. 일본 배급시장 점유율



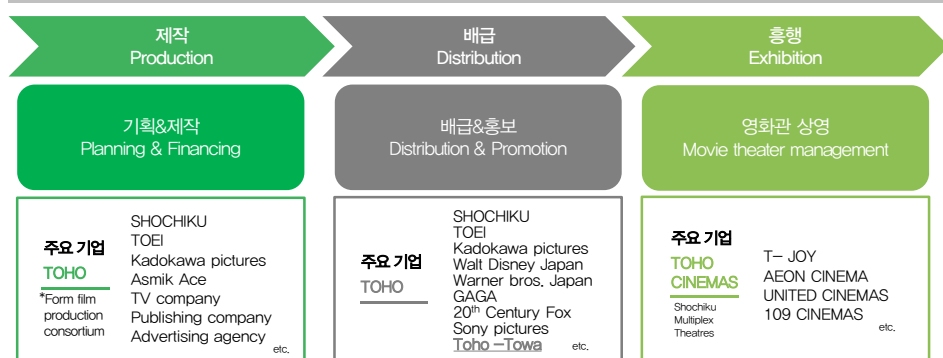
자료: TOHO, DB금융투자

도표 131. 일본 영화관 점유율



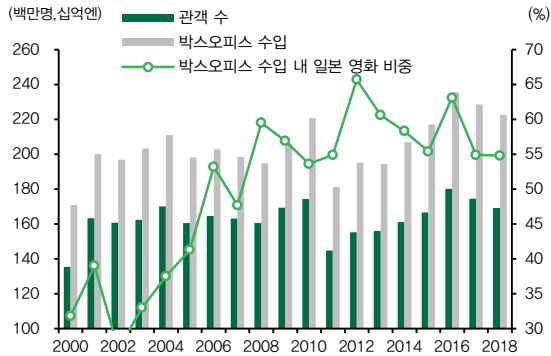
자료: TOHO, DB금융투자

도표 132. 영화 산업 전반에 걸쳐있는 TOHO



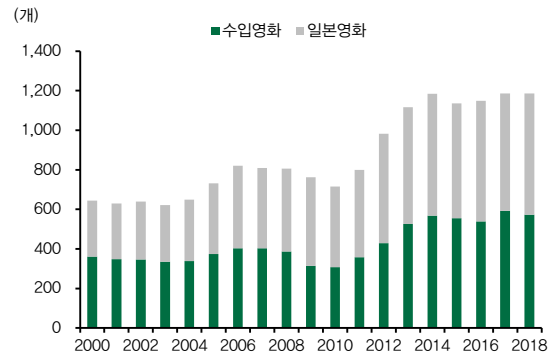
자료: TOHO, DB금융투자

도표 133. 일본 영화 시장 추이



자료: Motion Picture Producers Association of Japan, DB금융투자

도표 134. 일본 상영 작품 중 해외 영화와 일본 영화 작품 추이



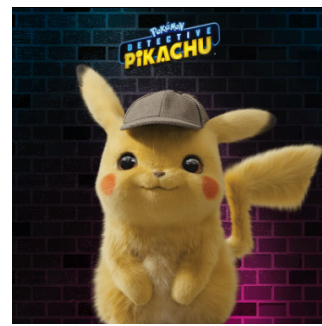
자료: Motion Picture Producers Association of Japan, DB금융투자

도표 135. TOHO의 해외합작 - Godzilla: King of the Monsters



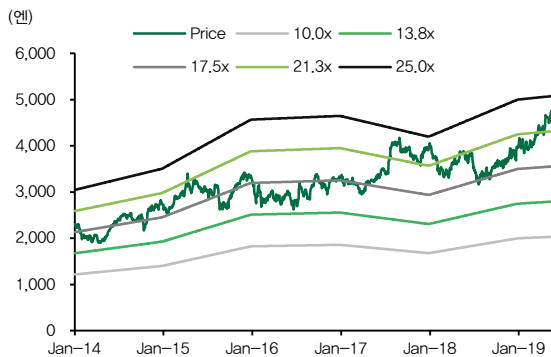
자료: TOHO, DB금융투자

도표 136. TOHO의 해외합작 - 명탐정 피카츄



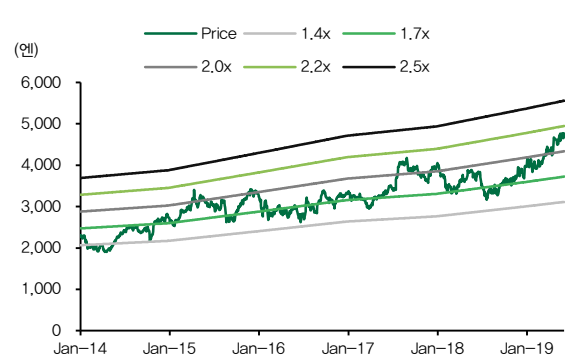
자료: Pokemon center, DB금융투자

도표 137. TOHO P/E 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 138. TOHO P/B 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 139. TOHO 사업부문별 실적 추이

(단위: 백만엔%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2016	2017	2018
매출액	52,224	66,210	66,774	55,467	57,823	233,548	242,668	246,274
YoY	-5.8	-6.7	-2.2	8.4	10.7	1.8	3.9	1.5
Film Business	30,767	43,610	45,985	33,599	36,036	154,573	159,302	159,229
Cinema	16,003	21,833	22,951	17,448	21,761	79,025	75,640	83,993
Film Sales	7,123	13,153	16,323	8,144	6,945	46,188	45,618	44,565
Video	7,641	8,623	6,711	8,006	7,330	29,359	38,043	30,670
Real Estate Business	16,441	17,370	15,419	16,102	16,616	61,442	63,258	65,506
Lease Real Estate	7,183	7,194	7,323	7,363	7,403	31,371	29,541	29,283
Roads	6,271	7,309	5,514	5,993	6,348	20,254	23,338	25,164
Real Estate	2,985	2,866	2,582	2,744	2,866	9,816	10,377	11,058
Drama Business	4,040	4,096	4,216	4,613	4,080	15,586	15,973	17,005
Other	977	1,132	1,155	1,155	1,090	1,946	4,134	4,532
영업이익	7,699	12,750	12,514	10,288	9,430	50,223	47,586	44,982
YoY	-12.1	-26.9	-15.6	35.1	22.5	23.4	-5.3	-5.5
Film Business	3,060	8,051	8,938	5,904	5,006	33,775	30,583	27,899
Cinema	517	3,819	4,229	1,924	2,616	11,001	9,715	12,588
Film Sales	1,183	2,540	3,707	2,581	1,221	15,279	11,671	10,049
Video	1,360	1,692	1,001	1,399	1,169	7,494	9,195	5,261
Real Estate Business	4,842	4,803	3,916	4,123	4,693	16,830	17,368	17,535
Lease Real Estate	3,855	3,182	3,168	3,354	3,793	13,728	13,230	13,497
Roads	662	1,354	517	542	634	2,169	3,151	3,047
Real Estate	307	266	231	227	266	932	986	990
Drama Business	843	743	528	1,117	799	3,268	3,297	3,187
Other	-39	74	26	25	-38	135	95	87
영업이익률	14.7	19.3	18.7	18.5	16.3	21.5	19.6	18.3
Film Business	9.9	18.5	19.4	17.6	13.9	21.9	19.2	17.5
Cinema	3.2	17.5	18.4	11.0	12.0	13.9	12.8	15.0
Film Sales	16.6	19.3	22.7	31.7	17.6	33.1	25.6	22.5
Video	17.8	19.6	14.9	17.5	15.9	25.5	24.2	17.2
Real Estate Business	29.5	27.7	25.4	25.6	28.2	27.4	27.5	26.8
Lease Real Estate	53.7	44.2	43.3	45.6	51.2	43.8	44.8	46.1
Roads	10.6	18.5	9.4	9.0	10.0	10.7	13.5	12.1
Real Estate	10.3	9.3	8.9	8.3	9.3	9.5	9.5	9.0
Drama Business	20.9	18.1	12.5	24.2	19.6	21.0	20.6	18.7
Other	-4.0	6.5	2.3	2.2	-3.5	6.9	2.3	1.9

자료: Bloomberg DB금융투자

TOHO 탐방 Q&A

TOHO-TOWA의 역할, 그리고 TOHO와의 차이점은 무엇인가?

TOHO-TOWA는 TOHO의 자회사로 수입 영화 배급 담당, TOHO는 일본 영화만 담당.

한국은 영화관 발권, 입장, 매점 주문까지 키오스크 설치 중인데 일본 트렌드는 어떠한가?

온라인 예약 및 자동발권기 사용 중. 매점은 전자 PAY 사용하는데, 젊은 세대가 실제로 현찰을 많이 사용 안함. 현금 결제하는 사람은 기계에 돈 넣고 셀프로 하는 방식으로 이용

위와 같은 상황 덕분에 인건비 많이 줄어들고 있는 상황

4D나 IMAX 같은 특별관 설치 관련 트렌드는 어떠한가?

4D 사용료를 지불해야해서 선호하지 않는 편. IMAX는 상권이 큰 곳만 설치하고 있는 상황

정부의 규제가 심한 것도 선호하지 않는 이유 중 하나

자체 제작 영화의 해외 수출 비중은 얼마나 되나?

10% 이내

넷플릭스에 일본 애니메이션 오리지널이 많이 보인다. 우리는 계약 진행되는게 있는가?

TOHO의 타겟은 자국내나 아시아 향임. 넷플릭스는 주로 저작권을 달라고 요청하는 편이지만, 우리는 줄 의향이 없기 때문에 적극적으로 협조할 생각 없음

베트남, 터키, 중국 등 영화관 진출 계획은 없는지?

없음

해외 비즈니스 관련 진행 사항은?

해외 수출 비중 중 지역별로는 중국이 제일 크고, 태국 등 동남아도 많이 수출 하고 있음

중국 ; 거래 규모 금액 자체는 크지만, 마진율이 낮아서 내수와 큰 차이가 없음

중국 흥행수익에서 배당을 해주는 경우는 많지 않음. 할리웃 영화가 중국에 잘 통하니까 차라리 손잡고 할리웃이랑 하는게 낫다고 판단

그래서 우리는 할리웃과 손 잡고 제작하는 쪽으로 선택

→ 고질라, 피카츄 제작 공동 출자

고질라: 일본판 고질라는 TOHO가 제작과 출자를 다했는데, 고질라:킹오브몬스터는 할리우드판이라 워너브라더스랑 같이 함. 우리가 로열티 지불.

전 세계 흥행 수익에서 일부를 가져 오는 구조 => 순이익에서 일정 비율 가져오는 것

배당 정책은 어떻게 되는지?

FY19 보통 배당 35엔, 특별배당은 아직 미정. FY17~18에는 각 45엔이었음(보통, 특별 합산)

향후 라인업?

1. 날씨의 아이('너의이름은' 감독 작품)
2. 아르키메데스 대전
3. 2020년 고질라 vs 콩

중장기 성장 전략은?

1. 영화, 연극, 부동산등 기존 사업 부문 강화
2. 고질라 캐릭터 비즈니스 확장
3. 헐리웃 영화 제작 확대

* 신규 사업은 논의되고 있는 사항 없음

TBS Holdings

9401 JP

목표주가 - 현재주가(06/07) 1,860 JPY Up/Downside - 투자의견 NR

2019. 06. 11

드라마 대표 채널, 예능과 온라인에도 도전장

Analyst 신은정

시청률 3위의 TBS TV: TBS Holdings 매출의 60%를 차지하는 자회사는 드라마 왕국으로 불리는 TBS Television이다. TBS Television의 매출 구성은 광고 및 콘텐츠 판매 등의 TV부문 수익(86%)과 공연 및 영화/애니메이션, 해외 판매 사업을 하는 영업부문(12%) 등으로 나뉜다. 09년 전까지는 대작 드라마가 흔히 탄생하는 채널로 시청률도 2~3위를 영위해왔다. 그러나 이후 시청률이 5위까지 하락했는데 일본 내에서 장대하고 화려한 드라마의 인기 하락, 젊은 시청자의 예능 선호 트렌드를 따라가지 못한 탓으로 분석된다. TBS는 부진한 시청률 회복 방안으로 예능과 온라인에 집중했다.

예능 집중 가능한 이유는 드라마 제작비 부담 적기 때문: 최근에는 예능 편성 및 제작 확대를 통해 시청률 3위를 회복했다. 국민 예능인 SASUKE는 Ninja Warrior라는 이름으로 21개국에 매년 수출되고 있다. TBS TV의 18년 드라마 제작비인 45억엔은 한국에서 18년 방영됐던 미스터선샤인의 총 제작비와 비슷한 수준이다. 1) 일본 드라마 제작은 외주 비중이 낮고, 2) 연출 및 staff 대부분이 방송국 소속으로 로열티가 적다. 3) 배우 출연료 비중 또한 10~20% 내외로 한국(제작비 중 60% 수준) 대비 드라마 제작비 부담이 크지 않은 것으로 보인다.

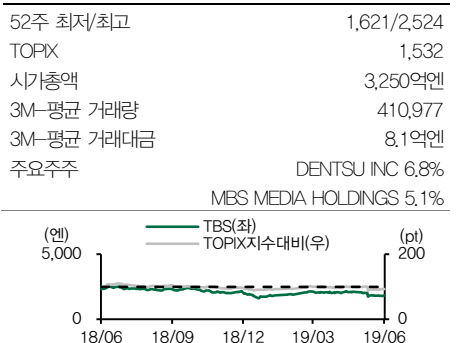
온라인 시장 개척을 통해 광고와 시청률 다 잡기: TBS가 제공하고 있는 온라인/ 모바일 서비스는 TVer, Paravi 이다. TVer는 민영방송국의 프로그램을 일정 기간 무료로 보는 대신 광고가 포함되어 있는 콘텐츠 포털 사이트이다. Paravi는 유료인 대신 광고없이 동영상 시청할 수 있다. 본 플랫폼을 통한 TBS의 수혜는 1) 본 방송의 시청률을 높이는 효과. 2) 광고 수익 확대를 기대할 수 있다는 점이다. 일본 특성 상 자국내 콘텐츠의 인기가 많고, 일본 Svod 시장에서 Netflix의 비중이 10%도 미치지 못하는 점을 고려했을 때, TBS의 플랫폼을 통한 광고 및 시청률 확대 전략은 지속 가능할 것으로 전망된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 백만엔 엔 배 %)

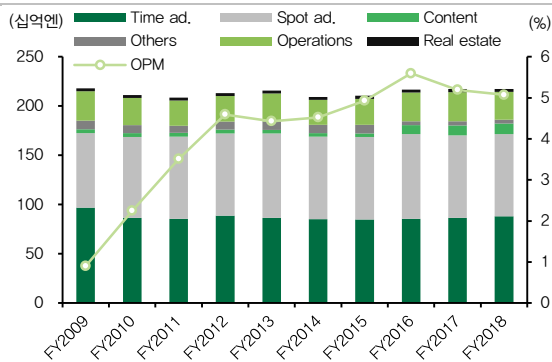
Stock Data

	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	347,817	348,539	355,363	361,954	366,353
(증가율)	-5.1	0.2	2.0	1.9	1.2
영업이익	15,728	17,179	19,878	18,800	18,572
(증가율)	-15.3	9.2	15.7	-5.4	-1.2
지배주주순이익	12,811	14,497	16,136	17,182	25,205
EPS	79	83	92	98	144
PER (H/L)	19.2	21.0	21.5	22.9	14.0
PBR (H/L)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (H/L)	8.3	9.0	9.0	9.9	8.5
영업이익률	4.5	4.9	5.6	5.2	5.1
ROE	3.2	3.3	3.4	3.2	4.3



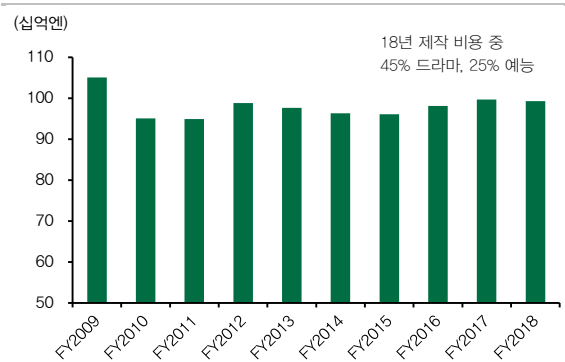
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-10.4	-11.5	-20.6
상대기준	-6.2	-7.1	-6.3

도표 140. TBS TV 매출 구성 및 영업이익률 추이



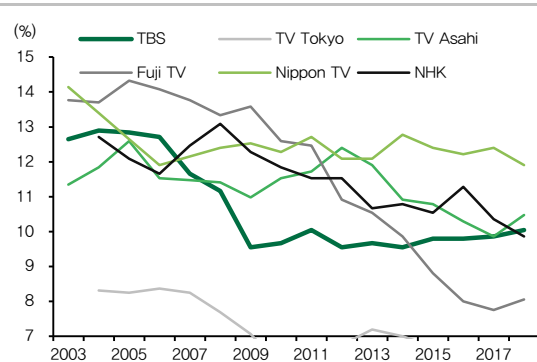
자료: TBS, DB금융투자
주: TBS Television 실적 기준

도표 141. TV 프로그램 제작 비용 추이



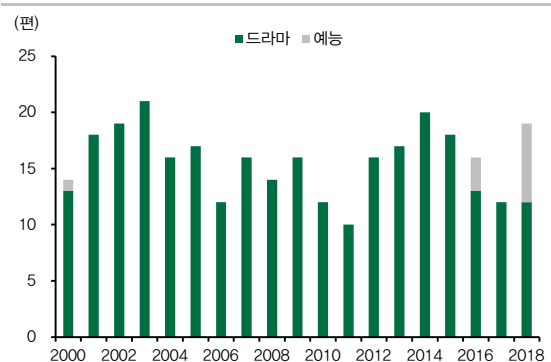
자료: TBS, DB금융투자
주: TBS Television 기준

도표 142. 시청률 추이; 부진하던 TBS, 최근 3위 회복



자료: Joho Media Hakusho, DB금융투자
주: 골든타임(19:00~22:00) 기준

도표 143. TBS 예능 제작 및 편성에 집중을 시작했기 때문



자료: TBS, DB금융투자
주: TBS TV 제작 프로그램 기준 드라마는 미니/스페셜 제외

도표 144. TBS 예능 SASUKE는 '닌자워리어로 21개국 판매



자료: TBS, DB금융투자

도표 145. American Ninja Warrior; 2009년부터 방송



자료: NBC Universal Media Village, DB금융투자

도표 146. TBS Holdings 사업부문별 실적 추이

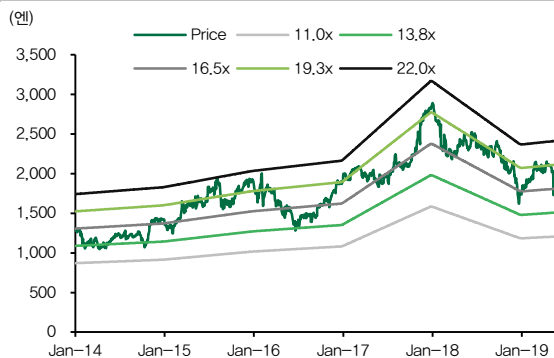
(단위: 백만엔%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2016	2017	2018
매출액	90,190	88,783	89,320	96,808	91,442	355,363	361,954	366,353
YoY	-0.8	0.9	-0.2	2.7	1.4	2.0	1.9	1.2
QoQ	-4.3	-1.6	0.6	8.4	-5.5			
Broadcasting Business	53,487	53,778	52,415	57,075	55,049	219,175	217,632	218,317
Multi Visual Ventures&Cultural Events	32,750	30,966	32,829	35,659	32,313	120,986	128,453	131,767
Real Estate Business	3,954	4,038	4,076	4,075	4,079	15,202	15,868	16,268
영업이익	207	4,868	2,963	8,112	2,629	19,878	18,800	18,572
YoY	-93.1	-25.8	-16.6	-4.3	1170.0	15.7	-5.4	-1.2
QoQ	-97.6	2251.7	-39.1	173.8	-67.6			
Broadcasting Business	-2,546	1,285	-1,797	3,383	301	5,973	3,300	3,172
Multi Visual Ventures&Cultural Events	1,160	1,392	2,704	2,868	662	6,168	7,551	7,626
Real Estate Business	1,554	2,180	2,098	1,859	1,650	7,736	7,954	7,787
영업이익률	0.2	5.5	3.3	8.4	2.9	5.6	5.2	5.1
Broadcasting Business	-4.8	2.4	-3.4	5.9	0.5	2.7	1.5	1.5
Multi Visual Ventures&Cultural Events	3.5	4.5	8.2	8.0	2.0	5.1	5.9	5.8
Real Estate Business	39.3	54.0	51.5	45.6	40.5	50.9	50.1	47.9

자료: Bloomberg, DB금융투자

주: FY 기준

도표 147. TBS Holdings P/E 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 148. TBS Holdings P/B 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

TBS 탐방 Q&A

동경 6개 방송국 중 제일 오래된 방송국. 전국에 28개 네트워크 (일본 최대) 보유

사업 부문 : 1. 방송, 2영상 (영화나 연극), 3. 부동산

*방송: 일본 국내에서는 3위, 2위를 노리고 있음

과거 시청률 1위 하다가 90년대 ~ 2천년대 4위까지 하락. 다시 회복 중

하락 이유 : 시청자 연령대가 낮아지는 트렌드를 따라가지 못했음

회복 전략: 예능 총력 기울이는 중, 젊은 세대 맞춰가는 중

일본은 지상파가 강한데, 글로벌 트렌드랑 다른 이유는 무엇인지?

일본 시청자 행태: 20%가 인터넷, 80%가 TV. 아직까지는 지상파 콘텐츠가 재미있기 때문

방송 수익 구조 중 콘텐츠 수익 구조는?

다시보기 가능(무료 보기 광고) + 로컬 판매 + 28개 네트워크 향 판매

온라인/모바일 서비스는 어떤 구조인가?

Tver: 무료(광고 수익) / Paravi: 유료 (=TBS온디멘트)

Tver는 NHK 제외한 5개 방송국에서 만든 어플리케이션인데 TBS 콘텐츠가 제일 많음

드라마가 끝나고 차후 일주일동안 인터넷 무료방송; 무료 다시 보기(광고 봐야 무료 방송) 제공함. 방송 실적이 올라간 이유가 다시 보기하면서 본방송을 보게 되면서 시청률이 올라가고 있음. 예전에는 드라마 1화가 시청률 제일 높고 후반부 갈 수록 시청률 떨어지는 경향이 있었는데 무료 방송보기 하면서 시청률 많이 올라감

*참고: CS: 유선방송 같은 것: 3가지 채널 TBS뉴스, TBS1, TBS2 -> 케이블TV에 제공

광고수익 구성은?

- Time: 광고주가 각 프로그램별 광고 시간을 구입. 예) 프로그램당 50원으로 협상. 기간으로 구입해서 반년 또는 1년 고정

- Spot: 시청률 단위로 판매, 시청률 5% 짜리 몇 개 합쳐서 파는 것. 일주일에 집중 시켜서 시청률 100%에 구입을 하겠다는 방식. 이벤트 성 경향. 단발적으로 구입하니까 수익 미래 예측에 한계있음

Time과 Spot Ads. 둘의 상관관계가 반비례는 아님. Spot은 올림픽이나 이벤트 있으면 변동성 큼. 스포츠는 Time으로 판매하는데 18년은 한국 평창올림픽 등 이벤트의 영향을 받음. 도쿄 방송 평균 판매량 대비 TBS가 1-2월 올라감(+18%YoY). Spot 5년 전만해도 수익 없었지만, 예능 편성 증가로 골든타임 광고 수익 확대 중

드라마랑 예능 비중?

드라마 3개월에 한번씩 바뀜. 메인 드라마는 3개월에 3개씩 1년 12개, 예능은 하루에 4-5개씩

드라마 제작비는 어느 정도인지?

드라마, 예능 거의 방송국 내부에서 만들. 외주가 거의 없음. 그래서 인건비에 돈이 들어가는 경우가 거의 없음. 비싼 출연자 꼭 써야한다고 생각하지 않음

18년 기준 투자 비용: 드라마 45억엔, 예능 23억엔

드라마 제작비 = 1년동안 45억엔은 싼 것도 비싼 것도 아니라고 생각. TBS는 드라마 사업이 안정화 되어있기 때문. 제작비는 일본 내 다른 방송국도 비슷한 수준일 것. 감독이든 작가든 다 방송국 소속 평범한 회사원이기 때문에 돈이 많이 안들

일본 드라마 제작비 증가 혹은 감소 추세인지?

기본적으로 변동 없는 편. 비용 증가 원인은 주로 스포츠 방영권 따낼 때가 주 원인. 20년 도쿄 올림픽 때는 많이 올라갈 것으로 예상

TBS-VISION이 드라마 제작사 인가?

TBS 콘텐츠 제작: TBS 자체 제작팀 + TBS 스파클(5군데를 합병; 외주)

내부 제작 비중이 더 많음. 드라마 제작 외부 업체에게 맡기는 비중은 거의 없음

콘텐츠 수출 현황은?

드라마는 크지 않고, 예능은 닌자워리어: 경기하는 내용, 미국에 플랫폼 수출했음. 인기가 높은 상황

2020년 실적 전망에서 매출과 영업이익 모두 감소로 보는 이유는?

TV 수익은 flat 전망하지만, DVD가 무리 ; FY18에는 많은 작품있었는데 FY19에는 적음. 4K 서비스 시작하며, 감가상각비 증가하는 영향도 있음(BS-TBS 감가상각비로 반영). 그러나 4K로 인한 비용 증가는 전국 방송국의 공통점임

향후 TBS의 전략은?

1. 시청률 올려서 광고 수익 증대.
2. Tver 등으로 시청률 높이기
3. 4월부터 글로디아(5개 회사 합병) 출범

목표주가 - 현재주가(06/07) 3,740 JPY Up/Downside - 투자의견 NR

2019. 06. 11

공격적인 M&A로 디지털과 해외 두 마리 토끼 잡기

Analyst 신은정

Global top 5 종합 광고 대행사: Dentsu는 글로벌 광고 회사 중 매출총이익 기준 5위에 해당하는 광고대행사로 일본 내에서는 시장 점유율 28%를 차지하고 있다. 글로벌 광고 시장 대비 10% 비중을 차지하는 일본 광고시장은 미주, 유럽, 중국 다음으로 규모가 크지만 저성장 국면(18년 0.2%YoY)을 나타내고 있다. 또한 Dentsu의 일본 내 매체별 매출총이익 구성은 TV가 37%로 압도적으로 높으며 인터넷 매체는 10%에 불과하다. 상대적으로 부진한 광고시장 성장률과 온라인 매체 전환율이 낮은 자국의 환경을 극복하기 위해 동사가 선택한 방법은 M&A를 통한 1) 디지털 광고 역량 증대, 2) 해외 사업 확장이었다.

M&A 효과 1. 디지털 광고 확대 중: 공격적인 M&A 행보에 따라 디지털 광고 비중은 18년 일본 내 비중이 24%임에도 불구하고, 해외 디지털 광고 비중이 61% 차지하며 연결로는 40% 육박하는 디지털 광고 비중을 나타내고 있다. 18~19년 투자 및 인수한 기업들은 대부분 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 등의 사업을 영위하고 있는 것으로 보인다. 자국의 디지털 전환은 이제 시작된 바, 잠재력이 큰 것으로 판단된다.

M&A 효과 2. 해외 비중도 확실히 올라오는 중: 13년 영국의 Aegies Group을 인수해 Dentsu Aegies Network(DAN)으로 재편, 해외 거점이 28개국에서 110개국으로 증가하며 본격적인 해외 매출이 반영되기 시작했다. 이에 따라 12년 매출총이익 기준 18%에 불과하던 해외 비중은 18년 60%까지 증가했다. 최근 해외 매출총이익은 17년 21%, 18년 9%의 성장률을 기록하고 있다. 현재 Dentsu가 M&A를 염두에 두고 있는 국가도 광고 시장 규모가 큰 미국과 중국 중심인 것으로 알려져 있으며, 공격적인 투자를 통한 글로벌 사업 확대는 지속될 것으로 전망된다.

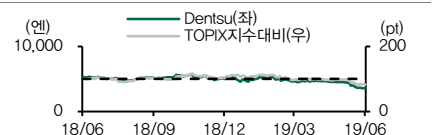
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 백만엔 엔 배 %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	659,772	728,626	838,359	928,841	1,018,512
(증가율)	-35.2	10.4	15.1	10.8	9.7
영업이익	107,283	132,305	137,681	137,392	111,638
(증가율)	-3.9	23.3	4.1	-0.2	-18.7
지배주주순이익	66,509	79,846	83,501	105,478	90,316
EPS	241	277	293	373	320
PER (H/L)	16.2	18.6	18.8	12.8	15.3
PBR (H/L)	1.3	1.4	1.7	1.2	1.3
EV/EBITDA (H/L)	9.1	8.9	9.6	8.2	9.6
영업이익률	16.1	18.2	16.4	14.2	10.1
ROE	9.0	8.1	8.3	10.4	8.4

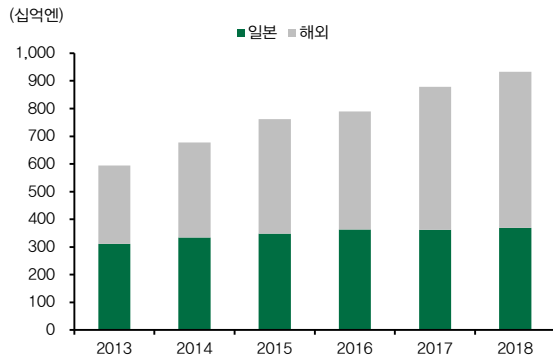
Stock Data

52주 최저/최고	3,550/5,660
TOPIX	1,532
시가총액	10,787억엔
3M-평균 거래량	965,062
3M-평균 거래대금	41.6억엔
주요주주	NOMURA 6.9%
	KYODO NEWS 6.6%



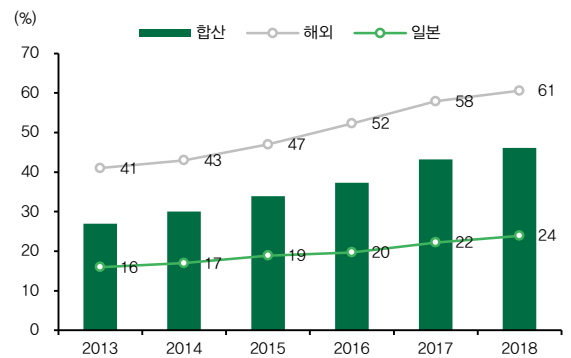
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-17.3	-18.3	-29.2
상대기준	-13.0	-14.0	-14.8

도표 149. Dentsu 매출총이익 추이



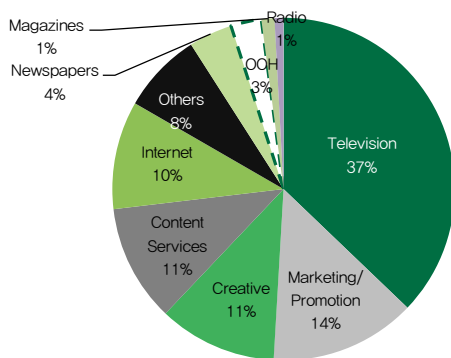
자료: Dentsu, DB금융투자

도표 150. Dentsu 디지털 도메인 비중 추이



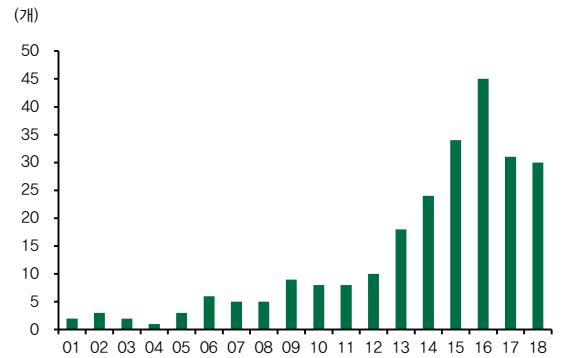
자료: Dentsu, DB금융투자

도표 151. Dentsu의 일본 내 매체별 매출 구성



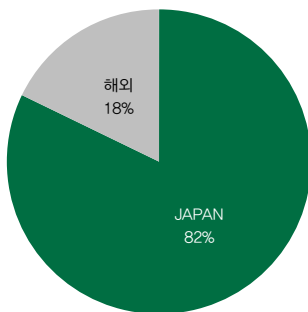
자료: Dentsu, DB금융투자

도표 152. Dentsu M&A



자료: Bloomberg, Dentsu, DB금융투자

도표 153. FY2012 지역별 매출총이익



자료: Dentsu, DB금융투자

도표 154. 2016년 지역별 매출총이익

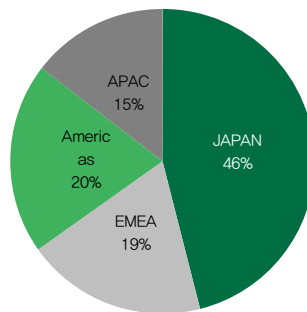


도표 155. 2018년 지역별 매출총이익

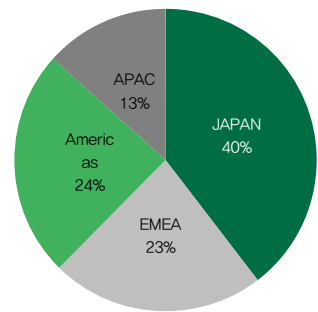


도표 156. Dentsu의 2018~2019년 국내외 기업 인수 및 투자 내역 ; 디지털 광고, 데이터 분석, 소프트웨어 개발에 집중

기업명	형태	공시일	국가	사업 영역
Pixie Dust Technologies Inc	INV	05/27/2019	일본	소리, 빛 및 전자기파 측정 기술 연구. 음성구동 휠체어 및 기타 기술 서비스를 제공
TABI LABO KK	INV	05/16/2019	일본	인터넷 미디어 사업, 광고제작 판매, 스마트폰 동영상 , VR기획, 행사 기획 운영
Cheddar Inc	M&A	04/30/2019	미국	온라인 뉴스 서비스
MERY Co Ltd	INV	04/23/2019	일본	온라인 정보 미디어 구독 서비스(패션 · 헤어 스타일 · 미용 · 코스메틱 · 외출 · 연애 등)
AudioBurst Ltd	INV	04/22/2019	이스라엘	AI 기반 오디오 콘텐츠 라이브러리
Starbahn Inc	INV	03/19/2019	일본	온오프라인 일본 아트+블록체인 스타트업
From One Co Ltd	INV	01/18/2019	일본	스포츠 미디어 서비스 제공, 행사 진행, 굿즈 판매 등
Filter LLC	M&A	01/17/2019	미국	UX, 비주얼디자인, 마케팅 등 디지털 서비스
Digital Evolution Group LLC	M&A	12/18/2018	미국	웹 콘텐츠 관리, 다이렉트 마케팅, 소셜 미디어, 모바일 개발, 엔터프라이즈 컨설팅 서비스
Bitfury Holding BV	INV	11/06/2018	네덜란드	블록체인 솔루션 개발 및 제공
Clear Labs Inc	INV	11/06/2018	미국	어플 소프트웨어 개발. 공급망 관리를 위한 식품 분석 플랫폼 제공
Namics AG	M&A	10/22/2018	스위스	소프트웨어 개발 서비스. 컨설팅, 설계 및 엔지니어 컴퓨터 소프트웨어 제공
Septeni Holdings	M&A	10/20/2018	일본	인터넷 마케팅 비즈니스, 모바일 기기용 콘텐츠 제작
Pixel Labs Inc	INV	10/10/2018	미국	소프트웨어 솔루션 설계, 쌍방향 미디어, 웹, 모바일 APP, 전자 마케팅 및 컨설팅 서비스
B2B International Ltd	M&A	10/10/2018	영국	시장조사기관. 브랜드, 직원, 제품, 세분화 및 의사 결정 과정 연구, 자문, 고객 경험
Aaron Lloyd Communication	M&A	09/25/2018	러시아	광고 및 마케팅 서비스 제공. 전략 기획, 미디어 바이팅, 광고 캠페인 기획 서비스 제공
uBiome Inc	INV	09/21/2018	미국	온라인 샘플 키트를 통한 개인 마이크로바이옴 분석 서비스 제공
Hoodline Inc	INV	09/10/2018	미국	AI, 데이터 사이언스 기반 온라인 로컬 뉴스 포털
Amicus Digital Ventures Pty	M&A	08/20/2018	호주	디지털 마케팅 서비스 제공. 소셜 리스닝, 분석, 자문, 교육, 콘텐츠 개발
Super Highway Labs Pvt Ltd	INV	07/30/2018	인도	모바일 버스 예약 애플리케이션 설계, 개발
Treasure Data Inc	M&A	07/29/2018	미국	데이터를 관리하는 클라우드 기반 데이터 소프트웨어 개발 및 제공
Whitespace Scotland Ltd	M&A	07/25/2018	영국	광고 대행사. 광고, 브랜딩, 캠페인, 콘텐츠 관리, 디지털 및 모바일 마케팅 , 홍보 서비스
Global Mind SA	M&A	07/12/2018	아르헨티나	마케팅 솔루션 제공. 전략 기획, 캠페인, 웹 및 모바일 개발 , 미디어 바이팅 솔루션 제공
Cue Health Inc	INV	07/10/2018	미국	임상 및 가정용 의료 진단 제품 개발, 제조
THRee Entertainment KK	JV	06/26/2018	일본	음악 라이브 콘텐츠의 기획 · 제작 · 국내외용 판매, 이벤트 기획 · 운영, 팬커뮤니케이션
Big Now Srl/The	M&A	06/19/2018	이탈리아	디지털 광고 , 디지털 CRM, 전략, UX, UI, 전자상거래, 디지털 콘텐츠, 소셜미디어 관리
White Label MKT SpA	M&A	04/26/2018	칠레	광고 서비스 제공. 검색 엔진, 마케팅, 변환 최적화, 소셜 미디어, 디지털 분석 등
Red Communication AS	M&A	04/23/2018	노르웨이	미디어, 커뮤니케이션 솔루션 제공
Media 8 Inc	M&A	04/06/2018	미국	디지털 마케팅 대행사. 전략기획, 디지털 미디어, 웹 개발 및 분석 서비스
Unerry Inc	INV	03/28/2018	일본	디지털 마케팅 서비스. 분석 및 솔루션 서비스
Array Inc	INV	03/27/2018	미국	영화, 방송 산업의 비주얼라이징, 모션 픽처 제작 과정에 사용되는 머신 러닝 플랫폼 개발
Hokkaido Ballpark Corp	JV	03/27/2018	일본	홋카이도 볼파크 기획, 건설
Cheddar Inc	INV	03/19/2018	미국	온라인 뉴스 서비스
xAD Inc	M&A	03/14/2018	미국	위치 기반 마케팅 플랫폼 설계, 모바일 마케팅 솔루션 개발
Red8 Advertising Sp zoo	M&A	03/01/2018	폴란드	광고, 마케팅 서비스 제공. 콘텐츠 개발, 비디오 제작 및 기타 관련 서비스 제공
Data Artist KK	M&A	02/09/2018	일본	광고, 마케팅 서비스 제공
FOLIO Co Ltd	INV	01/18/2018	일본	투자 컨설팅 및 기타 서비스 제공

자료: Bloomberg, DB금융투자

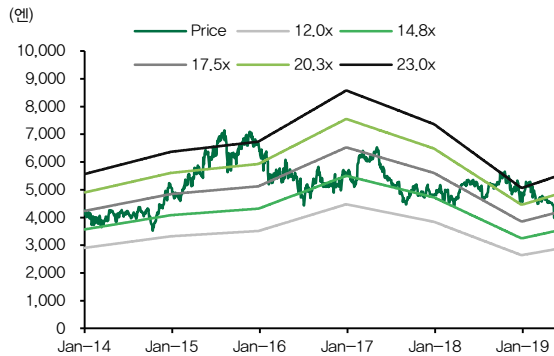
도표 157. Dentsu 사업부문별 실적 추이

(단위: 백만엔%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2017	2018
매출총이익	217,295	197,440	205,808	257,410	226,725	219,158	222,602	264,625	228,043	877,954	933,110
YoY	16.2	8.7	12.1	8.6	4.3	11.0	8.2	2.8	0.6	11.2	6.3
QoQ	-8.3	-9.1	4.2	25.1	-11.9	-3.3	1.6	18.9	-13.8		
Japan	103,966	76,372	82,824	98,740	102,340	84,059	86,276	96,583	101,561	361,902	369,258
International	113,329	121,068	122,984	158,670	124,385	135,099	136,326	168,042	126,482	516,052	563,852
영업이익	41,287	23,088	30,473	69,099	32,748	28,114	28,645	63,724	24,472	163,947	153,231
YoY	15.4	-29.7	-9.3	7.6	-20.7	21.8	-6.0	-7.8	-25.3	-1.5	-6.5
QoQ	-35.7	-44.1	32.0	126.8	-52.6	-14.2	1.9	122.5	-61.6		
Japan	36,589	10,979	15,972	25,261	30,439	15,100	15,954	18,775	24,655	88,801	80,268
International	4,698	12,109	14,501	43,838	2,309	13,014	12,691	44,949	-183	75,146	72,963
영업이익률	19.0	11.7	14.8	26.8	14.4	12.8	12.9	24.1	10.7	18.7	16.4
Japan	35.2	14.4	19.3	25.6	29.7	18.0	18.5	19.4	24.3	24.5	21.7
International	4.1	10.0	11.8	27.6	1.9	9.6	9.3	26.7	-0.1	14.6	12.9

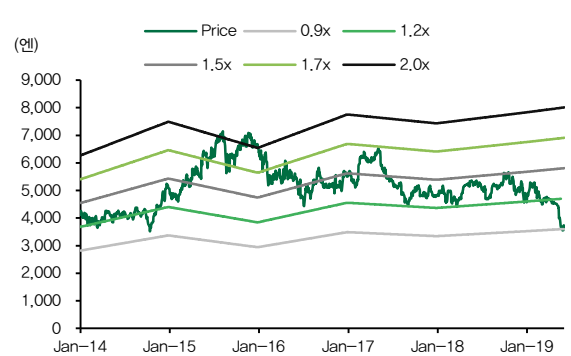
자료: Dentsu, Bloomberg, DB금융투자

도표 158. Dentsu P/E 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 159. Dentsu P/B 밴드



자료: Bloomberg, DB금융투자

Denstu 탐방 Q&A

Dentsu 소개

145개국 62,000 명의 직원 (해외 45,000명)

해외 비중 증가하고 있음; 일본 비중 52% → 40% 로 낮아짐

일본 시장 M/S: 28.8% . 1위 사업자 / 2위 업체 대비 M/S 2배 이상

매체별 비중: TV가 36.5% 최근에는 인터넷 비중이 급성장하는 중

디지털 비율: 46% → Data Marketing 요즘 트렌드: 피플 드리븐 마케팅; 자료 분석 해서 광고에서 접목 시키는 것. 솔루션이라고 보면 됨

스포츠업체와도 협업 중; 19년 럭비월드컵도 우리와 하기로 계약

DPS는 유지 목표

일본 광고 시장 성장률 19년, 20년 전망?

19년: 저성장 / 20년: 올림픽있기 때문에 성장 전망

온라인과 모바일 각각 광고 시장 성장률 전망?

18년 인터넷미디어 15%YoY 성장 → 1-2년 더 유지 될 듯.

21년 인터넷(모바일 포함) 비중이 TV 비중 역전 전망. PC는 정체, 모바일 성장, 동영상 급성장 중

미디어렙

미디어렙 자회사 CCI 지분 53% 갖고 있음. 페이스북이나 구글은 미디어렙 안씀. CCI에서 voyage 라는 곳을 인수하면서 주식 교환 했음

국내랑 해외 디지털 비중?

해외 61% 국내 24%. 웹사이트 만드는 것 포함한 수치

디지털 비중 낮은 이유?

일본은 아직 디지털 전환율이 낮은 점이 큰 이유. 아직까지도 TV 보는 비중 매우 높은 수준

M&A 계획하고 있는 국가와 사업부문은?

여러 국가의 기업이 List에 포함. 특히 미국이랑 중국 중심. 기본적으로 디지털 광고회사만 보고 있음. 특히 데이터 쪽으로 집중

Cost ; 근무 환경 개혁 관련?

어느 정도 안정화됐음. 18년 113억엔 비용 지출. 올해 60억엔 예상 → 근무환경 개혁 뿐만 아니라 성장드라이버 구축하고 싶음. 구축 비용 포함하면 총 70억엔 예상

일본 내 전통광고 비중이 높아서 글로벌 피어 대비 경쟁력 낮은지?

디지털화하는건 다른나라 대비 떨어지긴하지만 많이 포커싱하고 있어서 조만간 따라잡을 것으로 기대. 아직 일본은 TV의 힘이 너무 강해서 유료 OTT 사이트 등이 침투하기 어려운 환경. 광고보면 무료로 드라마 등 볼 수 있기 때문. 따라서 디지털 광고가 다른나라 대비 낮음.

최근들어서 광고주들도 디지털 많이 원하고 우리도 집중 하고 있음. M&A 등 공격적으로 하면서디지털 사업부는 잘 되고 있고 향후에도 자신감 있음

디지털 광고가 마진 측면에서는 어떤지?

디지털 광고가 전통매체보다 인건비 등 많이 드는 것 맞음.

해결책 → 온라인상에서 자동화 하기. 혹은 오키나와, 큐슈 등 도쿄 보다 인건비 싼 쪽으로 돌릴 예정. 아까 말했던 성장 드라이버 10억엔이 이러한 내용 다 포함 시킨 것. 작년에 인수한 voyage가 프로그램 래머랑 엔지니어 많이 보유한 회사임. 그런 의미에서 인수했음

저성장을 극복하기 위한 전략은?

최근 실적 상황 좋지 않지만, 계절성도 있기 때문에 하반기 가면 성장할 수 있다고 봄. 내년 올림픽도 있으니까 성장 기대. 중장기적으로 현재 광고뿐만아니라 다른 분야 광고주도 늘어날 것으로 보고 있음

다른 접점: JV, 공동투자

범위: 모바일 전자 간판, 5G 리얼타임 광고 준비

JV: 프로야구팀이랑 JV해서 핫카이드 스튜디오를 공동으로 운영. 스포츠 이벤트 항상 관련이 깊었음



Research Center

자본/자산시장 강화팀 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

RA	정광명 연구원	3746	Kmc92
----	---------	------	-------

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤희 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 홀 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터화관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.