

민앤지 (214180)

텐센트와 애플레이어 시장 공략

▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(유지): 32,500원

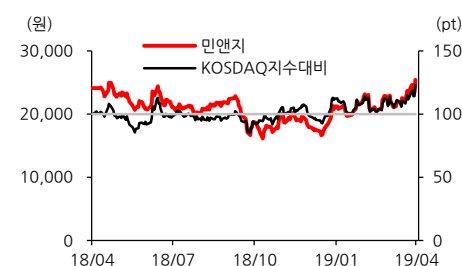
현재 주가(4/22)	25,000원
상승여력	▲30.0%
시가총액	2,972억원
발행주식수	11,887천주
52 주 최고가 / 최저가	25,450 / 16,150원
90 일 일평균 거래대금	49.02억원
외국인 지분율	17.7%
주주 구성	
이경민(외 1인)	26.9%
민앤지 자사주	0.9%
민앤지 자사주 펀드	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.9	20.2	34.4	3.5
상대수익률(KOSDAQ)	10.4	10.5	32.0	17.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	80	107	132	160
영업이익	21	26	32	39
EBITDA	27	31	37	44
지배주주순이익	14	14	20	24
EPS	1,220	1,182	1,653	1,967
순차입금	-112	-109	-125	-144
PER	20.6	14.8	15.1	12.7
PBR	3.6	2.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	7.0	3.2	4.6	3.5
배당수익률	1.0	1.4	1.0	1.0
ROE	17.0	14.8	18.1	18.3

주가 추이



민앤지는 중국 텐센트와 텐센트 게이밍 버디를 국내 정식 출시하였습니다. 텐센트 게이밍 버디는 타사 애플레이어 대비 우월한 성능을 앞세워 빠르게 국내 애플레이어 시장 내 사용자 트래픽 점유율을 높여나갈 것으로 예상합니다. 이는 민앤지의 새로운 외형 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 기대됩니다.

민앤지, 텐센트 게이밍 버디 국내 출시

민앤지와 텐센트는 애플레이어 '텐센트 게이밍 버디'의 한국 정식 서비스를 위한 MOU를 체결한다고 밝혔다. 민앤지는 텐센트의 애플레이어를 한국 시장에 맞게 최적화하여 서비스할 예정이다. 텐센트는 기존 중국에서 출시한 버전(배틀그라운드만 지원)과는 달리, 리니지M, 리니지 레볼루션 전용 UI를 추가하였다. 계약 구조는 마일스톤 방식으로, 초기 수익구조는 애플레이어로 유입되는 트래픽에 대한 광고매출 분배가 될 것으로 예상된다. 추후에 성과에 따라 비즈니스 모델을 추가하여 수익 확대 기회를 마련할 것으로 예상된다.

배틀그라운드 모바일 단독 서비스 → 최대 트래픽 보유할 전망

텐센트는 2018년 5월 텐센트 게이밍 버디를 출시한 후부터 타사 애플레이어의 배틀그라운드 모바일 서버 접속을 제재해왔다. 이는 텐센트 게이밍 버디를 '유일한 배틀그라운드 모바일 전용 애플레이어'로 만들어 시장 지배력을 강화하려는 의도로 파악된다. 따라서 정식 출시 이후에 사실상 배틀그라운드 모바일 트래픽은 전부 텐센트 게이밍 버디로 유입될 가능성이 매우 높아졌다고 판단된다. 참고로, 모바일 시장 조사 기관 모바일 인덱스에 따르면 배틀그라운드 모바일은 2019년 2월 기준 가장 많은 이용자수를 보유한 모바일 게임으로 밝혀졌다. 이와 같은 텐센트의 서비스 정책과 시장흐름은 민앤지의 애플레이어 광고 매출에 매우 긍정적인 요소들이라고 판단된다.

게이밍 플랫폼 사업가치 반영하며 주가 레벨업 예상

당사는 텐센트 게이밍 버디가 국내 애플레이어 시장 내 높은 점유율을 확보할 것으로 예상한다. 이와 관련된 실적은 아직 당사 추정치에 반영하지 않았으나, 유의미한 매출액 및 영업이익이 발생할 경우 민앤지의 주가는 동사의 게이밍 플랫폼 사업가치를 반영하며 레벨업할 것으로 예상한다. 이에 투자 의견 Buy, 목표주가 32,500원을 유지한다.

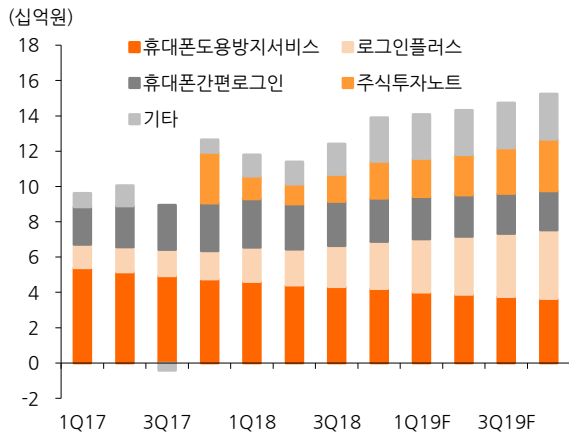
[표1] 민앤지 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2018	2019E	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F
전사 매출액	107.3	131.5	160.0	25.0	25.4	26.9	30.0	29.9	31.5	33.6	36.5
민앤지 본사	49.5	58.4	65.3	11.8	11.4	12.4	13.9	14.1	14.3	14.7	15.2
- 휴대폰번호도용방지서비스	17.5	15.3	13.4	4.6	4.4	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.6
- 로그인플러스	8.9	13.8	18.8	1.9	2.0	2.3	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9
- 휴대폰간편로그인(간편결제매니저)	10.3	9.2	8.3	2.8	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
- 주식투자노트	6.0	10.0	14.4	1.3	1.1	1.5	2.1	2.2	2.3	2.6	2.9
- 기타	6.7	10.1	10.3	1.2	1.3	1.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
세돌뱅크 매출액	57.2	72.4	93.9	13.0	13.8	14.3	16.0	15.7	17.0	18.7	21.0
전사 영업이익	26.0	32.2	38.6	6.1	6.3	7.0	6.7	6.8	8.1	9.3	8.0
- 민앤지 본사	17.5	21.2	23.5	4.4	4.5	4.6	4.0	5.3	5.8	5.6	4.5
전사 영업이익률	24.3%	24.5%	24.1%	24.3%	24.7%	25.9%	22.3%	22.8%	25.8%	27.6%	21.9%
- 민앤지 본사	35.5%	36.3%	36.0%	37.6%	39.9%	36.9%	28.7%	37.9%	40.3%	37.8%	29.7%
당기순이익	19.7	25.9	31.1	4.6	4.6	6.3	4.3	5.6	6.5	7.4	6.5
지배지분순이익	14.4	20.0	23.8	3.9	3.7	4.1	2.7	4.3	5.0	5.7	5.0

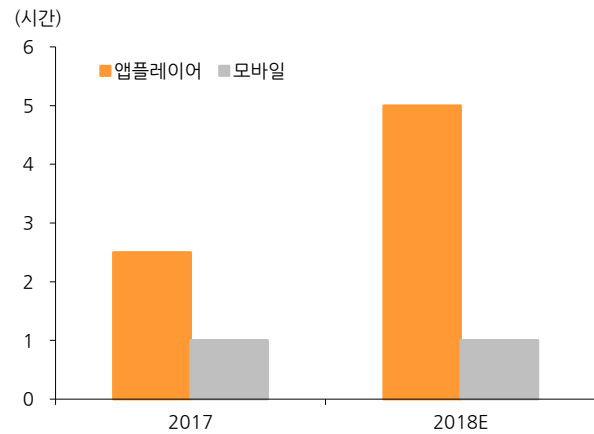
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 민앤지 사업별 매출추이



자료: 민앤지, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 플랫폼별 일평균 게임 플레이시간



자료: 블루스택, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	41	80	107	132	160
매출총이익	41	80	107	132	160
영업이익	16	21	26	32	39
EBITDA	17	27	31	37	44
순이자손익	0	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	23	26	33	40
당기순이익	11	18	20	26	31
지배주주순이익	11	14	14	20	24
증가율(%)					
매출액	52.8	97.8	33.4	22.5	21.7
영업이익	44.2	34.9	21.7	23.6	20.0
EBITDA	51.7	52.7	17.2	18.5	17.6
순이익	30.2	59.9	7.6	31.5	19.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	39.0	26.6	24.3	24.5	24.1
EBITDA 이익률	43.0	33.2	29.2	28.2	27.2
세전이익률	34.2	29.0	24.0	25.4	25.0
순이익률	28.2	22.8	18.4	19.7	19.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	14	56	27	26	29
당기순이익	11	18	20	26	31
자산상각비	2	5	5	5	5
운전자본증감	-1	33	-3	-1	-1
매출채권 감소(증가)	-2	-2	-3	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	0	0	0	1
투자현금흐름	-37	10	-27	-7	-7
유형자산처분(취득)	-1	6	-2	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	5	-9	-1	-1
재무현금흐름	28	-1	-4	-3	-3
차입금의 증가(감소)	29	-2	1	0	0
자본의 증가(감소)	-2	4	-3	-3	-3
배당금의 지급	2	3	3	3	3
총현금흐름	18	27	34	27	30
(-)운전자본증가(감소)	-16	-31	2	1	1
(-)설비투자	1	1	2	2	2
(+)자산매각	-1	6	-2	-2	-2
Free Cash Flow	32	64	28	22	24
(-)기타투자	53	0	16	2	2
잉여현금	-21	64	12	20	22
NOPLAT	13	17	20	25	30
(+) Dep	2	5	5	5	5
(-)운전자본투자	-16	-31	2	1	1
(-)Capex	1	1	2	2	2
OpFCF	30	52	21	27	32

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	61	128	131	152	176
현금성자산	51	112	111	127	146
매출채권	10	16	19	23	28
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	99	85	102	102	103
투자자산	18	15	34	36	37
유형자산	8	2	3	4	6
무형자산	73	67	64	62	60
자산총계	161	213	233	254	279
유동부채	32	64	66	69	72
매입채무	3	5	6	7	8
유동성이자부채	5	0	0	0	0
비유동부채	12	12	14	14	15
비유동이자부채	0	0	2	2	2
부채총계	44	76	79	83	87
자본금	3	7	7	7	7
자본잉여금	53	48	48	48	48
이익잉여금	28	40	51	68	88
자본조정	-7	-1	-4	-3	-3
자기주식	-7	0	-2	-2	-2
자본총계	117	137	153	172	192

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	940	1,220	1,182	1,653	1,967
BPS	6,068	6,948	7,545	8,902	10,417
DPS	450	250	250	250	250
CFPS	1,512	2,310	2,861	2,026	2,201
ROA(%)	10.4	7.7	6.5	8.2	8.9
ROE(%)	17.8	17.0	14.8	18.1	18.3
ROIC(%)	39.6	46.9	135.5	149.1	177.5
Multiples(x, %)					
PER	16.0	20.6	14.8	15.1	12.7
PBR	2.5	3.6	2.3	2.8	2.4
PSR	4.3	3.7	1.9	2.6	2.1
PCR	9.9	10.9	6.1	12.3	11.4
EV/EBITDA	7.6	7.0	3.2	4.6	3.5
배당수익률	3.0	1.0	1.4	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	37.2	55.4	51.7	48.2	45.3
Net debt/Equity	-39.2	-81.3	-70.8	-73.0	-75.2
Net debt/EBITDA	-262.9	-418.2	-347.0	-338.1	-331.3
유동비율	195.1	200.8	200.0	221.9	242.9
이자보상배율(배)	662.2	3,833.7	524.9	1,149.8	1,183.8
자산구조(%)					
투자자본	46.0	9.1	10.3	9.4	8.4
현금+투자자산	54.0	90.9	89.7	90.6	91.6
자본구조(%)					
차입금	4.2	0.1	1.3	1.2	1.0
자기자본	95.8	99.9	98.7	98.8	99.0

[Compliance Notice]

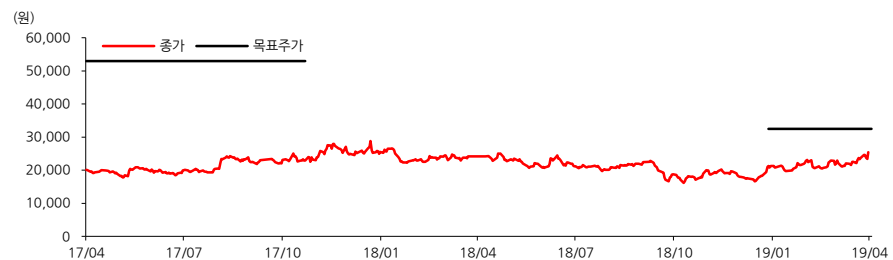
(공표일: 2019년 4월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[민앤지 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2019.01.15	2019.01.16	2019.04.23			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	최준영	32,500	32,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.16	Buy	32,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%