



2017년 5월 12일 | Equity Research

# 로엔 (016170)

## 동영상 부문 인수로 마지막 퍼즐 완성

### 고민하지 마라. 장기투자를 지속해야 할 정말 좋은 기업

1분기 유료가입자는 12만명 순증, 2분기에는 카카오프렌즈 출시 등을 포함한 시너지가 예상되기에 '17년 유료가입자 추정치를 기존 440만(+40만명) → 450만명으로 상향한다. 가격 인상 효과가 완전히 반영되지 않았음에도 불구하고 1분기 영업이익이 231억원(+25% YoY)을 기록했으며, 적자로 추정되는 매니지먼트 실적을 감안하면 2분기 273억원(+33%)의 영업이익은 충분히 달성 가능하다. 뿐만 아니라 1) 스튜디오드래곤과의 전략적 제휴 및 2) 드라마 제작사인 자회사 스토리플랜트에 대한 인수 및 CJ와의 공동투자를 통해 IP(포도트리)/제작사(스토리플랜트/크리스피)/매니지먼트(로엔/킹콩 등)/플랫폼(카카오 TV)의 수직계열화를 완성하면서 동영상/콘텐츠 부문의 역량 강화로 장기적인 밸류에이션 프리미엄을 정당화하고 있다. 현 주가는 '17년 예상 P/E 기준 28배로 단기 실적과 중장기 성장성을 감안하면 여전히 저평가다.

### 1Q Review: OPM 17.3%(−1.8%p YoY)

1분기 영업수익/영업이익은 각각 1,336억원(+38% YoY)/231억원(+25%)으로 예상치에 부합했다. 1분기 유료가입자는 412만명(+12만명)으로, 프리클립 프로모션으로 ARPU가 예상치를 소폭 하회한 7,354원(+15% YoY)으로 추정된다. 다만, 연결 이익률 하락은 별도의 아닌 연결 자회사들인 매니지먼트 실적 부진 때문으로 추정된다.

### 동영상 부문의 성장은 마지막 퍼즐의 완성

동영상 부문의 성장을 주목하자. 크리스피 스튜디오는 4월부터 스낵 컬러 중심의 콘텐츠를 제작하며 회당 50만 내외의 뷰(페이스북 기준)를 기록 중이다. 또한, CJ E&M의 자회사 스튜디오드래곤이 보유한 드라마제작사 스토리플랜트의 인수도 발표했다. 동영상 역량 강화가 매우 중요한 이유는 1) '19년 이후로 예상되는 유료가입자 성숙기에서 밸류에이션 하향 조정보다는 중국 등 해외 시장을 겨냥한 또 하나의 성장 모멘텀을 확보함과 동시에 2) '동영상 + 음원' 상품 구성에 따른 구조적인 ARPU 상승도 기대할 수 있기 때문이다

Update

**BUY**

| TP(12M): 130,000원 | CP(5월 11일): 89,000원

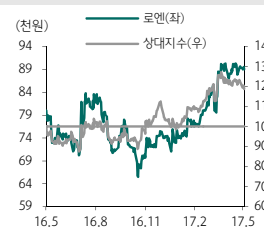
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	647.58
52주 최고/최저(원)	90,300/65,500
시가총액(십억원)	2,251.0
시가총액비중(%)	1.06
발행주식수(천주)	25,291.7
60일 평균 거래량(천주)	31.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
17년 배당금(예상, 원)	1,200
17년 배당수익률(예상, %)	1.35
외국인지분율(%)	15.48
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 1인	67.76
NH투자증권	6.03
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.8 20.3 14.4
상대	(2.2) 15.5 24.4

#### Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	572.8	642.8
영업이익(십억원)	106.0	126.7
순이익(십억원)	83.3	99.1
EPS(원)	3,301	3,932
BPS(원)	14,082	17,107

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	357.6	450.6	599.5	642.1	718.3
영업이익	십억원	63.4	79.9	105.4	122.1	146.7
세전이익	십억원	65.8	82.8	108.5	125.7	150.3
순이익	십억원	50.1	62.6	81.1	93.9	112.3
EPS	원	1,983	2,477	3,206	3,713	4,442
증감률	%	10.1	24.9	29.4	15.8	19.6
PER	배	42.37	30.64	27.76	23.97	20.04
PBR	배	8.95	6.56	6.46	5.46	4.58
EV/EBITDA	배	23.55	16.56	15.26	13.49	11.12
ROE	%	22.82	23.63	25.28	24.69	24.86
BPS	원	9,386	11,579	13,780	16,294	19,436
DPS	원	0	1,004	1,200	1,300	1,300



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

그림 1. 포도트리 - 카카오의 IP를 활용해서..



자료: 포도트리, 하나금융투자

그림 2. 스토리플랜트 인수 - 드라마 등 동영상 콘텐츠 제작 확대



자료: 언론, 하나금융투자

그림 3. 매니지먼트 - 자회사 킹콩엔터테인먼트의 아티스트 라인업을 활용

주: 김범, 이동욱, 유연석, 이동욱 등  
자료: 킹콩, 하나금융투자

그림 4. 음원 - OST는 로엔/스타쉽/플랜에이 등

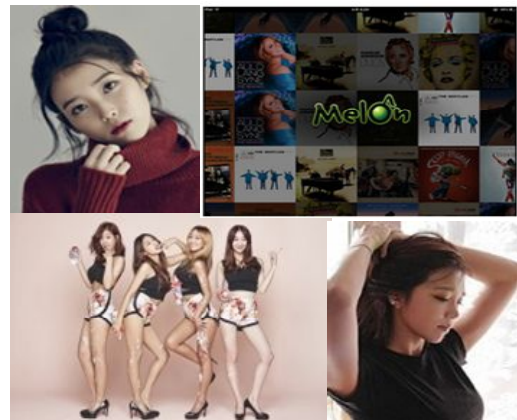
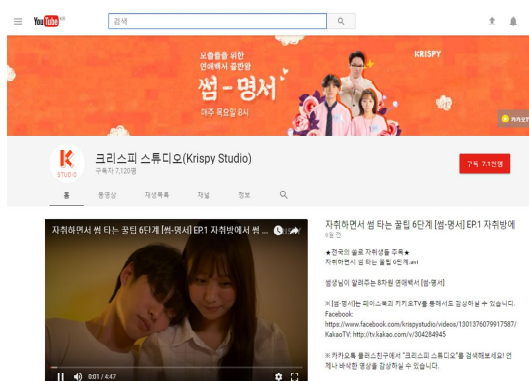
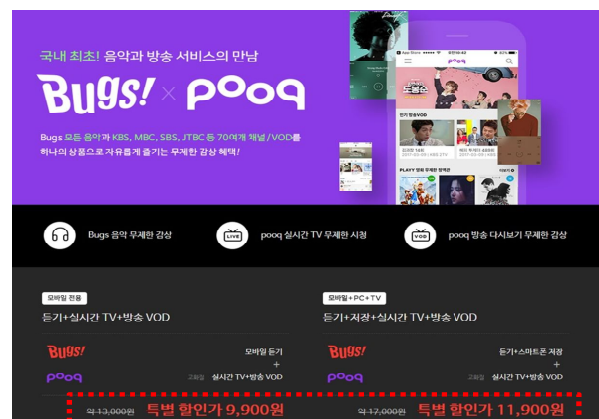
주: 원곡 위부터 아이유, 씨스타, 정은지  
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 5. 크리스피 스튜디오 - 동영상은 두 트랙으로 스낵 컬쳐도 확대



자료: 크리스피, 하나금융투자

그림 6. 음원 + 동영상 결합으로 ARPU 상승 - ex) 벅스-Pooq 결합



자료: 언론, 하나금융투자

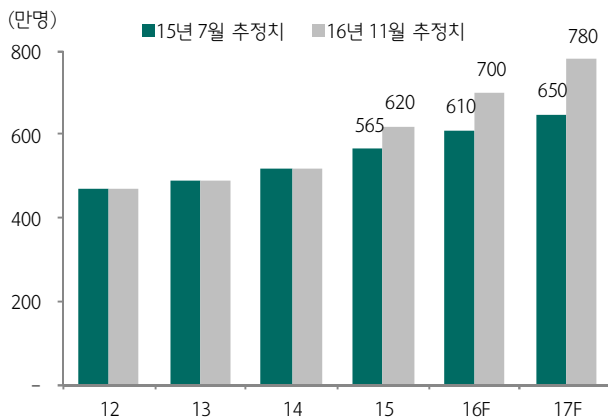
표 1. 로엔 실적 추정

(단위: 십억원)

	15	16	17F	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F
영업수익	358	451	599	642	97	110	111	133	134	149	152	165
제/상품(CD 외)	22	49	61	68	7	14	9	19	15	15	11	20
콘텐츠	309	368	497	529	83	88	93	104	110	123	131	134
기타	27	34	41	45	6	8	9	10	8	11	10	12
가입자수(만 명)	355	400	450	490	365	373	380	400	412	425	440	450
ARPU	6,401	6,616	7,837	8,078	6,401	6,401	6,582	7,081	7,354	7,836	8,078	8,078
영업이익	63	80	105	122	18	21	21	20	23	27	30	25
OPM	17.7%	17.7%	17.6%	19.0%	19.1%	18.6%	18.7%	15.2%	17.3%	18.4%	19.6%	15.3%
YoY	8%	26%	32%	16%	41%	32%	23%	12%	25%	33%	43%	25%
세전이익	66	83	108	126	20	21	22	20	24	28	31	26
당기순이익	50	62	80	93	15	16.2	16	15	18	21	23	19

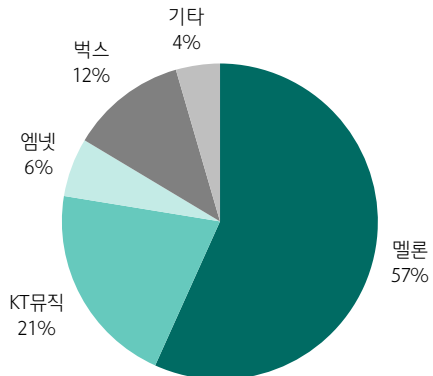
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 7. 전체 유료 가입자 - '17년에도 10% 이상 증가 예상



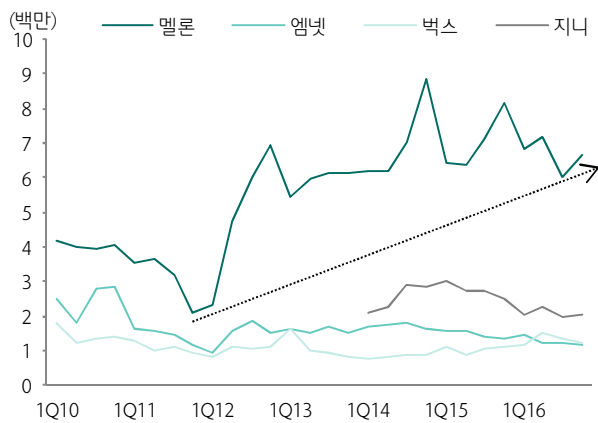
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 8. 16년 유료 가입자 M/S(전체 약 700만명 추정)



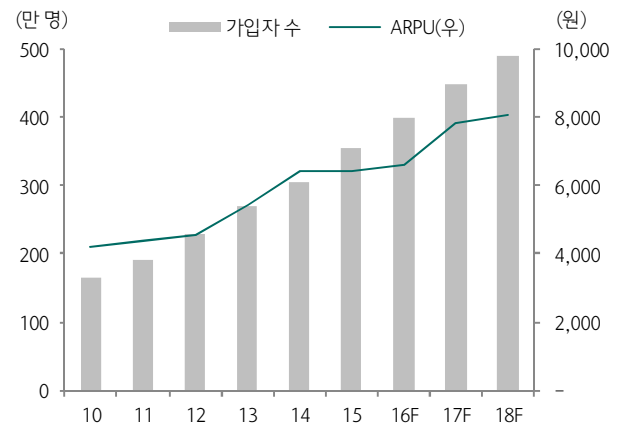
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. 디지털 음원 플랫폼 별 순방문자(UV) 추이



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 10. 로엔의 가입자 수 및 ARPU 추이



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 11. 카카오 이모티콘으로 기존 가입자 락인(비가격적 경쟁력)



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 12. 벅스의 공격적인 프로모션 종료



자료: 벅스, 하나금융투자

그림 13. 카카오뱅크 출범 이후 유니버설 포인트의 활용 전략



자료: 한국카카오은행, 금융위원회, 하나금융투자

그림 14. 유니버셜 포인트 활용 방법



자료: 한국카카오은행, 금융위원회, 하나금융투자



## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	357.6	450.6	599.5	642.1	718.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	357.6	450.6	599.5	642.1	718.3
판관비	294.2	370.7	494.1	520.0	571.6
영업이익	63.4	79.9	105.4	122.1	146.7
금융손익	3.4	3.3	3.5	4.1	4.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전이익	65.8	82.8	108.5	125.7	150.3
법인세	15.5	20.6	28.1	32.5	38.9
계속사업이익	50.3	62.1	80.4	93.2	111.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.3	62.1	80.4	93.2	111.4
비지배주주지분	0.1	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
순이익	50.1	62.6	81.1	93.9	112.3
지배주주순이익	50.1	62.6	81.1	93.9	112.3
지배주주지분포괄이익	52.8	55.5	81.2	94.0	112.5
NOPAT	48.5	60.0	78.2	90.5	108.8
EBITDA	82.6	101.8	128.8	140.1	162.6
성장성(%)					
매출액증가율	10.6	26.0	33.0	7.1	11.9
NOPAT증가율	8.0	23.7	30.3	15.7	20.2
EBITDA증가율	7.7	23.2	26.5	8.8	16.1
영업이익증가율	8.4	26.0	31.9	15.8	20.1
(지배주주)순이익증가율	10.1	25.0	29.6	15.8	19.6
EPS증가율	10.1	24.9	29.4	15.8	19.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	23.1	22.6	21.5	21.8	22.6
영업이익률	17.7	17.7	17.6	19.0	20.4
계속사업이익률	14.1	13.8	13.4	14.5	15.5
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,983	2,477	3,206	3,713	4,442
BPS	9,386	11,579	13,780	16,294	19,436
CFPS	3,321	4,001	5,070	5,517	6,406
EBITDAPS	3,267	4,026	5,094	5,541	6,430
SPS	14,141	17,818	23,703	25,387	28,402
DPS	0	1,004	1,200	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	42.4	30.6	27.8	24.0	20.0
PBR	8.9	6.6	6.5	5.5	4.6
PCFR	25.3	19.0	17.6	16.1	13.9
EV/EBITDA	23.5	16.6	15.3	13.5	11.1
PSR	5.9	4.3	3.8	3.5	3.1
재무비율(%)					
ROE	22.8	23.6	25.3	24.7	24.9
ROA	15.0	15.3	16.5	16.5	17.1
ROIC	98.4	110.6	127.1	155.5	211.5
부채비율	47.5	50.1	48.3	44.5	41.2
순부채비율	(76.1)	(80.2)	(82.3)	(87.7)	(90.2)
이자보상배율(배)	376.0	503.5	721.2	835.3	1,003.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	271.0	343.8	411.4	494.2	590.5
금융자산	187.2	242.6	294.1	368.6	450.0
현금성자산	83.1	92.1	105.9	133.4	156.0
매출채권 등	57.9	75.3	82.8	88.7	99.3
재고자산	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
기타유동자산	25.5	25.5	34.0	36.4	40.6
비유동자산	91.8	110.0	118.6	113.1	113.6
투자자산	16.2	7.0	7.0	7.0	7.0
금융자산	16.2	7.0	7.0	7.0	7.0
유형자산	11.7	36.7	38.9	39.4	39.9
무형자산	46.7	43.5	49.9	43.9	43.9
기타비유동자산	17.2	22.8	22.8	22.8	22.8
자산총계	362.8	453.9	529.9	607.4	704.1
유동부채	112.1	148.0	167.9	182.2	199.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	79.8	106.1	116.7	128.3	141.2
기타유동부채	32.3	41.9	51.2	53.9	58.6
비유동부채	4.7	3.5	4.6	4.9	5.5
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.7	3.5	4.6	4.9	5.5
부채총계	116.8	151.5	172.5	187.1	205.3
지배주주지분	237.4	292.9	348.5	412.1	491.6
자본금	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
자본잉여금	57.4	57.4	57.4	57.4	57.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.6	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	164.7	226.9	282.6	346.2	425.6
비지배주주지분	8.6	9.5	8.9	8.1	7.2
자본총계	246.0	302.4	357.4	420.2	498.8
순금융부채	(187.2)	(242.6)	(294.1)	(368.6)	(450.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	78.5	97.0	109.0	117.7	130.7
당기순이익	50.3	62.1	80.4	93.2	111.4
조정	18.7	24.0	23.7	18.2	16.0
감가상각비	19.2	21.9	23.4	18.1	15.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.5)	2.1	0.3	0.1	0.1
영업활동 현금흐름	9.5	10.9	4.9	6.3	3.3
투자활동 현금흐름	(15.0)	(89.5)	(43.6)	(52.0)	(63.8)
투자자산감소(증가)	(14.3)	9.2	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(3.0)	(26.4)	(6.0)	(5.0)	(5.0)
기타	2.3	(72.3)	(37.6)	(47.0)	(58.8)
재무활동 현금흐름	(18.0)	1.5	(25.5)	(30.5)	(33.0)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	1.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(18.0)	0.0	(25.4)	(30.4)	(32.9)
현금의 증감	45.5	9.0	13.8	27.5	22.5
Unlevered CFO	84.0	101.2	128.2	139.5	162.0
Free Cash Flow	75.5	70.6	103.0	112.7	125.7

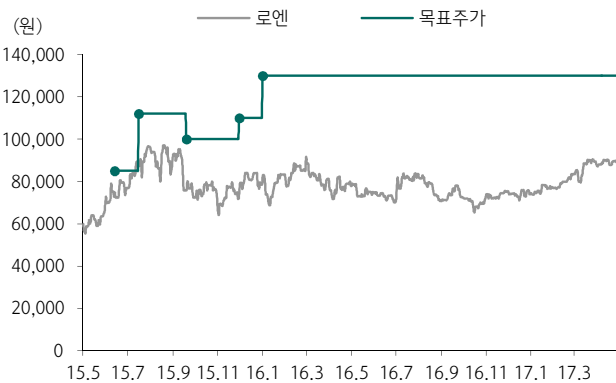
## Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Emerging Market	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
World	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

## 로엔



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.5.12	BUY	130,000			
16.1.12	BUY	130,000			
15.12.11	BUY	110,000			
15.9.30	BUY	100,000			
15.7.27	BUY	112,000			
15.6.24	BUY	85,000			

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.7%	10.6%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2017년 5월 10일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 5월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2017년 5월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.