



2017년 11월 10일 | Equity Research

로엔 (016170)

2018년은 독주

2018년에는 다양한 스토리 만들어 낼 콘텐츠 기업으로 도약

음원 플랫폼 3사 중 유일하게 유료가입자, ARPU, 그리고 수익성이 개선(혹은 유지)되고 있다. 최근 1년 간 유료가입자는 약 80만명 증가했는데, 이 중 로엔이 60만명 증가하면서 높은 ARPU에도 시장점유율은 오히려 확대(80%)하고 있다. 여기에 더해 가장 중요한 '카카오 시너지'는 AI스피커와 연동한 프로모션이나 콘텐츠 제작 등을 시작으로 박성훈 단독 대표이사체제 속에서 2018년부터 본격화 될 것이다. 콘텐츠 제작은 1) 지분 구조(메가몬스터 내 포도트리 22%, 스튜디오드래곤 11%)와 2) 스튜디오드래곤 출신인 영상 콘텐츠 부문 대표의 역할이 기대되며 내년 4편 정도 제작을 준비 중이다. 한한령이 완화되고 있는 것도 긍정적이다. 12월 데뷔할 남자 아이돌 '더 보이즈'의 흥행 가능성도 높다. 2018년에는 본업에 더해 콘텐츠 업체로의 도약, 그리고 카카오 시너지를 통해 높은 밸류에이션을 정당화 할 실적 서프라이즈를 기대한다. 수급적으로도 연기금의 코스닥 자금 집행 확대 가능성은 시가총액 6위인 로엔에게 긍정적이다.

3Q Review: OPM 17.6%(-1.1%p YoY)

3분기 영업수익/영업이익은 각각 1,513억원(+37% YoY)/267억원(+29%)으로 예상치(272억원)에 부합했다. 매출이 예상치를 크게 상회한 것은 방탄소년단의 앨범(120만장 이상)판매가 반영된 제/상품 매출이 223억원(+142% YoY)으로 증가한 영향이다. 참고로, 223억원은 2015년 연간 매출(217억원)을 상회한다. 콘텐츠는 1,198억원(+29%)으로 유료가입자는 440만명(+15만명 QoQ), 예상 ARPU는 7,582원(+15% YoY)이다. 수익성 하락은 1) 12월 데뷔 예정인 신인 남자 아이돌 '더 보이즈'의 프로모션 비용(10억원 이상 추정)과 2018년 4개의 콘텐츠 제작을 목표하고 있는 메가몬스터의 고정비(인건비)가 반영되었기 때문이다.

4Q Preview: OPM 15.2%(+0.0%p YoY)

4분기 영업수익/영업이익은 각각 1,520억원(+14% YoY)/231억원으로, 유료가입자는 455만명(+15만명 QoQ), ARPU는 7,544원(+6% YoY)으로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 130,000원 | CP(11월 9일): 104,400원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	709.94
52주 최고/최저(원)	111,500/71,100
시가총액(십억원)	2,640.5
시가총액비중(%)	1.06
발행주식수(천주)	25,291.7
60일 평균 거래량(천주)	39.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.9
17년 배당금(예상, 원)	1,200
17년 배당수익률(예상, %)	1.15
외국인지분율(%)	16.51
주요주주 지분율(%)	
카카오	67.73
NH투자증권	7.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	19.5 17.3 46.4
상대	9.8 6.3 23.7

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	559.0	639.0
영업이익(십억원)	102.6	122.7
순이익(십억원)	79.5	95.4
EPS(원)	3,175	3,830
BPS(원)	13,690	16,409

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	357.6	450.6	571.8	665.9	712.6
영업이익	십억원	63.4	79.9	99.1	120.5	140.2
세전이익	십억원	65.8	82.8	101.9	123.5	143.5
순이익	십억원	50.1	62.6	76.5	92.7	107.7
EPS	원	1,983	2,477	3,024	3,665	4,260
증감률	%	10.1	24.9	22.1	21.2	16.2
PER	배	42.37	30.64	34.52	28.48	24.51
PBR	배	8.95	6.56	7.68	6.50	5.49
EV/EBITDA	배	23.55	16.56	19.07	16.56	14.17
ROE	%	22.82	23.63	24.02	24.71	24.28
BPS	원	9,386	11,579	13,599	16,064	19,024
DPS	원	0	1,004	1,200	1,300	1,300



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

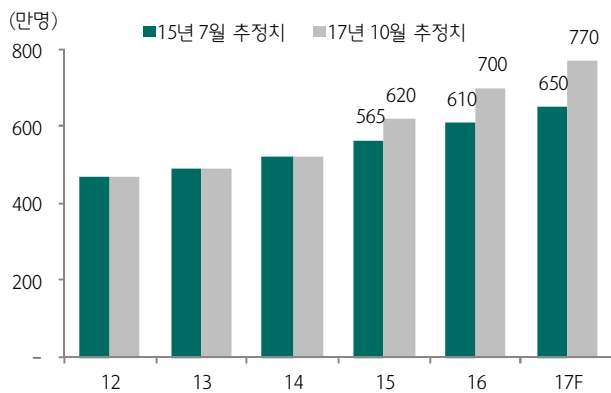
표 1. 로엔 실적 추정

(단위: 십억원)

	15	16	17F	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F
영업수익	358	451	572	666	97	110	111	133	134	135	151	152
제/상품(CD 외)	22	49	71	80	7	14	9	19	19	12	22	18
콘텐츠	309	368	466	539	83	88	93	104	108	115	120	124
기타	27	34	35	47	6	8	9	10	7	8	9	11
가입자수(만 명)	355	400	455	510	365	373	380	400	412	425	440	455
ARPU	6,401	6,623	7,477	7,691	6,401	6,401	6,595	7,094	7,277	7,507	7,582	7,544
영업이익	63	80	99	120	18	21	21	20	23	26	27	23
OPM	17.7%	17.7%	17.3%	18.1%	19.1%	18.6%	18.7%	15.2%	17.3%	19.4%	17.6%	15.2%
YoY	8%	26%	24%	22%	41%	32%	23%	12%	25%	27%	29%	14%
세전이익	66	83	102	123	20	21	22	20	24	27	28	23
당기순이익	50	62	76	92	15	16.2	16	15	18	19.9	20	17

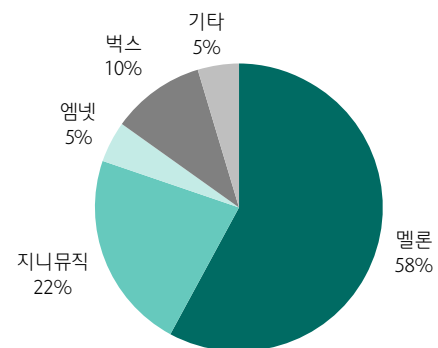
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 1. 전체 유료 가입자 - '17년에도 10% 이상 증가 예상



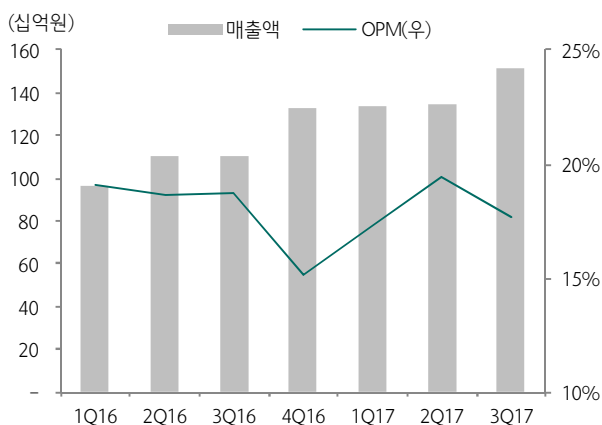
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 17년 3분기 유료 가입자 M/S(전체 약 760만명 추정)



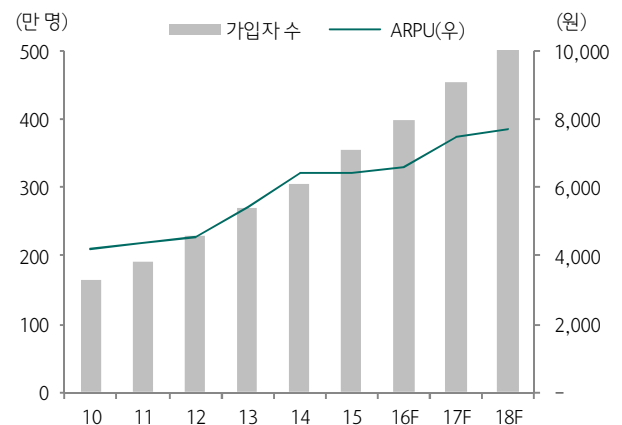
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 로엔의 최근 7개 분기 실적 - 매출액/수익성 모두 개선



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 4. 로엔의 가입자 수 및 ARPU 추이



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 5. 포도트리 - 카카오의 IP를 활용해서..



자료: 포도트리, 하나금융투자

그림 6. 메가몬스터 - 콘텐츠 제작(스튜디오드래곤 지분 11%)



자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. 매니지먼트 - 자회사 킹콩엔터의 아티스트 라인업을 활용

주: 김범, 이동욱, 유연석, 이동욱 등
자료: 킹콩, 하나금융투자

그림 8. 음원 - OST는 로엔/스타쉽/플랜에이 등

주: 왼쪽 위부터 아이유, 허각, 정은지, 케이윌
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. 신인 남자 아이돌 '더 보이즈' - 프듀 101 출신 주학년 소속

더보이즈 멤버정보



자료: 크래커, 하나금융투자

그림 10. 카카오 시스피커와 연동한 멜론 프로모션



자료: 로엔, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	357.6	450.6	571.8	665.9	712.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	357.6	450.6	571.8	665.9	712.6
판매비	294.2	370.7	472.8	545.4	572.4
영업이익	63.4	79.9	99.1	120.5	140.2
금융손익	3.4	3.3	3.7	3.8	4.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(0.5)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
세전이익	65.8	82.8	101.9	123.5	143.5
법인세	15.5	20.6	26.0	31.5	36.7
계속사업이익	50.3	62.1	75.9	92.0	106.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.3	62.1	75.9	92.0	106.9
비지배주주지분 손익	0.1	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.9)
지배주주순이익	50.1	62.6	76.5	92.7	107.7
지배주주지분포괄이익	52.8	55.5	76.6	92.8	107.8
NOPAT	48.5	60.0	73.8	89.7	104.4
EBITDA	82.6	101.8	123.7	138.4	156.1
성장성(%)					
매출액증가율	10.6	26.0	26.9	16.5	7.0
NOPAT증가율	8.0	23.7	23.0	21.5	16.4
EBITDA증가율	7.7	23.2	21.5	11.9	12.8
영업이익증가율	8.4	26.0	24.0	21.6	16.3
(지배주주)순이익증가율	10.1	25.0	22.2	21.2	16.2
EPS증가율	10.1	24.9	22.1	21.2	16.2
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	23.1	22.6	21.6	20.8	21.9
영업이익률	17.7	17.7	17.3	18.1	19.7
계속사업이익률	14.1	13.8	13.3	13.8	15.0
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,983	2,477	3,024	3,665	4,260
BPS	9,386	11,579	13,599	16,064	19,024
CFPS	3,321	4,001	4,856	5,437	6,133
EBITDAPS	3,267	4,026	4,893	5,474	6,170
SPS	14,141	17,818	22,609	26,328	28,175
DPS	0	1,004	1,200	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	42.4	30.6	34.5	28.5	24.5
PBR	8.9	6.6	7.7	6.5	5.5
PCFR	25.3	19.0	21.5	19.2	17.0
EV/EBITDA	23.5	16.6	19.1	16.6	14.2
PSR	5.9	4.3	4.6	4.0	3.7
재무비율(%)					
ROE	22.8	23.6	24.0	24.7	24.3
ROA	15.0	15.3	15.7	16.5	16.6
ROIC	98.4	110.6	120.2	145.4	183.5
부채비율	47.5	50.1	48.3	45.6	42.0
순부채비율	(76.1)	(80.2)	(82.1)	(85.8)	(89.2)
이자보상배율(배)	376.0	503.5	973.0	1,204.6	1,402.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	271.0	343.8	405.3	490.5	580.1
금융자산	187.2	242.6	289.6	355.8	435.9
현금성자산	83.1	92.1	101.5	120.6	141.9
매출채권 등	57.9	75.3	82.8	96.5	103.2
재고자산	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
기타유동자산	25.5	25.5	32.4	37.7	40.4
비유동자산	91.8	110.0	118.1	112.7	113.3
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	38.4	39.1	39.6
무형자산	46.7	43.5	49.9	43.9	43.9
기타비유동자산	17.2	22.8	22.8	22.7	22.8
자산총계	362.8	453.9	523.4	603.3	693.4
유동부채	112.1	148.0	166.2	183.7	199.4
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	49.5	55.4	58.2
비유동부채	4.7	3.5	4.4	5.1	5.5
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.7	3.5	4.4	5.1	5.5
부채총계	116.8	151.5	170.6	188.8	204.9
지배주주지분	237.4	292.9	344.0	406.3	481.2
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	278.0	340.4	415.2
비지배주주지분	8.6	9.5	8.9	8.2	7.3
자본총계	246.0	302.4	352.9	414.5	488.5
순금융부채	(187.2)	(242.6)	(289.6)	(355.8)	(435.9)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	78.5	97.0	105.3	109.3	129.4
당기순이익	50.3	62.1	75.9	92.0	106.9
조정	18.7	24.0	24.8	18.1	15.8
감가상각비	19.2	21.9	24.7	18.0	15.8
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	0.1	0.1	0.0
영업활동 현금흐름	9.5	10.9	4.6	(0.8)	6.7
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	9.4	19.1	21.3
Unlevered CFO	84.0	101.2	122.8	137.5	155.1
Free Cash Flow	75.5	70.6	99.3	104.3	124.4

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

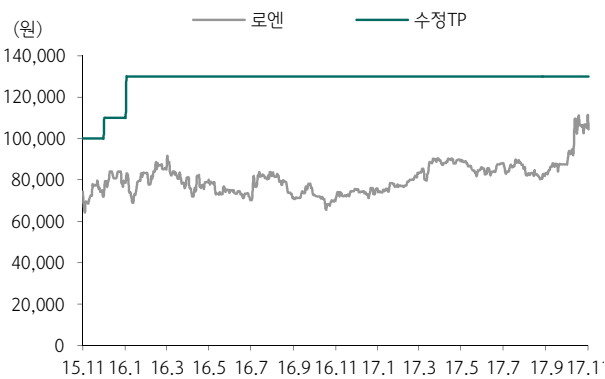
Country Aggregates

	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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

로엔



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
16.1.12	BUY	130,000		
15.12.11	BUY	110,000	-26.92%	-23.64%
15.11.11	BUY	100,000	-26.70%	-20.40%
15.8.13	BUY	112,000	-25.53%	-13.48%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.2%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 11월 8일

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 11월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2017년 11월 10일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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.