



2017년 10월 11일 | Equity Research

# 로엔 (016170)

## 3Q 유료가입자 15만명 증가

### 2018년 기나긴 박스권 주가 흐름을 돌파할 것

멜론의 예상 유료가입자는 2017년 450만명(+50만명 YoY), 2018년 500만명 달성뿐만 아니라 AI스피커/스마트카 등 4차 산업 플랫폼이 다양화되면서 시장 점유율 상승 추세도 지속될 것인데, 콘텐츠의 경쟁력이 곧 각 플랫폼 내 초기 시장 점유율의 변수이기 때문이다. 즉, AI스피커(NUGU)/스마트카(현대차 미리링크) 등의 성장이 유료가입자 시장의 성장에도 긍정적 역할 하겠지만, 그들이 선택할 파트너(콘텐츠) 역시 충성도(혹은 ARPU)가 가장 높고 유료가입자도 가장 많은 로엔이 될 것이라는 점이다. 또한, 대표이사 체제 변경으로 1) 카카오와의 시너지 2) 콘텐츠 확대 및 글로벌화가 빠르게 진행될 것이다. 이를 통해 2018년에는 2년간 이어져온 7~9만원의 박스권 흐름을 돌파할 것으로 전망된다.

### 3Q Preview: 19.3%(+0.6%p YoY)

3분기 영업수익/영업이익은 각각 1,405억원(+27% YoY)/272억원(+31%)로 사상 최대 분기 실적을 또 한번 기록할 것이다. 3분기 유료가입자는 440만명(+15만명 QoQ)으로 작년 4분기부터 1년간 진행된 프리클립 프로모션 기간 동안 증가분은 60만명이며, 해당 기간 M/S는 약 75~80% 수준으로 추정된다. 4차 산업 플랫폼의 다양화로 유료가입자 증가를 위한 프로모션이 지속될 것이고, 2위권 사업자들과의 동등한 수준의 프로모션 경쟁 구간에서 점유율 상승 추세가 이어지면서 최소 2018년 유료가입자 500만명 달성까지는 매 분기 사상 최대 실적 경신이 예상된다.

### 대표이사 체제 변경으로 카카오 시너지 가속화될 것

공시를 통해 신원수 공동 대표이사가 사임하면서 박성훈 단독 대표이사 체제로 변경된다고 밝혔다. 이를 통해 카카오 그룹 내 콘텐츠 프로바이더 역할 혹은 시너지가 가속화될 것이다. 콘텐츠 제작도 확대될 것인데, 크리스피스튜디오는 이미 다양한 웹 콘텐츠를 제작 중이며, 스튜디오드래곤 등과 합작한 메가몬스터 역시 포도트리 IP 등을 활용한 콘텐츠 제작이 본격화 될 것이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 130,000원 | CP(10월 10일): 89,700원

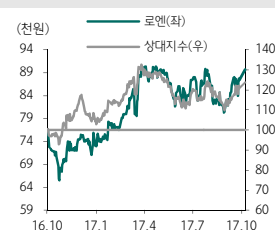
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	654.59
52주 최고/최저(원)	90,300/65,500
시가총액(십억원)	2,268.7
시가총액비중(%)	1.01
발행주식수(천주)	25,291.7
60일 평균 거래량(천주)	23.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0
17년 배당금(예상, 원)	1,200
17년 배당수익률(예상, %)	1.34
외국인지분율(%)	16.45
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 1인	67.76
NH투자증권	7.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.8 1.6 23.9
상대	7.8 (3.9) 27.7

#### Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	560.6	633.6
영업이익(십억원)	103.4	121.7
순이익(십억원)	80.0	94.6
EPS(원)	3,213	3,809
BPS(원)	13,528	16,238

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	357.6	450.6	560.9	642.9	690.3
영업이익	십억원	63.4	79.9	100.4	118.2	137.7
세전이익	십억원	65.8	82.8	103.2	121.1	141.1
순이익	십억원	50.1	62.6	77.8	91.4	106.4
EPS	원	1,983	2,477	3,077	3,612	4,208
증감률	%	10.1	24.9	24.2	17.4	16.5
PER	배	42.37	30.64	29.15	24.83	21.32
PBR	배	8.95	6.56	6.57	5.58	4.73
EV/EBITDA	배	23.55	16.56	16.04	14.10	11.99
ROE	%	22.82	23.63	24.39	24.31	24.02
BPS	원	9,386	11,579	13,652	16,064	18,972
DPS	원	0	1,004	1,200	1,300	1,300



Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

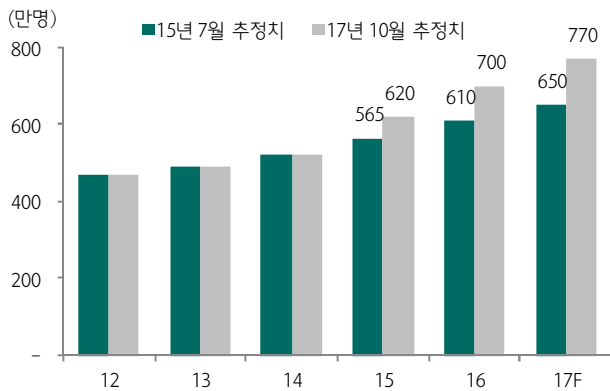
표 1. 로엔 실적 추정

(단위: 십억원)

	15	16	17F	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
영업수익	358	451	561	643	97	110	111	133	134	135	140	152
제/상품(CD 외)	22	49	64	71	7	14	9	19	19	12	16	18
콘텐츠	309	368	463	531	83	88	93	104	108	115	117	123
기타	27	34	34	41	6	8	9	10	7	8	8	11
가입자수(만 명)	355	400	450	500	365	373	380	400	412	425	440	450
ARPU	6,401	6,616	7,492	7,764	6,401	6,401	6,582	7,081	7,277	7,507	7,496	7,688
영업이익	63	80	100	118	18	21	21	20	23	26	27	24
OPM	17.7%	17.7%	17.9%	18.4%	19.1%	18.6%	18.7%	15.2%	17.3%	19.4%	19.3%	15.8%
YoY	8%	26%	26%	18%	41%	32%	23%	12%	25%	27%	31%	19%
세전이익	66	83	103	121	20	21	22	20	24	27	28	24
당기순이익	50	62	77	91	15	16	16	15	18	20	21	18

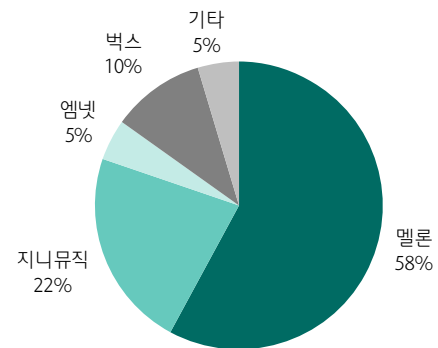
자료: 로엔, 하나금융투자

그림 1. 전체 유료 가입자 - '17년에도 10% 이상 증가 예상



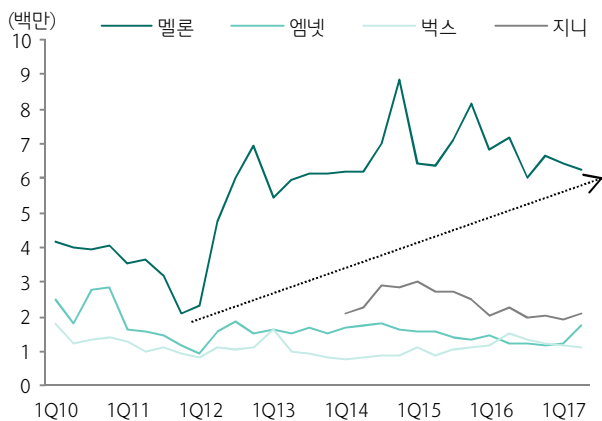
자료: 각 사, 하나금융투자

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



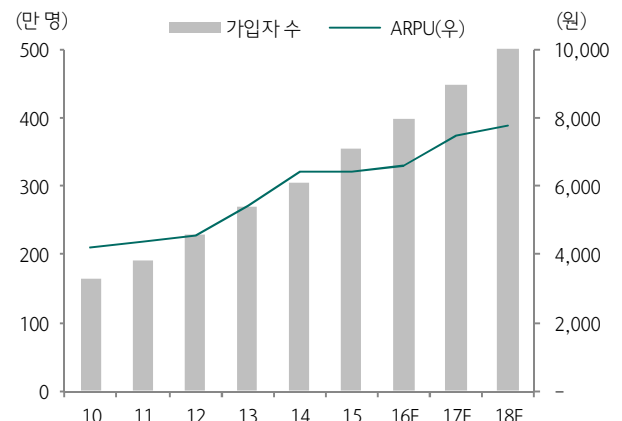
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 디지털 음원 플랫폼 별 순방문자(UV) 추이



자료: 로엔, 하나금융투자

그림 4. 로엔의 가입자 수 및 ARPU 추이



자료: 로엔, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	357.6	450.6	560.9	642.9	690.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	357.6	450.6	560.9	642.9	690.3
판매비	294.2	370.7	460.4	524.7	552.6
영업이익	63.4	79.9	100.4	118.2	137.7
금융손익	3.4	3.3	3.5	3.7	4.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
세전이익	65.8	82.8	103.2	121.1	141.1
법인세	15.5	20.6	26.0	30.5	35.5
계속사업이익	50.3	62.1	77.2	90.6	105.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.3	62.1	77.2	90.6	105.6
비지배주주지분 손익	0.1	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.9)
지배주주순이익	50.1	62.6	77.8	91.4	106.4
지배주주지분포괄이익	52.8	55.5	77.9	91.5	106.5
NOPAT	48.5	60.0	75.1	88.4	103.0
EBITDA	82.6	101.8	123.9	136.2	153.6
성장성(%)					
매출액증가율	10.6	26.0	24.5	14.6	7.4
NOPAT증가율	8.0	23.7	25.2	17.7	16.5
EBITDA증가율	7.7	23.2	21.7	9.9	12.8
영업이익증가율	8.4	26.0	25.7	17.7	16.5
(지배주주)순이익증가율	10.1	25.0	24.3	17.5	16.4
EPS증가율	10.1	24.9	24.2	17.4	16.5
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	23.1	22.6	22.1	21.2	22.3
영업이익률	17.7	17.7	17.9	18.4	19.9
계속사업이익률	14.1	13.8	13.8	14.1	15.3
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,983	2,477	3,077	3,612	4,208
BPS	9,386	11,579	13,652	16,064	18,972
CFPS	3,321	4,001	4,865	5,350	6,037
EBITDAPS	3,267	4,026	4,899	5,384	6,071
SPS	14,141	17,818	22,175	25,419	27,293
DPS	0	1,004	1,200	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	42.4	30.6	29.1	24.8	21.3
PBR	8.9	6.6	6.6	5.6	4.7
PCFR	25.3	19.0	18.4	16.8	14.9
EV/EBITDA	23.5	16.6	16.0	14.1	12.0
PSR	5.9	4.3	4.0	3.5	3.3
재무비율(%)					
ROE	22.8	23.6	24.4	24.3	24.0
ROA	15.0	15.3	15.9	16.2	16.5
ROIC	98.4	110.6	122.3	144.7	184.9
부채비율	47.5	50.1	47.9	45.2	41.7
순부채비율	(76.1)	(80.2)	(82.1)	(86.1)	(89.4)
이자보상배율(배)	376.0	503.5	986.3	1,181.6	1,377.1

자료: 하나금융투자

## 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

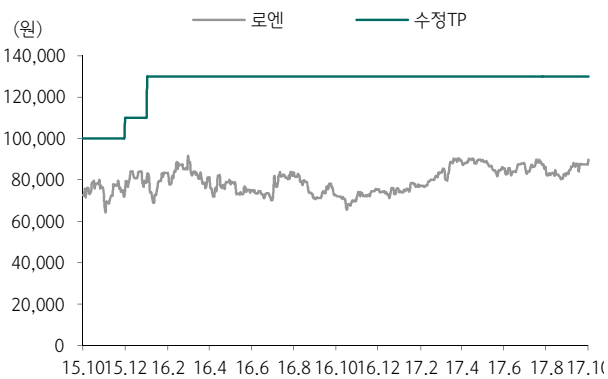
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	271.0	343.8	405.8	488.8	577.1
금융자산	187.2	242.6	290.7	356.9	435.5
현금성자산	83.1	92.1	102.5	121.7	141.5
매출채권 등	57.9	75.3	82.8	95.0	102.0
재고자산	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
기타유동자산	25.5	25.5	31.8	36.4	39.0
비유동자산	91.8	110.0	118.2	112.9	113.4
투자자산	16.2	7.0	7.0	7.0	7.0
금융자산	16.2	7.0	7.0	7.0	7.0
유형자산	11.7	36.7	38.5	39.2	39.7
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	524.0	601.7	690.5
유동부채	112.1	148.0	165.5	182.3	198.0
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	48.8	54.0	56.8
비유동부채	4.7	3.5	4.3	4.9	5.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.7	3.5	4.3	4.9	5.3
부채총계	116.8	151.5	169.8	187.2	203.4
지배주주지분	237.4	292.9	345.3	406.3	479.9
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	279.4	340.4	413.9
비지배주주지분	8.6	9.5	8.9	8.2	7.3
자본총계	246.0	302.4	354.2	414.5	487.2
순금융부채	(187.2)	(242.6)	(290.7)	(356.9)	(435.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	78.5	97.0	105.3	109.3	127.9
당기순이익	50.3	62.1	77.2	90.6	105.6
조정	18.7	24.0	23.6	18.1	15.9
감가상각비	19.2	21.9	23.5	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	0.1
영업활동 현금흐름	9.5	10.9	4.5	0.6	6.4
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	10.4	19.2	19.8
Unlevered CFO	84.0	101.2	123.0	135.3	152.7
Free Cash Flow	75.5	70.6	99.3	104.3	122.9

## 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

## 투자 의견 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%
15.11.8	BUY	100,000	-26.85%	-20.40%
15.8.13	BUY	112,000	-25.38%	-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	88.3%	11.0%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2017년 10월 9일

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