



로엔 (016170)

분기 사상 최대 실적, 계단식 이익 성장 지속

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7651 / RA 장지혜 jihye.jang@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(유지): 115,000원

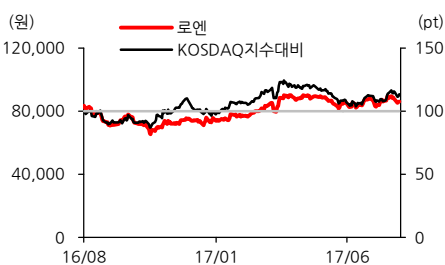
현재 주가(8/10)	82,900원
상승여력	▲38.7%
시가총액	20,967억원
발행주식수	25,292천주
52 주 최고가 / 최저가	90,300 / 65,500원
90 일 일평균 거래대금	19.69억원
외국인 지분율	16.5%
주주 구성	
카카오(외 1인)	67.8%
NH 투자증권	6.0%

주기수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.7	-7.5	7.7	-0.8
상대수익률(KOSDAQ)	-2.0	-7.1	2.8	8.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017E	2018E
매출액	358	451	572	698
영업이익	63	80	112	132
EBITDA	83	102	138	153
지배주주순이익	50	63	87	102
EPS	1,983	2,477	3,431	4,024
순차입금	-187	-243	-347	-426
PER	42.4	30.6	24.2	20.6
PBR	8.9	6.6	5.9	5.0
EV/EBITDA	23.4	16.5	12.7	10.9
배당수익률	n/a	1.3	1.7	2.0
ROE	22.8	23.6	26.8	26.3

주가 추이



동사는 분기 사상 최대 실적을 기록했고, 향후에도 P 와 Q 동반 확대 로 계단식 이익 성장은 지속될 전망입니다. 늘 직면하는 고평가 논란에 도 보여줄 게 더 많은 회사라 판단함에 따라 매수 의견을 유지합니다.

분기 사상 최대 실적, Q와 P 동반 확대

2017년 2분기 매출액과 영업이익은 각각 22%, 27% 증가했다. 1) 유료 가입자 순증(2분기 13만 명 순증, 누적 425만 명)과 2) 음원 가격인상 후 진행한 마케팅의 할인 폭 축소에 따른 ARPU 상승(8% 증가)이 맞물렸기 때문이다. 사업 확장에 따른 인력 충원과 권리자 수익배분 확대 에도 불구하고 큰 폭의 매출액 성장이 비용을 상쇄시키고 있다.

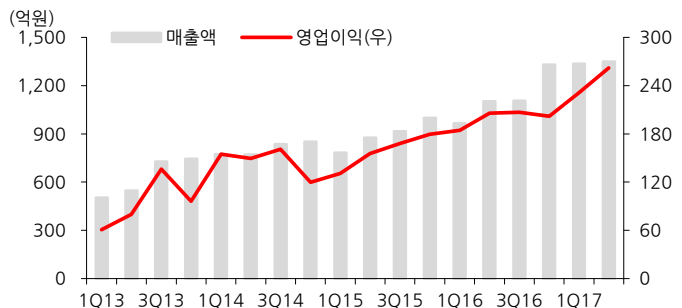
계단식 이익 성장 지속

이에 따라 분기 영업이익은 2015년 160억, 2016년 200억, 2017년 1분 기 231억, 2분기 262억 원까지 상승했다. 향후에도 1) 지속적인 유료가 입자 성장(유기적 성장+4차산업 발달에 따른 B2B 시장 확대+카카오 특 프로모션 등에 따른 노출도 확대), 2) 점진적인 가격 인상 반영(할인 마케팅 축소)에 따라 계단식 이익 성장은 지속될 전망이다.

보여줄 게 더 많은 회사, 매수 의견 유지

분기 사상 최대 실적을 발표하고도 전일 주가는 3.8% 하락했다. 호실 적과 동행하는 고평가 논란 때문일 것이다. 그러나 1) 스트리밍, 디지 털 음원시장의 수혜주, 2) 다양한 콘텐츠 제작 투자에 따른 ARPU 상 승 여력과 타사대비 높은 경쟁력 및 로열티, 3) 중국 음원 유료화에 따 른 구조적 성장(분기별 수출 실적 급증)을 감안하면 여전히 보여줄 것 이 더 많은 회사라는 판단이다. 긍정적 시각을 유지한다.

로엔 분기별 실적 추이



자료: 로엔, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 로엔 2017년 2분기 실적 점검(연결)

(단위: 억원, %)

구분	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yy	qq	컨센	차이(a/b)
매출액	1,104	1,106	1,332	1,336	1,349	22.2	1.0	1,409	-4.3
영업이익	206	207	202	231	262	27.3	13.3	257	1.9
순이익	162	161	153	181	199	23.1	10.2	197	1.0
영업이익률	18.7	18.7	15.2	17.3	19.4				
순이익률	14.6	14.5	11.5	13.5	14.8				

자료: 로엔, 한화투자증권

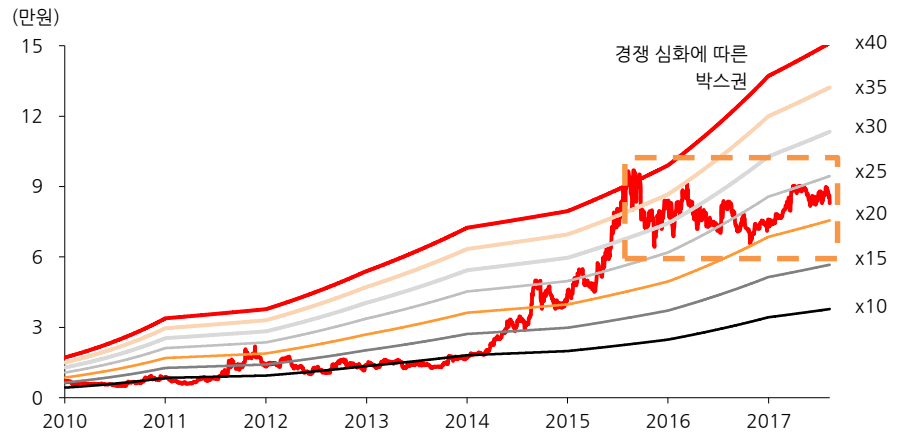
[표2] 로엔 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	965	1,104	1,106	1,332	1,336	1,349	2,526	3,233	3,576	4,506	5,720	6,982
growth %	23.2%	25.9%	20.8%	33.0%	38.5%	22.2%	36.5%	28.0%	10.6%	26.0%	26.9%	22.1%
제품+상품	72	141	92	186	187	124	174	189	217	491		
growth %	134.1%	192.4%	69.0%	123.0%	161.8%	-12.3%	10.5%	8.9%	14.6%	126.5%		
sales %	7.4%	12.8%	8.3%	13.9%	14.0%	9.2%	6.9%	5.9%	6.1%	10.9%		
콘텐츠	830	879	928	1,043	1,078	1,148	2,301	2,924	3,091	3,680		
growth %	14.0%	20.9%	14.1%	26.8%	29.9%	30.6%	44.1%	27.0%	5.7%	19.0%		
sales %	86.0%	79.7%	83.9%	78.3%	80.7%	85.1%	91.1%	90.4%	86.4%	81.6%		
기타	64	83	86	103	71	78	51	120	268	336		
growth %	157.2%	9.4%	18.5%	8.5%	11.9%	-6.0%	-47.3%	135.8%	124.1%	25.2%		
sales %	6.6%	7.5%	7.8%	7.7%	5.3%	5.8%	2.0%	3.7%	7.5%	7.5%		
비용	781	898	899	1,130	1,105	1,087	2,152	2,648	2,942	3,707	4,596	5,665
growth %	19.7%	24.5%	20.3%	37.6%	41.6%	21.1%	38.9%	23.0%	11.1%	26.0%	24.0%	23.3%
margin %	80.9%	81.3%	81.3%	84.8%	82.7%	80.6%	85.2%	81.9%	82.3%	82.3%	80.3%	81.1%
원재료	45	76	47	110	124	42	74	106	135	278	366	433
growth %	139.9%	163.6%	37.1%	104.9%	173.6%	-44.4%	51.3%	42.7%	27.9%	105.1%	31.8%	18.3%
sales %	4.7%	6.8%	4.3%	8.2%	9.3%	3.1%	2.9%	3.3%	3.8%	6.2%	6.4%	6.2%
인건비	91	94	92	94	105	113	215	286	286	371	434	524
growth %	46.0%	30.4%	25.5%	19.9%	15.7%	20.1%	40.5%	33.3%	0.0%	29.7%	17.0%	20.5%
sales %	9.4%	8.5%	8.3%	7.1%	7.9%	8.4%	8.5%	8.9%	8.0%	8.2%	7.6%	7.5%
지급수수료	425	476	492	510	560	574	1,154	1,445	1,603	1,902	2,314	2,793
growth %	9.1%	19.6%	23.4%	22.2%	31.8%	20.6%	46.0%	25.2%	10.9%	18.7%	21.6%	20.7%
sales %	44.0%	43.1%	44.4%	38.3%	41.9%	42.6%	45.7%	44.7%	44.8%	42.2%	40.4%	40.0%
마케팅	82	98	106	177	107	134	190	197	337	463	549	691
growth %	38.7%	24.6%	23.2%	57.0%	30.6%	37.2%	16.9%	3.7%	70.6%	37.6%	18.6%	25.8%
sales %	8.5%	8.8%	9.6%	13.3%	8.0%	9.9%	7.5%	6.1%	9.4%	10.3%	9.6%	9.9%
인세	78	79	95	149	114	135	291	338	311	401	551	768
growth %	9.1%	1.3%	16.5%	86.2%	46.3%	70.3%	34.4%	16.3%	-8.0%	28.9%	37.6%	39.4%
sales %	8.1%	7.2%	8.6%	11.2%	8.5%	10.0%	11.5%	10.5%	8.7%	8.9%	9.6%	11.0%
영업이익	184	206	207	202	231	262	373	585	634	799	1,124	1,317
growth %	40.8%	32.4%	23.1%	12.4%	25.3%	27.3%	24.1%	56.6%	8.4%	26.0%	40.7%	17.1%
margin %	19.1%	18.7%	18.7%	15.2%	17.3%	19.4%	14.8%	18.1%	17.7%	17.7%	19.7%	18.9%

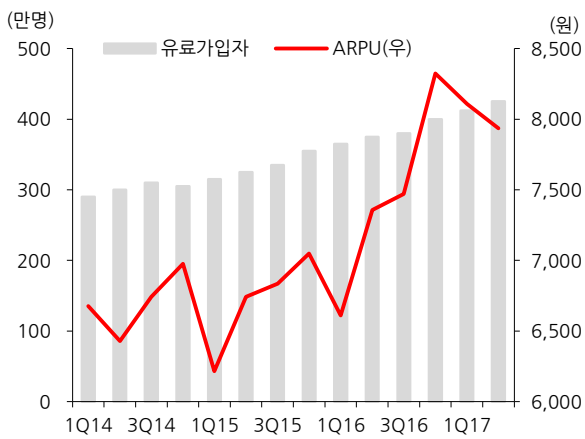
자료: 로엔, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 로엔 PER BAND 추이



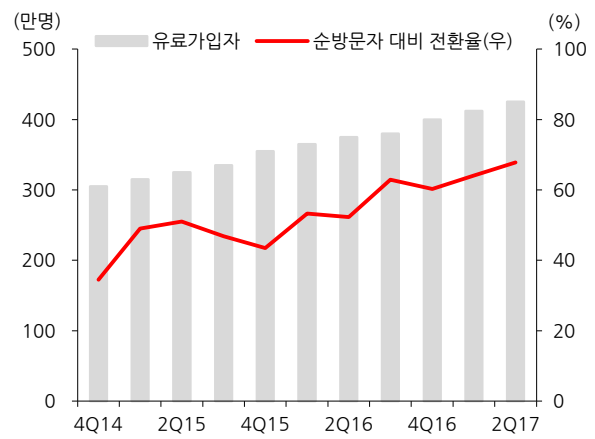
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림2] Melon 유료가입자(Q)와 ARPU(P) 추이



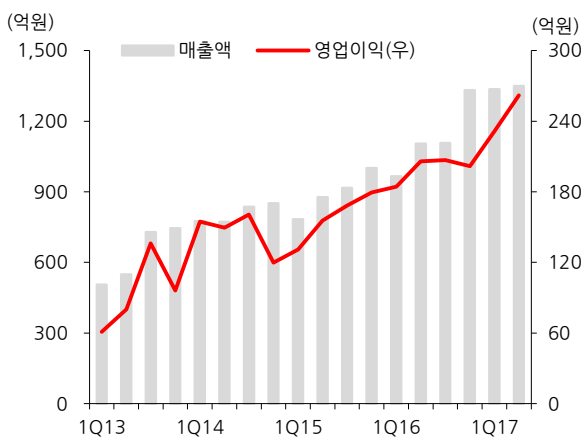
자료: 로엔, 한화투자증권

[그림3] Melon 유료가입자와 UV 대비 전환율



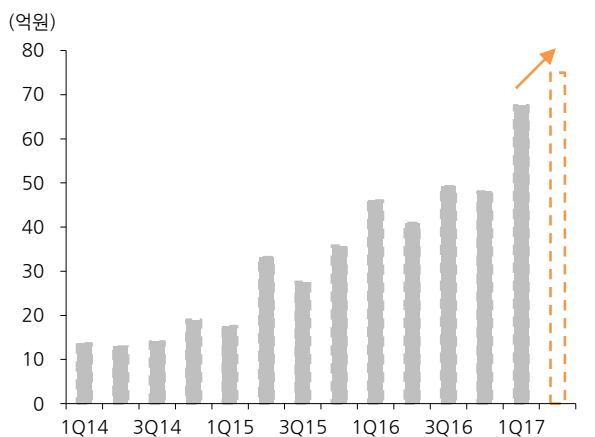
자료: 로엔, 한화투자증권

[그림4] 로엔 분기별 매출액과 영업이익 추이



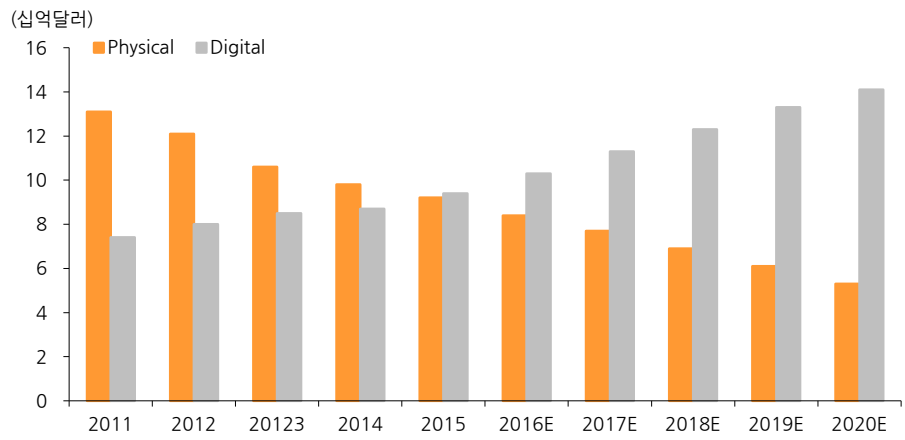
자료: 로엔, 한화투자증권

[그림5] 로엔 분기별 수출 실적 추이



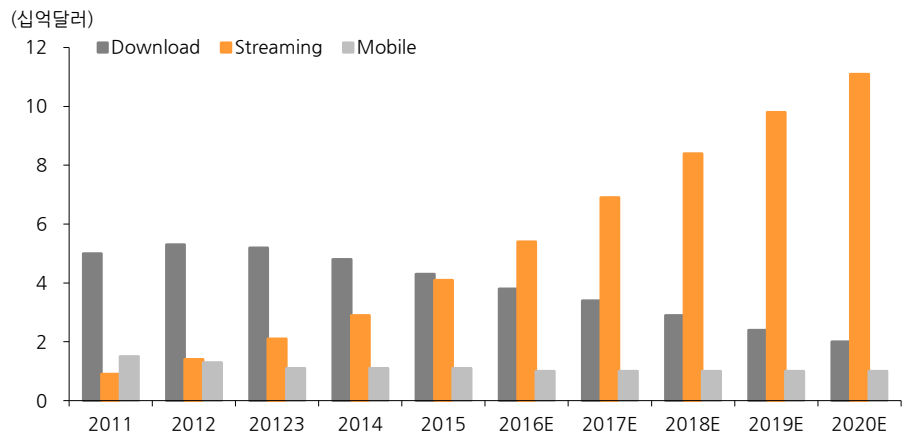
자료: 로엔, 한화투자증권

[그림6] 글로벌 음악시장 전망



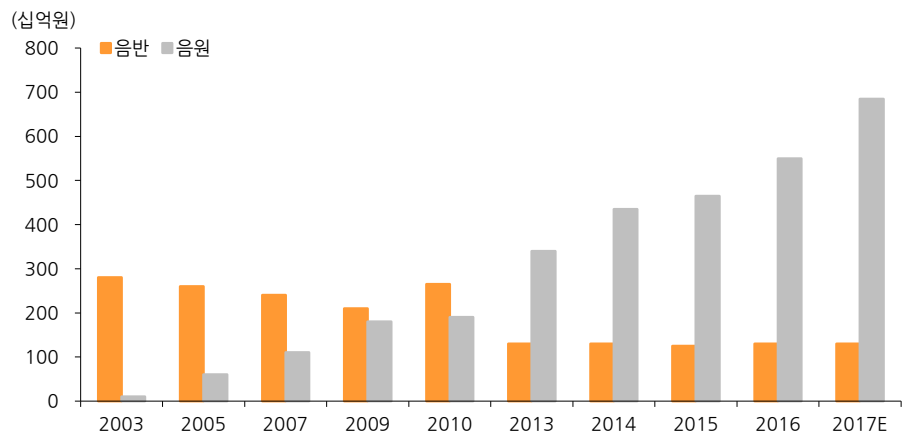
자료: PWC, Music Industry White Paper, 한화투자증권

[그림7] 글로벌 디지털 음원시장 전망



자료: PWC, Music Industry White Paper, 한화투자증권

[그림8] 국내 음악시장



자료: PWC, Music Industry White Paper, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	323	358	451	572	698
매출총이익	323	358	451	572	698
영업이익	58	63	80	112	132
EBITDA	77	83	102	138	153
순이자손익	3	3	3	3	4
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	60	66	83	115	134
당기순이익	46	50	62	86	102
지배주주순이익	46	50	63	87	102
증가율(%)					
매출액	28.0	10.6	26.0	26.9	22.1
영업이익	56.6	8.4	26.0	40.7	17.1
EBITDA	49.7	7.8	23.2	35.3	11.4
순이익	34.2	9.8	23.6	39.1	17.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	18.1	17.7	17.7	19.7	18.9
EBITDA 이익률	23.7	23.1	22.6	24.1	22.0
세전이익률	18.4	18.4	18.4	20.1	19.2
순이익률	14.2	14.1	13.8	15.1	14.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업현금흐름	77	79	97	142	129
당기순이익	46	50	62	86	102
자산상각비	18	19	22	25	22
운전자본증감	6	9	11	7	5
매출채권 감소(증가)	-6	-1	-14	-19	-17
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	15	23	19	19
투자현금흐름	-64	-15	-89	-12	-19
유형자산처분(취득)	-5	-3	-26	-6	-6
무형자산 감소(증가)	-13	-13	-15	-6	-6
투자자산 감소(증가)	-54	20	-46	1	-6
재무현금흐름	0	-18	1	-25	-35
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-18	0	-25	-35
배당금의 지급	0	18	0	25	35
총현금흐름	80	84	101	135	124
(-)운전자본증가(감소)	-16	-11	-19	-30	-5
(-)설비투자	5	3	26	6	6
(+)자산매각	-13	-13	-15	-6	-6
Free Cash Flow	77	79	78	153	116
(-)기타투자	1	21	9	23	1
잉여현금	76	58	69	129	115
NOPLAT	45	48	60	85	100
(+) Dep	18	19	22	25	22
(-)운전자본투자	-16	-11	-19	-30	-5
(-)Capex	5	3	26	6	6
OpFCF	74	76	74	134	121

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	240	271	344	470	568
현금성자산	162	187	243	347	426
매출채권	56	58	75	94	111
재고자산	0	0	0	0	1
비유동자산	64	92	110	97	88
투자자산	17	33	30	29	30
유형자산	13	12	37	33	28
무형자산	34	47	44	35	30
자산총계	304	363	454	567	656
유동부채	96	112	148	200	223
매입채무	47	64	89	107	126
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	5	3	4	4
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	98	117	151	204	227
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	57	57	57	57	57
이익잉여금	133	165	227	288	355
자본조정	0	3	-4	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	206	246	302	363	429

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표					
EPS	1,801	1,983	2,477	3,431	4,024
BPS	7,993	9,386	11,579	13,976	16,597
DPS	711	n/a	1,000	1,400	1,650
CFPS	3,171	3,321	4,001	5,322	4,888
ROA(%)	16.8	15.0	15.3	17.0	16.6
ROE(%)	25.4	22.8	23.6	26.8	26.3
ROIC(%)	93.6	114.1	125.7	269.0	n/a
Multiples(x, %)					
PER	24.4	42.4	33.5	24.2	20.6
PBR	5.5	8.9	7.2	5.9	5.0
PSR	3.4	5.9	4.7	3.7	3.0
PCR	13.8	25.3	20.7	15.6	17.0
EV/EBITDA	12.4	23.4	18.2	12.7	10.9
배당수익률	1.6	n/a	1.2	1.7	2.0
안정성(%)					
부채비율	47.6	47.5	50.1	56.2	52.9
Net debt/Equity	-78.5	-76.1	-80.2	-95.6	-99.4
Net debt/EBITDA	-210.9	-226.5	-238.3	-251.7	-277.9
유동비율	251.2	241.8	232.3	235.0	254.5
이자보상배율(배)	354.8	376.0	503.5	378.8	8,298.6
자산구조(%)					
투하자본	19.2	16.2	16.2	2.6	-0.8
현금+투자자산	80.8	83.8	83.8	97.4	100.8
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

[Compliance Notice]

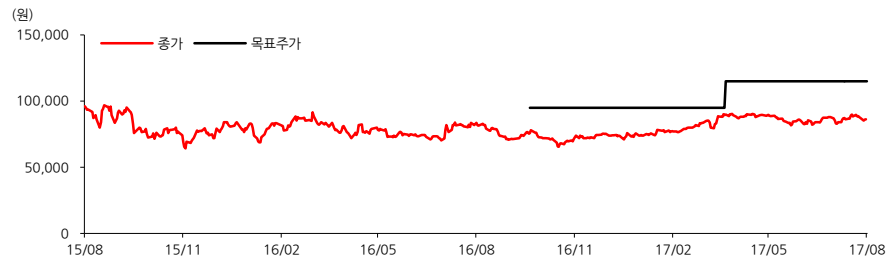
(공표일: 2017년 8월 11일)

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 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 장지해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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.

[로엔 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.09.29	2016.09.29	2016.10.04	2016.10.31	2016.11.11	2016.11.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2016.12.30	2017.01.03	2017.01.31	2017.02.10	2017.03.02	2017.03.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2017.03.31	2017.04.26	2017.04.28	2017.05.12	2017.06.05	2017.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2017.08.11					
투자의견	Buy					
목표가격	115,000					

[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 추정치에 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: 2017년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	81.3%	18.7%	0.0%	100.0%