



△ 인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

## Overweight

### Top Picks

NAVER (035420)	Buy	225,000원
카카오(035720)	Buy	200,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	770,000원

### 관심종목

넷마블(251270)	Buy	140,000원
펄어비스(263750)	Buy	260,000원
아프리카TV(067160)	Buy	95,000원
NHN(181710)	Buy	100,000원
컴투스(078340)	Buy	140,000원

# 인터넷/게임 플랫폼 슈퍼파워

- ✓ 4Q19 플랫폼의 실적 양호. 광고/쇼핑/컨텐츠 모두 계절적 성수기 효과 만끽하였으며 다만 인건비, 마케팅비 등의 영업비용 증가로 이익은 예상 수준
- ✓ 게임업종의 경우 엔씨소프트가 'L2M' 출시로 돌보이는 실적 성장 기록 전망
- ✓ Top Picks는 NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 대형주 비중확대 전략 여전히 유효

### 4Q19 인터넷/게임, 기대치 부합

인터넷/게임업종의 4분기 실적은 대체로 기대치에 부합할 전망이다. 네이버와 카카오 모두 계절적 성수기효과를 만끽하였으며 네이버는 단가인상과 쇼핑광고의 성장, 카카오는 톡보드 매출의 성장세를 확인한다.

### 1. 플랫폼 슈퍼파워

2019년 네이버와 카카오의 광고매출 성장률은 각각 14.7%, 70.8%로 시장성장률 10%를 상회했다. 네이버는 쇼핑 고도화, 신규 모바일앱의 인벤토리 확장, 인플루언서 영입 등에 근거한 UGC(User Generated Contents) 확충 등이 주효했다. 카카오는 카카오 모멘트의 안착, 톡보드(채팅창 광고)의 성공으로 광고매출의 눈부신 성장을 이루어냈다.

### 2. 2020 게임 트렌드 – '위처'와 '드래곤퀘스트워크'

2020년 초반 게임업계의 화두는 '위처'와 '드래곤퀘스트워크'의 성공이다. 위처는 폴란드 유명 개발사 'CD프로젝트 레드'의 히트 IP로 19년 12월 넷플릭스의 신작 드라마 '위처'로 재탄생하였다. 참고로 지난 1년동안 'CD프로젝트 레드'의 기업가치는 86% 상승하였다. 2019년 하반기 일본 게임시장의 히트 컨텐츠는 스퀘어에닉스의 '드래곤퀘스트워크'로 현재 일본 앱애니 매출순위 상위권을 기록 중이며 '포켓몬고'를 잇는 위치기반의 AR게임이다.

### 3. 대형주 비중확대 전략 유효

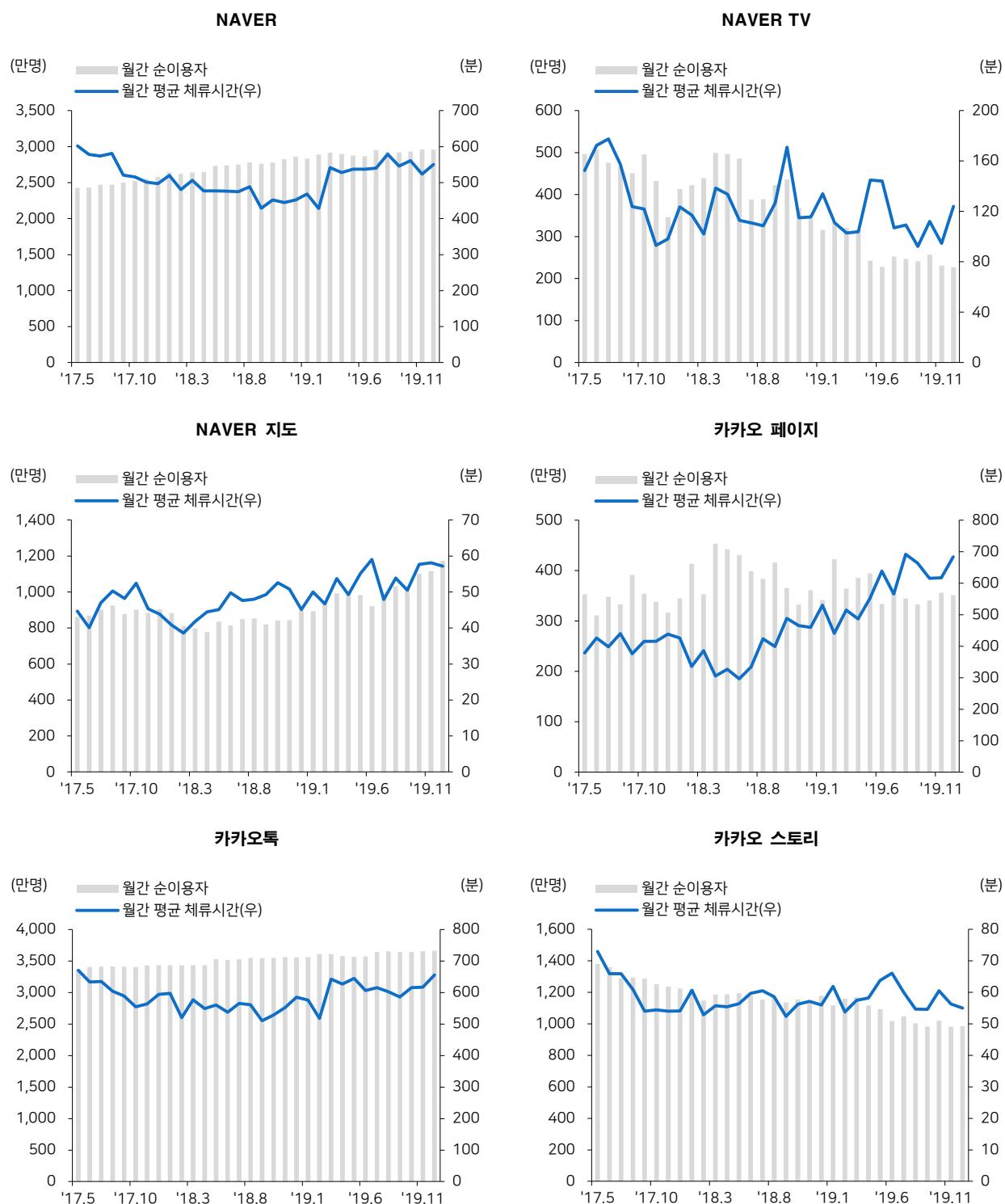
2020년에도 테크핀, 웹툰, 동영상, O2O(모빌리티, 예약/결제 등) 등에 있어 성장을 거듭할 플랫폼 NAVER와 카카오에 대한 비중확대 전략 유효하다. 엔씨소프트 역시 '리니지2M'의 성공과 '리니지M'의 성과 유지되며 이익 성장의 눈높이 상향조정되고 있어 기업가치 역시 재평가된다.

### 4Q19 실적은 엔씨소프트, 카카오, 네이버 순으로 양호

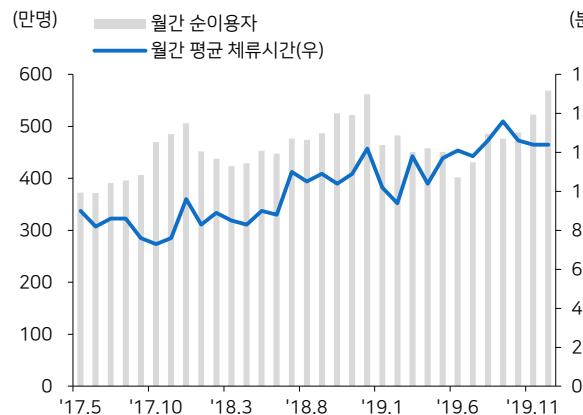
4분기 양호한 실적이 기대되는 종목은 엔씨소프트('리니지2M'의 성공), 카카오(톡보드의 성장), 네이버(광고 매출 호조) 등의 순이다.

## 인터넷/게임 주요 Data

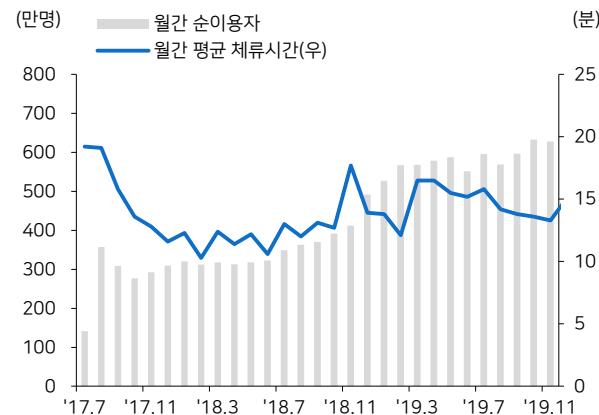
그림1 모바일 이용 리포트



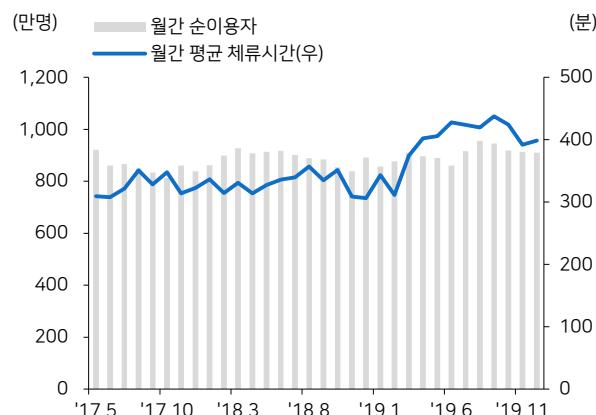
카카오 T



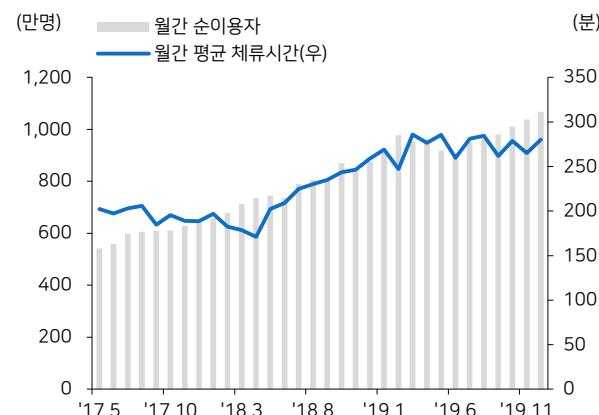
카카오뱅크



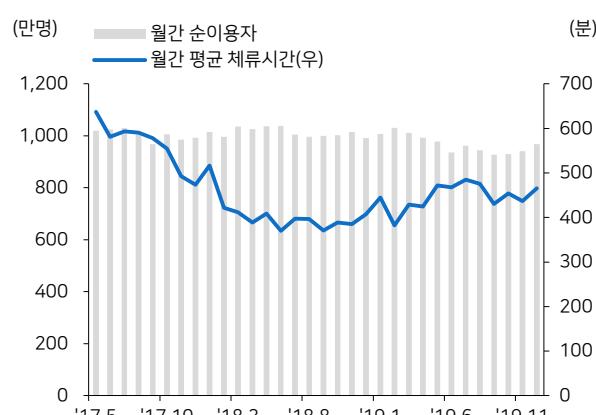
다음



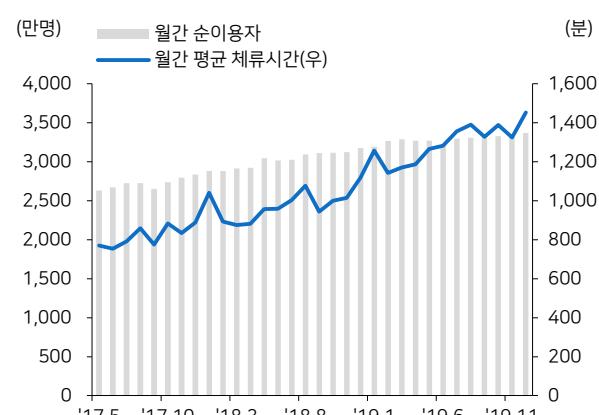
인스타그램



페이스북



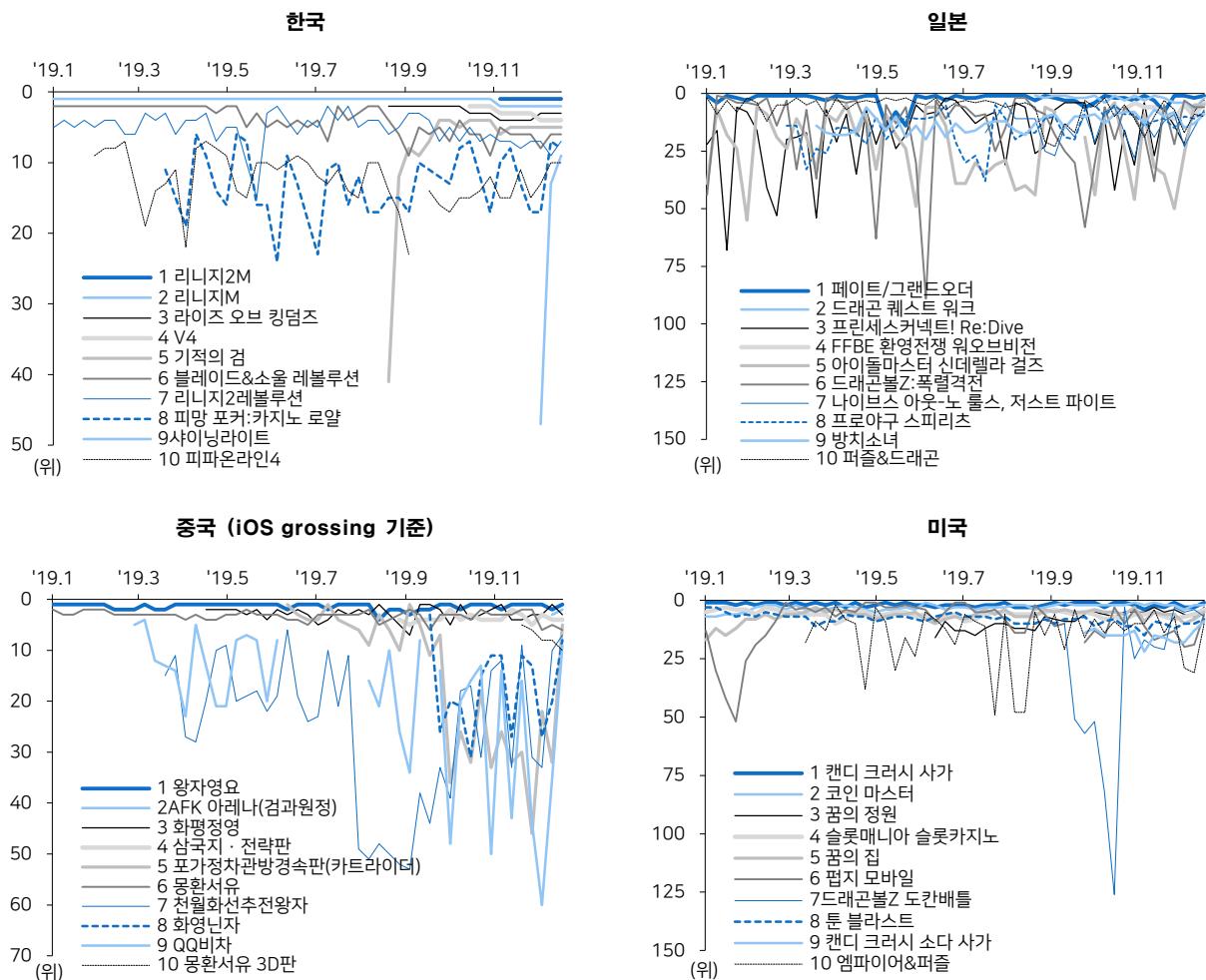
Youtube



주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

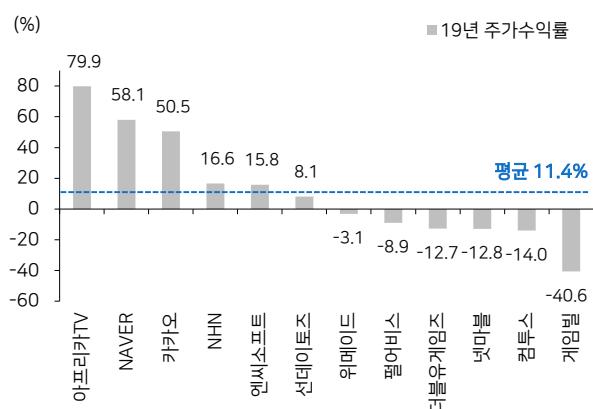
그림2 국가별 게임순위



주: 2020.1.12 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

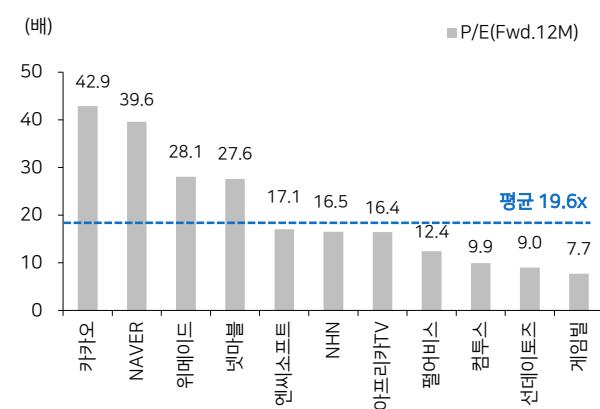
그림3 2019년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2019.12.30 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2020.1.13 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사	시가총액 (1.14) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)		
		2019E	2020E						2019E	2019E	2019E	2020E	2019E	2020E	
인터넷	NAVER	31.4	39.1	29.4	37.6	1.0	12.5	4.6	20.6	6,591.9	7,622.4	772.5	1,172.0	475.9	786.4
	카카오	14.4	43.6	32.9	40.9	1.1	5.8	2.5	22.3	3,079.3	3,737.1	194.5	394.1	175.7	322.0
	NHN	1.5	18.3	15.4	17.2	1.1	5.0	0.8	6.4	1,481.0	1,598.2	94.0	118.3	59.8	82.3
	아프리카TV	0.7	16.5	13.4	-	-	28.7	4.2	10.4	171.5	206.9	39.6	50.5	34.6	41.2
게임	엔씨소프트	13.4	17.3	14.3	31.8	0.5	25.0	4.0	11.7	1,695.9	2,468.6	514.2	986.0	439.1	767.6
	넷마블	8.4	30.1	26.8	-	-	5.8	1.7	12.6	2,225.1	2,550.2	221.5	336.2	205.4	275.6
	펄어비스	2.6	12.8	9.7	26.1	0.5	30.6	3.3	9.5	566.6	682.5	160.2	240.8	146.8	202.3
	컴투스	1.4	10.0	8.8	7.5	1.3	13.7	1.3	4.5	472.8	540.5	126.2	147.0	128.4	138.5
	더블유게임즈	1.0	7.4	6.5	23.6	0.3	18.4	1.2	5.7	522.5	565.0	154.3	173.8	115.6	130.2
	위메이드	0.6	39.0	27.1	-	-	5.7	1.9	29.3	144.5	158.7	-3.0	17.4	4.5	16.0
	게임빌	0.2	7.9	6.6	26.2	0.3	9.8	0.7	44.4	125.7	150.6	-13.8	-1.0	15.5	25.7
<b>Average</b>		<b>6.9</b>	<b>22.0</b>	<b>17.4</b>	<b>26.4</b>	<b>0.8</b>	<b>14.6</b>	<b>2.4</b>	<b>16.1</b>	<b>1,552.4</b>	<b>1,843.7</b>	<b>205.5</b>	<b>330.5</b>	<b>163.7</b>	<b>253.4</b>

주: 3yrs EPS CAGR은 2019~2022 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사	시가총액 (1.14) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)		
		2019E	2020E						2019E	2019E	2019E	2020E	2019E	2020E	
인터넷	Google	992.9	27.2	23.8	17.1	1.6	18.2	4.9	15.0	137.9	156.5	35.2	42.3	37.4	43.0
	Amazon	937.7	58.7	48.6	30.9	1.9	20.5	14.6	23.8	279.1	330.6	13.5	18.0	17.1	21.3
	Facebook	632.8	24.6	21.7	16.6	1.5	22.6	6.3	15.0	70.5	85.8	28.6	31.4	25.2	29.7
	Alibaba	618.3	31.2	25.5	27.9	1.1	22.1	6.2	25.1	75.3	97.4	14.1	18.8	18.9	22.9
	Tencent	489.1	35.7	29.4	25.7	1.4	24.9	8.0	25.9	54.3	67.3	17.1	19.9	13.6	16.6
	Baidu	49.3	26.4	20.6	22.8	1.2	3.6	2.2	21.3	15.4	17.0	0.7	1.6	1.9	2.4
	Twitter	25.4	37.7	34.9	16.2	2.3	21.3	3.1	18.1	3.4	3.9	0.8	0.9	0.8	0.8
	Snap	25.2	-	-	-	-	-30.7	11.9	-	1.7	2.4	-0.3	0.0	-0.3	-0.1
	Z Holdings	20.6	26.7	24.3	11.2	2.4	10.6	2.8	8.8	9.2	9.9	1.4	1.5	0.8	0.9
	Rakuten	12.0	30.9	64.3	41.6	0.7	4.7	1.5	4.3	11.5	13.0	1.1	0.2	0.3	0.2
게임	LINE	11.8	-	-	-	-	-22.3	7.6	-	2.1	2.5	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1
	HUYA	4.6	45.9	27.3	44.0	1.0	9.3	4.0	51.2	1.2	1.6	0.0	0.1	0.1	0.2
	Nintendo	51.7	23.4	19.4	13.3	1.8	15.1	3.4	14.2	11.7	12.5	2.8	3.4	2.0	2.5
	Blizzard	45.5	26.8	23.6	16.8	1.6	10.6	3.5	19.8	6.4	6.9	2.1	2.4	1.7	2.0
	Netease	44.7	21.1	20.9	-	-	32.6	4.9	16.2	9.2	9.7	2.0	2.3	2.1	2.2
	EA	32.1	23.4	22.5	12.5	1.9	28.9	4.7	16.2	5.2	5.4	1.6	1.7	1.4	1.4
	Nexon	12.8	12.9	15.8	-1.1	-11.4	17.5	2.2	8.9	2.3	2.4	0.9	1.0	1.0	0.8
게임	Cyberagent	4.5	55.9	33.3	89.2	0.6	11.2	5.8	10.9	4.4	4.7	0.3	0.4	0.1	0.1
	<b>Average</b>	<b>222.8</b>	<b>31.8</b>	<b>28.5</b>	<b>25.6</b>	<b>0.6</b>	<b>14.8</b>	<b>5.4</b>	<b>18.4</b>	<b>38.9</b>	<b>46.1</b>	<b>6.8</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>	<b>8.2</b>

주: 3yrs EPS CAGR은 2019~2022 추정치 기준

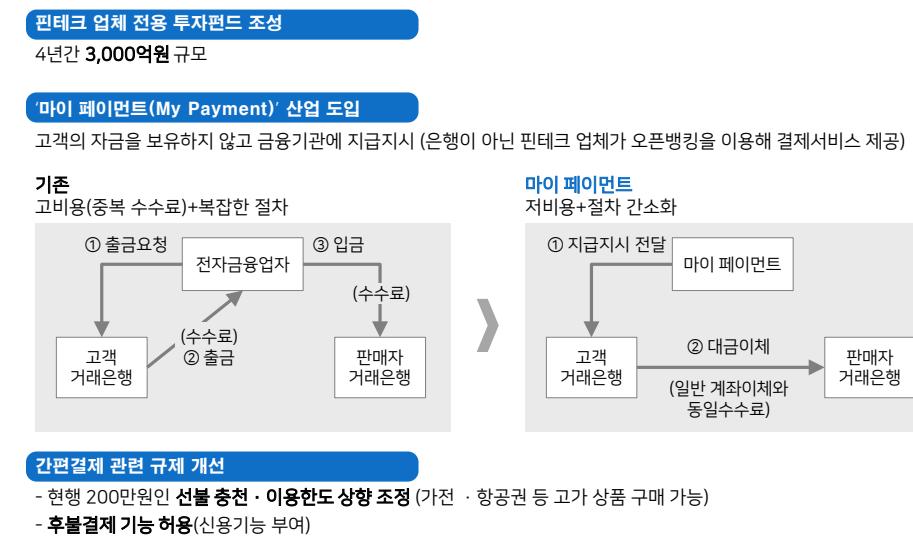
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2020년 테크핀 경쟁 빅뱅

### 핀테크 스케일업

2020년에는 테크핀 상위 사업자가 주도하는 시장 개화가 본격화된다. 1월 9일 언론보도에 따르면 금융당국은 핀테크 지급결제 회사에 대한 소액후불 신용결제 기능과 할부서비스 등 신용공여를 허용하는 관련 법령 개정을 검토중이다. 금융위원회가 지향하는 '핀테크 스케일업' 추진 전략의 일환이다. 현재 페이사를 통한 결제는 은행 계좌 등을 연계하거나 신용카드를 연결한 형태인데, 간편결제 서비스 안에 소액여신 기능이 추가되면 먼저 결제한 뒤 소비자가 이를 정산할 수 있어 잔고 범위를 초과한 결제도 가능하다.

**그림5 핀테크 스케일업 추진전략 주요내용**



자료: 금융위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

### 토스, 날개를 달다

비바리퍼블리카는 송금서비스, '토스'를 중심으로 계좌, 카드, 보험, 대출, 카드 추천 등 금융서비스를 확대, 고도화한다. 비바리퍼블리카는 은행과 증권사 설립 등을 통해 금융플랫폼으로 성장 구체화된다. 2019년말에는 인터넷은행 예비인가 라이선스를 취득하였으며 2020년에는 증권사 설립도 추진하게 된다. 올해 금융위원회는 증권선물위원회에서 토스 예비인가 관련 안건을 논의하는데 비바리퍼블리카는 19년 5월 증권사 설립을 위한 예비인가(주식, 채권, 펀드 등을 중개하는 '투자증개업')를 제출한 바 있다. 그 밖에도 결제 사업 강화를 위해 인수한 LG유플러스의 PG(전자결제대행)사업부와의 시너지 효과 기대한다.

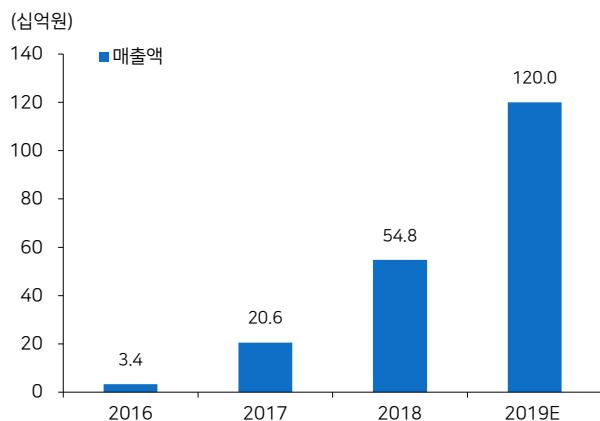
2019년 비바리퍼블리카 매출액은 전년대비 120% 증가한 1,200억원으로 추정되며 영업적자는 지속되었지만 2020년에는 수익모델 다변화와 오픈뱅킹 참여효과로 인해 적자폭은 축소될 전망이다.

표3 2020년 사업자별 테크핀 전략 비교

구분	토스	카카오페이	네이버파이낸셜
가입자수	1,600만명	3,000만명	3,000만명
2019년 성과	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ LG유플러스 PG사업부 인수</li> <li>▪ 인터넷전문은행 예비인가 취득</li> <li>▪ 오픈뱅킹 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 스타트업 인바이어 인수로 보험업 진출</li> <li>▪ 오픈뱅킹 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 네이버페이 분사하며 독립법인 출범</li> <li>▪ 미래에셋대우 8,000억원 투자유치</li> </ul>
2020년 전망	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 금융권과 제휴 강화</li> <li>▪ 인터넷전문은행 준비법인 설립</li> <li>▪ 증권사 인가 획득 추진</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 사용자 중심 금융서비스 강화</li> <li>▪ 바로투자증권 인수 가시화 기대</li> <li>▪ 카카오페이머니로 MMF 출시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CMA, 네이버 통장 출시하며 금융서비스 기반</li> <li>▪ 주식, 보험 등 자체 금융상품 출시 예정</li> </ul>

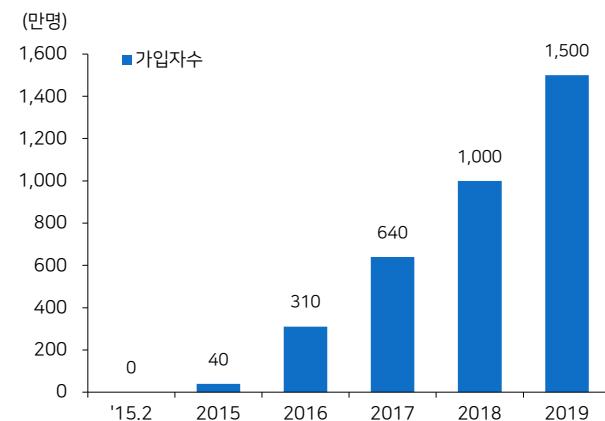
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 비바리퍼블리카(토스) 영업수익 120% 성장 예상



자료: 비바리퍼블리카, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 토스 가입자수



자료: 비바리퍼블리카, 메리츠종금증권 리서치센터

### 카카오페이, 선두 고착화

카카오페이의 거래액은 2019년 50조원, 2020년에는 70조원, 2021년 100조원으로 빠르게 성장할 전망이다. 2019년 카카오페이 영업수익과 영업적자는 각각 1,226억원(+76.4% YoY), 626억원(적자폭 축소)으로 전년대비 마케팅비 등 비용감소로 실적 개선에 성공할 것으로 추정한다. 2020년에는 1) 수익모델 다변화와 2) 오픈뱅킹 참여로 펌뱅킹수수료 감소되며 분기 BEP 달성을 목표한다.

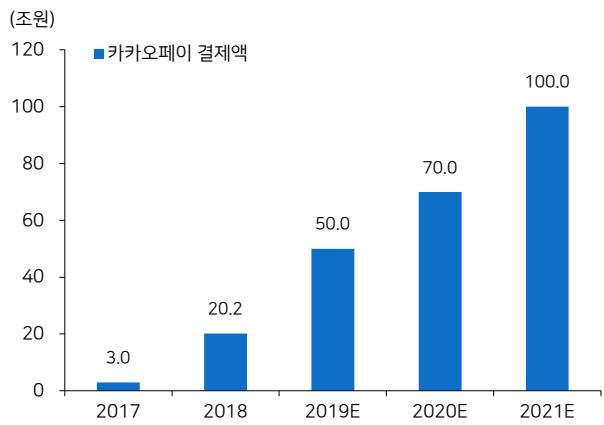
또한 1월 6일 카카오페이 COO는 언론 인터뷰를 통해 "금융 서비스 강화를 위해 바로투자증권과 협업하에 '카카오페이머니'를 업그레이드할 예정"이라고 밝혔다. 카카오페이의 충전잔액을 바로투자증권 계좌에 넣어 운용해 고객에게 수익을 제공하는 방식인데 시중은행의 수시입출예금 금리가 연 0.1~0.3% 미만 수준인 것과 달리 카카오페이머니는 연 1% 정도의 수익이 제공된다. 참고로 중국 위어바오의 경우 과거 최대 연간 수익률 7%의 19년 가입자수 5.8억명, 총자산 1.1억위안(약 190조원) 등을 기록하는 인기 투자 상품이다.

그림8 2020년 1월 카카오페이 한국판 '위어바오' 출시 예정



자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 2019년 카카오페이지 결제액 50조원 예상



자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 카카오페이지 손익계산서 - 2019년 적자폭 감소

(십억원)	2017	2018	2019E
영업수익	10.6	69.5	122.6
YoY (%)	-	555.7%	76.4%
영업비용	37.9	166.0	185.2
영업이익	-27.3	-96.5	-62.6
YoY (%)	-	적지	적지
OPM (%)	-257.5%	-138.8%	-51.1%
기타수익	0.5	0.5	0.5
기타비용	0.0	0.6	0.6
금융수익	1.4	3.2	3.2
금융비용	0.0	0.0	0.0
지분법손익	-	0.0	0.0
세전이익	-25.4	-93.5	-59.5
순이익	-25.4	-93.5	-59.5
YoY (%)	-	적지	적지
NPM (%)	-239.6%	-134.5%	-48.5%

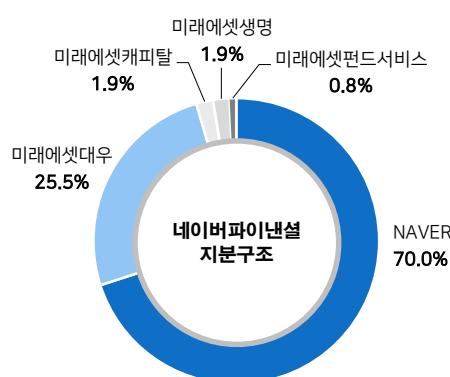
자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

## 가장 기대되는 네이버페이낸셜

2020년 가장 기대되는 것은 네이버페이낸셜이 얼마나 성장할지 여부이다. 2020년 네이버페이낸셜의 거래액은 18조원, 매출액은 5,000억원 수준으로 추정된다. 미래에셋대우 금융그룹과의 든든한 협업으로 상반기에는 CMA 통장 개설, 하반기 금융상품 본격 판매를 목표로 하고 있다. 네이버페이 계좌를 증권사와 제휴를 통해 CMA 계좌로의 연동을 유도하며 이용자의 금융 데이터를 확보한다.

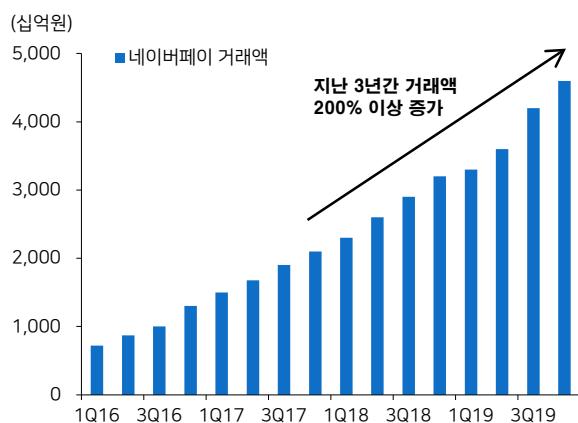
그리고 네이버페이 서비스의 고도화가 진행되며 1) 중국 알리바바의 소액후불결제, '화베이'처럼 신용공여 기능 부여 가능성을 타진하고 있다. 또한, 2) 분할납부, 배송 등의 서비스까지 포괄하는 종합 쇼핑 모델 제공된다면 네이버페이의 시장지배력은 더욱 확대된다. 또한 3) 오프라인 서비스를 위해서 네이버 예약, 테이블오더 등의 가맹점 확보에 나서고 있으며 출시 4개월만에 가맹점수는 10배 증가한 1만개 수준이며 2020년 폭발적 성장 기대된다.

그림10 네이버파이낸셜 지분구조



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 네이버페이 거래액 – 지난 3년간 200% 증가



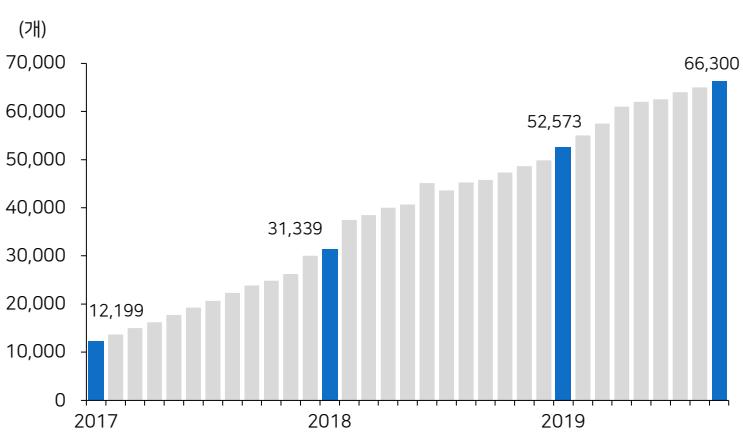
자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 플랫폼·금융사의 결합경쟁



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 네이버 예약가맹점 수



자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

## ‘위처’와 ‘드래곤퀘스트’

### IP의 중요성 재부각

2020년 초반 게임업계의 화두는 ‘위처’와 ‘드래곤퀘스트워크’의 성공이며 위처는 폴란드 유명 개발사 ‘CD프로젝트레드’의 히트 IP로 19년 12월 넷플릭스의 신작 드라마 ‘위처’로 재탄생하였다. 참고로 지난 1년간 ‘CD프로젝트 레드’의 기업가치는 86% 상승하였다. ‘위처’의 소설, 게임, 드라마로 IP 확장 스토리가 가지는 시사점은 1) 양질의 컨텐츠 파워 재확인이며 더불어 2) 스토리의 중요성이다. ‘위처’는 2015 GDC 올해의 게임상, 특히 스토리 부문은 GOTY 최다 수상을 받을 정도로 메인스토리와 서브 퀘스트의 정점을 보여주는 IP이다.

그림14 ‘위처3’의 경우 글로벌 1천만장 판매



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 ‘위처’ – 19년말 넷플릭스 드라마로 출시



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 CD프로젝트레드 시가총액



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 CD프로젝트레드 손익계산서

(백만달러)	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	123.0	100.7	110.3	845.4
YoY (%)	-17.0%	-18.1%	9.6%	666.6%
매출총이익	101.2	71.2	73.3	730.4
GPM (%)	82.3%	70.7%	66.4%	86.4%
영업비용	38.4	40.7	-	-
<b>영업이익 (손실)</b>	64.0	31.2	31.6	561.2
OPM (%)	52.0%	31.0%	28.6%	66.4%
<b>세전이익</b>	65.7	34.1	33.7	572.6
<b>당기순이익 (손실)</b>	53.2	30.3	27.0	506.1
YoY (%)	-16.4%	-43.0%	-11.1%	1,777.0%
NPM (%)	43.2%	30.1%	24.5%	59.9%
<b>PER(x)</b>	46.6	127.7	239.7	15.3
<b>시가총액</b>	2,684.6	3,720.0	6,464.4	7,742.0

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## AR게임 재부흥하나?

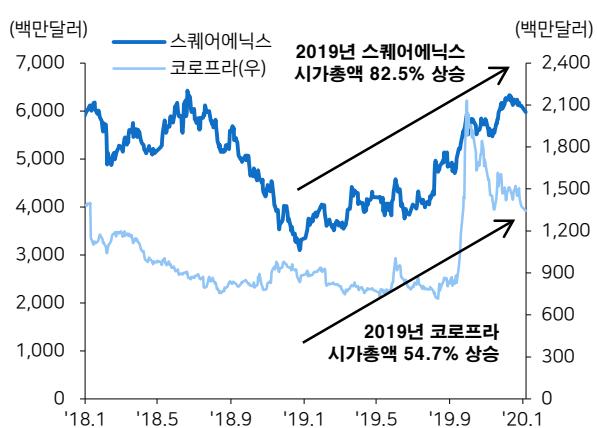
2019년 하반기 일본 게임시장의 히트 컨텐츠는 스퀘어에닉스의 '드래곤퀘스트 워크'로 현재 일본 앱애니 매출순위 상위권을 기록중이며, 포켓몬고를 잇는 위치기반의 AR게임이다. '드래곤퀘스트워크'는 현실세계와 융합된 가상의 판타지 세상을 걸어다니며 등장하는 몬스터를 무찌르는 방식으로 게임이 진행된다. 가상의 세계에 등장한 몬스터를 쓰러뜨리면 플레이어의 경험치가 쌓여 레벨업으로 이어지고, 쓰러뜨린 몬스터는 '몬스터 도감'에 기록된다. '드래곤퀘스트워크'는 글로벌 히트한 AR게임 '포켓몬고'와 비슷한 구성을 보여준다. 참고로 게임 '드래곤퀘스트'는 일본의 국민게임으로 일컬어지며 1986년 8비트 게임기 닌텐도 패밀리컴퓨터를 통해 첫 서비스되며 현재 11번째 버전까지 출시되었고 정식 시리즈만 7,600만장 이상의 패키지 판매 기록하였다.

그림17 '드래곤퀘스트워크' – 스퀘어에닉스의 IP로 코로프라가 개발



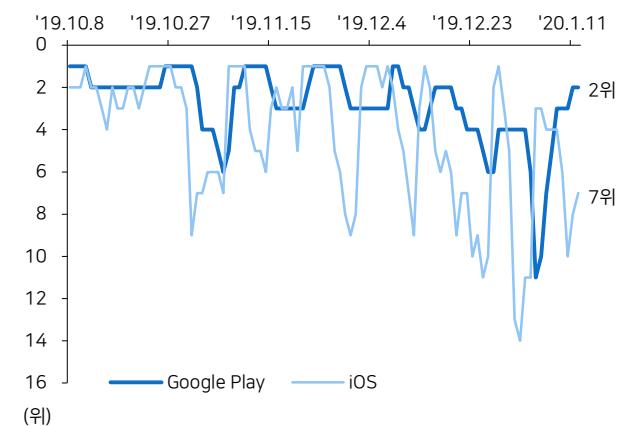
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 스퀘어에닉스와 코로프라의 기업가치 가파른 상승



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 '드래곤퀘스트워크' (일본) 매출 순위



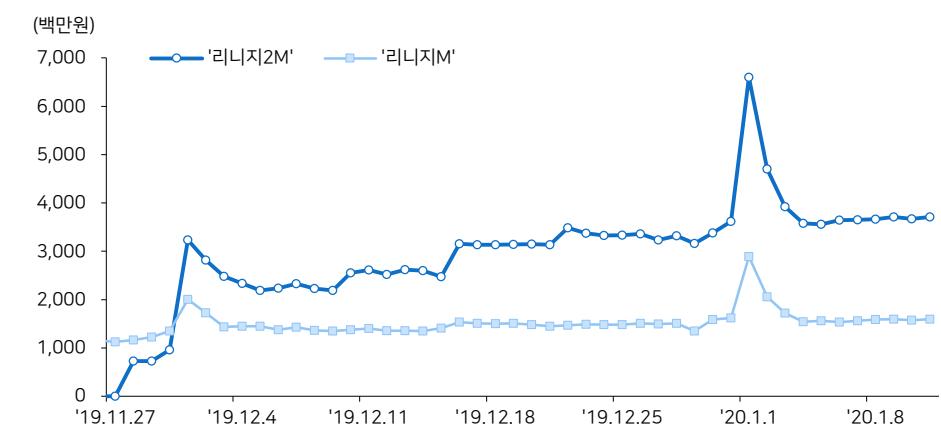
주: 2020.1.12 게임순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

## 엔씨소프트, '리니지'IP 파워

2020년 엔씨소프트의 주가는 13.5% 상승하며 '리니지2M' 성과와 '리니지'IP의 탁월한 수익창출 능력에 대해 재평가가 시작되었다. '리니지2M'의 출시 첫달 일평균 매출액은 45억원 수준으로 예상치 대비 30% 이상 상회하였으며 '리니지M' 역시 꾸준히 일매출 20억원 수준을 유지하며 양호하다. 1월 9일 엔씨소프트는 '리니지2M' 설명회를 통해 그 동안의 서비스 과정과 향후의 업데이트 일정을 발표하였다. 1월 22일 첫 대규모 업데이트 '상아탑의 현자들'에 대한 사전등록이 시작되었으며 저사양 스마트폰에서 즐기기 어렵다는 유저들을 위한 '리모트 스트리밍 서비스'도 제공된다.

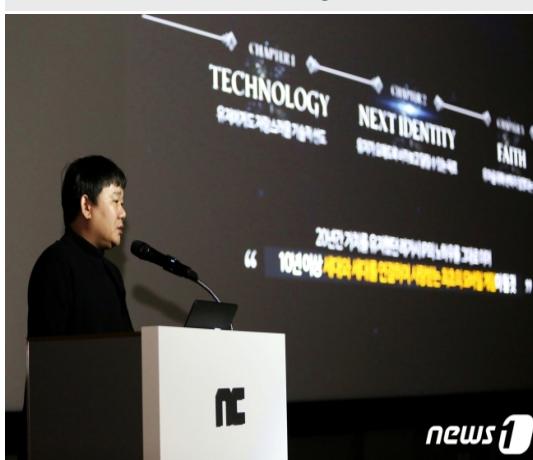
그림20 '리니지M'과 '리니지2M'의 일매출 추이



주: 2020.1.11 기준

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 1월 9일 '리니지2M' 설명회 개최



자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 1월 22일 '리니지2M' 첫 대규모 업데이트



자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

Industry Brief  
2020. 1. 15

# NAVER 035420

## 본게임 돌입

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 부합 전망. 검색광고 매출액은 10~11월 촉불시위 여파로 주말 트래픽 저조하였으나, 쇼핑 성장 지속되며 10% 중반대의 고성장
- ✓ 디스플레이광고 역시 단가 인상 효과를 온기반영하는 첫 분기로 양호
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 22.5만원 유지. 2019년 네이버의 키워드는 '회복'이었다면 2020년은 '성장'하는 네이버를 확인할 수 있을 것

## Buy

적정주가 (12개월)	225,000 원
현재주가 (1.14)	190,500 원
상승여력	18.1%

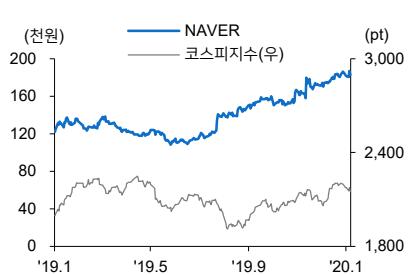
KOSPI	2,238.88pt
시가총액	313,970억원
별행주식수	16,481만주
유동주식비율	76.73%
외국인비중	58.56%
52주 최고/최저가	190,500원/108,500원
평균거래대금	754.5억원

### 주요주주(%)

국민연금공단	11.52
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.03
Harris Associates LP	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	62.8	50.0
상대주가	5.2	51.8	38.3

### 주가그래프



### 4Q19 실적, 기대치 부합 전망

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 1조 7,980억원(+18.6% YoY), 2,333억원(+9.4% YoY)으로 추정, 비즈니스플랫폼 매출액은 15.0% YoY 증가한 7,573억원, 광고 매출액은 11.1% YoY 증가한 1,723억원으로 추정한다. 비즈니스 플랫폼 매출액은 10~11월 촉불시위 여파로 주말 트래픽 영향을 받았으나, 쇼핑이 성장 주도 하며 10% 중반대의 고성장세를 유지한다. 광고 매출액은 단가 인상 효과가 온기반영된 첫 분기와 계절적 성수기 효과가 결합하며 양호하다. 영업이익률은 13.0%로 전년동기대비 1.1%p 다소 하락하는데, 스노우가 투자한 수아랩 매각 관련 일회성 비용이 발생하며 인건비가 증가한다.

### 네이버파이낸셜, 어떻게 성장할까?

2020년 네이버파이낸셜은 상반기에는 CMA 계좌 연동, 하반기에는 금융상품 채널링에 집중할 계획이다. 네이버페이의 생태계는 1) 후불결제, 신용공여 기능 도입 여부와 2) 분할납부, 배송시스템 구축 등의 편리성이 제고되며 더욱 강화된다. 오프라인 서비스 역시 네이버 지도(지역정보 맵핑화), 예약 등과 결합되며 접점이 많아지고 있으며 특히 테이블오더는 19년 9월말 출시되어 출시 한 달 만에 1천개, 1월 현재 1만개 가맹점 확보하며 폭발적 성장세를 기록 중이다.

### 2020년 '재평가'의 시기

투자의견 Buy, 적정주가 22.5만원을 유지한다. 2019년 네이버의 기업 가치는 2017년 수준으로 회복하였으며, 2020년은 파이낸셜, 웹툰, 로컬 서비스 경쟁력 강화에 기인한 재평가의 시점이다. 1월말 실적 발표 전후로 발표될 주주환원 정책에도 주목하는데, 이번에는 자기주식/배당뿐 아니라 자기주식 소각도 포함될 가능성 높다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,678.5	1,179.2	772.9	4,689	1.5	28,895	37.1	6.0	18.8	18.5	51.2
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	14.9	13.0	66.1
2019E	6,603.9	769.9	469.3	2,848	-52.7	32,662	51.4	4.5	21.8	8.8	68.1
2020E	7,680.1	1,067.4	693.5	4,208	93.7	35,935	45.3	5.3	21.9	12.3	67.6
2021E	8,545.7	1,258.5	829.0	5,030	23.1	40,015	37.9	4.8	18.7	13.2	66.4

그림23 NAVER 시가총액 추이 - 2019년 '회복'이었다면 2020년은 '재평가'



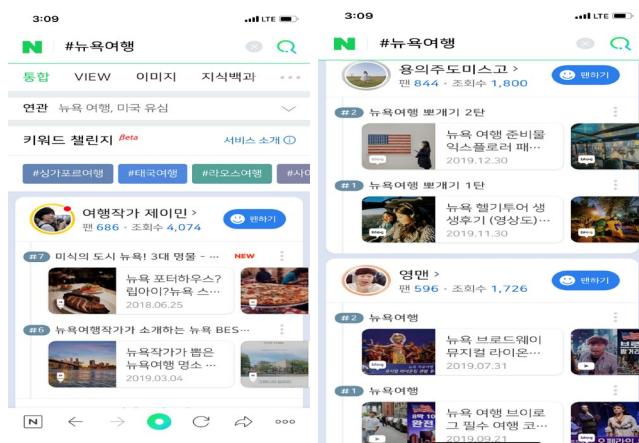
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표6 인플루언서 검색 개요

구분	내용
정식서비스	2020년 2월 초 오픈
베타 서비스 기간	19.11.28-20.1.31
검색 키워드	여행·뷰티 관련 250여개 키워드 (추후 확대 예정)
검색 노출 기준	팬 수 + 콘텐츠 조회 수

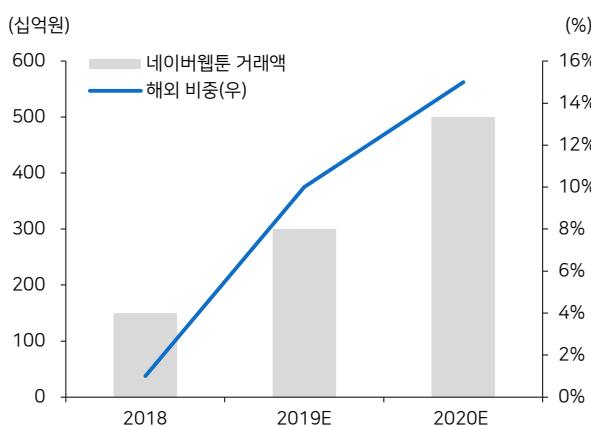
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림24 키워드 챌린지



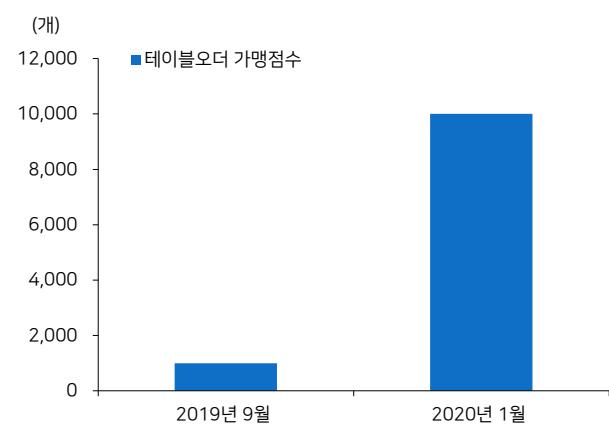
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2019년 네이버웹툰 거래액 3,000억원 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림26 테이블오더 가맹점수 1만개 돌파



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표7 NAVER 4Q19 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>1,798.0</b>	<b>1,516.5</b>	<b>18.6%</b>	<b>1,664.8</b>	<b>8.0%</b>	<b>1,777.9</b>	<b>1.1%</b>
광고	172.3	155.1	11.1%	152.7	12.8%	-	-
비즈니스플랫폼	757.3	658.5	15.0%	719.3	5.3%	-	-
IT플랫폼	125.5	105.6	18.8%	116.3	7.9%	-	-
콘텐츠서비스	57.2	32.0	78.8%	54.5	5.0%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	685.7	565.3	21.3%	622	10.2%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>233.3</b>	<b>213.3</b>	<b>9.4%</b>	<b>202.1</b>	<b>15.4%</b>	<b>235.0</b>	<b>-0.7%</b>
<b>세전이익</b>	<b>203.9</b>	<b>280.8</b>	<b>-27.4%</b>	<b>180.2</b>	<b>13.2%</b>	<b>213.4</b>	<b>-4.4%</b>
<b>순이익</b>	<b>134.6</b>	<b>120.4</b>	<b>11.8%</b>	<b>125.4</b>	<b>7.3%</b>	<b>153.8</b>	<b>-12.5%</b>
영업이익률 (%)	13.0%	14.1%	-1.1%p	12.1%	0.8%p	13.2%	-0.4%p
순이익률 (%)	7.5%	7.9%	-0.5%p	7.5%	0.0%p	8.7%	-1.4%p

자료: NAVER, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 NAVER 분기별 실적 추이 - 2019년은 회복, 2020년은 '성장'

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,510.9</b>	<b>1,630.3</b>	<b>1,664.8</b>	<b>1,798.0</b>	<b>1,782.0</b>	<b>1,896.9</b>	<b>1,938.3</b>	<b>2,062.8</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,603.9</b>	<b>7,680.1</b>
광고	142.2	166.6	152.7	172.3	159.3	179.9	164.9	186.0	573.0	633.8	690.1
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	719.3	757.3	756.3	816.1	812.8	840.6	2,475.8	2,861.8	3,225.8
IT플랫폼	99.2	105.9	116.3	125.5	111.1	118.6	130.3	140.6	355.9	446.9	500.5
콘텐츠서비스	35.0	50.1	54.5	57.2	58.9	61.9	63.4	66.6	125.8	196.8	250.9
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	622.0	685.7	696.4	720.4	766.9	829.0	2,056.4	2,464.6	3,012.7
<b>영업비용</b>	<b>1,304.6</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,462.7</b>	<b>1,564.6</b>	<b>1,561.0</b>	<b>1,623.5</b>	<b>1,669.8</b>	<b>1,758.3</b>	<b>4,644.4</b>	<b>5,834.0</b>	<b>6,612.6</b>
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	228.7	240.6	247.8	255.2	265.4	273.4	758.5	922.3	1,041.8
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	319.8	329.4	339.3	349.5	365.0	1,035.5	1,199.6	1,383.2
인프라	75.8	80.4	85.0	89.3	98.2	103.1	110.3	119.1	264.3	330.5	430.7
마케팅	65.8	102.9	122.1	130.5	133.1	135.8	125.0	140.2	338.2	421.3	534.1
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	722.3	784.5	752.5	790.1	819.6	860.6	2,248.0	2,960.3	3,222.9
<b>영업이익</b>	<b>206.2</b>	<b>128.3</b>	<b>202.1</b>	<b>233.3</b>	<b>221.0</b>	<b>273.4</b>	<b>268.5</b>	<b>304.5</b>	<b>942.5</b>	<b>769.9</b>	<b>1,067.4</b>
<b>세전이익</b>	<b>189.8</b>	<b>110.4</b>	<b>180.2</b>	<b>203.9</b>	<b>195.4</b>	<b>245.2</b>	<b>241.1</b>	<b>277.4</b>	<b>1,111.7</b>	<b>684.4</b>	<b>959.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>79.2</b>	<b>125.4</b>	<b>134.6</b>	<b>151.4</b>	<b>177.9</b>	<b>172.3</b>	<b>191.3</b>	<b>648.8</b>	<b>469.3</b>	<b>693.5</b>

자료: NAVER, 메리츠종금증권 리서치센터

표9 라인의 분기별 실적

(십억엔)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>55.5</b>	<b>56.7</b>	<b>57.4</b>	<b>59.0</b>	<b>60.2</b>	<b>62.8</b>	<b>65.0</b>	<b>67.8</b>	<b>235.3</b>	<b>228.7</b>	<b>255.8</b>
코어 비즈니스	<b>47.9</b>	<b>48.4</b>	<b>48.5</b>	<b>50.2</b>	<b>50.6</b>	<b>52.0</b>	<b>53.2</b>	<b>54.9</b>	<b>178.2</b>	<b>195.2</b>	<b>210.7</b>
커뮤니케이션	7.4	7.2	6.9	7.2	6.9	6.9	7.3	7.3	28.5	28.7	28.4
콘텐츠	9.5	9.3	9.9	10.1	9.7	10.1	9.9	10.6	38.2	38.8	40.2
라인광고	26.2	27.1	27.7	28.9	29.9	30.9	31.9	32.9	92.7	109.9	125.6
포털광고	3.6	3.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	15.3	13.2	12.0
기타	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	3.4	4.6	4.4
전략 비즈니스	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.4</b>	<b>8.6</b>	<b>9.5</b>	<b>10.6</b>	<b>11.6</b>	<b>12.8</b>	<b>28.8</b>	<b>30.4</b>	<b>44.5</b>
라인프렌즈	4.5	4.7	4.9	5.8	6.4	7.0	7.7	8.5	19.6	19.8	29.6
핀테크/AI/커머스/모바일	2.9	2.4	2.5	2.8	3.1	3.6	3.9	4.3	9.2	10.6	14.9
기타 영업수익	0.2	1.3	1.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	28.1	3.1	0.6
<b>영업비용</b>	<b>63.4</b>	<b>70.6</b>	<b>63.1</b>	<b>68.4</b>	<b>71.9</b>	<b>74.1</b>	<b>71.4</b>	<b>73.7</b>	<b>219.2</b>	<b>265.5</b>	<b>291.1</b>
결제수수료 등	8.8	8.4	9.2	9.5	10.2	10.5	10.8	11.0	30.8	35.9	42.5
인건비	17.2	16.6	17.8	18.3	19.5	19.8	19.9	20.2	56.8	69.9	79.4
광고선전비	7.5	13.1	5.0	7.5	8.5	9.2	5.5	7.5	20.3	33.1	30.7
통신비	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	10.5	10.9	12.3
인증 수수료 및 기타비용	9.1	11.0	10.5	10.8	11.1	11.5	11.8	11.8	31.8	41.4	46.2
감가상각비	5.2	5.4	5.8	5.9	5.8	5.9	6.0	6.0	11.1	22.3	23.7
기타영업비용	12.9	13.5	12.1	13.5	13.8	14.2	14.3	14.0	41.1	52.1	56.3
<b>영업이익</b>	-7.9	-13.9	-5.7	-9.3	-11.7	-11.3	-6.5	-5.9	16.1	-37.4	-35.3
영업이익률(%)	-14.2%	-24.6%	-9.9%	-15.8%	-19.4%	-18.0%	-9.9%	-8.7%	6.8%	-16.4%	-13.8%
코어 비즈니스	<b>8.3</b>	<b>8.6</b>	<b>8.1</b>	<b>9.0</b>	<b>10.1</b>	<b>10.4</b>	<b>10.6</b>	<b>11.0</b>	<b>26.5</b>	<b>34.0</b>	<b>42.1</b>
전략 비즈니스	<b>-15.0</b>	<b>-23.5</b>	<b>-13.9</b>	<b>-19.0</b>	<b>-21.8</b>	<b>-22.0</b>	<b>-17.5</b>	<b>-16.0</b>	<b>-34.9</b>	<b>-71.4</b>	<b>-77.3</b>
<b>세전이익</b>	<b>-11.3</b>	<b>-17.2</b>	<b>-7.7</b>	<b>-12.7</b>	<b>-15.9</b>	<b>-15.3</b>	<b>-8.8</b>	<b>-8.0</b>	<b>3.4</b>	<b>-48.9</b>	<b>-47.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>-10.7</b>	<b>-17.3</b>	<b>-8.8</b>	<b>-14.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>-15.4</b>	<b>-8.8</b>	<b>-8.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>-51.2</b>	<b>-48.3</b>

자료: 라인, 메리츠종금증권 리서치센터

## NAVER (035420)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,586.9</b>	<b>6,603.9</b>	<b>7,680.1</b>	<b>8,545.7</b>
매출액증가율 (%)	16.3	19.4	18.2	16.3	11.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,678.5	5,586.9	6,603.9	7,680.1	8,545.7
판매관리비	3,499.3	4,644.4	5,834.0	6,612.6	7,287.2
<b>영업이익</b>	<b>1,179.2</b>	<b>942.5</b>	<b>769.9</b>	<b>1,067.4</b>	<b>1,258.5</b>
영업이익률	25.2	16.9	11.7	13.9	14.7
금융손익	82.6	52.1	54.7	57.4	60.3
종속/관계기업손익	-14.0	-85.1	-89.3	-93.8	-98.5
기타영업외손익	-51.9	202.2	212.3	222.9	234.0
세전계속사업이익	1,195.8	1,111.7	684.4	959.1	1,181.0
법인세비용	423.2	488.8	383.9	383.6	472.4
<b>당기순이익</b>	<b>770.1</b>	<b>627.9</b>	<b>297.1</b>	<b>575.5</b>	<b>708.6</b>
지배주주지분 순이익	772.9	648.8	469.3	693.5	829.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>940.0</b>	<b>973.5</b>	<b>823.0</b>	<b>1,073.4</b>	<b>1,297.2</b>
당기순이익(손실)	770.1	627.9	297.1	575.5	708.6
유형자산상각비	182.7	228.0	239.4	251.4	264.0
무형자산상각비	23.6	33.1	34.7	36.4	38.3
운전자본의 증감	-138.5	220.2	28.1	327.4	392.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,310.3</b>	<b>-388.3</b>	<b>-427.1</b>	<b>-595.9</b>	<b>-686.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-472.2	-535.0	-561.8	-589.9	-619.4
투자자산의감소(증가)	-604.8	-945.1	-992.3	-1,041.9	-1,094.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>636.2</b>	<b>751.0</b>	<b>463.7</b>	<b>444.9</b>	<b>430.9</b>
차입금의 증감	33.6	750.6	85.9	88.0	92.4
자본의 증가	290.7	33.1	34.8	36.5	38.3
현금의 증가(감소)	181.3	1,415.3	41.5	105.6	21.4
기초현금	1,726.2	1,907.6	3,322.9	3,525.0	3,971.4
기말현금	1,907.6	3,322.9	3,364.3	3,630.6	3,992.8

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>4,784.2</b>	<b>5,385.6</b>	<b>6,788.3</b>	<b>7,346.4</b>	<b>8,050.4</b>
현금및현금성자산	1,907.6	3,322.9	3,364.3	3,630.6	3,992.8
매출채권	621.5	585.5	670.7	803.4	962.5
재고자산	36.2	57.4	65.8	78.8	94.4
<b>비유동자산</b>	<b>3,235.0</b>	<b>4,495.6</b>	<b>4,776.6</b>	<b>5,342.6</b>	<b>5,978.6</b>
유형자산	1,150.0	1,457.3	1,328.3	1,527.5	1,756.6
무형자산	339.5	307.0	440.0	506.0	581.9
투자자산	1,387.7	2,247.7	2,693.3	2,926.3	3,205.5
<b>자산총계</b>	<b>8,019.3</b>	<b>9,881.2</b>	<b>10,244.8</b>	<b>11,119.3</b>	<b>12,160.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,302.7</b>	<b>2,619.7</b>	<b>643.3</b>	<b>662.0</b>	<b>682.6</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	211.0	349.9	458.4	458.4	458.4
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>411.3</b>	<b>1,312.4</b>	<b>1,363.6</b>	<b>1,420.0</b>	<b>1,482.0</b>
사채	0.0	711.6	756.5	756.5	756.5
장기차입금	49.9	100.1	100.1	100.1	100.1
<b>부채총계</b>	<b>2,714.1</b>	<b>3,932.1</b>	<b>4,149.9</b>	<b>4,484.9</b>	<b>4,853.4</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,507.9	1,541.0	1,541.0	1,541.0	1,541.0
기타포괄이익누계액	-117.2	-221.8	-117.2	-117.2	-117.2
이익잉여금	4,555.5	5,229.2	5,430.2	5,969.7	6,642.3
비지배주주지분	542.8	708.9	711.9	711.9	711.9
<b>자본총계</b>	<b>5,305.2</b>	<b>5,949.1</b>	<b>6,094.9</b>	<b>6,634.3</b>	<b>7,306.9</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,387	33,898	40,069	46,599	51,851
EPS(지배주주)	4,689	3,937	2,848	4,208	5,030
CFPS	8,698	7,493	7,543	8,653	10,421
EBITDAPS	8,406	7,303	6,335	8,223	9,470
BPS	28,895	31,795	32,662	35,935	40,015
DPS	289	314	314	314	314
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	37.1	31.0	51.4	45.3	37.9
PCR	20.0	16.3	19.4	22.0	18.3
PSR	6.1	3.6	3.7	4.1	3.7
PBR	6.0	3.8	4.5	5.3	4.8
EBITDA	1,385.4	1,203.6	1,044.0	1,355.3	1,560.7
EV/EBITDA	18.8	14.9	21.8	21.9	18.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.5	13.0	8.8	12.3	13.2
EBITDA 이익률	29.6	21.5	15.8	17.6	18.3
부채비율	51.2	66.1	68.1	67.6	66.4
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,073.9	68.7			
매출채권회전율(x)	8.5	9.3	10.5	10.4	9.7
재고자산회전율(x)	201.0	119.3	107.2	106.2	98.6

Industry Brief  
2020. 1. 15

# 카카오 035720

## 두말하면 ‘톡보드’

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 충족 전망. 12월 톡보드의 일평균 매출액은 5억원 수준으로 예상과 부합하는 성장세 보여줌. 신규사업(카카오페이, 카카오페이지, 카카오모빌리티 등)의 영업적자 축소 지속
- ✓ 2020년 ‘톡TV’ 출시에 주목. 카카오톡 기반의 접근성과 카카오M의 웹드라마 등 양질의 컨텐츠 결합시 동영상 시장 내 입지 강화될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 20만원으로 상향

## Buy

적정주가 (12개월)	200,000 원
현재주가 (1.14)	167,000 원
상승여력	19.8%
KOSPI	2,238.88pt
시가총액	143,992억원
별행주식수	8,622만주
유동주식비율	64.53%
외국인비중	31.01%
52주 최고/최저가	167,000원/95,600원
평균거래대금	697.2억원
주요주주(%)	
김범수 외 20 인	28.03
국민연금공단	8.91
MAXIMO PTE	6.49
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	10.6 27.0 67.0
상대주가	7.2 18.4 54.0
주가그래프	



### 4Q19, 기대치 충족 전망

카카오의 4분기 실적은 기대치를 충족한다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 8,325억원(+23.6% YoY), 678억원(+1,476.7% YoY)으로 컨센서스(8,526억원, 영업이익 705억원)대비 부합한다. 톡비즈(카카오톡 광고, 선물하기 등) 매출액은 1,834억원(+43.4% YoY)로 추정, 선물하기는 빼빼로데이, 크리스마스 등 계절적 성수기 효과로 성장세를 지속한다. 톡보드 매출액은 12월 일평균 5억원 수준 기록하며 예상대로 양호한 성장세를 기록하고 있다. 광고주풀 역시 중소자영업자 본격 유입되며 4배 이상, 인벤토리 사용률 역시 2배 이상 향상되었다. 참고로 톡보드 매출액은 355억원으로 전분기 237억원 대비 49.8% 증가를 예상한다. 게임 매출액은 달빛조각사 출시로 소폭 회복, 뮤직 매출액은 503만 가입자 기반에서 안정적 수익 창출, 모빌리티는 대리 서비스의 꾸준한 캐쉬카우에 벤티, 블루 등 플랫폼 택시를 확대한다.

### 올해 페이지부터 뱅크까지 상장되나?

2020년 카카오의 핵심 자회사들의 IPO가 본격적으로 시작된다. 상반기 카카오페이지, 하반기 카카오뱅크의 기업공개가 기대된다. 2020년 1월 4일 범금융 신년 인사회에서 카카오뱅크의 이용우 공동 대표는 올해 IPO 가능성을 언급하였는데 카카오뱅크의 이용자수는 1,100만명, 여신 14조원, 수신 21조원을 돌파하였으며 자본 확충에 근거한 규모를 키우겠다는 전략이다. 카카오의 대주주 지위를 확보 이후 저금통을 시작으로 신용카드/부동산담보대출 등 플랫폼 비즈니스를 확대한다.

2019년 카카오페이지 결제액은 국내 2,900억원, 일본 1,400억원으로 추정하며 국내 비즈니스의 경우 이익레버리지 확대로 10% 초반의 영업마진이 기대된다. 2020E 순이익 782억원 대비 30배 PER 멀티플 부여한 시가총액은 2.3조원이다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,972.3	165.4	108.6	1,602	86.2	59,332	85.5	2.3	29.9	2.9	42.3
2018	2,417.0	73.0	47.9	613	-89.0	61,602	168.0	1.7	35.3	1.0	41.4
2019E	3,055.0	195.1	175.3	2,089	773.2	61,372	72.3	2.5	27.8	3.4	41.0
2020E	3,742.4	395.7	288.0	3,346	79.5	64,083	49.9	2.6	22.7	5.3	40.0
2021E	4,218.7	561.1	387.6	4,503	31.1	67,754	37.1	2.5	18.2	6.8	38.6

표10 카카오 4Q19 실적 - 기대치 충족 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>832.5</b>	<b>673.3</b>	<b>23.6%</b>	<b>783.2</b>	<b>6.3%</b>	<b>852.6</b>	<b>-2.4%</b>
플랫폼 부문	390.3	303.0	28.8%	350.7	11.3%	-	-
특비즈	183.4	127.9	43.4%	162.4	12.9%	-	-
포털비즈	126.1	129.8	-2.9%	126.1	0.0%	-	-
신사업	62.3	45.3	37.5%	62.3	0.0%	-	-
<b>콘텐츠 부문</b>	<b>442.2</b>	<b>370.4</b>	<b>19.4%</b>	<b>432.4</b>	<b>2.3%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
게임 콘텐츠	101.7	100.3	1.4%	99.0	2.7%	-	-
뮤직 콘텐츠	147.1	140.1	5.0%	151.5	-2.9%	-	-
유료 콘텐츠	96.8	63.3	52.9%	91.9	5.3%	-	-
IP비즈니스 기타	96.6	66.6	45.0%	90.1	7.2%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>67.8</b>	<b>4.3</b>	<b>1,476.7%</b>	<b>59.1</b>	<b>14.7%</b>	<b>70.5</b>	<b>-3.8%</b>
<b>세전이익</b>	<b>84.7</b>	<b>-11.8</b>	<b>흑전</b>	<b>88.8</b>	<b>-4.6%</b>	<b>77.2</b>	<b>9.7%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>53.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>흑전</b>	<b>55.7</b>	<b>-4.3%</b>	<b>52.0</b>	<b>2.6%</b>
영업이익률(%)	8.1%	0.6%	7.5%p	7.5%	0.6%p	8.3%	0.0%p
순이익률(%)	6.4%	-0.1%	6.6%p	7.1%	-0.7%p	6.1%	0.4%p

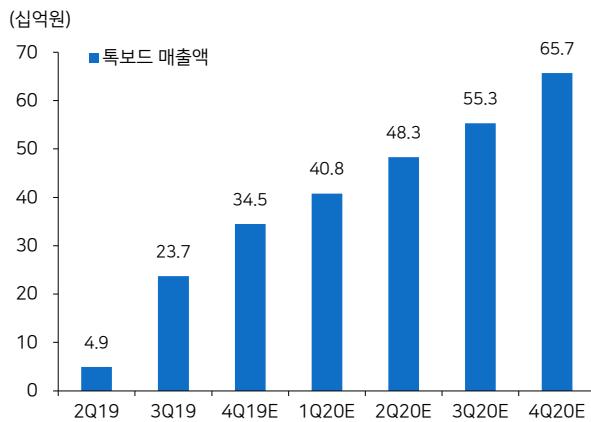
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망 - 2020년 더욱 기대되는 이익 성장

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>706.3</b>	<b>733.0</b>	<b>783.2</b>	<b>832.5</b>	<b>854.5</b>	<b>910.9</b>	<b>959.8</b>	<b>1,017.2</b>	<b>2,417.0</b>	<b>3,055.0</b>	<b>3,742.4</b>
<b>플랫폼 부문</b>	<b>313.1</b>	<b>326.8</b>	<b>350.7</b>	<b>390.3</b>	<b>410.8</b>	<b>447.1</b>	<b>475.1</b>	<b>530.4</b>	<b>1,039.3</b>	<b>1,381.0</b>	<b>1,863.4</b>
특비즈	126.9	138.9	162.4	183.4	196.2	213.4	229.2	251.3	421.1	611.6	890.1
포털비즈	126.4	136.9	126.1	132.9	131.2	134.3	127.2	137.5	495.4	522.3	530.2
신사업	59.8	51.0	62.3	74.0	83.3	99.4	118.7	141.6	122.7	247.1	443.1
<b>콘텐츠 부문</b>	<b>393.2</b>	<b>406.2</b>	<b>432.4</b>	<b>442.2</b>	<b>443.7</b>	<b>463.8</b>	<b>484.8</b>	<b>486.8</b>	<b>1,377.7</b>	<b>1,674.1</b>	<b>1,879.0</b>
게임 콘텐츠	94.0	98.4	99.0	101.7	91.2	95.5	97.2	100.8	400.5	393.1	384.6
뮤직 콘텐츠	137.2	144.6	151.5	147.1	148.2	150.4	160.5	158.9	532.9	580.4	618.1
유료 콘텐츠	74.6	81.5	91.9	96.8	102.1	111.5	118.5	117.2	218.4	344.9	449.3
IP비즈니스 기타	87.3	81.7	90.1	96.6	102.2	106.4	108.6	109.9	209.5	355.6	427.0
<b>영업비용</b>	<b>678.6</b>	<b>692.6</b>	<b>724.1</b>	<b>764.7</b>	<b>780.8</b>	<b>815.8</b>	<b>853.3</b>	<b>896.8</b>	<b>2,344.0</b>	<b>2,860.0</b>	<b>3,346.7</b>
인건비	160.1	159.0	177.4	166.6	173.0	179.7	187.1	194.9	536.3	648.9	734.7
지급수수료	330.6	341.9	339.7	353.9	356.0	375.7	395.9	411.1	1,098.2	1,366.1	1,538.6
광고선전비	32.1	39.9	36.8	54.2	56.4	59.2	62.1	65.3	183.8	163.1	243.0
무형자산상각비	18.0	18.5	19.1	19.7	20.6	21.3	21.9	24.5	67.3	75.2	88.3
외주가공비	38.8	39.6	40.3	41.2	42.0	43.2	44.5	46.2	147.7	159.8	175.9
기타	99.1	93.7	110.7	129.2	132.8	136.8	141.7	154.9	310.8	446.8	566.2
<b>영업이익</b>	<b>27.7</b>	<b>40.5</b>	<b>59.1</b>	<b>67.8</b>	<b>73.7</b>	<b>95.1</b>	<b>106.5</b>	<b>120.3</b>	<b>72.9</b>	<b>195.1</b>	<b>395.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>40.5</b>	<b>53.6</b>	<b>88.8</b>	<b>84.7</b>	<b>91.7</b>	<b>114.3</b>	<b>126.6</b>	<b>141.2</b>	<b>130.7</b>	<b>267.7</b>	<b>473.9</b>
<b>지배순이익</b>	<b>27.5</b>	<b>38.8</b>	<b>55.7</b>	<b>53.3</b>	<b>57.4</b>	<b>70.5</b>	<b>75.9</b>	<b>84.3</b>	<b>47.9</b>	<b>175.3</b>	<b>288.0</b>

자료: 카카오, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 특보드 매출 – 안정적 캐쉬카우로 자리잡음



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림28 특TV 출시 – 세 번째 탑으로 들어올 가능성

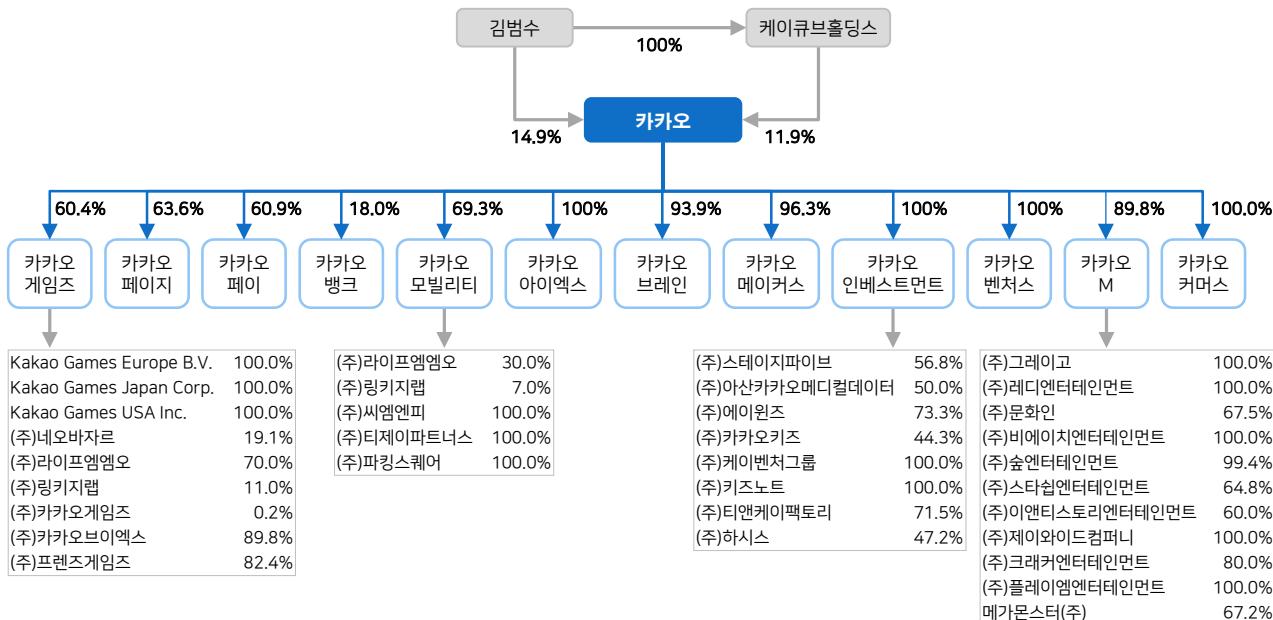


자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

### 플랫폼 빅뱅

카카오는 카카오톡을 통해 커뮤니케이션, 상거래, 컨텐츠, 금융의 패러다임을 바꾸고 있으며 카카오페이와 뱅크는 이용자가 주인이 되는 금융서비스를, 모빌리티는 블루와 벤티를 통해 이동 혁명을, 페이지는 컨텐츠 소비의 방식을, 카카오M은 컨텐츠 생산의 패러다임을 변화시키고 있다. 카카오의 수많은 자회사들은 올해 IPO를 통해 가치현실화, 혹은 인수합병과 신규 서비스/컨텐츠 출시를 통해 재평가되는 과정 지속된다. 기업공개가 기대되는 자회사는 카카오페이지와 카카오뱅크이며 새롭게 재평가될 자회사는 카카오M과 커머스 등이다.

그림29 플랫폼 뉴트로



주: 2019.9.30 기준

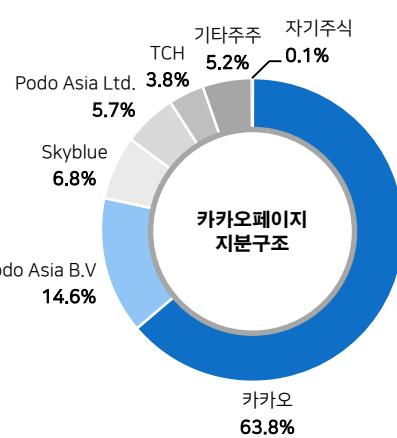
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표12 카카오페이지 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
거래액	50.0	93.0	146.9	230.0	290.0	340.0
영업수익	30.1	64.0	131.8	187.6	232.0	290.0
YoY (%)	-	112.7	105.8	42.3	23.7	250.0
영업비용	30.7	63.5	115.1	174.9	200.0	215.0
영업이익(손실)	-0.6	0.5	3.3	12.6	32.0	75.0
YoY (%)	-	흑전	560.0	282.9	153.2	78.6
OPM (%)	-1.8	0.8	2.5	6.7	13.8	25.9
기타수익	0.0	0.1	0.7	1.4	1.5	1.5
기타비용	0.1	1.8	0.8	10.2	1.2	1.2
금융수익	0.1	0.0	1.8	1.1	1.1	1.1
금융비용	2.0	2.2	0.1	0.2	0.2	0.2
법인세비용차감전순손실	-2.5	-3.4	1.2	-7.5	33.2	76.2
법인세비용	-	-	-3.2	-2.7	-3.0	-2.0
당기순이익(손실)	-2.5	-3.4	3.4	-4.2	36.2	78.2
YoY (%)	-	흑전	적전	흑전	69.3	-
NPM (%)	-0.5	-0.4	0.2	-0.2	1.2	2.3
적정 PER(x)					30.0	
적정 기업가치					2,346.0	

자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 카카오페이지 주주구성



자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 카카오페이지 국내 플랫폼 거래액



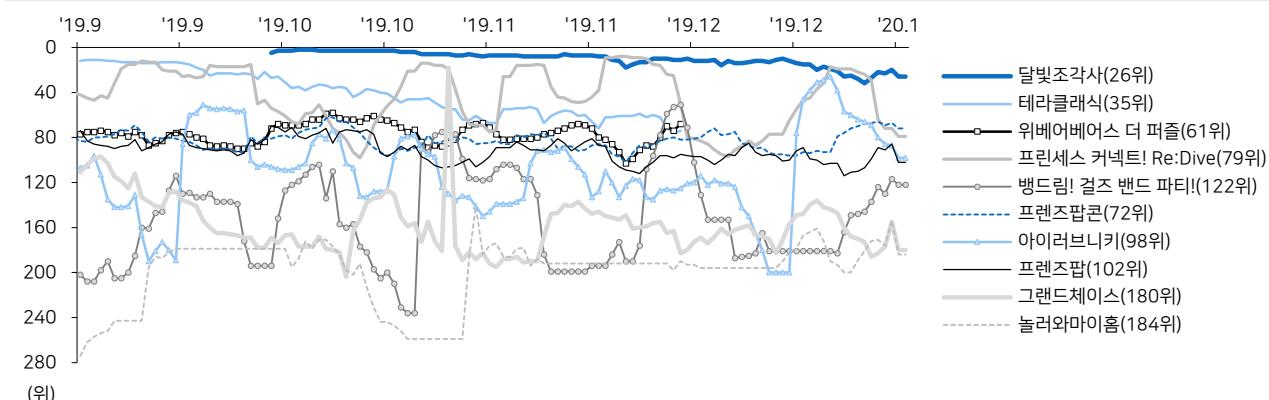
자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 카카오페이지 매출/영업이익 추이



자료: 카카오페이지, 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 카카오 주요 게임 매출순위 - 대부분 10위권 밖으로 부진



주: 2020.1.12 GooglePlay 게임 매출순위 기준

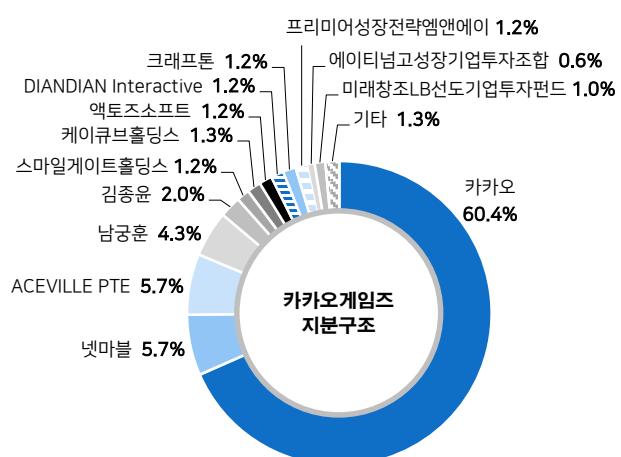
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

표13 카카오게임즈 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업수익	0.8	101.3	201.3	420.9	450.0
YoY (%)	-	13226.2	98.8	109.1	6.9
영업비용	6.3	91.2	162.6	373.6	392.3
영업이익	-5.5	10.1	38.6	47.3	57.7
YoY (%)	-	흑전	281.3	22.4	22.1
OPM (%)	687.5	10.0	19.2	11.2	12.8
기타수익	-	4.1	55.4	6.7	8.0
기타비용	-	-4.7	-17.6	22.8	20.0
금융수익	-	4.1	55.4	9.7	10.0
금융비용	-	-4.7	-17.6	9.6	10.0
지분법손익	-	-0.4	-2.1	-2.9	-3.0
세전이익	-11.2	8.2	72.3	28.4	42.7
순이익	-9.9	5.7	56.7	18.9	33.3
YoY (%)	-	흑전	887.7	-66.7	76.3
NPM (%)	1237.5	5.7	28.2	4.5	7.4
적정 PER(x)				30.0	
기업가치				999.1	

자료: 카카오게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 카카오게임즈 주주구성



자료: 카카오게임즈, 메리츠종금증권 리서치센터

## 웨이고와 벤티 본격 가동

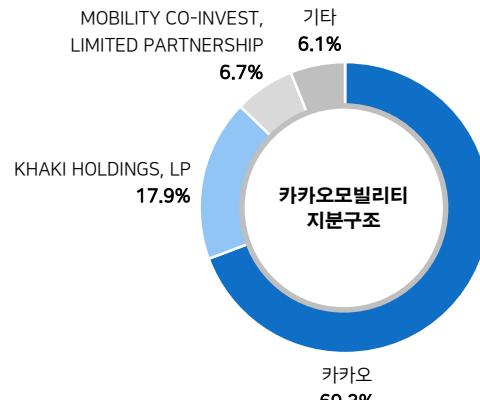
카카오모빌리티는 2017년 5월 설립, 위치기반 서비스, 대리운전, O2O 기반의 교통서비스를 진행하고 있다. 지난 2년간 택시업계와의 상생 등을 이슈로 비즈니스 확장이 어려웠으나 2019년 7월 국토부가 플랫폼 택시를 택시면허 총량 범위 내에서 허용하겠다고 하면서 플랫폼택시 비즈니스가 가능해졌다. 카카오는 8월부터 9개의 택시회사 총 면허 800여개를 약 450억원에 인수/확보하고 있다. 2020년에는 블루, 벤티 등 수익모델 다변화에 힘입어 의미있는 실적 성장이 기대된다.

표14 카카오모빌리티 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E
영업수익	16.7	53.6	85.0
YoY (%)	-	221.0	59.3
영업비용	27.3	74.7	90.0
영업이익	-10.6	-21.1	-5.0
YoY (%)	흑전	99.1	적지
OPM(%)	-63.5	-39.4	-5.9
기타수익	0.0	0.6	0.6
기타비용	0.0	0.9	1.2
금융수익	0.5	2.9	3.0
금융비용	-4.7	0.0	-
지분법손익	-0.4	0.0	-
세전이익	-10.1	-18.5	-6.2
순이익	-10.1	-18.5	-6.2
YoY (%)	흑전	83.2	적지
NPM(%)	-60.0	-34.5	-7.3

자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 카카오모빌리티 주주구성



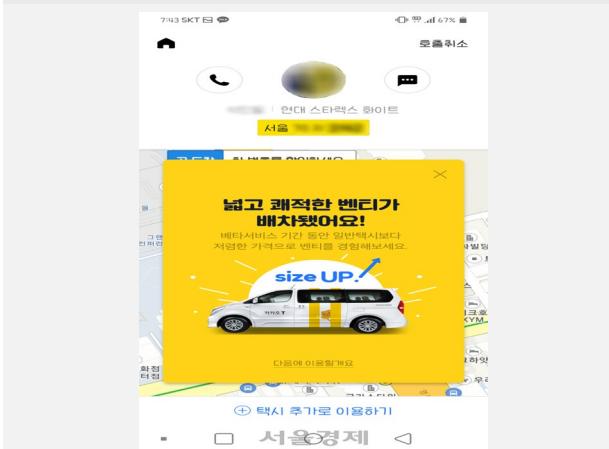
자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

표15 카카오모빌리티 택시회사 인수 현황

시기	택시회사명	택시면허 (개)	인수가액 (억원)
8.1	진화택시	98	69
8.15	KM1(중일산업)	82	41
10.16	KM3(경서운수)	100	50
11.1	KM4(재우교통)	91	46
11.1	KM5(명덕운수)	97	49
11.13	KM2(신영산업운수)	95	61
11.15	동고택시	75	38
11.16	KM6(원일교통)	118	59
11.20	신성콜택시	76	38
<b>총계</b>		<b>832</b>	<b>450</b>

자료: 카카오모빌리티, 언론종합, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

그림36 벤티 운행 본격화



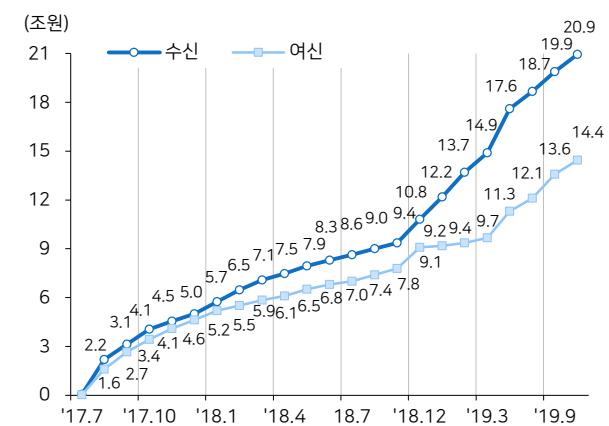
자료: 카카오모빌리티, 메리츠종금증권 리서치센터

표16 카카오뱅크 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	3Q19누적
<b>영업수익</b>	<b>1.3</b>	<b>68.9</b>	<b>375.6</b>	<b>480.6</b>
YoY (%)		5200.0	445.1	-
<b>이자수익</b>	<b>1.3</b>	<b>50.3</b>	<b>293.9</b>	<b>351.0</b>
수수료수익		17	67.9	84.3
매도가능금융자산거래이익		1.1	0.7	36.5
기타영업수익		0.5	2.9	2.2
<b>영업비용</b>	<b>16.7</b>	<b>173.1</b>	<b>396.8</b>	<b>438.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>-15.3</b>	<b>-104.2</b>	<b>-21.2</b>	<b>13.8</b>
YoY (%)	적지	적지	-	-
OPM(%)	-1176.9	-151.2	-5.6	2.9
<b>세전이익</b>	<b>-15.3</b>	<b>-104.2</b>	<b>-21.3</b>	<b>13.8</b>
<b>법인세비용</b>	<b>0</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.6</b>
<b>당기순이익</b>	<b>-15.3</b>	<b>-104.5</b>	<b>-21</b>	<b>15.4</b>
YoY (%)	적지	적지	-	-
NPM(%)	-1176.9	-151.7	-5.6	3.2

자료: 카카오뱅크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림37 카카오뱅크 수신/여신 증가세



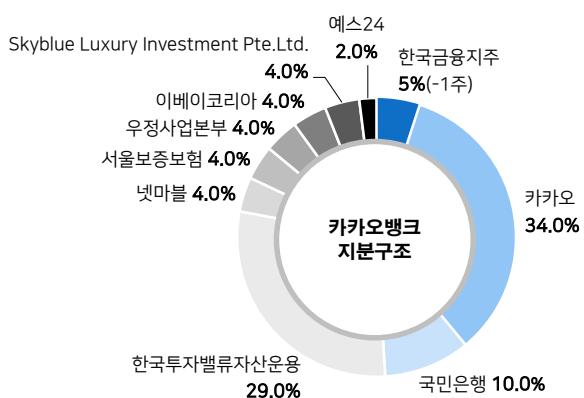
자료: 카카오뱅크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림38 카카오뱅크 저금통 서비스



자료: 카카오뱅크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림39 카카오뱅크 지분구조



자료: 카카오뱅크, 메리츠종금증권 리서치센터

표17 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치</b>	<b>5,400.0</b>	
MAU(만명)	4,500.0	
MAU 당 가치(원)	120,000.0	
<b>자회사 가치</b>	<b>9,540.0</b>	
카카오페이	1,827.0	지분율 60.9%, 3.0조원 가정
카카오게임즈	666.1	지분율 60.4%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	1,465.1	지분율 63.7%, 2.3조원 가정
카카오뱅크	1,224.0	지분율 34.0%, 1.8조원 가정
카카오M	788.3	지부율 89.8%, 0.9조원 가정
카카오커머스	1,000.0	지분율 100%, 1.0조원 가정
기타 자회사	1,440.0	장부가 기준 관계기업 투자액 30% NAV 할인
<b>순현금</b>	<b>2,298.8</b>	
<b>NAV</b>	<b>17,238.8</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>200,000</b>	
현주가(원, 1/14)	167,000	
상승여력(%)	19.8%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,972.3</b>	<b>2,417.0</b>	<b>3,055.0</b>	<b>3,742.4</b>	<b>4,218.7</b>
매출액증가율 (%)	34.7	22.5	26.4	22.5	12.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,972.3	2,417.0	3,055.0	3,742.4	4,218.7
판매관리비	1,807.0	2,344.0	2,860.0	3,346.7	3,657.5
<b>영업이익</b>	<b>165.4</b>	<b>73.0</b>	<b>195.1</b>	<b>395.7</b>	<b>561.1</b>
영업이익률	8.4	3.0	6.4	10.6	13.3
금융손익	33.2	62.3	56.7	0.8	3.3
종속/관계기업손익	9.0	6.7	33.4	53.5	56.2
기타영업외손익	-54.3	-11.2	18.7	23.9	25.1
세전계속사업이익	153.3	130.7	267.7	473.9	645.8
법인세비용	28.2	114.8	118.6	199.5	286.1
<b>당기순이익</b>	<b>125.1</b>	<b>15.9</b>	<b>149.1</b>	<b>274.5</b>	<b>359.7</b>
지배주주지분 순이익	108.6	47.9	175.3	288.0	387.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>371.9</b>	<b>491.5</b>	<b>527.2</b>	<b>661.5</b>	<b>755.2</b>
당기순이익(손실)	125.1	15.9	149.1	274.5	359.7
유형자산상각비	60.7	67.7	130.0	92.9	60.4
무형자산상각비	69.1	67.4	77.3	77.4	75.8
운전자본의 증감	48.4	329.3	511.0	350.5	433.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-354.7</b>	<b>-1,260.7</b>	<b>-374.8</b>	<b>-206.7</b>	<b>-154.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-75.2	-97.2	-100.1	-103.1	-106.2
투자자산의감소(증가)	-108.0	-469.2	-61.0	-66.2	-71.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>467.6</b>	<b>890.5</b>	<b>707.4</b>	<b>709.0</b>	<b>710.7</b>
차입금의 증감	-209.8	-129.0	9.3	35.1	37.1
자본의 증가	498.7	1,051.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	475.2	130.2	84.8	134.8	206.9
기초현금	641.6	1,116.8	1,247.0	1,331.8	1,466.6
기말현금	1,116.8	1,247.0	1,331.8	1,466.6	1,673.5

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>1,993.1</b>	<b>2,859.0</b>	<b>3,781.3</b>	<b>3,804.2</b>	<b>3,905.2</b>
현금및현금성자산	1,116.8	1,247.0	1,331.8	1,466.6	1,673.5
매출채권	179.2	193.7	184.0	174.8	166.1
재고자산	21.6	35.8	36.9	38.0	39.2
<b>비유동자산</b>	<b>4,356.3</b>	<b>5,100.6</b>	<b>5,297.5</b>	<b>5,503.7</b>	<b>5,719.9</b>
유형자산	271.0	314.8	324.3	334.0	344.0
무형자산	3,689.6	3,865.3	3,981.2	4,100.7	4,223.7
투자자산	372.6	848.4	953.7	1,073.6	1,221.8
<b>자산총계</b>	<b>6,349.4</b>	<b>7,959.5</b>	<b>8,137.3</b>	<b>8,405.9</b>	<b>8,760.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,040.9</b>	<b>2,039.2</b>	<b>2,145.9</b>	<b>2,208.5</b>	<b>2,276.1</b>
매입채무	108.3	29.4	36.0	44.5	55.0
단기차입금	0.3	29.1	27.7	26.3	25.0
유동성장기부채	169.8	110.0	115.5	121.2	127.3
<b>비유동부채</b>	<b>845.6</b>	<b>293.2</b>	<b>301.8</b>	<b>310.6</b>	<b>319.8</b>
사채	620.8	39.9	39.9	39.9	39.9
장기차입금	0.0	2.7	1.4	1.4	1.4
<b>부채총계</b>	<b>1,886.5</b>	<b>2,332.4</b>	<b>2,364.5</b>	<b>2,399.7</b>	<b>2,438.1</b>
자본금	34.0	41.7	41.7	41.7	41.7
자본잉여금	3,603.6	4,647.5	4,647.5	4,647.5	4,647.5
기타포괄이익누계액	-5.0	-7.3	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	402.5	453.4	599.1	832.5	1,148.4
비지배주주지분	433.8	490.3	490.3	490.3	490.3
<b>자본총계</b>	<b>4,462.9</b>	<b>5,627.2</b>	<b>5,772.8</b>	<b>6,006.2</b>	<b>6,322.2</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	29,101	30,944	36,397	43,479	49,012
EPS(지배주주)	1,602	613	2,089	3,346	4,503
CFPS	4,215	2,099	4,236	5,840	6,469
EBITDAPS	4,356	2,663	4,793	6,575	8,101
BPS	59,332	61,602	61,372	64,083	67,754
DPS	148	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	85.5	168.0	72.3	49.9	37.1
PCR	32.5	49.1	35.6	28.6	25.8
PSR	4.7	3.3	4.1	3.8	3.4
PBR	2.3	1.7	2.5	2.6	2.5
EBITDA	295.2	208.0	402.3	565.9	697.3
EV/EBITDA	29.9	35.3	27.8	22.7	18.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.9	1.0	3.4	5.3	6.8
EBITDA 이익률	15.0	8.6	13.2	15.1	16.5
부채비율	42.3	41.4	41.0	40.0	38.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	14.7	7.8	20.2	39.9	54.9
매출채권회전율(x)	11.2	13.0	16.2	20.9	24.8
재고자산회전율(x)	115.6	84.2	84.0	99.9	109.3

Industry Brief  
2020. 1. 15

▲ 인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

# 엔씨소프트 036570

## '리니지2M'의 성과 현실화

- ✓ 4Q19 실적, '리니지2M'의 성공과 흔들림없는 '리니지M'에 힘입어 외형 레벨업. 영업이익률은 38%로 게임 마케팅비 증가와 연말 상여 지급에도 불구하고 양호
- ✓ 게임업종 Top Pick으로 지속추천하며 이익 추정치 상향으로 적정주가 77만원으로 상향. 적정주가의 2020E Target PER은 18.9배 수준

### Buy

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>770,000 원</b>
<b>현재주가 (1.14)</b>	<b>610,000 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>26.2%</b>
<b>KOSPI</b>	2,238.88pt
시가총액	133,920억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	50.93%
52주 최고/최저가	614,000원/430,500원
평균거래대금	444.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
김택진 외 9 인	12.00
국민연금공단	11.79
넷마블	8.88
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	13.4 22.6 26.4
상대주가	9.9 14.3 16.6

#### 주가그래프



### 4Q19 실적, 기대치 상회 전망

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 5,676억원(+42.0% YoY), 2,156억원(+91.5% YoY)을 기록, 컨센서스(매출액 5,254억원, 영업이익 1,864억원) 대비 상회한다. PC게임의 경우 '리니지' 매출액은 407억원(+4.2% YoY), '리니지2'는 152억원(-26.5% YoY)로 모바일게임 출시로 다소 감소, 그 밖에 PC 게임들은 전분기와 유사하다. '리니지2M' 매출액은 1,575억원(일평균 45억원)으로 11월 27일 출시 이후 국내 게임 시장 장악에 성공하였다. '리니지M' 매출액 역시 12월 프로모션 통해 일평균 20억원 초반의 매출 수준 유지하였다. 영업이익률은 38.0%로 외형확대로 한단계 레벨업한다. 인건비는 연말상여지급으로 819억원(+26.6% QoQ), 마케팅비는 역사상 최고수준의 비용 집행으로 452억원으로 추정한다.

### 높아진 눈높이에 걸맞는 주가

'리니지2M'의 성과가 예상치를 상회하며 '리니지M'과의 카니발라이제이션은 전무하다. 이에 따라 2020년 매출액과 영업이익 추정치를 각각 6.3%, 7.8% 상향한 2,6조원(+50.4% YoY), 1.1조원(+103.0% YoY)으로 조정한다. 2020E PER도 15.0배 수준으로 저평가 메리트가 부각된다. 1월 9일 '리니지2M' 발표회에서 이 성구 총괄 PD가 밝혔듯이 11월 27일 출시 이후 이용자 트래픽이 꾸준히 증가하고 있다는 점이 고무적이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 77만원으로 상향

적정주가 77만원은 2020E Target PER 18.9배 수준으로 1) 블리자드와 EA의 2020E 평균 PER 23배 대비 18% 할인된 수준, 2) '리니지2M'을 시작으로 이익 성장 본격화되고 있다는 점 감안시 매력적인 투자시기이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,758.7	585.0	441.0	20,104	63.6	124,037	22.3	3.6	13.7	19.1	29.2
2018	1,715.1	614.9	418.2	19,061	-5.1	107,923	24.5	4.3	14.0	16.4	23.6
2019E	1,735.0	553.5	479.2	21,837	13.9	124,292	24.0	4.2	17.6	18.8	24.8
2020E	2,609.8	1,123.8	895.7	40,811	86.4	159,459	14.9	3.8	10.2	28.8	21.1
2021E	2,847.9	1,208.3	960.3	43,756	7.2	197,058	13.9	3.1	9.1	24.5	18.6

표18 엔씨소프트 4Q19 실적 - 기대치 상회 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>567.6</b>	<b>399.7</b>	<b>42.0%</b>	<b>397.8</b>	<b>42.7%</b>	<b>525.4</b>	<b>8.0%</b>
PC	107.7	114.5	-5.9%	126.4	-14.8%	-	-
리니지	40.7	39.0	4.2%	51.8	-21.5%	-	-
리니지2	15.2	20.7	-26.5%	23.0	-34.0%	-	-
아이온	12.3	12.7	-2.7%	13.2	-6.8%	-	-
블레이드앤소울	22.9	25.0	-8.4%	21.5	6.5%	-	-
길드워2	15.3	15.7	-2.8%	15.1	0.8%	-	-
로열티	44.2	53.4	-17.2%	44.2	-	-	-
모바일	403.0	222.8	80.9%	213.3	88.9%	-	-
리니지M	193.2	220.8	-12.5%	211.6	-8.7%	-	-
리니지2M	157.5	-	-	-	-	-	-
기타	12.6	9.0	40.5%	13.8	-8.6%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>215.6</b>	<b>112.6</b>	<b>91.5%</b>	<b>128.9</b>	<b>67.3%</b>	<b>186.4</b>	<b>15.6%</b>
<b>세전이익</b>	<b>243.3</b>	<b>105.4</b>	<b>130.9%</b>	<b>153.2</b>	<b>58.8%</b>	<b>195.9</b>	<b>24.2%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>175.2</b>	<b>66.5</b>	<b>163.6%</b>	<b>113.3</b>	<b>54.6%</b>	<b>146.6</b>	<b>19.5%</b>
영업이익률(%)	38.0%	28.2%	9.8%p	32.4%	5.6%p	35.5%	2.5%p
순이익률(%)	30.9%	16.6%	14.2%p	28.5%	2.4%p	27.9%	3.0%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표19 엔씨소프트의 분기별 매출 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>358.8</b>	<b>410.8</b>	<b>397.8</b>	<b>567.6</b>	<b>670.5</b>	<b>594.6</b>	<b>628.4</b>	<b>716.4</b>	<b>1,715.1</b>	<b>1,735.0</b>	<b>2,609.8</b>
PC	95.5	122.9	124.7	107.7	111.9	113.4	113.7	109.6	476.8	452.6	448.6
리니지	20.7	50.1	51.8	40.7	39.1	37.6	36.2	34.8	149.7	163.3	147.8
리니지2	21.6	21.2	23.0	15.2	21.3	20.8	20.4	20.0	63.9	81.0	82.5
아이온	12.3	12.4	13.2	12.3	12.6	12.5	12.4	12.2	63.4	50.3	49.7
블레이드앤소울	23.3	21.1	21.5	22.9	23.8	24.9	27.7	25.9	119.6	88.8	55.2
길드워2	16.3	15.9	15.1	15.3	14.0	15.3	15.3	15.3	80.2	62.6	48.8
로열티	57.4	55.4	44.2	44.2	44.5	44.6	40.9	41.1	281.6	197.4	171.0
모바일	198.8	223.8	213.3	403.0	501.2	422.8	459.4	550.6	913.3	1,038.9	1,934.0
리니지M	197.8	221.3	211.6	193.2	184.0	179.4	170.2	170.2	887.8	823.9	703.8
리니지2M	-	-	-	157.5	276.0	211.6	193.2	174.8	-	157.5	855.6
아이온2	-	-	-	-	-	-	73.6	76.4	-	-	150.0
B&S2	-	-	-	-	-	-	-	117.0	-	-	117.0
기타	7.1	8.6	15.6	12.6	13.0	13.8	14.4	15.1	37.3	46.0	56.3
<b>영업비용</b>	<b>279.2</b>	<b>281.4</b>	<b>268.9</b>	<b>352.0</b>	<b>373.2</b>	<b>358.7</b>	<b>359.5</b>	<b>394.7</b>	<b>1,100.2</b>	<b>1,181.5</b>	<b>1,486.1</b>
인건비	89.2	71.3	64.7	81.9	106.9	99.2	96.8	97.1	341.0	307.0	399.9
경상연구개발비	73.5	73.7	71.8	78.9	74.0	80.2	76.2	93.2	274.7	297.9	323.6
지급수수료	69.1	77.4	77.6	110.7	130.7	115.9	122.5	139.7	320.4	334.7	508.8
광고선전비	18.9	23.7	22.5	45.2	25.2	26.0	25.4	24.9	56.9	110.3	101.5
기타	28.5	35.4	32.4	35.4	36.4	37.5	38.6	39.8	107.2	131.6	152.4
<b>영업이익</b>	<b>79.5</b>	<b>129.4</b>	<b>128.9</b>	<b>215.6</b>	<b>297.3</b>	<b>235.8</b>	<b>268.9</b>	<b>321.7</b>	<b>614.9</b>	<b>553.5</b>	<b>1,123.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>100.9</b>	<b>147.1</b>	<b>153.2</b>	<b>243.3</b>	<b>326.0</b>	<b>265.4</b>	<b>299.3</b>	<b>353.2</b>	<b>636.2</b>	<b>641.9</b>	<b>1,243.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>74.7</b>	<b>116.9</b>	<b>113.3</b>	<b>175.2</b>	<b>234.7</b>	<b>191.1</b>	<b>215.5</b>	<b>254.3</b>	<b>418.0</b>	<b>479.2</b>	<b>895.7</b>

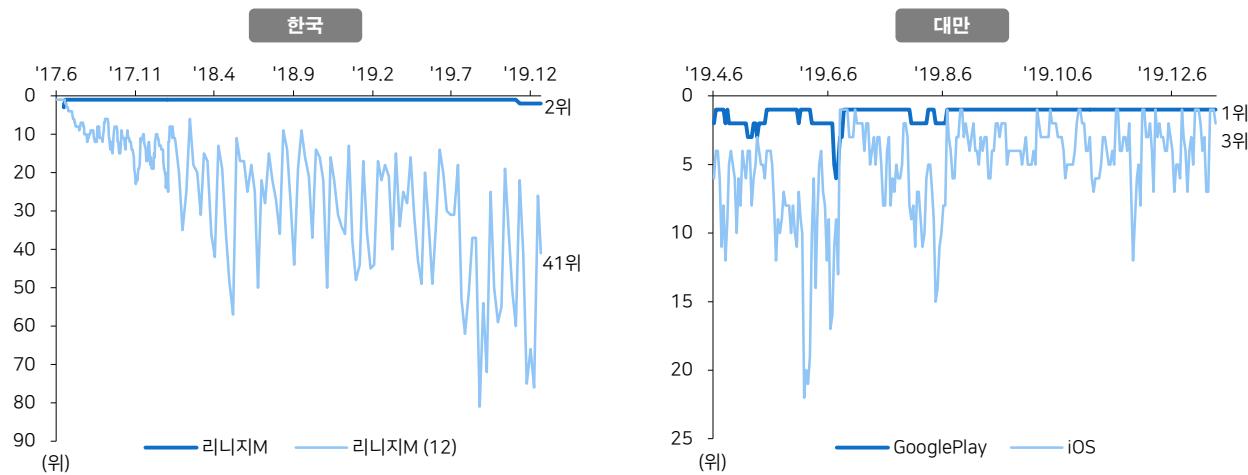
자료: 엔씨소프트, 메리츠종금증권 리서치센터

표20 실적 추정치 상향 조정내역

(십억원)		2019E	2020E	2021E
매출액	수정후	1,735.0	2,609.8	2,847.9
	수정전	1,690.3	2,456.1	2,830.4
	% diff	2.6%	6.3%	0.6%
영업이익	수정후	553.5	1,123.7	1,208.3
	수정전	531.5	1,042.9	1,205.2
	% diff	4.10%	7.8%	0.3%
지배순이익	수정후	479.2	895.7	960.3
	수정전	440.2	787.2	952.1
	% diff	8.9%	13.8%	0.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림40 '리니지M' 매출 순위



주: 2020.1.12 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

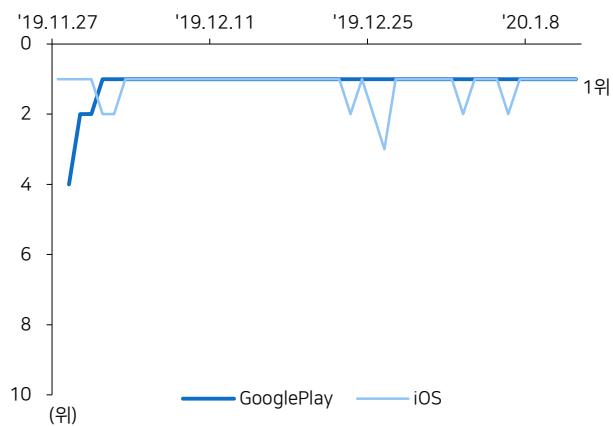
그림41 '리니지2M' (한국) 다운로드 순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림42 '리니지2M' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,758.7</b>	<b>1,715.1</b>	<b>1,735.0</b>	<b>2,609.8</b>	<b>2,847.9</b>
매출액증가율 (%)	78.8	-2.5	1.2	50.4	9.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,758.7	1,715.1	1,735.0	2,609.8	2,847.9
판매관리비	1,173.7	1,100.2	1,181.5	1,486.1	1,639.6
<b>영업이익</b>	<b>585.0</b>	<b>614.9</b>	<b>553.5</b>	<b>1,123.8</b>	<b>1,208.3</b>
영업이익률	33.3	35.9	31.9	43.1	42.4
금융손익	11.4	25.6	26.4	27.1	28.0
종속/관계기업손익	-1.6	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7
기타영업외손익	15.4	-0.7	44.9	78.8	82.7
세전계속사업이익	610.2	637.4	641.9	1,243.8	1,333.6
법인세비용	166.2	215.9	161.5	348.3	373.4
<b>당기순이익</b>	<b>444.0</b>	<b>421.5</b>	<b>480.4</b>	<b>895.6</b>	<b>960.2</b>
지배주주지분 순이익	441.0	418.2	479.2	895.7	960.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>595.2</b>	<b>352.8</b>	<b>414.4</b>	<b>805.5</b>	<b>871.0</b>
당기순이익(손실)	444.0	421.5	480.4	895.6	960.2
유형자산상각비	26.9	25.5	26.3	27.1	27.9
무형자산상각비	3.1	2.4	2.5	2.6	2.6
운전자본의 증감	10.8	-55.5	-151.8	-86.2	-64.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-459.6</b>	<b>68.4</b>	<b>-209.6</b>	<b>-407.4</b>	<b>-406.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-28.8	-26.7	-27.5	-28.4	-29.2
투자자산의감소(증가)	-708.0	385.6	-95.2	-209.3	-125.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-79.7</b>	<b>-424.4</b>	<b>-362.3</b>	<b>-380.4</b>	<b>-399.5</b>
차입금의 증감	0.1	5.2	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.4	-1.7	212.9	371.3	427.4
기초현금	144.8	187.3	185.6	398.5	769.8
기말현금	187.3	185.6	398.5	769.8	1,197.2

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,576.4</b>	<b>2,190.3</b>	<b>2,740.2</b>	<b>3,436.0</b>
현금및현금성자산	187.3	185.6	398.5	769.8	1,197.2
매출채권	193.0	148.5	196.9	216.5	238.2
재고자산	0.5	1.0	1.7	1.3	1.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,753.8</b>	<b>1,364.9</b>	<b>1,495.1</b>	<b>1,806.1</b>	<b>2,062.3</b>
유형자산	229.1	233.9	257.3	334.4	434.8
무형자산	52.4	54.4	59.8	77.8	101.1
투자자산	1,337.0	951.5	1,087.3	1,062.5	1,043.8
<b>자산총계</b>	<b>3,526.6</b>	<b>2,941.3</b>	<b>3,424.5</b>	<b>4,259.8</b>	<b>5,154.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>455.8</b>	<b>473.1</b>	<b>520.0</b>	<b>571.7</b>	<b>628.5</b>
매입채무	2.1	1.7	2.8	2.1	1.6
단기차입금	0.0	5.1	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
<b>비유동부채</b>	<b>341.5</b>	<b>89.2</b>	<b>160.6</b>	<b>169.5</b>	<b>179.3</b>
사채	149.8	0.0	249.2	249.2	249.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>797.3</b>	<b>562.3</b>	<b>680.6</b>	<b>741.2</b>	<b>807.8</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	432.6	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	525.3	188.5	247.4	247.4	247.4
이익잉여금	1,905.9	2,163.8	2,528.9	3,303.9	4,132.6
비지배주주지분	8.0	11.3	16.1	19.0	22.3
<b>자본총계</b>	<b>2,729.2</b>	<b>2,379.0</b>	<b>2,743.8</b>	<b>3,518.6</b>	<b>4,347.1</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	80,181	78,177	79,064	118,918	129,766
EPS(지배주주)	20,104	19,061	21,837	40,811	43,756
CFPS	28,692	29,813	36,023	49,738	52,696
EBITDAPS	28,039	29,301	26,532	52,553	56,448
BPS	124,037	107,923	124,292	159,459	197,058
DPS	7,280	6,050	6,050	6,050	6,050
배당수익률(%)	1.6	1.3	1.2	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.3	24.5	24.0	14.9	13.9
PCR	15.6	15.6	14.5	12.3	11.6
PSR	5.6	6.0	6.6	5.1	4.7
PBR	3.6	4.3	4.2	3.8	3.1
EBITDA	615.0	642.8	582.2	1,153.4	1,238.8
EV/EBITDA	13.7	14.0	17.6	10.2	9.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.1	16.4	18.8	28.8	24.5
EBITDA 이익률	35.0	37.5	33.6	44.2	43.5
부채비율	29.2	23.6	24.8	21.1	18.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	179.6	184.7	161.4	318.1	332.1
매출채권회전율(x)	10.0	10.0	10.0	12.6	12.5
재고자산회전율(x)	2,983.9	2,260.8	1,274.9	1,737.2	2,529.7

Industry Brief  
2020. 1. 15

▲ 인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

# 넷마블 251270

## 코웨이 인수 그 이후

- ✓ 12월말 코웨이 인수 본계약 체결하였으며 중장기 기업가치에 긍정적 변화
- ✓ 2020년 신년회에서 넷마블 방준혁 의장은 '강한 넷마블, 건강한 넷마블' 강조하며 게임사업에 정진할 것으로 피력
- ✓ 코웨이로 안정적 캐쉬카우 확보, 오프라인 리테일 영업망 확보하며 향후 모바일게임을 넘어선 구독경제와 같은 컨텐츠 비즈니스에 용이한 환경 구축
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 14만원 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	140,000 원
현재주가 (1.14)	98,300 원
상승여력	42.4%
KOSPI	2,238.88pt
시가총액	84,287억원
발행주식수	8,574만주
유동주식비율	24.20%
외국인비중	22.99%
52주 최고/최저가	136,000원/84,600원
평균거래대금	181.9억원
주요주주(%)	
방준혁 외 13 인	24.91
씨제이이앤엠	21.83
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.56
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	8.9 2.0 -13.0
상대주가	5.5 -5.0 -19.8
주가그래프	



### 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 5,746억원(+18.0% YoY), 580억원(+52.6% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 6,088억원, 영업이익 716억원) 대비 하회한다. 기존 게임의 점진적 노후화로 매출 감소하였고 '프로즌 어드벤처스'라는 신작 출시되었으나 매출 효과는 미미하다. 주요 수익원인 '블소레볼루션'과 '리니지2레볼루션' 매출액은 각각 18.3% QoQ, 15.2% QoQ 감소하며 'V4', '리니지2M' 등 경쟁 심화에 따른 부정적 영향을 받았다. 영업이익률은 10.1%로 추정, 인건비를 비롯한 마케팅비 등 전반적인 비용이 감소되었다.

### 코웨이 인수 본계약 체결

12월말 공시를 통해 코웨이 인수를 공식 발표하였다. 코웨이 지분 25.08%를 1,74조원에 인수키로 하였고 2월말 잔금 납입이 완료되면 3월부터 연결 혹은 지분법손익으로 계상될 전망이다. 2020년 방준혁 넷마블 의장은 시무식에서 게임사업 강화를 강조하며 '강한 넷마블, 건강한 넷마블'을 위한 노력을 당부하였다. 넷마블은 코웨이 인수를 통해 모바일게임을 넘어선 컨텐츠 비즈니스에 용이한 오프라인 기반 확보, 향후 인공지능을 비롯한 클라우드, 블록체인 등 신규기술에 대한 투자도 강화될 전망이다.

### 1월 22일 'A3' 쇼케이스로 신작 포문 열어

넷마블은 1월 22일 'A3: 스틸얼라이브' 출시발표회를 시작으로 신작게임 라인업을 본격 가동한다. 상반기에는 2년만에 NTP도 준비하고 있어 올해 게임사업의 전략적 방향성과 코웨이와의 시너지 방안 등에 대해서도 구체화된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	39.5	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018	2,021.3	241.7	189.6	2,227	-44.7	51,303	50.1	2.2	24.1	4.4	19.4
2019E	2,198.3	209.6	201.1	2,351	1.5	60,230	41.7	1.6	20.8	4.2	17.2
2020E	2,441.3	370.9	284.9	3,323	48.1	63,076	29.6	1.6	13.4	5.4	17.3
2021E	2,890.6	498.1	450.7	5,257	46.8	67,857	18.7	1.4	10.3	8.0	16.9

표21 넷마블 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>574.6</b>	<b>487.1</b>	<b>18.0%</b>	<b>619.9</b>	<b>-7.3%</b>	<b>608.8</b>	<b>-5.6%</b>
리니지2레볼루션	73.6	102.3	-28.1%	86.8	-15.2%	-	-
모두의 마블	11.0	19.5	-43.6%	12.4	-11.3%	-	-
세븐나이츠	10.1	19.5	-48.2%	12.4	-18.5%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	85.1	68.8	23.7%	86.8	-2.0%	-	-
쿠키잼	30.4	34.1	-10.9%	31.0	-1.9%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	22.3	34.1	-34.6%	24.8	-10.1%	-	-
블소래볼루션	30.4	29.2	4.1%	37.2	-18.3%	-	-
일곱개의 대죄: Grand Cross	50.6	-	-	68.2	-25.8%	-	-
킹오피울스타	24.2	-	-	18.6	30.1%	-	-
BTS월드	13.8	-	-	24.8	-44.4%	-	-
기타	223.2	179.6	24.3%	217.0	2.9%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>58.0</b>	<b>38.0</b>	<b>52.6%</b>	<b>84.4</b>	<b>-31.3%</b>	<b>71.6</b>	<b>-19.0%</b>
<b>세전이익</b>	<b>70.6</b>	<b>26.0</b>	<b>171.5%</b>	<b>110.9</b>	<b>-36.3%</b>	<b>81.7</b>	<b>-13.6%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>44.0</b>	<b>13.6</b>	<b>223.5%</b>	<b>79.2</b>	<b>-44.4%</b>	<b>57.4</b>	<b>-23.3%</b>
영업이익률 (%)	10.1%	7.8%	2.3%p	13.6%	-3.5%p	11.8%	-1.7%p
순이익률 (%)	7.7%	2.8%	4.9%p	12.8%	-5.1%p	9.4%	-1.8%p

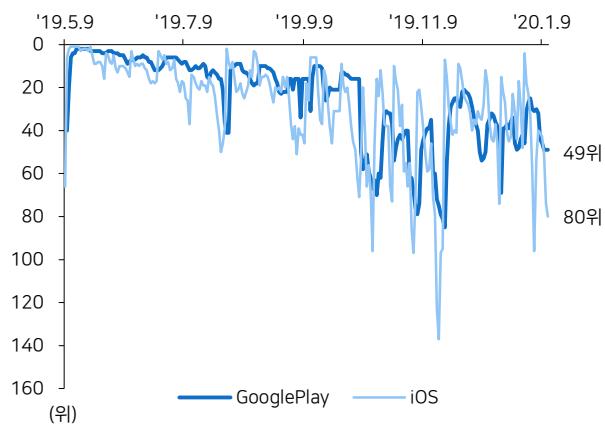
자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표22 넷마블 분기별 실적 – 2020년 게임사업 성장성 회복, 코웨이 인수효과 가시화

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>477.6</b>	<b>526.2</b>	<b>619.9</b>	<b>574.6</b>	<b>586.6</b>	<b>620.1</b>	<b>612.5</b>	<b>622.1</b>	<b>2,021.3</b>	<b>2,198.3</b>	<b>2,441.3</b>
리니지2레볼루션	73.9	73.7	86.8	73.6	69.9	66.4	63.1	59.9	541.1	307.9	259.4
모두의 마블	17.7	15.8	12.4	11.0	10.8	10.6	10.4	10.2	88.4	57.0	42.0
세븐나이츠	18.4	15.8	12.4	10.1	9.6	9.1	8.7	8.2	77.9	56.7	35.7
마블컨테스트오브챔피언	72.1	78.9	86.8	85.1	83.3	81.7	80.0	78.4	298.7	322.9	323.5
쿠키잼	32.8	31.6	31.0	30.4	29.8	29.2	28.6	28.0	141.5	125.8	115.5
해리포터 호그와트 미스터리	25.4	21.0	24.8	22.3	20.1	18.1	16.3	14.6	106.5	93.6	69.1
블소래볼루션	78.1	52.6	37.2	30.4	30.9	28.8	26.7	25.6	29.2	198.2	111.9
일곱개의 대죄: Grand Cross	-	42.1	68.2	50.6	49.6	48.6	47.6	46.7	-	160.9	192.5
킹오피울스타	-	26.3	18.6	24.2	23.7	23.2	22.8	22.3	-	69.1	92.0
BTS월드	-	-	24.8	13.8	9.2	9.2	7.4	4.6	-	38.6	30.4
세븐나이츠2	-	-	-	-	-	36.8	33.1	29.8	-	-	99.7
기타	159.2	168.4	217.0	223.2	249.7	258.4	267.9	293.7	737.9	767.7	1,069.7
<b>영업비용</b>	<b>443.7</b>	<b>493.0</b>	<b>535.5</b>	<b>516.6</b>	<b>521.7</b>	<b>522.1</b>	<b>513.3</b>	<b>513.4</b>	<b>1,779.6</b>	<b>1,988.8</b>	<b>2,070.5</b>
인건비	113.9	117.3	120.8	124.5	128.2	132.0	136.0	140.1	413.1	476.5	536.3
지급수수료	210.1	248.6	270.9	251.1	246.1	249.7	236.8	230.9	842.6	980.7	963.6
마케팅비	62.8	83.6	72.3	70.2	76.3	68.2	67.4	68.4	311.7	288.9	280.3
기타	56.9	43.5	71.5	70.8	71.2	72.1	73.0	74.0	212.2	242.7	290.3
<b>영업이익</b>	<b>33.9</b>	<b>33.2</b>	<b>84.4</b>	<b>58.0</b>	<b>64.9</b>	<b>98.0</b>	<b>99.3</b>	<b>108.7</b>	<b>241.7</b>	<b>209.5</b>	<b>370.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>58.6</b>	<b>39.4</b>	<b>110.9</b>	<b>70.6</b>	<b>77.7</b>	<b>111.1</b>	<b>112.8</b>	<b>122.6</b>	<b>290.4</b>	<b>279.5</b>	<b>424.2</b>
<b>지배순이익</b>	<b>39.4</b>	<b>38.5</b>	<b>79.2</b>	<b>44.0</b>	<b>49.5</b>	<b>75.1</b>	<b>76.4</b>	<b>83.9</b>	<b>189.6</b>	<b>201.1</b>	<b>284.9</b>

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터

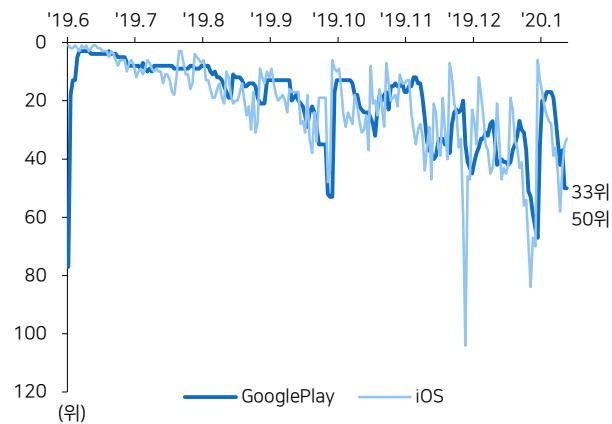
그림43 '킹오브파이터 올스타' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

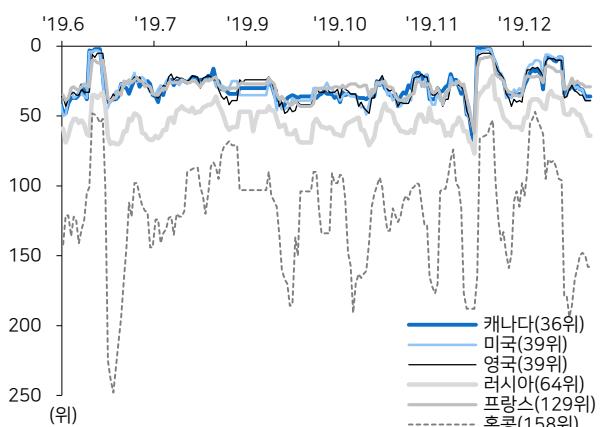
그림44 '일곱개의 대죄: Grand Cross' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

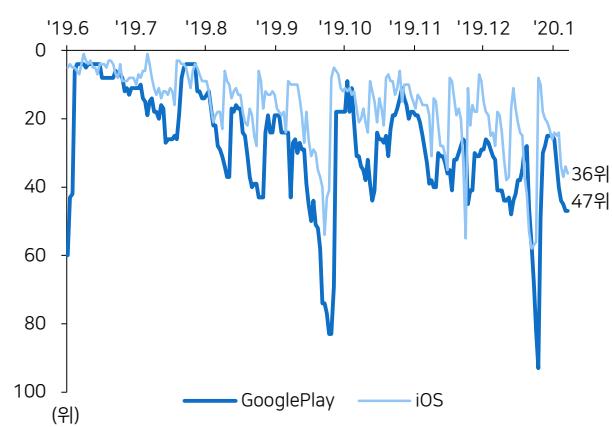
그림45 '마블콘테스트오브챔피언' 글로벌 매출 순위



주: 2020.1.12 구글플레이 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

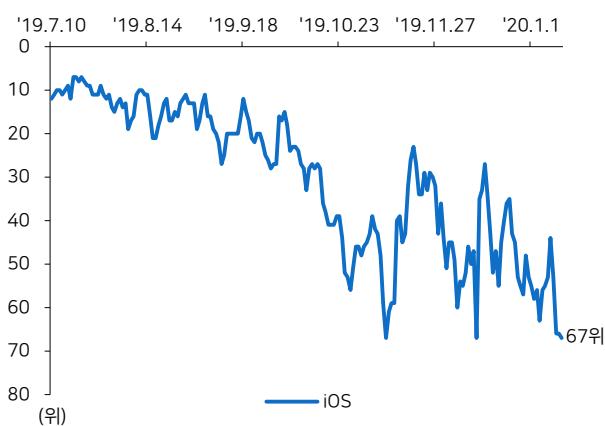
그림46 '일곱개의 대죄: Grand Cross' (일본) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 '스톤에이지M(石器时代M : 官方正版手游)'(중국) 매출 순위



주: 2020.1.12 앱스토어 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

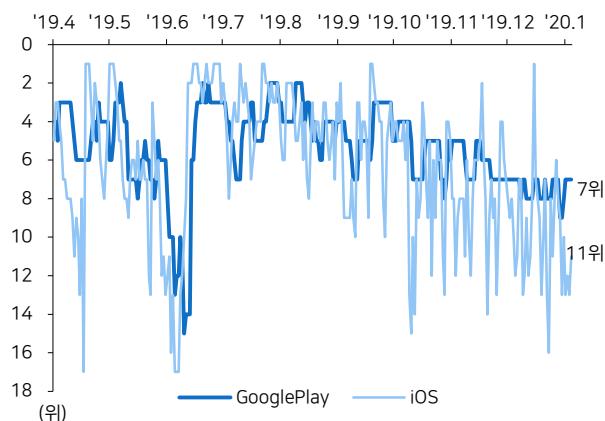
그림48 '쿵야캐치마인드' (한국) 다운로드, 매출 순위



주: 2020.1.12 앱스토어 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

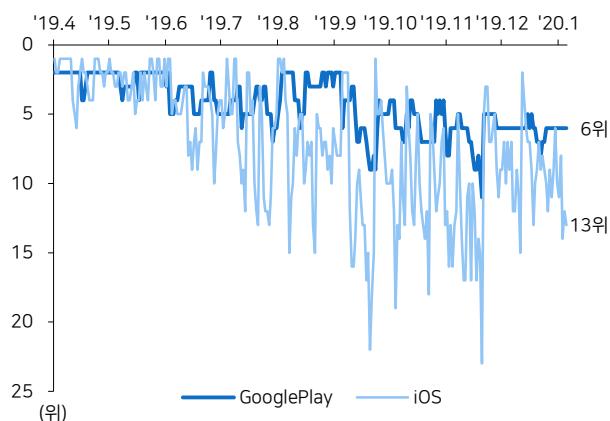
그림49 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

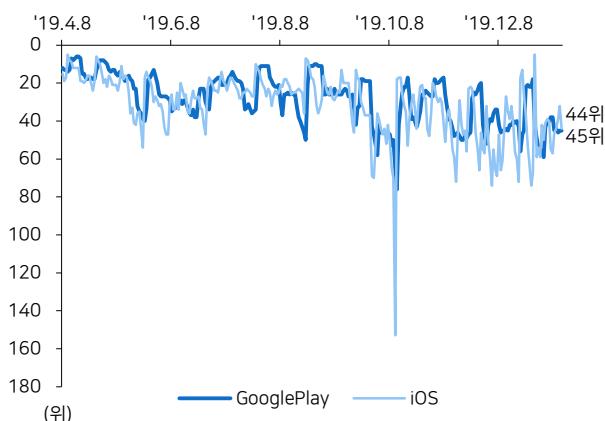
그림50 'B&amp;S 레볼루션' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

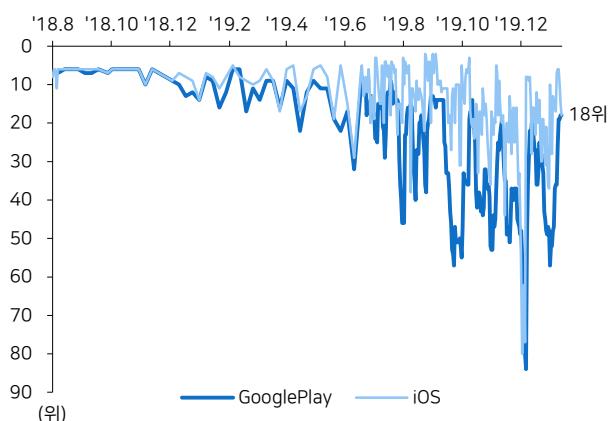
그림51 '세븐나이츠 for Kakao' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

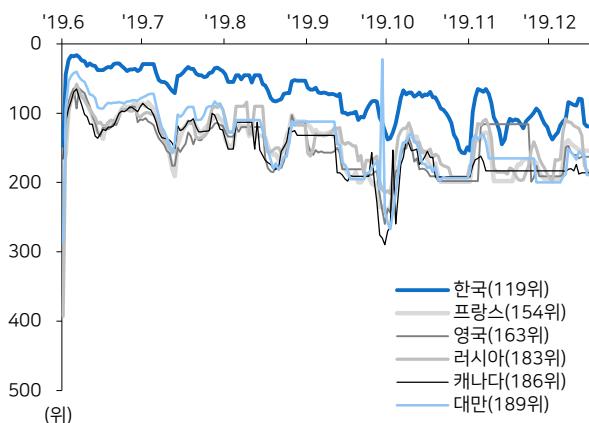
그림52 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

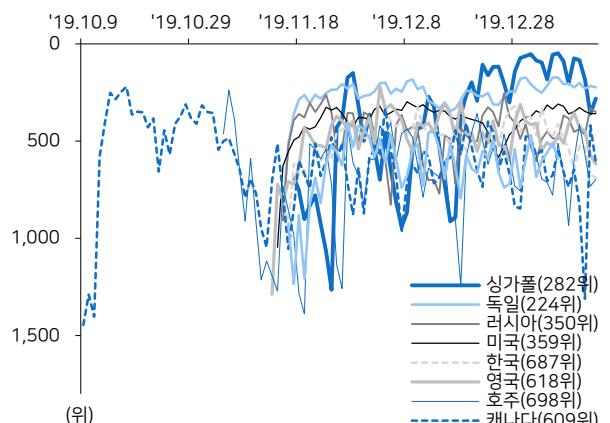
그림53 'BTS 월드' 주요 국가 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림54 '프로즌 어드벤처스' 주요 국가 매출순위



주: 2020.1.12 게임 순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표23 2020 넷마블 신작 라인업

기기	게임명	장르	개발사	출시 시기	진출 국가	특징
모바일	A3: Still Alive	배틀로얄 MMORPG	넷마블, 이데아게임즈(퍼블리싱)	20.1월말	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>1월 22일 쇼케이스 진행</li> <li>최후의 1인을 가리는 서바이벌 방식의 '30인 배틀로얄' 게임</li> <li>동시간 전체 서버의 이용자와 무차별 프리 PK(대인전)가 특징</li> </ul>
	매직: 마나스트라이크	TCG	넷마블몬스터	1Q20	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>19.11.14 사전등록 시작. 20년 1월말 출시</li> <li>서양에서 인기있는 TCG 장르의 원조 '매직: 더 개더링'의 IP를 활용</li> <li>다섯 가지 색상을 기반으로 자신만의 전략을 펼칠 수 있는 카드 텍 커스터마이징, 박진감 넘치는 PvP 대전</li> </ul>
	일곱 개의 대죄: 그랜드 크로스	수집형 RPG	퍼니파우	1Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCG의 요소와 퍼즐의 요소를 더한 텐제 RPG, AR 기술적용</li> <li>원작 애니메이션 스토리를 살려 구현한 연출과 스토리를 진행하는 어드벤처 게임</li> </ul>
	세븐나이츠2	MMORPG	넷마블	2Q20	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>넷마블 인기 IP '세븐나이츠' 기반한 MMORPG</li> <li>카드 획득을 통한 영웅 변신이 자유롭고, 무기 자유 장착이 차별점</li> </ul>
	블레이드 앤 소울 레볼루션	MMORPG	체리벅스	2H20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>원작 PC게임 '블레이드앤소울' IP 재해석</li> <li>직업을 선택하여 즐기는 방대한 세계관과 무공 액션시스템</li> </ul>
	제2의 나라	MMORPG	넷마블네오	2H20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사이시조 음원 상당수 사용 개발중</li> <li>지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용하여 대중의 감성을 공략한 게임</li> </ul>
	세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	넷마블	2H20	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화</li> <li>세븐나이츠2와 비교했을 때 비주얼 스타일과 유저의 아바타 유무가 차별점</li> </ul>
	BTS2(가제)	RPG	넷마블몬스터	2H20	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>'BTS월드' 후속작. 빅히트 엔터테인먼트 'BTS' IP 기반 자체개발 게임</li> <li>미소녀연예시뮬레이션 장르 특징에 카드를 수집하는 RPG 요소 게임</li> </ul>
	극열 마구마구	스포츠	넷마블앤팩크	2020	미정	<ul style="list-style-type: none"> <li>넷마블의 대표 스포츠 게임 '마구마구' IP를 활용한 새로운 모바일게임</li> <li>'마구마구'의 초창기 때 선보였던 '마구' '마타' '마주루' '마수비' 등이 담긴 액션 RPG 야구게임</li> </ul>
	리치그라운드	퍼즐	넷마블엔투	2020	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>'모두의마블'의 후속 글로벌 버전으로 19년 4월 소프트 런칭</li> <li>주사위를 던져 맵을 이동하는 퍼즐게임</li> </ul>

자료: 넷마블, 언론종합, 메리츠종금증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,021.3</b>	<b>2,198.3</b>	<b>2,441.3</b>	<b>2,890.6</b>
매출액증가율 (%)	61.6	-16.6	8.8	11.1	18.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,198.3	2,441.3	2,890.6
판매관리비	1,915.0	1,779.6	1,988.8	2,070.5	2,392.4
<b>영업이익</b>	<b>509.8</b>	<b>241.7</b>	<b>209.6</b>	<b>370.9</b>	<b>498.1</b>
영업이익률	21.0	12.0	9.5	15.2	17.2
금융손익	11.6	76.6	80.4	56.4	88.6
종속/관계기업손익	-5.7	0.1	2.1	2.1	2.1
기타영업외손익	-44.2	-27.9	-29.2	-30.7	-32.2
세전계속사업이익	471.5	290.4	279.5	424.2	587.7
법인세비용	110.6	75.5	68.1	98.8	136.9
<b>당기순이익</b>	<b>362.6</b>	<b>214.9</b>	<b>219.2</b>	<b>325.4</b>	<b>477.7</b>
지배주주지분 순이익	309.8	189.6	201.1	284.9	450.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>503.4</b>	<b>235.3</b>	<b>281.7</b>	<b>377.4</b>	<b>550.8</b>
당기순이익(손실)	362.6	214.9	219.2	325.4	477.7
유형자산상각비	11.5	15.5	16.3	17.1	17.9
무형자산상각비	53.3	64.5	67.8	71.1	74.7
운전자본의 증감	-18.8	-37.4	-72.8	-35.3	-27.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,432.7</b>	<b>-505.3</b>	<b>-168.7</b>	<b>-284.7</b>	<b>-323.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-30.0	-23.0	-24.2	-25.4	-26.6
투자자산의감소(증가)	-436.6	-295.1	-309.8	-325.3	-341.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2,527.3</b>	<b>-99.2</b>	<b>-355.7</b>	<b>-355.5</b>	<b>-355.2</b>
차입금의 증감	-34.3	110.6	54.7	19.1	20.0
자본의 증가	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,635.1	-359.1	612.6	-45.1	86.5
기초현금	272.7	1,907.8	1,548.7	2,161.2	2,116.1
기말현금	1,907.8	1,548.7	2,161.2	2,116.1	2,202.6

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>2,918.4</b>	<b>2,590.6</b>	<b>3,220.1</b>	<b>3,216.4</b>	<b>3,346.4</b>
현금및현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,161.2	2,116.1	2,202.6
매출채권	291.4	182.3	219.6	230.6	242.1
재고자산	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>비유동자산</b>	<b>2,429.3</b>	<b>2,842.4</b>	<b>3,005.2</b>	<b>3,282.1</b>	<b>3,595.6</b>
유형자산	145.4	174.3	183.0	192.2	201.8
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,517.4	1,745.0	2,006.8
투자자산	974.7	1,269.9	1,251.9	1,214.4	1,184.6
<b>자산총계</b>	<b>5,347.7</b>	<b>5,433.1</b>	<b>6,266.0</b>	<b>6,552.7</b>	<b>7,010.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>501.3</b>	<b>587.0</b>	<b>612.3</b>	<b>641.3</b>	<b>674.7</b>
매입채무	120.6	81.3	85.4	89.7	94.2
단기차입금	4.0	8.3	8.7	9.1	9.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>381.2</b>	<b>294.5</b>	<b>309.2</b>	<b>324.7</b>	<b>340.9</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	85.3	89.5	94.0	98.7
<b>부채총계</b>	<b>882.4</b>	<b>881.5</b>	<b>921.5</b>	<b>966.0</b>	<b>1,015.6</b>
자본금	8.5	8.5	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	372.8	372.8	372.8
이익잉여금	602.9	761.0	936.6	1,178.8	1,586.9
비지배주주지분	135.8	177.1	180.3	178.5	176.7
<b>자본총계</b>	<b>4,465.3</b>	<b>4,551.5</b>	<b>5,344.5</b>	<b>5,586.7</b>	<b>5,994.8</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,508	23,734	25,695	28,474	33,713
EPS(지배주주)	3,898	2,227	2,351	3,323	5,257
CFPS	7,387	4,023	3,926	4,952	6,561
EBITDAPS	7,228	3,777	3,432	5,355	6,890
BPS	50,920	51,303	60,230	63,076	67,857
DPS	360	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	48.4	50.1	41.7	29.6	18.7
PCR	25.5	27.7	25.0	19.9	15.0
PSR	6.2	4.7	3.8	3.5	2.9
PBR	3.7	2.2	1.6	1.6	1.4
EBITDA	574.5	321.7	293.6	459.1	590.8
EV/EBITDA	24.2	24.1	20.8	13.4	10.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	11.2	4.4	4.2	5.4	8.0
EBITDA 이익률	23.7	15.9	13.4	18.8	20.4
부채비율	19.8	19.4	17.2	17.3	16.9
금융비용부담률	0.6	0.0	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	37.8	417.0	27.9	49.0	67.4
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	10.9	10.8	12.2
재고자산회전율(x)	1,142.8	714.0	665.4	738.9	874.9

Industry Brief  
2020. 1. 15

# 펄어비스 263750

## 속도보다는 방향

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 하회 전망. 12월 11일 '검은사막M 글로벌' 출시되었으나 국내/일본 매출 감소를 상쇄하는 정도. 마케팅도 신작출시, 지스타 참여로 증가
- ✓ 속도보다는 방향. 동사가 추구하는 양질의 IP를 만들어가는 과정기. 6월 미국 게임쇼 E3를 통해 신작 출시와 관련된 내용 구체화 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 26만원 유지. 쉬어가는 시기이나 과도한 조정은 펄어비스의 중장기 성장스토리 매수기회

## Buy

적정주가 (12개월)	260,000 원
현재주가 (1.14)	199,300 원
상승여력	30.5%
KOSDAQ	678.71pt
시가총액	25,955억원
발행주식수	1,302만주
유동주식비율	43.12%
외국인비중	12.90%
52주 최고/최저가	226,300원/157,800원
평균거래대금	117.2억원
주요주주(%)	
김대일 외 14 인	50.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	4.2	2.0
상대주가	-1.6	4.6	2.7

### 주가그래프



### 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,351억원(+35.6% YoY), 351억원(-41.8% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 1,456억원, 영업이익 450억원)대비 하회한다. PC게임 매출액은 268억원(+7.6% YoY), 모바일과 콘솔 매출액은 각각 688억원(+12.1% YoY), 245억원으로 추정한다. 영업이익률은 26.0%로 3.4%p QoQ 하락 한다. PC매출액은 꾸준하며 모바일게임 매출액은 국내/일본의 하락세를 글로벌버진이 상쇄해주었다. 콘솔 매출액 역시 전분기 판매액의 55%(약 70억원) 이연되며 245억원을 기록할 전망이다. 4Q '검은사막M'의 일평균 매출액은 7.5억원으로 전분기 8.3억원 수준대비 소폭 감소한다. 인건비는 281억원으로 꾸준한 증원이 이루어지고 있으며 마케팅비는 G스타 참여 등으로 212억원(+34.2% QoQ)으로 증가하였다.

### 쉬어가는 2020년 상반기

1Q20 실적은 '검은사막M의 글로벌' 온기반영으로 개선된다. 2분기에는 '섀도우 아레나' 출시, 하반기에는 '이브에코스 글로벌' 출시 예상되어 점진적인 이익 성장이 예상된다. 그러나 기대하는 '붉은 사막'을 비롯한, '도깨비', '플랜B' 등의 신작라인업은 6월 미국 게임쇼 E3를 통해 출시 시점과 게임성에 대해 재확인 가능하며 상반기 주가와 실적은 다소 쉬어가는 시점으로 판단된다.

### 하반기 신작기대감 고조될 것

동사에 대한 투자의견 Buy 유지. 적정주가 26만원을 유지한다. 적정주가의 2020E Target PER은 21.7배 수준으로 PC/모바일/콘솔 플랫폼 다변화, 양질의 IP를 꾸준히 창출해낼 수 있는 개발력에 있어 프리미엄 부여가 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	52.4	21.7	14.7	1,293	-75.2	22,807	191.5	10.9	120.3	8.3	7.8
2018	404.8	168.1	146.5	11,591	796.4	31,525	17.9	6.6	15.1	42.9	74.6
2019E	554.4	149.7	139.5	10,725	-7.5	40,858	18.9	5.0	15.6	29.7	66.7
2020E	661.5	199.3	154.3	11,851	10.5	51,814	16.8	3.8	11.3	25.6	45.4
2021E	838.8	303.9	244.8	18,796	58.6	69,715	10.6	2.9	6.7	30.9	35.4

표24 펠어비스 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>135.1</b>	<b>99.6</b>	<b>35.6%</b>	<b>134.4</b>	<b>0.5%</b>	<b>145.6</b>	<b>-7.2%</b>
PC	26.8	24.9	7.6%	27.1	-1.1%	-	-
모바일	68.8	61.4	12.1%	76.6	-10.2%	-	-
콘솔	24.5	-	-	16.1	52.2%	-	-
CCP게임즈	15.0	12.8	17.2%	14.6	2.7%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>35.1</b>	<b>60.3</b>	<b>-41.8%</b>	<b>39.5</b>	<b>-11.1%</b>	<b>45.0</b>	<b>-22.0%</b>
<b>세전이익</b>	<b>37.5</b>	<b>58.7</b>	<b>-36.1%</b>	<b>41.8</b>	<b>-10.3%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>29.3</b>	<b>51.7</b>	<b>-43.3%</b>	<b>44.5</b>	<b>-34.2%</b>	<b>40.5</b>	<b>-27.7%</b>
영업이익률(%)	26.0%	60.5%	-34.6%p	29.4%	-3.4%p	30.9%	-4.9%p
순이익률(%)	21.7%	51.9%	-30.3%p	33.1%	-11.4%p	27.8%	-6.1%p

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표25 펠어비스 분기별 실적

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>132.6</b>	<b>152.3</b>	<b>134.4</b>	<b>135.1</b>	<b>144.2</b>	<b>137.9</b>	<b>182.5</b>	<b>196.9</b>	<b>404.8</b>	<b>554.4</b>	<b>661.5</b>
PC	26.3	26.2	27.1	26.8	26.9	26.8	37.1	40.3	116.2	106.3	131.2
모바일	87.4	94.4	76.6	68.8	83.2	78.6	93.7	99.2	275.3	327.3	354.8
콘솔	4.1	16.8	16.1	24.5	16.5	14.1	12.4	11.0	-	61.5	54.0
CCP게임즈	14.5	14.9	14.6	15.0	17.5	18.5	20.8	21.2	12.8	59.0	77.9
<b>영업비용</b>	<b>114.5</b>	<b>95.4</b>	<b>94.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>127.2</b>	<b>134.9</b>	<b>236.8</b>	<b>405.5</b>	<b>462.2</b>
인건비	31.0	24.2	26.7	28.1	30.1	31.6	33.2	34.9	63.3	114.3	129.8
지급수수료	41.1	43.8	41.0	41.2	44.0	42.1	55.6	60.0	120.5	167.1	201.7
광고선전비	30.3	15.4	15.8	21.2	16.3	16.4	28.3	29.7	39.7	82.7	90.5
주식보상비용	7.5	2.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	3.2	1.1	1.2
감가상각비	1.5	2.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.9	5.7	4.5
기타	3.0	7.9	10.1	8.3	8.4	8.6	8.7	8.9	8.1	33.8	34.5
<b>영업이익</b>	<b>18.2</b>	<b>56.9</b>	<b>39.5</b>	<b>35.1</b>	<b>44.1</b>	<b>38.0</b>	<b>55.3</b>	<b>61.9</b>	<b>168.1</b>	<b>149.7</b>	<b>199.3</b>
<b>세전이익</b>	<b>20.1</b>	<b>59.2</b>	<b>41.8</b>	<b>37.5</b>	<b>43.8</b>	<b>37.6</b>	<b>54.9</b>	<b>61.6</b>	<b>175.4</b>	<b>158.7</b>	<b>197.9</b>
<b>지배순이익</b>	<b>14.1</b>	<b>51.6</b>	<b>44.5</b>	<b>29.3</b>	<b>34.2</b>	<b>29.3</b>	<b>42.8</b>	<b>48.0</b>	<b>146.4</b>	<b>139.5</b>	<b>154.3</b>

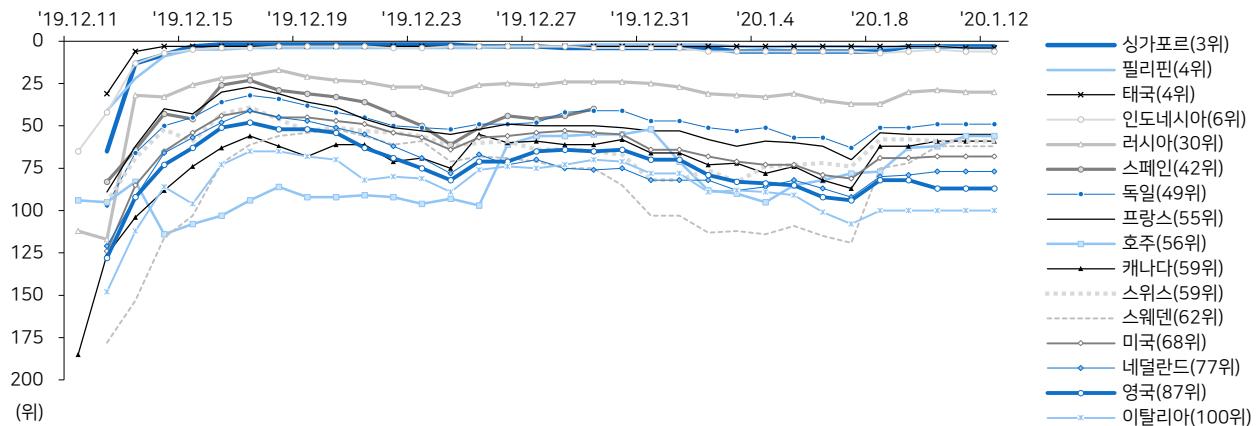
자료: 펠어비스, 메리츠종금증권 리서치센터

표26 2020 펠어비스 신작 라인업

구분	게임명	장르	개발사	출시시기	진출국가	비고
PC	섀도우 아레나	MMO+배틀로얄	펄어비스	2Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 20.1.2-20.1.5 2차 CBT 완료</li> <li>■ 50명의 이용자가 경쟁해 최후의 1인 가리는 액션 배틀로얄</li> </ul>
	플랜B	MMO-FPS	펄어비스	2020 (CBT)	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 슈팅장르, 엑소수트 MMO 표방. 검은사막 디자인 디렉터 이승기 충무 프로듀서와 카운터스트라이크의 민리 공동개발</li> </ul>
	이브유니버스 (프로젝트노바)	FPS	CCP	미정	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 이브세계관 접목시킨 FPS</li> </ul>
	오메가	Sci-Fi MMO	CCP	2021	미정	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 개발초기 단계, 2020년 이후 출시 예정</li> </ul>
모바일	이브차이나	Sci-Fi MMO	CCP-넷이즈	미정	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 중국에서 재론칭 준비하고 있었는데 넷이즈 통해 판호 신청</li> </ul>
	도깨비	가족형 캐주얼 MMO	펄어비스	2020 (CBT)	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 사람들의 꿈에서 힘을 얻고 성장하는 도깨비를 찾아 모험을 떠나는 수집형 오픈월드 MMO 게임</li> </ul>
	이브워오브어센션	Sci-Fi Strategy	CCP	미정	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 펠어비스의 차기 모바일 게임</li> </ul>
	이브에코스	Sci-Fi MMO	넷이즈	미정	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 19년 11월부터 오픈베타 서비스중</li> <li>■ IP 라이센싱 통해 중국에서 개발중</li> </ul>
콘솔	검은사막M (중국)	MMORPG	펄어비스	미정	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2019년 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청 예정</li> </ul>
	붉은사막	MMORPG	펄어비스	2020 (CBT)	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 광대한 파일럿 대륙의 용병들이 생존을 위해 싸우는 이야기</li> <li>■ 사실적인 캐릭터와 컷신의 에픽 판타지 오픈월드 MMO</li> </ul>

자료: 펠어비스, 언론종합, 메리츠종금증권 리서치센터

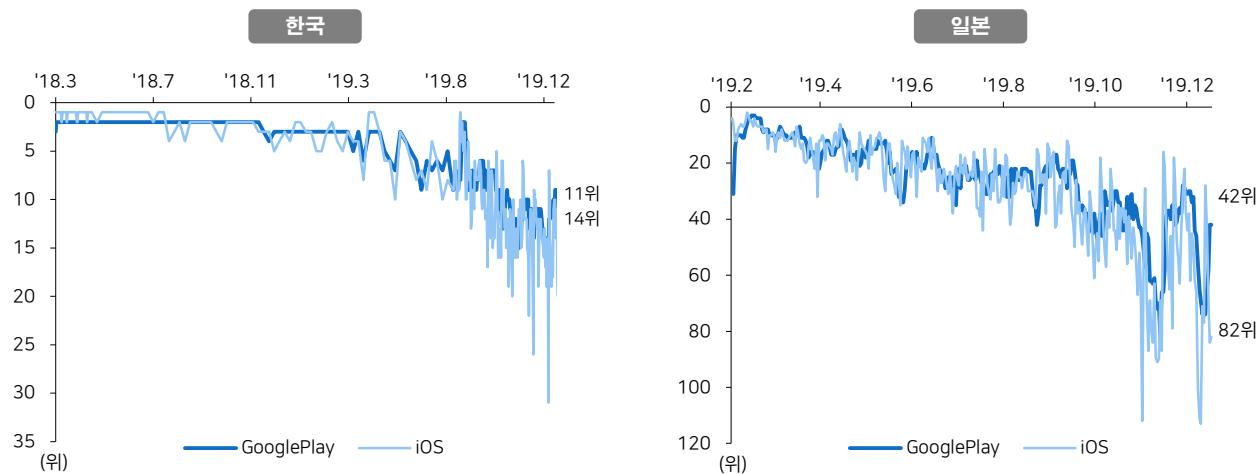
그림55 '검은사막M 글로벌' 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림56 '검은사막M' (한국, 일본) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 펄어비스 (263750)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>52.4</b>	<b>404.8</b>	<b>554.4</b>	<b>661.5</b>	<b>838.8</b>
매출액증가율 (%)	-43.5	672.7	37.0	19.3	26.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	52.4	404.8	554.4	661.5	838.8
판매관리비	30.7	236.7	404.6	462.2	534.9
<b>영업이익</b>	<b>21.7</b>	<b>168.1</b>	<b>149.7</b>	<b>199.3</b>	<b>303.9</b>
영업이익률	41.4	41.5	27.0	30.1	36.2
금융손익	-4.1	7.5	8.7	8.7	9.1
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.4	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	17.7	175.4	158.7	197.9	313.8
법인세비용	3.0	28.9	31.0	43.5	69.0
<b>당기순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>146.5</b>	<b>139.5</b>	<b>154.3</b>	<b>244.8</b>
지배주주지분 순이익	14.7	146.5	139.5	154.3	244.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26.5</b>	<b>159.3</b>	<b>116.5</b>	<b>153.0</b>	<b>243.3</b>
당기순이익(손실)	14.7	146.5	139.5	154.3	244.8
유형자산상각비	0.7	2.8	2.9	3.1	3.2
무형자산상각비	0.3	2.0	2.1	2.3	2.4
운전자본의 증감	6.6	-22.9	-24.0	-25.3	-26.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-8.3</b>	<b>-305.0</b>	<b>-243.1</b>	<b>-50.0</b>	<b>-52.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	-10.7	-11.8	-13.0	-14.3
투자자산의감소(증가)	-1.1	-6.1	-10.0	-11.0	-15.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>178.8</b>	<b>138.6</b>	<b>39.7</b>	<b>-8.2</b>	<b>51.2</b>
차입금의 증감	-1.1	176.3	52.0	54.6	57.4
자본의 증가	179.8	11.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	193.6	-11.5	-4.8	54.2	205.5
기초현금	46.9	240.5	229.0	224.2	278.4
기말현금	240.5	229.0	224.2	278.4	483.8

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	279.9	354.5	555.6	626.2	849.0
현금및현금성자산	240.5	229.0	224.2	278.4	483.8
매출채권	15.9	41.0	77.5	81.4	85.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	16.7	358.0	405.9	465.6	637.0
유형자산	6.2	35.7	55.4	63.7	73.3
무형자산	4.2	287.7	303.0	318.2	334.1
투자자산	3.2	9.4	18.0	54.3	200.2
<b>자산총계</b>	<b>296.6</b>	<b>712.5</b>	<b>961.5</b>	<b>1,091.9</b>	<b>1,486.0</b>
유동부채	19.8	115.1	131.8	76.5	80.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	20.0	23.1	23.1	23.1
비유동부채	1.6	189.4	223.0	230.0	241.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	115.9	117.8	117.8	117.8
<b>부채총계</b>	<b>21.4</b>	<b>304.5</b>	<b>354.8</b>	<b>306.4</b>	<b>321.7</b>
자본금	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	181.5	192.1	192.1	192.1	192.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-3.2	4.2	4.2	4.2
이익잉여금	85.1	231.6	348.2	490.9	724.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>275.2</b>	<b>408.0</b>	<b>532.1</b>	<b>674.8</b>	<b>907.9</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	4,599	32,037	42,622	50,794	64,408
EPS(지배주주)	1,293	11,591	10,725	11,851	18,796
CFPS	2,139	14,855	19,127	34,534	96,977
EBITDAPS	1,989	13,686	11,900	15,712	23,764
BPS	22,807	31,525	40,858	51,814	69,715
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	191.5	17.9	18.9	16.8	10.6
PCR	115.7	14.0	10.6	5.8	2.1
PSR	53.8	6.5	4.8	3.9	3.1
PBR	10.9	6.6	5.0	3.8	2.9
EBITDA	22.7	172.9	154.8	204.6	309.5
EV/EBITDA	120.3	15.1	15.6	11.3	6.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.3	42.9	29.7	25.6	30.9
EBITDA 이익률	43.3	42.7	27.9	30.9	36.9
부채비율	7.8	74.6	66.7	45.4	35.4
금융비용부담률	0.0	0.4	1.2	1.0	0.8
이자보상배율(x)	3,009.6	104.1	22.0	29.0	44.2
매출채권회전율(x)	2.7	14.2	9.4	8.3	10.1
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2020. 1. 15

# 아프리카 TV 067160

## 클린화 작업 진행중

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 하회 전망. 클린화 작업으로 별풍선매출 성장 부진. 프릭스 야구단 재계약 및 e스포츠 경기장 관련 수선비용 등으로 일회성 비용 다수발생
- ✓ 2020년 광고 플랫폼으로의 성장도 지속될 것. 예상 매출액은 2,002억원 (+18.9% YoY), 영업이익은 490억원(+34.1% YoY)
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 95,000원 유지. 2020년 11% 주가 하락하며 매수기회

## Buy

적정주가 (12개월)	95,000 원
현재주가 (1.14)	58,700 원
상승여력	61.8%

KOSDAQ	678.71pt
시가총액	6,747억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	69.54%
외국인비중	37.96%
52주 최고/최저가	82,700원/39,000원
평균거래대금	106.6억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
세인트인터넷네셔널 외 4 인	25.55		
Morgan Stanley & Co. International plc	6.43		
국민연금공단	5.05		

### 주가상승률(%)



### 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 438억원(+17.5% YoY), 71억원(-5.2% YoY) 예상. 컨센서스(매출액 471억원, 영업이익 102억원)대비 하회한다. 부문별 매출액은 아이템 323억원(+17.5% YoY), 광고 83억원(+16.3% YoY), 멀티플랫폼 22억원(+52.6% YoY), 기타 11억원으로 추정한다. 기부경제 매출액은 내부 클린화 작업으로 성장세 주춤하나 2020년 1분기부터 회복을 기대한다. 동사는 별풍선깡, 아이템 결제 대손율 감소를 위한 RM(리스크 매니지먼트) 등을 실시하며 플랫폼 자정작업을 진행 중이다. 광고 매출액은 전분기 '리니지2M' 관련 광고비가 제거되거나 브랜드 컨텐츠/광고 등은 꾸준한 성장 시현한다. 영업이익률은 16.2%로 3.9%p YoY 하락한다. 지스타/BJ어워드 등의 이벤트 비용 20억원, 프릭스 재계약/e스포츠 경기장 수선비용 등 8~9억원의 일회성 비용 발생 때문이다.

### 클린화 작업 긍정적

1월초 경찰 발표에 따르면 아프리카TV 인터넷 개인방송에서 시청자가 소액결제를 통해 별풍선을 구매해 선물하며 BJ가 수수료를 떼고 현금으로 바꿔주는 별풍선깡 조직이 적발되었다. 총 59억원으로 아프리카TV 월결제액의 0.3%에 불과하며 건전한 성장을 위해 필요한 과정이다. 또한, 휴대폰 소액결제의 대손율 감소를 위한 RM(리스크 매니지먼트), 카카오페이와의 직접 계약을 통한 결제 편리성을 강화하며 플랫폼을 재정비하고 있어 중장기 성장을 위해 오히려 긍정적이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 95,000원 유지

국내 동영상 시장성장에 따른 유일한 수혜주, 기부경제, 충성도 높은 BJ와 이용자, 브랜드 광고의 성장까지 선순환 구조 구축하여 리레이팅은 지속된다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	94.6	18.3	14.7	1,348	42.0	6,163	14.2	3.1	8.7	23.2	47.5
2018	126.6	27.1	21.6	1,894	39.9	8,041	20.8	4.9	13.0	26.6	69.6
2019E	168.4	36.6	33.0	2,867	52.3	10,916	22.8	6.0	15.1	30.2	26.4
2020E	200.2	49.0	40.1	3,484	21.6	13,932	16.8	4.2	10.5	28.0	21.0
2021E	227.3	62.8	48.0	4,173	19.9	17,648	14.1	3.3	8.2	26.4	16.8

그림57 아프리카TV 주가, 1월 10.7% 하락하며 매수기회



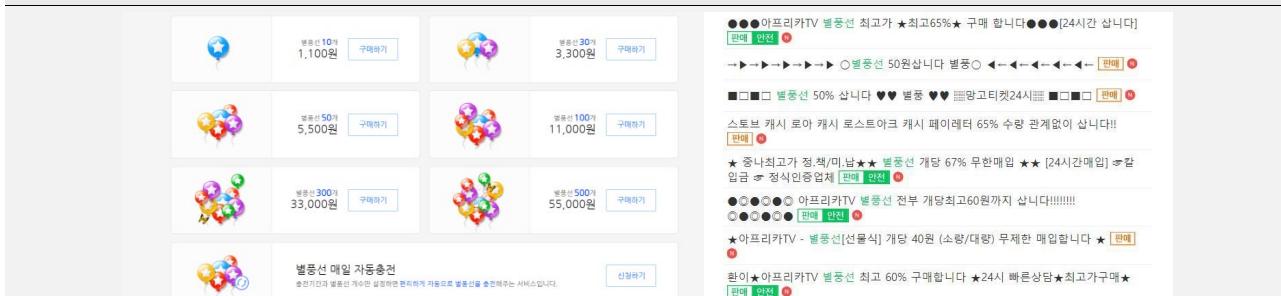
자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표27 아프리카TV 4Q19 실적, 기대치 하회 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>43.8</b>	<b>37.3</b>	<b>17.5%</b>	<b>44.8</b>	<b>-2.2%</b>	<b>47.1</b>	<b>-6.9%</b>
아이템	32.3	27.5	17.5%	33.8	-4.4%	-	-
광고	8.3	7.1	16.3%	8.0	3.4%	-	-
멀티플랫폼	2.2	1.4	52.6%	2.0	10.0%	-	-
기타	1.1	1.3	-15.9%	1.0	4.9%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>7.1</b>	<b>7.5</b>	<b>-5.2%</b>	<b>10.8</b>	<b>-33.8%</b>	<b>10.2</b>	<b>-30.2%</b>
<b>세전이익</b>	<b>7.9</b>	<b>5.8</b>	<b>36.3%</b>	<b>11.8</b>	<b>-33.4%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>6.0</b>	<b>4.3</b>	<b>40.8%</b>	<b>9.0</b>	<b>-33.5%</b>	<b>8.1</b>	<b>-25.8%</b>
영업이익률 (%)	16.2%	20.1%	-3.9%p	24.0%	-7.8%p	21.7%	-5.4%p
순이익률 (%)	13.7%	11.4%	2.3%p	20.2%	-6.5%p	17.2%	-3.5%p

자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표28 별풍선깡 관련 이슈는 '클린화 작업'의 일환



일자	내용
2019.3	■ 아프리카TV, 별풍선깡과 관련 비정상적인 서비스 이용을 경기남부청 사이버팀에 사안을 먼저 의뢰
2019.9.2-2019.12.10	■ 경찰청, 아프리카TV에서 '별풍선'을 판매하는 '별풍선깡' 등 사이버범죄자 25명(업자 16명, BJ 9명) 검거
2020.1.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 경찰청, 인터넷 개인방송에서의 불법행위에 대한 집중단속 결과 발표</li> <li>■ 검거된 업자들의 대부분 거래는 상품권 등 소액결제를 통하여 거둬들인 전체 수익 59억원</li> </ul>
2020.1.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 아프리카TV, 비정상적으로 서비스를 이용하는 행위 이용제재 또는 환전정지 등의 조치 중</li> <li>■ 소액결제를 통한 자금용통 범행이 적발된 이들에 대해 영구 정지 조치</li> </ul>

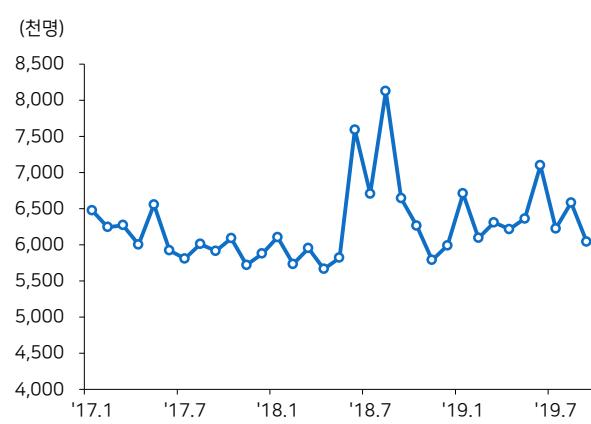
자료: 경찰청, 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

표29 아프리카TV 분기별 실적 - 2020년 1분기부터 완벽히 회복할 것

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>38.1</b>	<b>41.6</b>	<b>44.8</b>	<b>43.8</b>	<b>46.3</b>	<b>48.9</b>	<b>51.0</b>	<b>53.9</b>	126.6	168.3	200.2
아이템	29.6	33	33.8	32.3	34.2	36.3	38.4	40.7	100.3	128.7	149.7
광고	5.9	6.2	8.0	8.3	8.7	9.1	9.5	9.9	19.3	28.5	37.2
멀티플랫폼	1.8	1.8	2.0	2.2	2.3	2.4	1.9	1.9	4.3	7.7	8.4
기타	0.9	0.5	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	2.7	3.4	4.8
<b>영업비용</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>34.1</b>	<b>36.7</b>	<b>35.8</b>	<b>36.8</b>	<b>37.8</b>	<b>40.7</b>	<b>99.5</b>	<b>131.8</b>	<b>151.1</b>
인건비	9.7	9.6	9.9	10.1	10.3	10.6	10.8	11.0	29.2	39.3	41.9
지급수수료	4.7	5	4.4	4.5	4.6	4.8	4.9	5.1	19.6	18.6	19.5
과금수수료	3.8	4.1	4.2	4.4	4.5	4.6	4.8	4.9	11.5	16.5	17.4
회선사용료	2.4	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	8.9	9.4	9.8
BJ지원금	1.7	2.1	0.9	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	7.1	7.3	7.7
컨텐츠제작비	1.4	2.9	2.8	3.5	5.0	6.5	8.0	9.5	8.1	10.7	11.2
유무형감가상각비	2.3	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	4.0	10.6	11.1
지급임차료	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.6	0.4	0.4
광고선전비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
기타	2.7	3.1	6.4	6.1	3.1	2.0	0.8	1.3	8.1	18.4	31.5
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.8</b>	<b>7.1</b>	<b>10.5</b>	<b>12.1</b>	<b>13.2</b>	<b>13.2</b>	27.1	36.6	49.0
<b>세전이익</b>	<b>9.7</b>	<b>13.5</b>	<b>11.8</b>	<b>7.9</b>	<b>11.2</b>	<b>12.9</b>	<b>14.0</b>	<b>14.1</b>	26.6	42.9	52.3
<b>지배순이익</b>	<b>7.8</b>	<b>10.2</b>	<b>9.0</b>	<b>6.0</b>	<b>8.6</b>	<b>9.9</b>	<b>10.7</b>	<b>10.8</b>	21.3	33.0	40.0

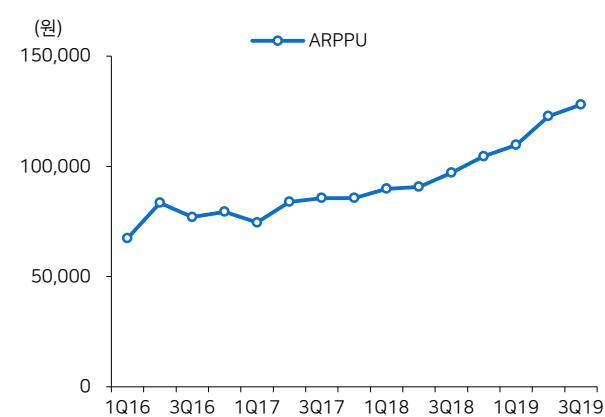
자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 아프리카TV MUV, 600~700만명 꾸준함



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 아프리카TV ARPPU 꾸준히 성장



자료: 아프리카TV, 메리츠종금증권 리서치센터

## 아프리카TV (067160)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>94.6</b>	<b>126.6</b>	<b>168.4</b>	<b>200.2</b>	<b>227.3</b>
매출액증가율 (%)	18.4	33.9	32.9	18.9	13.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.6	126.6	168.4	200.2	227.3
판매관리비	76.2	99.5	131.8	151.2	164.4
<b>영업이익</b>	<b>18.3</b>	<b>27.1</b>	<b>36.6</b>	<b>49.0</b>	<b>62.8</b>
영업이익률	19.4	21.4	21.7	24.5	27.6
금융손익	0.3	0.3	10.6	4.6	0.1
종속/관계기업손익	-0.0	-0.7	-0.0	-2.2	-0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.2	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.1	26.6	42.9	52.3	62.4
법인세비용	3.4	5.3	9.8	12.1	14.4
<b>당기순이익</b>	<b>14.7</b>	<b>21.3</b>	<b>32.8</b>	<b>39.9</b>	<b>47.8</b>
지배주주지분 순이익	14.7	21.6	33.0	40.1	48.0

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>21.3</b>	<b>38.8</b>	<b>29.1</b>	<b>41.5</b>	<b>49.4</b>
당기순이익(손실)	14.7	21.3	32.8	39.9	47.8
유형자산상각비	2.6	3.7	9.3	6.8	4.2
무형자산상각비	0.3	0.3	0.7	0.4	0.4
운전자본의 증감	1.9	6.8	-2.1	10.6	15.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-11.5</b>	<b>-26.6</b>	<b>-12.2</b>	<b>-12.4</b>	<b>-12.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-13.1	-13.8	-14.4	-15.2
투자자산의감소(증가)	-0.1	-5.1	-0.9	-1.0	-1.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.6</b>	<b>-7.2</b>	<b>-7.2</b>	<b>-7.2</b>
차입금의 증감	0.0	1.1	12.0	0.0	0.0
자본의 증가	3.5	7.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	12.7	16.0	28.8	36.4
기초현금	16.6	23.0	35.7	51.7	80.5
기말현금	23.0	35.7	51.7	80.5	117.0

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>63.4</b>	<b>95.8</b>	<b>118.2</b>	<b>150.0</b>	<b>189.6</b>
현금및현금성자산	23.0	35.7	51.7	80.5	117.0
매출채권	3.2	7.6	37.8	39.7	41.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>40.1</b>	<b>61.7</b>	<b>66.3</b>	<b>70.7</b>	<b>76.3</b>
유형자산	13.9	25.1	26.3	27.7	29.0
무형자산	2.4	8.1	3.1	3.6	4.1
투자자산	13.8	18.3	17.7	20.3	24.0
<b>자산총계</b>	<b>103.4</b>	<b>157.5</b>	<b>162.2</b>	<b>196.9</b>	<b>239.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>33.3</b>	<b>64.3</b>	<b>33.9</b>	<b>34.1</b>	<b>34.4</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
단기차입금	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	8.1	8.1	8.1
<b>부채총계</b>	<b>33.3</b>	<b>64.7</b>	<b>33.9</b>	<b>34.1</b>	<b>34.4</b>
자본금	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	41.2	48.2	48.2	48.2	48.2
기타포괄이익누계액	-0.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	28.5	46.9	76.5	110.9	153.2
비지배주주지분	0.4	0.5	2.9	2.6	2.2
<b>자본총계</b>	<b>70.1</b>	<b>92.9</b>	<b>128.4</b>	<b>162.8</b>	<b>205.1</b>

### Key Financial Data

주당데이터(원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SPS	8,643	11,124	14,646	17,413	19,773
EPS(지배주주)	1,348	1,894	2,867	3,484	4,173
CFPS	2,087	2,915	4,751	5,852	7,086
EBITDAPS	1,934	2,736	4,048	4,892	5,870
BPS	6,163	8,041	10,916	13,932	17,648
DPS	380	470	470	470	470
배당수익률(%)	2.0	1.2	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	20.8	22.8	16.8	14.1
PCR	9.2	13.5	13.8	10.0	8.3
PSR	2.2	3.5	4.5	3.4	3.0
PBR	3.1	4.9	6.0	4.2	3.3
EBITDA	21.2	31.1	46.5	56.2	67.5
EV/EBITDA	8.7	13.0	15.1	10.5	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.2	26.6	30.2	28.0	26.4
EBITDA 이익률	22.4	24.6	27.6	28.1	29.7
부채비율	47.5	69.6	26.4	21.0	16.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)		3,668.8	106.7	118.6	148.9
매출채권회전율(x)	28.1	23.5	7.4	5.2	5.6
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2020. 1. 15

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

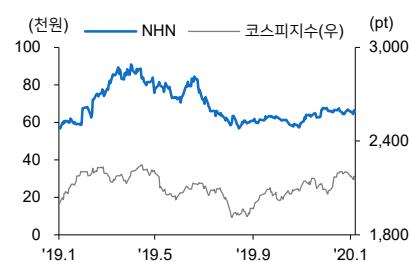
NHN 181710

## 규제리스크 완화

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 부합 전망. 게임/결제/광고/커머스 등의 계절적 성수기
- ✓ 웹보드 규제완화 기대. 19년 11월말 문체부의 입법예고에 따르면 '1일 10만원 손실시 24시간 접속제한' 규정 폐지 예정. 게임성 제고와 휴먼유저 복귀에 긍정적
- ✓ 핀테크 사업환경 우호적으로 변모. 데이터3법 통과와 페이 후불결제 허용 검토
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

## Buy

적정주가 (12개월)	100,000 원
현재주가 (1.14)	77,300 원
상승여력	29.4%
KOSPI	2,238.88pt
시가총액	15,124억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.86%
외국인비중	11.64%
52주 최고/최저가	91,000원/56,800원
평균거래대금	44.2억원
주요주주(%)	
이준호 외 19 인	47.66
국민연금공단	7.20
한국투자신탁운용	5.02
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	16.1 17.1 27.8
상대주가	12.5 9.2 17.8
주가그래프	



### 4Q19 실적, 기대치 부합 전망

NHN의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,881억원(+1.5% YoY), 266억원(+60.5% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 3,883억원, 255억원)대비 부합한다. 사업부문별 매출액은 게임 1,067억원(-7.8% YoY), 결제/광고 1,402억원(+2.6% YoY), 컨텐츠 471억원(+5.0% YoY), 커머스 576억원(+7.0% YoY), 기술 343억원(+8.0% YoY), 기타 88억원(+7.9% YoY)으로 추정한다. 4분기 일본 '콤파스' 매출액은 SEGA IP 콜라보레이션 효과로 양호하였다. 그 밖에 결제/광고, 커머스, 컨텐츠, 기술 사업부가 모두 계절적 성수기 효과 누리며 페이코 부문의 비용 효율화도 지속되어 꾸준한 이익 성장을 시현한다. 4분기 페이코 거래액은 전분기와 유사한 1.5조원 수준으로 오프라인 비중은 꾸준히 확대되어 2019년초 3% 수준에서 3Q19 10%로 상승한 바 있다.

### 웹보드 규제완화 기대

2019년 11월말 문화체육관광부는 웹보드게임 규제안에서 '1일 10만원 손실시 24시간 접속제한'의 규정을 삭제하겠다고 입법예고하였다. 향후 규제개혁위원회와 법제처, 국무회의 심사 등을 앞두고 있으나 무난히 통과될 가능성 높으며 3월부터 적용되며 게임매출 성장성 회복(휴먼유저 복귀, 게임성 배가)에 기여 한다. 2020년 웹보드게임 매출액은 1,559억원, +9.6% YoY 성장을 기대한다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 10만원 유지

투자의견 Buy, 적정주가 10만원을 유지한다. 적정주가의 2020E Target PER은 16.9배 수준이다. 웹보드 규제완화로 제고될 게임사업부의 가치와 핀테크 시장의 성장에 따른 페이코의 직/간접적으로 수혜 감안시 비중확대가 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	909.1	34.7	16.6	849	22.8	77,006	80.6	0.9	14.7	1.1	27.7
2018	1,264.6	68.6	89.4	4,567	1,099.1	80,873	12.5	0.7	8.4	5.8	37.1
2019E	1,476.6	95.8	78.1	3,992	-19.8	84,945	15.6	0.7	7.6	4.8	37.8
2020E	1,720.6	138.2	115.8	5,918	45.7	85,840	13.1	0.9	7.0	6.9	39.0
2021E	1,892.7	138.1	116.6	5,959	0.7	83,161	13.0	0.9	6.9	7.1	40.5

표30 NHN 4Q19 실적 - 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>388.1</b>	<b>382.5</b>	<b>1.5%</b>	<b>351.7</b>	<b>10.3%</b>	<b>388.3</b>	<b>0.0%</b>
게임	106.7	115.7	-7.8%	98.8	8.1%	-	-
결제&광고	140.2	136.7	2.6%	122.5	14.5%	-	-
컨텐츠	47.1	44.9	5.0%	44.5	5.8%	-	-
커머스	57.6	53.9	7.0%	52.2	10.4%	-	-
기술	34.3	31.7	8.0%	31.9	7.4%	-	-
기타	8.8	8.2	7.9%	8.6	3.0%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>26.6</b>	<b>16.6</b>	<b>60.5%</b>	<b>22.0</b>	<b>20.8%</b>	<b>25.5</b>	<b>4.3%</b>
<b>세전이익</b>	<b>37.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>흑전</b>	<b>43.3</b>	<b>-14.1%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>23.3</b>	<b>-11.6</b>	<b>흑전</b>	<b>29.3</b>	<b>-20.3%</b>	<b>19.3</b>	<b>20.9%</b>
영업이익률(%)	6.9%	4.3%	2.5%p	6.3%	0.6%p	6.6%	0.3%p
순이익률(%)	6.0%	-3.0%	9.0%p	8.3%	-2.3%p	5.0%	1.0%p

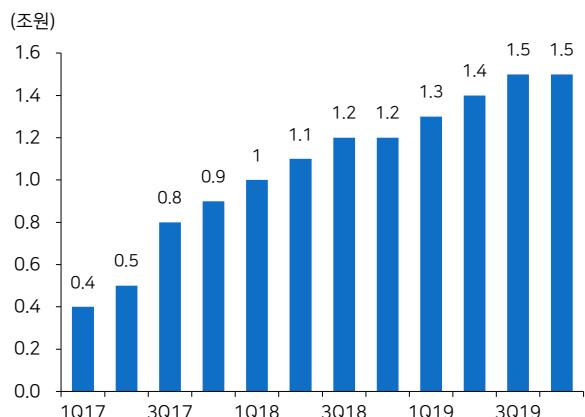
자료: NHN, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표31 NHN 분기별 실적 - 20년 이익 성장의 변수는 '게임사업'

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>366.2</b>	<b>351.7</b>	<b>388.1</b>	<b>396.5</b>	<b>414.2</b>	<b>438.9</b>	<b>471.0</b>	<b>1,264.6</b>	<b>1,476.6</b>	<b>1,720.6</b>
게임	113.6	104.5	98.8	106.7	113.5	120.3	133.2	141.1	436.5	424.5	508.0
결제&광고	121.6	129.3	122.5	140.2	151.4	150.2	160.0	172.8	396.9	518.2	634.4
컨텐츠	49.0	47.7	44.5	47.1	48.6	50.0	51.5	53.1	157.0	190.2	203.2
커머스	49.0	47.5	52.2	57.6	54.5	56.2	56.8	65.4	173.0	209.7	232.9
기술	23.9	28.2	31.9	34.3	26.2	30.0	29.5	30.2	100.6	121.4	115.9
기타	13.5	9.0	8.6	8.8	9.1	14.2	14.6	15.1	15.9	41.0	53.0
<b>영업비용</b>	<b>348.9</b>	<b>340.8</b>	<b>329.7</b>	<b>361.5</b>	<b>370.1</b>	<b>384.4</b>	<b>402.6</b>	<b>425.3</b>	<b>1,195.9</b>	<b>1,380.8</b>	<b>1,582.4</b>
인건비	92.7	87.8	83.9	86.1	88.6	91.3	94.0	96.9	332.6	350.5	370.8
지급수수료	202.8	198.3	190.7	218.7	223.4	233.4	247.3	265.4	660.1	810.5	969.6
광고선전비	12.1	14.7	16.7	17.2	17.7	18.2	18.8	19.4	47.9	60.7	74.1
감가상각비	18.0	18.3	18.2	18.7	19.0	19.6	20.2	20.8	44.4	73.3	79.6
통신비	6.7	6.9	6.8	7.1	7.1	7.2	7.2	7.4	24.8	27.5	28.9
기타	16.5	14.7	13.4	13.8	14.2	14.6	15.1	15.5	86.3	58.4	59.4
<b>영업이익</b>	<b>21.7</b>	<b>25.4</b>	<b>22.0</b>	<b>26.6</b>	<b>26.5</b>	<b>29.8</b>	<b>36.3</b>	<b>45.7</b>	<b>68.6</b>	<b>95.8</b>	<b>138.2</b>
<b>세전이익</b>	<b>28.6</b>	<b>27.6</b>	<b>43.3</b>	<b>37.1</b>	<b>37.3</b>	<b>40.8</b>	<b>47.6</b>	<b>57.1</b>	<b>153.8</b>	<b>136.6</b>	<b>182.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>9.7</b>	<b>15.8</b>	<b>29.3</b>	<b>23.3</b>	<b>23.4</b>	<b>25.7</b>	<b>30.2</b>	<b>36.5</b>	<b>89.4</b>	<b>78.1</b>	<b>115.8</b>

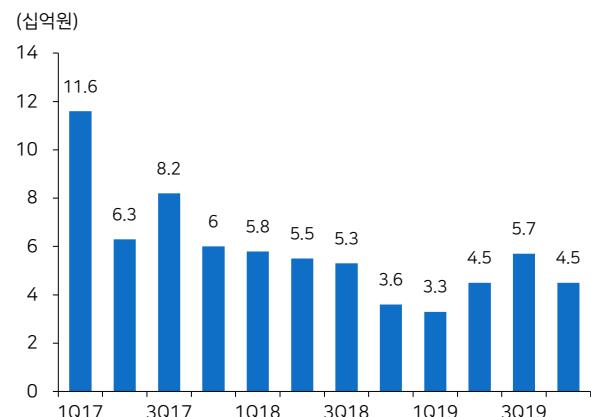
자료: NHN, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

그림60 페이코 거래액 - 4Q19 1.5조원 예상



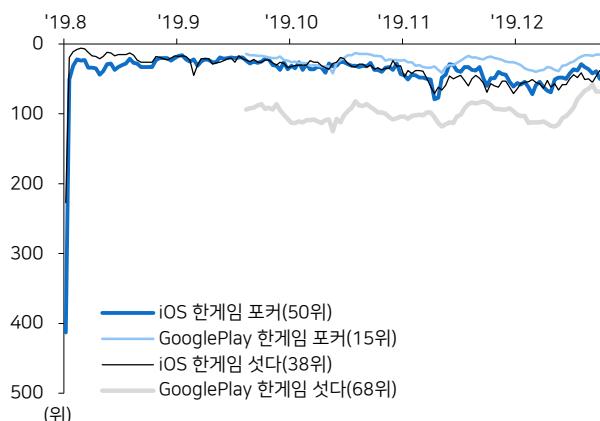
자료: NHN, 메리츠종금증권 리서치센터

그림61 페이코 마케팅비 - 비용 효율화 지속



자료: NHN, 메리츠종금증권 리서치센터

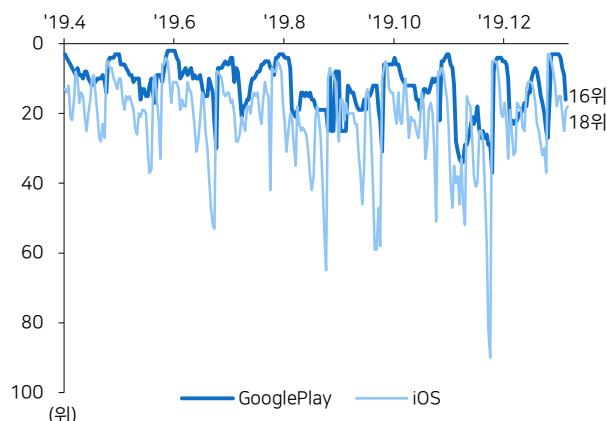
그림62 '한게임포커/섯다' 매출 순위 (한국, 구글/애플)



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림63 '라인 디즈니 쪽모찌' (일본) 매출 순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

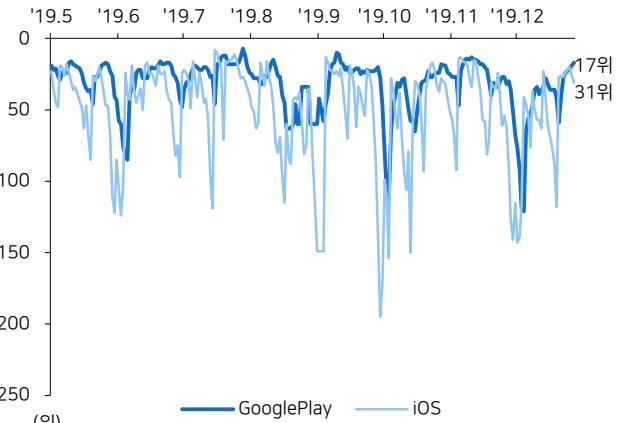
그림64 '콤파스' (중국) 앱스토어 매출순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

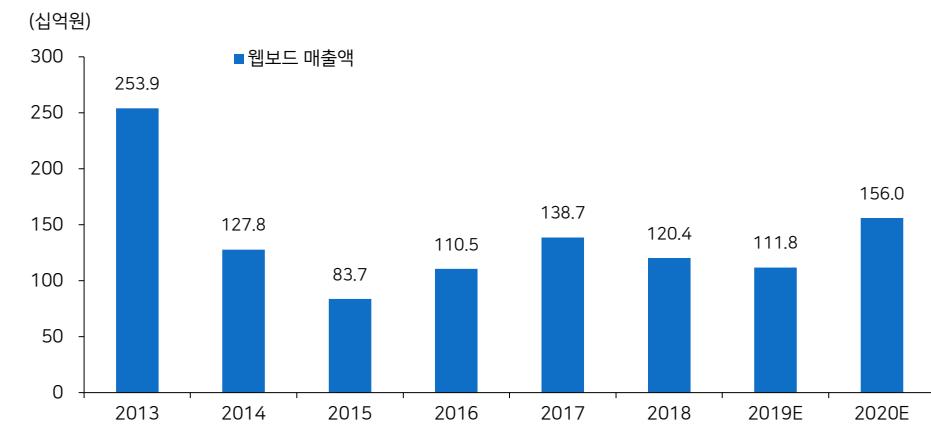
그림65 '요괴워치 푸니푸니' (일본) 매출순위



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림66 웹보드게임 매출 추이



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표32 게임산업 진흥에 관한 법률시행령 입법예고

구분	내용																								
규제사무명	정보통신망을 통해 제공되는 베팅이나 배당의 내용을 모사한 게임물을 제공하는 게임제공업자에 대한 준수사항																								
규제조문	게임산업진흥에 관한 법률 시행령 별표2 제8호																								
위임법령	게임산업진흥에 관한 법률 제28조(게임물관련 사업자 준수사항) 제8호																								
유형	강화																								
입법예고	2019.11.26~2020.01.06																								
추진배경 및 정부개입 필요성	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정보통신망을 통해 제공되는 카드놀이나 화투놀이 등 베팅·배당을 모사한 게임물 일부가 과도한 결제를 하거나 편법적(게임머니 현금화) 이용을 하는 등 민원 다수 발생</li> <li>▪ 이와 관련 게임의 부정적 이용에 대한 사회적 우려가 지속됨에 따라 게임산업진흥에 관한 법률 시행령 개정을 통해 규제 추진 (2013년~현재)</li> </ul>																								
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (규제적용 범위 확대) 현재 미 규제 대상으로 편법적 운영이 우려되는 '스포츠 베팅' 게임물에 대한 규제도입 필요</li> <li>▪ (각목수정) 종복규제 개선(폐지) 및 이용자 보호방안 강화</li> </ul>																								
규제내용	<table border="1"> <thead> <tr> <th>항목</th> <th>내용</th> <th>비고</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>가목</td><td>1개월 게임머니 구매한도 제한(50만원)</td><td>유지</td></tr> <tr><td>나목</td><td>1회 게임머니 베팅한도 제한(5만원)</td><td>유지</td></tr> <tr style="background-color: #e0f2f1;"><td>다목</td><td><b>1일 게임머니 손실한도 제한(10만원)</b></td><td><b>폐지</b></td></tr> <tr><td>라목</td><td>게임이용 상대방 선택 금지(소액방 예외)</td><td>유지</td></tr> <tr><td>마목</td><td>게임의 자동베팅 금지</td><td>유지</td></tr> <tr><td>바목</td><td>본인인증 조치 강화(연 1회 본인확인)</td><td>유지</td></tr> <tr style="background-color: #e0f2f1;"><td>사목</td><td><b>게임물관리위원회와 이용자보호방안 수립·이행 등</b></td><td><b>강화</b></td></tr> </tbody> </table>	항목	내용	비고	가목	1개월 게임머니 구매한도 제한(50만원)	유지	나목	1회 게임머니 베팅한도 제한(5만원)	유지	다목	<b>1일 게임머니 손실한도 제한(10만원)</b>	<b>폐지</b>	라목	게임이용 상대방 선택 금지(소액방 예외)	유지	마목	게임의 자동베팅 금지	유지	바목	본인인증 조치 강화(연 1회 본인확인)	유지	사목	<b>게임물관리위원회와 이용자보호방안 수립·이행 등</b>	<b>강화</b>
항목	내용	비고																							
가목	1개월 게임머니 구매한도 제한(50만원)	유지																							
나목	1회 게임머니 베팅한도 제한(5만원)	유지																							
다목	<b>1일 게임머니 손실한도 제한(10만원)</b>	<b>폐지</b>																							
라목	게임이용 상대방 선택 금지(소액방 예외)	유지																							
마목	게임의 자동베팅 금지	유지																							
바목	본인인증 조치 강화(연 1회 본인확인)	유지																							
사목	<b>게임물관리위원회와 이용자보호방안 수립·이행 등</b>	<b>강화</b>																							
피규제집단 및 이해관계자	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 베팅·배당 모사 고스톱, 포커류 게임 제공업체: 약 95개 사</li> <li>▪ 스포츠 베팅 모사 게임 제공업체: 약 18개 사</li> </ul>																								
도입목표 및 기대효과	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 게임의 편법적(게임머니 현금화) 이용, 과도한 게임머니 손실 등 게임의 주정적 이용 예방을 통해 건전한 게임문화 확립</li> </ul>																								

자료: 문화체육관광부, 메리츠증권 리서치센터

표33 NHN Valuation

		내용
<b>게임</b>	<b>(십억원)</b>	<b>893.8</b>
2019E 순이익	(십억원)	59.6
Target PE	(배)	15.0
<b>페이코</b>	<b>(십억원)</b>	<b>586.7</b>
총 가입자수	(만명)	1,000.0
가입자당 가치	(원)	77,000.0
<b>기타 투자자산</b>	<b>(십억원)</b>	<b>452.0</b>
<b>총 기업가치</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,932.6</b>
<b>적정주가</b>	<b>(원)</b>	<b>100,000</b>
현주가	(1/14, 원)	77,300
상승여력	(%)	29.4%

자료: NHN, 메리츠증권증권 리서치센터

## NHN (181710)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>909.1</b>	<b>1,264.6</b>	<b>1,476.6</b>	<b>1,720.6</b>	<b>1,892.7</b>
매출액증가율 (%)	6.2	39.1	16.8	16.5	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	909.1	1,264.6	1,476.6	1,720.6	1,892.7
판매관리비	874.4	1,195.9	1,380.8	1,582.4	1,754.6
<b>영업이익</b>	<b>34.7</b>	<b>68.6</b>	<b>95.8</b>	<b>138.2</b>	<b>138.1</b>
영업이익률	3.8	5.4	6.5	8.0	7.3
금융손익	73.9	76.9	45.3	49.9	51.4
종속/관계기업손익	-9.6	8.1	8.5	8.9	9.4
기타영업외손익	-44.6	0.2	0.2	0.3	0.3
세전계속사업이익	54.4	153.8	136.6	182.8	184.0
법인세비용	45.7	49.1	52.6	60.3	60.7
<b>당기순이익</b>	<b>8.7</b>	<b>104.8</b>	<b>84.0</b>	<b>122.5</b>	<b>123.3</b>
지배주주지분 순이익	16.6	89.4	78.1	115.8	116.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-43.5</b>	<b>38.1</b>	<b>159.0</b>	<b>204.7</b>	<b>212.4</b>
당기순이익(순실)	8.7	104.8	84.0	122.5	123.3
유형자산상각비	22.8	31.0	32.5	34.2	35.9
무형자산상각비	10.7	13.4	14.0	14.8	15.5
운전자본의 증감	-49.5	2.9	22.3	70.4	109.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-85.7</b>	<b>23.4</b>	<b>84.0</b>	<b>122.5</b>	<b>123.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-84.0	-74.0	-77.7	-81.6	-85.7
투자자산의감소(증가)	-51.3	83.5	54.5	51.8	49.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>196.2</b>	<b>-44.3</b>	<b>21.5</b>	<b>47.7</b>	<b>-21.1</b>
차입금의 증감	72.2	42.7	44.8	47.0	49.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	66.6	17.4	-81.2	97.5	99.8
기초현금	301.5	368.1	385.5	304.3	401.9
기말현금	368.1	385.5	304.3	401.9	501.7

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>947.7</b>	<b>1,006.3</b>	<b>817.3</b>	<b>944.2</b>	<b>1,075.5</b>
현금및현금성자산	368.1	385.5	304.3	401.9	501.7
매출채권	196.8	194.2	314.8	330.5	347.0
재고자산	16.7	37.6	58.3	90.3	139.9
비유동자산	1,169.9	1,488.3	1,637.1	1,761.1	1,940.8
유형자산	118.0	370.8	376.9	383.3	389.8
무형자산	351.8	554.0	581.7	599.2	617.2
투자자산	543.6	460.2	530.3	630.5	785.7
<b>자산총계</b>	<b>2,117.6</b>	<b>2,494.7</b>	<b>2,623.1</b>	<b>2,817.5</b>	<b>3,019.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>396.4</b>	<b>562.5</b>	<b>811.2</b>	<b>888.7</b>	<b>974.8</b>
매입채무	173.5	306.0	81.2	89.3	98.2
단기차입금	82.0	89.0	22.0	22.0	22.0
유동성장기부채	8.5	11.4	24.9	24.9	24.9
비유동부채	63.3	112.1	766.3	842.9	927.2
사채	5.7	0.1	0.1	0.1	0.1
장기차입금	1.6	40.4	47.4	47.4	47.4
<b>부채총계</b>	<b>459.7</b>	<b>674.6</b>	<b>719.0</b>	<b>790.9</b>	<b>870.0</b>
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-8.8	-24.4	-21.5	-21.5	-21.5
이익잉여금	278.4	386.2	470.2	592.7	716.0
비지배주주지분	151.3	237.8	242.1	347.1	522.8
<b>자본총계</b>	<b>1,657.9</b>	<b>1,820.0</b>	<b>1,904.1</b>	<b>2,026.6</b>	<b>2,149.8</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	46,466	64,634	75,472	87,943	96,738
EPS(지배주주)	849	4,567	3,992	5,918	5,959
CFPS	3,931	6,603	174	-1,626	-3,904
EBITDAPS	3,488	5,775	7,275	9,565	9,682
BPS	77,006	80,873	84,945	85,840	83,161
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	80.6	12.5	15.6	13.1	13.0
PCR	17.4	8.7	359.4	-47.6	-19.8
PSR	1.5	0.9	0.8	0.9	0.8
PBR	0.9	0.7	0.7	0.9	0.9
EBITDA	68.2	113.0	142.3	187.1	189.4
EV/EBITDA	14.7	8.4	7.6	7.0	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.1	5.8	4.8	6.9	7.1
EBITDA 이익률	7.5	8.9	9.6	10.9	10.0
부채비율	27.7	37.1	37.8	39.0	40.5
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	117.6	53.4	71.0	97.6	92.8
매출채권회전율(x)	5.9	6.5	5.8	5.3	5.6
재고자산회전율(x)	47.2	46.6	30.8	23.2	16.4

Industry Brief  
2020. 1. 15

# 컴투스 078340

## 달라진 건 없다

### ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적, 기대치 부합 전망. 4분기 '서머너즈워'는 SWC 및 크리스마스 패키지 판매로 전분기대비 성장
- ✓ 2020년 출시 일정은 변함없음. 상반기 '서머너즈워: 백년전쟁', 하반기 '서머너즈워MMO' 출시 목표로 FGT 및 CBT 일정 구체화될 것
- ✓ 2019년 배당 성향 12.5%, 배당수익률 1.3%로 전년과 유사한 주주환원 발표
- ✓ 게임빌 지분율이 2020년 4월 29.6%까지 확대. 지배구조와 관련된 루머 확인하기 어려우며 펀더멘털 변화에 주목할 시점

### Buy

적정주가 (12개월)	140,000 원
현재주가 (1.14)	108,200 원
상승여력	29.4%
KOSDAQ	678.71pt
시가총액	13,921억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	66.72%
외국인비중	30.18%
52주 최고/최저가	122,900원/80,900원
평균거래대금	55.7억원
주요주주(%)	
게임빌 외 3 인	27.88
KB자산운용	11.52
국민연금공단	7.03
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.6 11.7 -0.2
상대주가	-3.7 12.1 0.5

### 주가그래프



### 4Q19 실적, 기대치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,233억원(-0.4% YoY), 327억원(+0.1% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 1,245억원, 영업이익 328억원)대비 부합한다. '서머너즈워' 매출액은 SWC와 연말 패키지 판매로 전분기대비 성장하였다. 영업이익률은 26.6%로 전분기와 유사하며 인건비 166억원(+3.0% QoQ), 마케팅비 180억원(+12.5% QoQ)으로 소폭 증가한다. 12월 배당정책 발표하였으며 주당 배당금 1,400원, 총 배당액 175억원으로 18년과 유사한 수준이다.

### 달라진 건 없다

2020년 신작 사이클은 예정대로 진행된다. 1분기 '서머너즈워: 백년전쟁'의 FGT 계획하고 있으며 상반기 내에 정식출시 계획이다. '서머너즈워MMO'의 경우 정식 게임명칭이 곧 공개되며 하반기 출시 준비 중이다. 그 밖에 상반기 '히어로즈워2'의 소프트론칭, '버디크러시' 동남아 출시, '드래곤스카이'의 미국 론칭이 예정되어 있다.

### 펀더멘털에 주목할 시점

2019년 동사 주가는 14.0% 하락하였으며 보유현금을 제외한 영업가치는 4,500억원 수준에 불과하다. '서머너즈워', '컴투스프로야구', 'MLB 9 innings' 등 롱런 IP들이 연간 1,300억원 수준의 EBITDA 창출하고 있다는 점 감안하면 저 평가는 지속되고 있다. 2020년에는 신작에 기반한 성장성 제고될 수 있어 긍정적 시각 필요하다. 지배구조와 관련된 루머 상존하나 펀더멘털 변화에 주목할 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	508.0	194.7	142.4	11,066	-6.2	59,141	12.3	2.3	5.5	20.4	10.2
2018	481.8	146.6	129.6	10,075	-8.9	65,600	12.8	2.0	6.5	16.2	7.7
2019E	471.4	126.5	133.0	10,337	2.4	76,603	12.5	1.7	4.9	14.5	8.2
2020E	552.5	160.5	148.7	11,557	18.2	87,905	9.4	1.2	1.5	14.1	7.3
2021E	584.9	181.3	170.3	13,238	10.7	100,425	8.2	1.1	0.6	14.1	6.6

표34 컴투스 4Q19 실적, 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>123.3</b>	<b>123.8</b>	<b>-0.4%</b>	<b>116.2</b>	<b>6.2%</b>	<b>124.5</b>	<b>-0.9%</b>
국내 모바일	26.7	21.7	23.2%	25.7	4.0%	-	-
해외 모바일	47.4	36.2	31.0%	45.2	5.0%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>32.7</b>	<b>32.7</b>	<b>0.1%</b>	<b>31.3</b>	<b>4.6%</b>	<b>32.8</b>	<b>-0.2%</b>
<b>세전이익</b>	<b>42.7</b>	<b>35.3</b>	<b>20.9%</b>	<b>40.9</b>	<b>4.3%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>32.0</b>	<b>28.2</b>	<b>13.2%</b>	<b>30.7</b>	<b>4.3%</b>	<b>29.7</b>	<b>10.6%</b>
영업이익률(%)	26.6	26.4	0.1%p	26.9	-0.4%p	26.3	0.2%p
순이익률(%)	25.9	22.8	2.4%p	26.4	-3.0%p	23.9	1.3%p

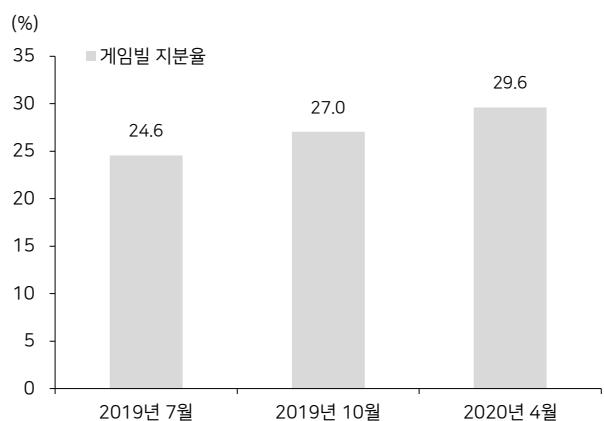
자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표35 컴투스 분기별 실적 - 2020년 신작출시 시점과 성과가 관건

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>107.7</b>	<b>124.2</b>	<b>116.2</b>	<b>123.3</b>	<b>117.6</b>	<b>118.5</b>	<b>147.0</b>	<b>169.4</b>	<b>481.7</b>	<b>471.4</b>	<b>552.5</b>
국내 모바일	20.2	23.9	25.7	26.7	28.3	29.2	31.8	35.6	80.0	96.5	124.9
해외 모바일	39.5	43.0	45.2	47.4	51.7	56.3	59.2	62.1	145.7	175.0	229.3
<b>영업비용</b>	<b>77.5</b>	<b>91.9</b>	<b>84.9</b>	<b>90.6</b>	<b>45.0</b>	<b>45.0</b>	<b>45.0</b>	<b>45.0</b>	<b>335.1</b>	<b>344.8</b>	<b>179.8</b>
마케팅비	14.6	16.4	16.0	18.0	17.0	18.0	21.0	22.0	71.6	65.0	78.0
인건비	14.0	16.8	16.1	16.6	16.6	17.5	19.0	20.0	54.3	63.5	73.1
지급수수료	39.0	45.5	42.6	45.2	43.1	43.5	53.9	62.1	173.1	172.4	202.6
로열티	3.3	5.3	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	12.3	13.9	10.8
기타	6.6	7.8	7.5	8.1	-34.5	-36.7	-51.6	-61.8	23.8	30.0	-184.6
<b>영업이익</b>	<b>30.2</b>	<b>32.3</b>	<b>31.3</b>	<b>32.7</b>	<b>32.9</b>	<b>31.4</b>	<b>43.6</b>	<b>52.5</b>	<b>146.5</b>	<b>126.5</b>	<b>160.5</b>
<b>세전이익</b>	<b>39.7</b>	<b>43.6</b>	<b>40.9</b>	<b>42.7</b>	<b>43.2</b>	<b>41.9</b>	<b>54.5</b>	<b>63.8</b>	<b>170.9</b>	<b>166.9</b>	<b>203.4</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.4</b>	<b>38.8</b>	<b>32.7</b>	<b>31.1</b>	<b>31.4</b>	<b>30.5</b>	<b>39.9</b>	<b>46.8</b>	<b>129.7</b>	<b>133.0</b>	<b>148.7</b>

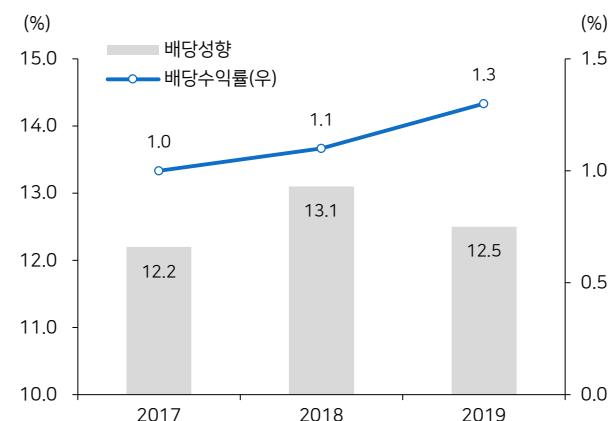
자료: 컴투스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림67 게임빌 지분율



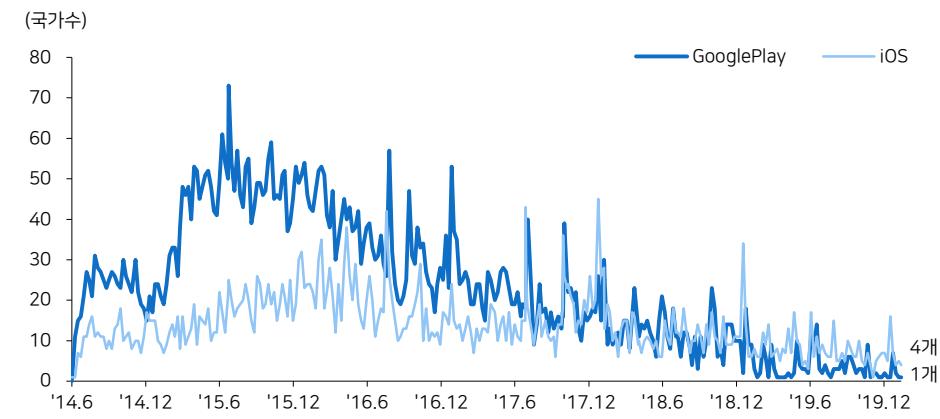
자료: 게임빌, 메리츠종금증권 리서치센터

그림68 컴투스 배당성향과 수익률



자료: 컴투스, 메리츠종금증권 리서치센터

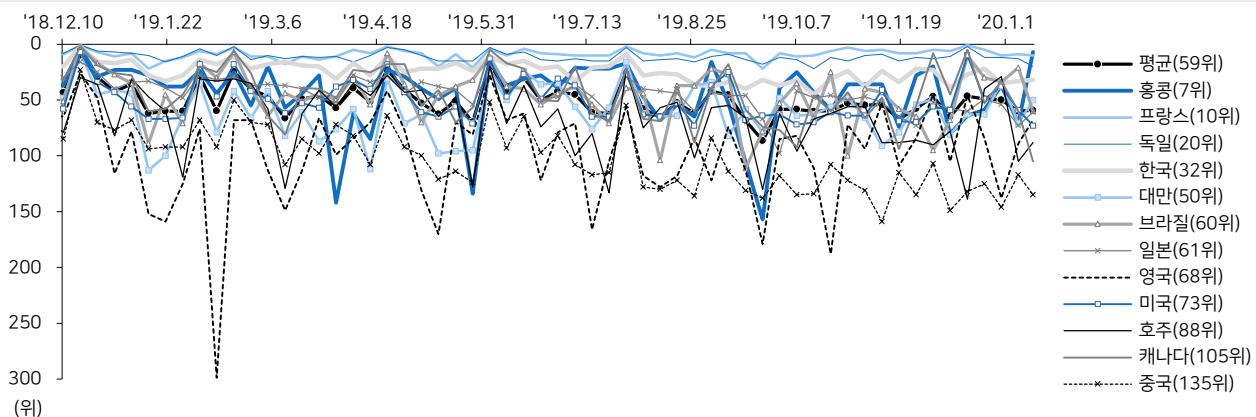
그림69 '서머너즈워' 10위권 매출 국가수



주: 2020.1.12 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증금증권 리서치센터

그림70 '서머너즈워' 글로벌 매출순위



주: 2020.1.12 앱스토어 게임 매출순위 기준

자료: 메리츠증금증권 리서치센터

표36 2020년 컴투스 신규게임 출시일정 – 지난 2년간의 부진을 깨고 활발해질 예정

게임명	장르	개발사	시기	진출 국가	특징
히어로즈워2	던제 RPG	자체개발	1Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>19.2.11 사내 FGT, 3Q19 2차 FGT, 1Q20 소프트론칭 예정</li> <li>다양한 이동과 공격을 동시 진행하는 등 세밀한 영웅 컨트롤 게임</li> </ul>
버디크러시	스포츠	데이세븐(자회사)	1Q20	동남아	<ul style="list-style-type: none"> <li>19.08 인도네시아 소프트론칭, 1Q20~2Q20 동남아 출시 예정</li> </ul>
스카이랜더스 링오브히어로즈	전략 RPG	자체개발	1H20	아시아	<ul style="list-style-type: none"> <li>액티비전 유명 콘솔IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 던제 방식의 전략 RPG</li> <li>19.2.28 북미/유럽 (아시아제외 120여개국) 출시했으나 성과 부진</li> <li>동남아에도 출시한다는 계획이나 아직 불확실</li> </ul>
스토리픽	스토리게임 플랫폼	데이세븐(자회사)	1Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>킹덤 IP 기반 신작 포함 다수의 스토리게임들을 즐길 수 있는 플랫폼</li> <li>1Q20 FGT 진행 중</li> </ul>
드래곤스카이	방치형 슈팅 RPG	노바코(자회사)	2Q20	북미, 남미	<ul style="list-style-type: none"> <li>게임 속 용을 육성해 전투에 참여하는 방치형 RPG</li> <li>1Q20(2월) 북미시장 론칭 예정</li> </ul>
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	1H20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>'서머너즈워' IP를 활용한 전략 시뮬레이션 게임</li> <li>1Q20 FGT, 상반기내 출시 목표</li> </ul>
서머너즈워 MMORPG	MMORPG	자체개발	2H20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> <li>소환수 연계 전투 플레이로 전략적 요소를 강조한 게임</li> </ul>

자료: 컴투스, 메리츠증금증권 리서치센터

## 컴투스 (078340)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	508.0	481.8	471.4	552.5	584.9	<b>영업활동 현금흐름</b>	134.6	128.6	137.9	163.5	180.5
매출액증가율 (%)	-1.0	-5.2	-2.2	17.2	5.9	당기순이익(순실)	142.4	129.7	132.8	156.9	173.6
매출원가	51.3	58.9	63.6	70.3	70.2	유형자산상각비	1.7	1.8	4.8	3.6	1.9
매출총이익	456.7	422.9	457.3	438.7	421.2	무형자산상각비	1.1	0.8	0.4	0.1	0.1
판매관리비	262.0	276.3	281.2	321.8	333.4	운전자본의 증감	-11.1	13.9	-27.0	1.2	1.1
<b>영업이익</b>	194.7	146.6	126.5	160.5	181.3	<b>투자활동 현금흐름</b>	-182.0	-77.6	-85.7	-91.9	-102.0
영업이익률	38.3	30.4	26.8	29.0	31.0	유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-1.6	-3.0	0.0	0.0
금융손익	7.7	14.7	22.7	21.4	24.6	투자자산의감소(증가)	-11.7	-61.5	48.7	-10.0	-11.9
종속/관계기업손익	0.6	4.7	4.5	4.2	4.0	<b>재무활동 현금흐름</b>	-15.9	-44.1	-27.5	-24.3	-22.2
기타영업외손익	-9.7	4.8	4.6	4.4	4.1	차입금의 증감	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	193.2	170.9	158.2	190.5	214.1	자본의 증가	0.0	0.3	-0.6	0.0	0.0
법인세비용	50.9	41.2	34.1	51.1	56.5	현금의 증가(감소)	-64.2	7.0	16.9	40.7	45.9
<b>당기순이익</b>	142.4	129.7	132.8	156.9	173.6	기초현금	90.0	25.8	32.8	49.7	90.4
지배주주지분 순이익	142.4	129.6	133.0	148.7	170.3	기말현금	25.8	32.8	49.7	90.4	136.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	768.0	774.0	974.1	1,098.5	1,236.3	<b>주당데이터(원)</b>	39,482	37,443	36,635	42,944	45,461
현금및현금성자산	25.8	32.8	49.7	90.4	136.3	SPS	11,066	10,075	10,337	11,557	13,238
매출채권	74.1	52.8	78.1	72.9	68.1	EPS(지배주주)	14,961	11,470	11,265	13,184	14,100
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CFPS	15,343	11,601	10,235	12,761	14,241
비유동자산	70.3	135.3	92.5	106.5	122.9	EBITDAPS	59,141	65,600	76,603	87,905	100,425
유형자산	2.9	3.0	7.4	3.8	1.9	BPS	2.3	2.0	1.7	1.2	1.1
무형자산	2.7	2.1	2.8	2.9	3.0	DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
투자자산	34.5	100.7	162.1	160.7	159.4	배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3
<b>자산총계</b>	838.3	909.3	1,066.7	1,205.1	1,359.2	<b>Valuation(Multiple)</b>					
유동부채	76.5	63.2	79.6	81.2	82.8	PER	12.3	12.8	12.5	9.4	8.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PCR	9.1	11.2	11.5	8.2	7.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PSR	3.4	3.4	3.5	2.5	2.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PBR	2.3	2.0	1.7	1.2	1.1
비유동부채	0.9	1.6	2.3	2.2	2.0	EBITDA	197.4	149.3	131.7	164.2	183.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	5.5	6.5	4.9	1.5	0.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
<b>부채총계</b>	77.4	64.8	80.5	82.1	83.7	자기자본이익률(ROE)	20.4	16.2	14.5	14.1	14.1
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	EBITDA 이익률	38.9	31.0	27.9	29.7	31.3
자본잉여금	208.5	208.7	208.1	208.1	208.1	부채비율	10.2	7.7	8.2	7.3	6.6
기타포괄이익누계액	5.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	559.7	675.2	784.5	921.1	1,073.4	이자보상배율(x)	8,420.1	6,125.8	1,928.2	39,951.2	45,134.1
비지배주주지분	0.0	0.5	0.6	-8.1	-16.6	매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.2	7.3	8.3
<b>자본총계</b>	760.9	844.5	986.2	1,123.0	1,275.5	재고자산회전율(x)					

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>	39,482	37,443	36,635	42,944	45,461
SPS	11,066	10,075	10,337	11,557	13,238
EPS(지배주주)	14,961	11,470	11,265	13,184	14,100
CFPS	15,343	11,601	10,235	12,761	14,241
EBITDAPS	59,141	65,600	76,603	87,905	100,425
BPS	59,141	65,600	76,603	87,905	100,425
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.3	12.8	12.5	9.4	8.2
PCR	9.1	11.2	11.5	8.2	7.7
PSR	3.4	3.4	3.5	2.5	2.4
PBR	2.3	2.0	1.7	1.2	1.1
EBITDA	197.4	149.3	131.7	164.2	183.2
EV/EBITDA	5.5	6.5	4.9	1.5	0.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.4	16.2	14.5	14.1	14.1
EBITDA 이익률	38.9	31.0	27.9	29.7	31.3
부채비율	10.2	7.7	8.2	7.3	6.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	8,420.1	6,125.8	1,928.2	39,951.2	45,134.1
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.2	7.3	8.3
재고자산회전율(x)					

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NAVER (035420) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.1	-12.6		NAVER
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-19.1	-15.8		적정주가
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0		
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-	-		

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.10.05	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-42.9	-35.6	240,000	카카오
2019.02.15	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-30.2	-16.3	220,000	적정주가
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-22.4	-11.2	200,000	
2019.11.07	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-14.2	-7.2	180,000	
2020.01.15	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-	-	160,000	

**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

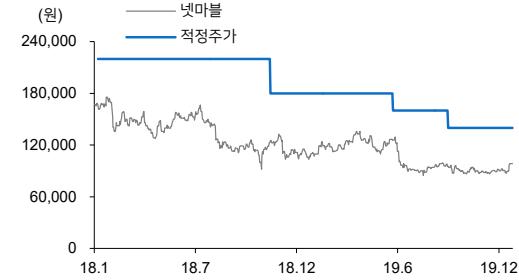
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.11	기업브리프	Buy	480,000	김동희	-20.3	-5.2	
2018.10.10	산업브리프	Buy	500,000	김동희	-14.8	-9.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-12.7	-6.9	
2019.01.11	산업브리프	Buy	630,000	김동희	-24.9	-21.0	
2019.02.13	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-13.6	-4.4	
2019.05.13	기업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-9.8	0.2	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-	-	

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

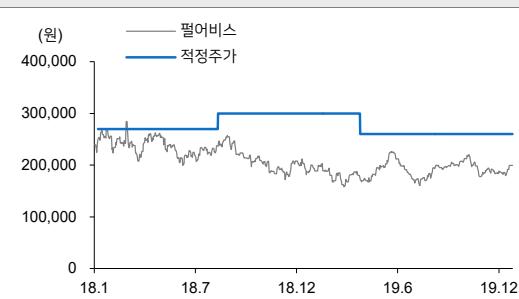
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-34.2	-24.4	
2019.06.20	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-39.5	-19.1	
2019.09.26	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-	-	

**펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

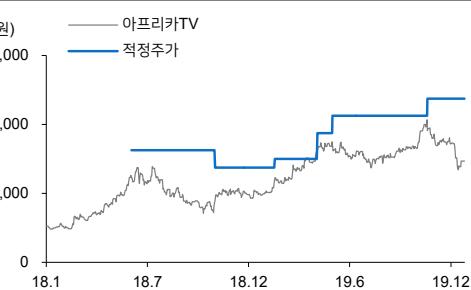
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.14	기업브리프	Trading Buy	270,000	김동희	-17.2	-11.1	
2018.08.13	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-33.4	-14.3	
2019.04.23	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-	-	



## 아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.06.05	산업분석	Buy	65,000	김동희	-36.5	-14.6		
2018.11.01	기업브리프	Buy	55,000	김동희	-26.6	-15.3	120,000	아프리카TV 적정주가
2019.02.15	기업브리프	Buy	60,000	김동희	-11.3	6.5		
2019.05.02	기업브리프	Buy	75,000	김동희	-9.8	-6.8		
2019.05.29	산업분석	Buy	85,000	김동희	-24.2	-2.7		
2019.11.14	산업분석	Buy	95,000	김동희	-	-		



## NHN (181710) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-27.0	-9.9		
2019.02.15	기업브리프	Buy	87,000	김동희	-5.4	4.6		
2019.04.08	산업분석	Buy	110,000	김동희	-35.7	-19.3		
2019.10.08	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-		



## 컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.02.05	기업브리프	Hold	140,000	김동희	18.4	33.8		
2018.04.05	산업브리프	Buy	210,000	김동희	-17.4	-8.8	345,000	
2018.06.05	산업분석	Buy	230,000	김동희	-32.3	-18.3		
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-37.5	-19.4		
2019.07.09	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-	-		

