2020. 7. 8

인터넷/게임

쾌속질주

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

RA **강다예**
02. 6454-4884
daye.kang@meirtz.co.kr

Overweight

- ✓ 2분기 인터넷/게임 업종의 실적은 대체로 예상치 부합. COVID-19로 광고시장 위축되었으나 NAVER는 스마트채널, 쇼핑광고, 카카오는 톡보드, 톡딜 등의 신규상품으로 한단계 성장하는 모습 확인될 것
- ✓ 글로벌 게임 시장은 'Life with Disease'로 이용 증가로 인한 수혜. 해외 비중 높은 게임 기업들의 2분기 실적이 상대적으로 양호할 것
- ✓ Top Picks는 NAVER, 카카오

Top Picks

NAVER(035420)	Buy	320,000원
카카오(035720)	Buy	340,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,070,000원

관심종목

넷마블(251270)	Buy	140,000원
펄어비스(263750)	Buy	260,000원
아프리카TV(067160)	Buy	85,000원
NHN(181710)	Buy	110,000원
컴투스(078340)	Buy	140,000원

2Q20 인터넷/게임, 대체로 양호

인터넷/게임업종의 2분기 실적은 예상치에 부합할 전망이다. COVID-19로 광고시장은 위축되었으나 NAVER는 스마트채널과 쇼핑광고, 카카오는 톡보드와 톡딜 등의 신규 상품으로 한 단계 도약하는 모습 확인되고 있다. 특히 인터넷 플랫폼의 금융 사업으로의 확장 속도가 가속화되고 있는데 네이버는 '통장' 출시, 카카오페이의 증권계좌 서비스, 펀드 투자 등이 각각 140만, 20만명 고객 확보하는 등 플랫폼 변모 진행 중이다. 한편 글로벌 게임 시장은 'Life with Disease'로 휴면유저의 컴백과 매출 증가로 글로벌(북미/유럽) 비중 높은 기업들의 2분기 실적이 상대적으로 양호할 전망이다.

1. 인터넷 기업의 '금융 본색'

인터넷 플랫폼의 금융사업이 가속화되고 있다. 카카오페이증권의 오픈 증권계좌 수는 140만개를 돌파, 펀드 투자 이용자수도 20만명을 상회한다. 네이버 역시 6월 8일 '통장' 출시를 시작으로 하반기 후불결제 샌드박스, 중금리 신용대출, 보험 법인 설립 등이 가시화된다.

2. 'Life with Disease'로 인한 게임 매출 증가

2020년 글로벌 디지털 게임 시장은 COVID-19로 인해 성장성 확대되고 있다. 휴면 유저들이 컴백하였고, Free-to-Play 컨텐츠의 인기, Hit IP로의 회귀 진행되며 대형 게임사와 충성도 높은 이용자 보유한 게임 매출이 양호하다. 컴투스, 넷마블 등의 2분기 실적 개선 폭이 크다.

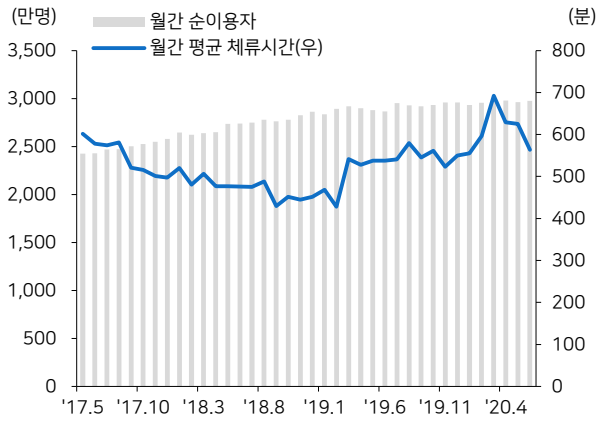
3. Top Picks로 NAVER, 카카오 추천

2020년 종목별 수익률은 카카오 103.6%, 엔씨소프트 77.8%, NAVER 53.2% 순으로 상대적으로 Underperform한 NAVER에 대한 비중확대 전략을 추천한다. 또한 그동안 못오른 게임주인 '넷마블'과 '컴투스', 그리고 언택트 동영상 수요 증가에 따른 '아프리카TV'에 대한 긍정적 의견도 유효하다.

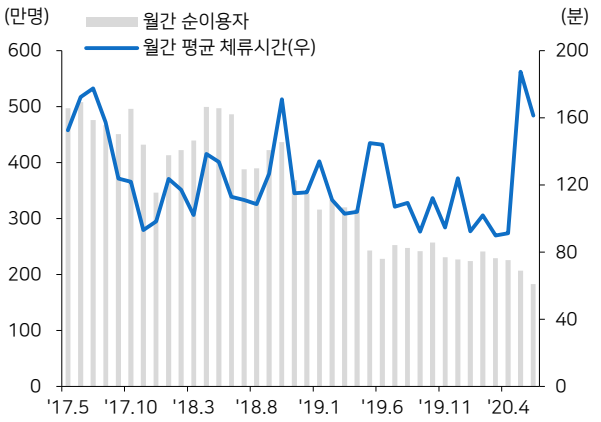
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

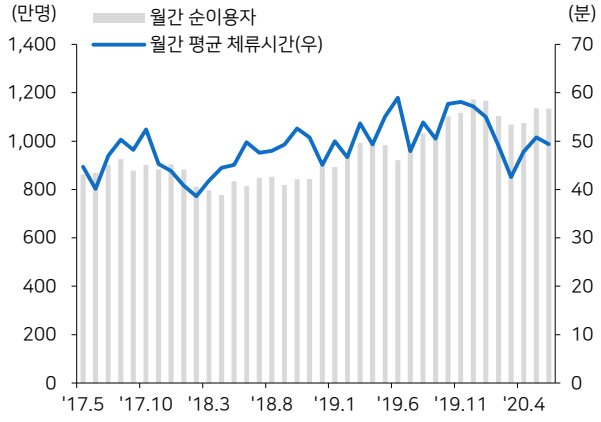
NAVER



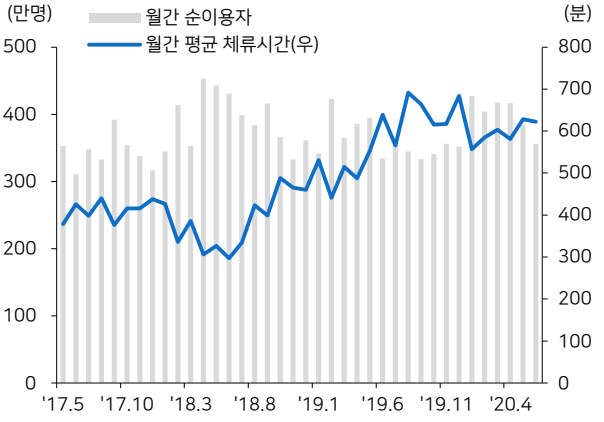
NAVER TV



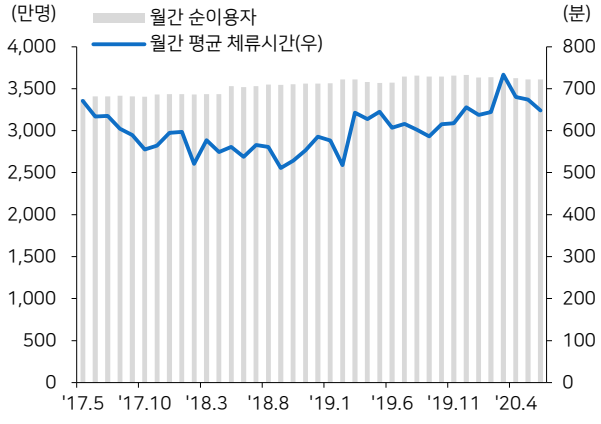
NAVER 지도



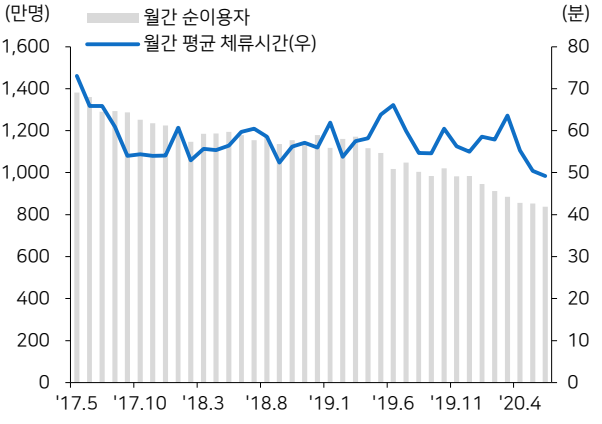
카카오 페이지



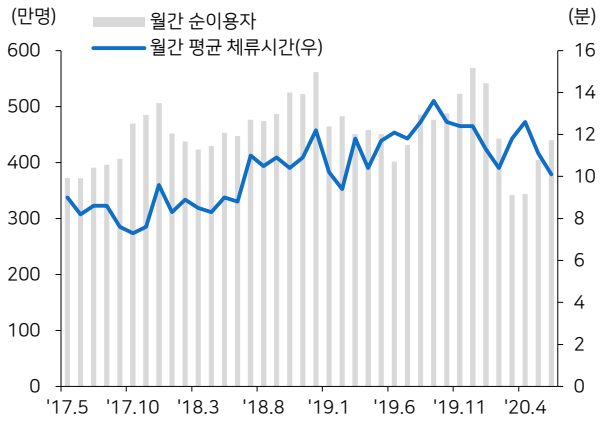
카카오톡



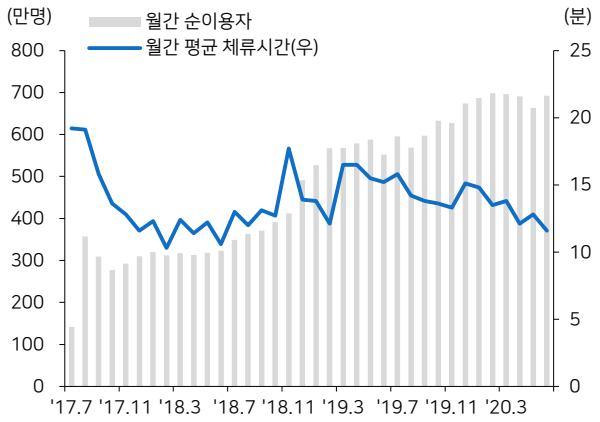
카카오 스토리



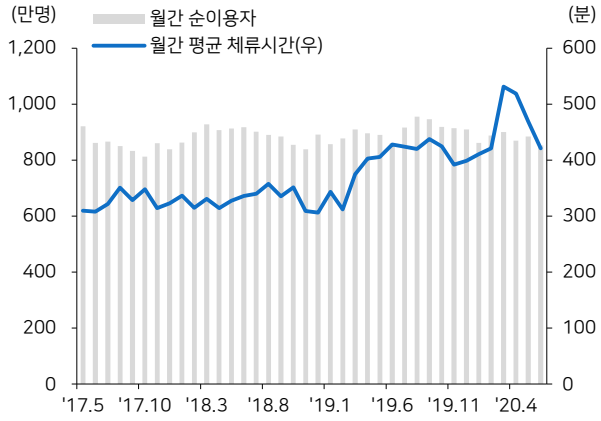
카카오 T



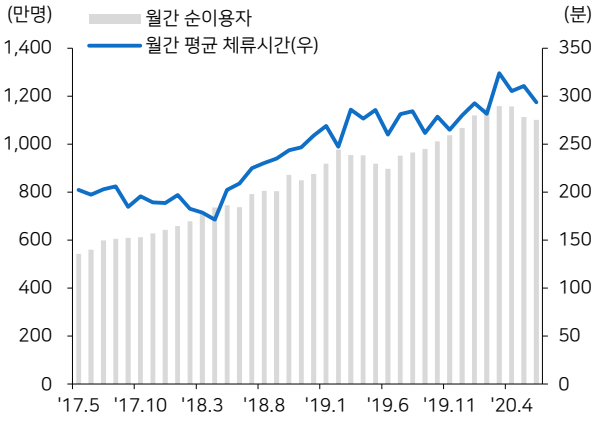
카카오뱅크



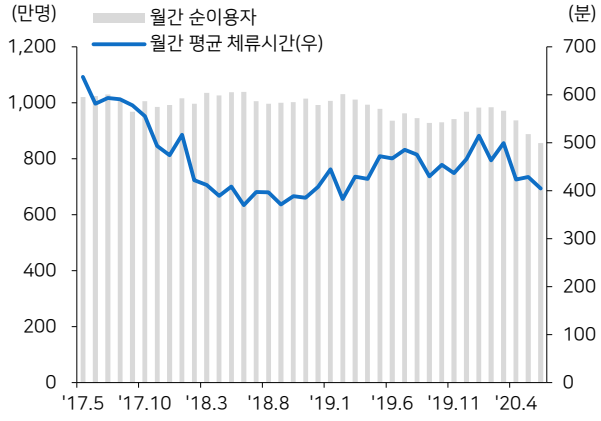
다음



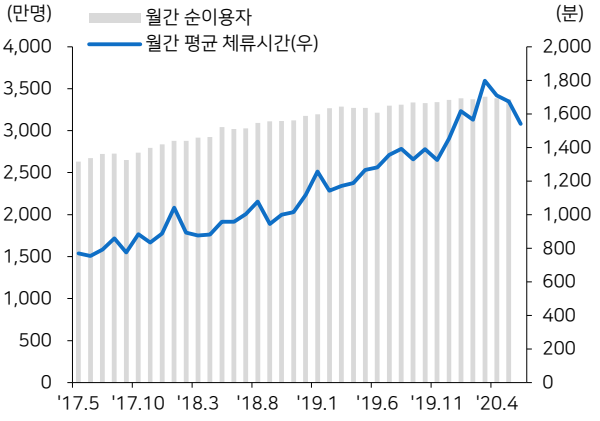
인스타그램



페이스북



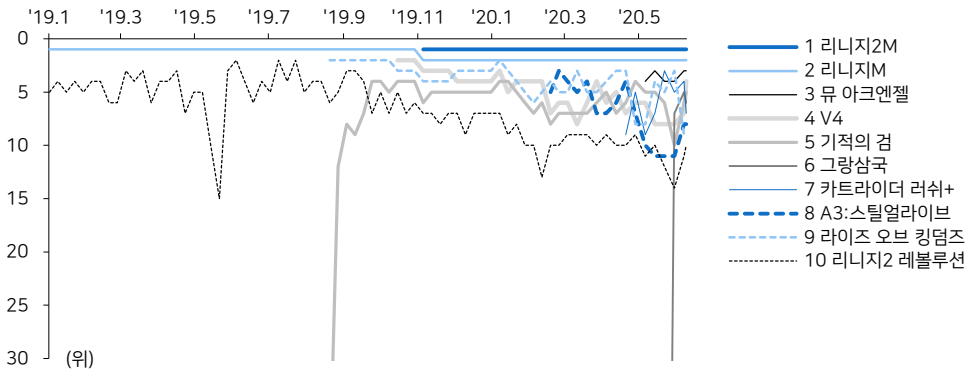
Youtube



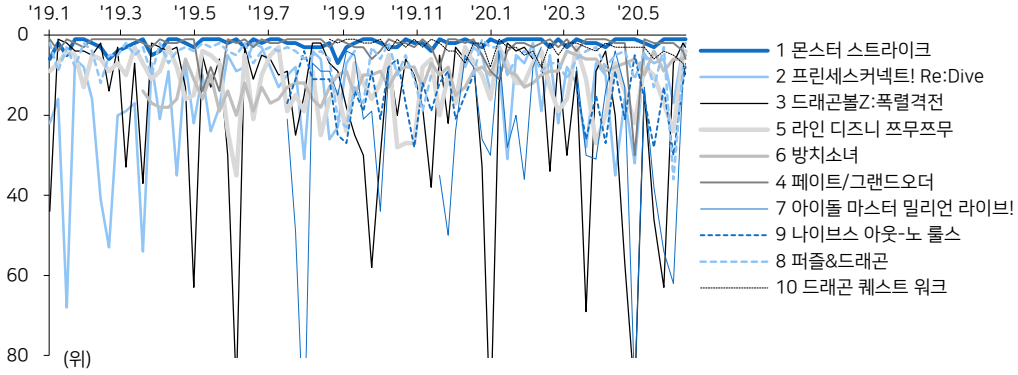
주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 게임순위

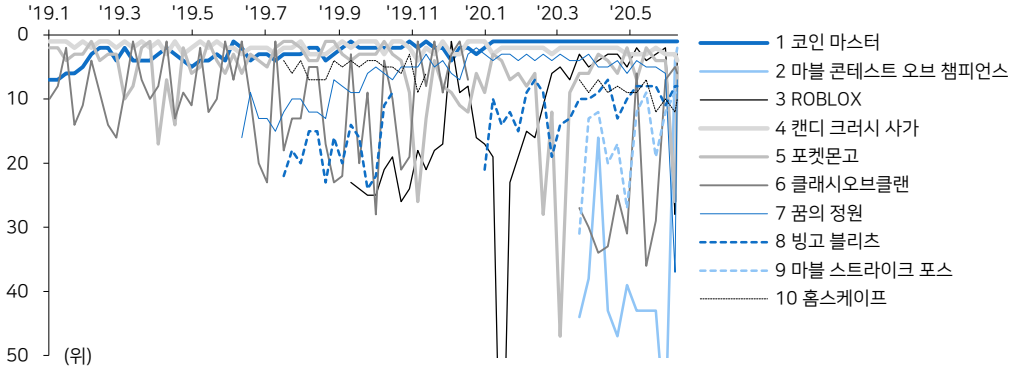
한국



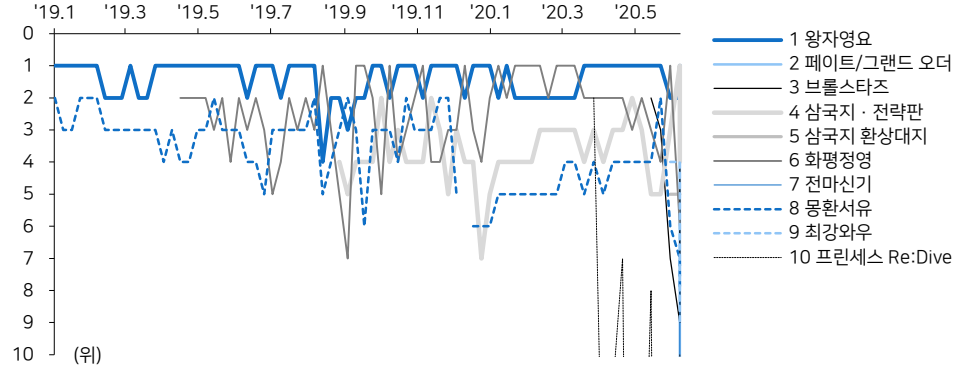
일본



미국

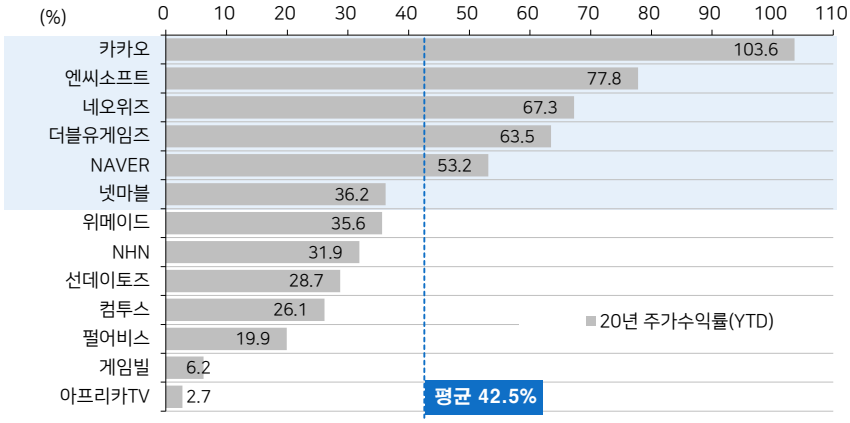


중국
(iOS grossing 기준)



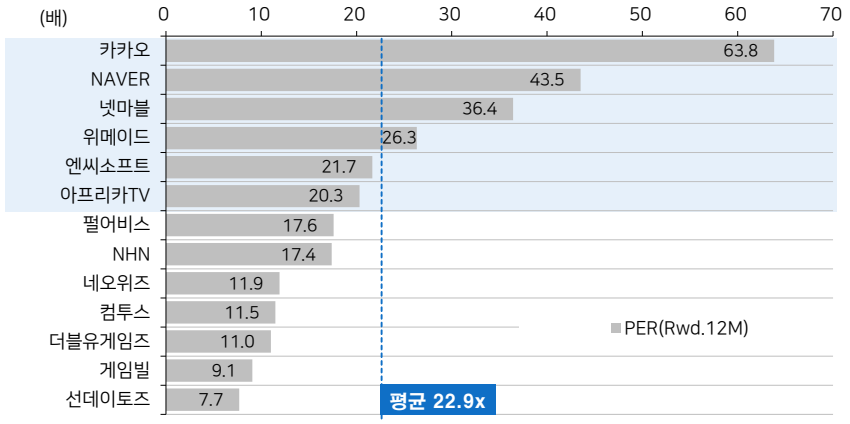
주: 2020.7.6 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2020년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2020.7.7 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12m Fwd PER 비교



주: 2020.7.7 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (7.7)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
		(조원)	2020E	2021E	(%)	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
인터넷	NAVER	45.9	58.0	39.1	30.9	1.9	12.4	6.4	29.6	7,479.6	8,591.2	1,023.8	1,463.3	783.8	1,158.2
	카카오	27.3	79.7	58.0	29.6	2.7	6.0	4.8	40.3	3,821.3	4,550.7	425.9	607.7	331.2	470.3
	NHN	1.7	20.7	16.6	10.4	2.0	5.1	1.0	7.5	1,671.5	1,870.2	130.2	160.9	84.5	107.8
	아프리카TV	0.8	23.6	17.8	29.7	0.8	25.0	5.2	13.7	186.6	223.1	39.5	51.1	32.7	43.0
게임	엔씨소프트	21.1	25.6	19.7	7.2	3.6	28.9	6.5	17.5	2,785.6	3,354.0	1,052.7	1,392.6	819.3	1,069.7
	넷마블	10.6	40.5	34.1	11.7	3.5	5.8	2.2	27.1	2,387.8	2,586.3	239.4	304.1	262.8	310.4
	펄어비스	2.9	17.1	16.7	18.8	0.9	24.9	3.8	13.0	538.0	591.5	173.6	188.2	164.6	168.0
	컴투스	1.7	13.4	10.9	12.1	1.1	12.9	1.6	7.1	506.0	618.2	134.0	176.1	126.7	156.3
	더블유게임즈	1.5	11.0	10.3	13.9	0.8	18.6	1.8	7.7	599.8	629.6	183.5	195.5	132.1	141.5
	위메이드	0.7	36.7	22.0	41.1	0.9	8.1	2.7	30.3	134.3	178.8	14.3	39.5	18.4	25.3
	게임빌	0.2	12.0	7.7	29.8	0.4	6.7	0.8	17.7	146.9	160.7	9.7	16.5	18.7	28.6
Average		10.4	30.8	23.0	21.4	1.7	14.0	3.3	19.2	1,841.6	2,123.1	311.5	417.8	252.3	334.5

주: 3yrs EPS CAGR은 2020~2023 추정치 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (7.7)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
		(십억달러)	2020E	2021E	(%)	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
인터넷	Google	1,022.3	28.5	22.5	19.5	1.5	14.4	4.8	16.0	137.6	166.4	32.0	42.1	37.8	48.4
	Amazon	1,524.8	90.4	58.5	35.7	2.5	15.7	17.9	34.1	346.2	407.7	12.9	25.2	15.6	25.8
	Facebook	685.1	29.0	22.2	24.7	1.2	18.7	5.7	16.9	77.0	96.1	24.7	33.3	24.4	31.1
	Alibaba	643.9	28.2	21.8	24.7	1.1	15.2	4.9	22.0	94.5	119.0	18.2	25.2	22.8	29.7
	Tencent	636.1	37.5	30.5	24.7	1.5	22.3	8.1	25.7	67.1	81.8	20.5	24.7	17.2	21.2
	Baidu	45.8	21.5	16.3	27.9	0.8	7.4	1.8	13.1	15.6	17.8	1.4	2.3	2.1	2.9
	Twitter	25.4	96.8	51.1	32.8	3.0	2.2	2.9	25.4	3.3	4.0	0.2	0.6	0.3	0.5
	Snap	33.9	-	241.4	-	-	-39.5	19.9	-	2.1	2.9	-0.3	0.2	-0.3	0.1
	Z Holdings	24.1	32.9	27.3	13.8	2.4	9.3	2.7	13.2	11.2	12.6	1.5	1.8	0.8	0.9
	Rakuten	13.3	-	-	-	-	-3.3	1.8	-	13.6	15.6	-0.3	0.0	-0.3	-0.1
	LINE	12.5	-	-	-	-	-10.7	10.0	127.3	2.5	2.8	-0.2	0.0	-0.2	0.0
	HUYA	4.9	31.8	22.4	35.1	0.9	11.5	3.6	25.8	1.6	2.0	0.1	0.2	0.2	0.2
게임	Nintendo	63.0	22.6	21.3	7.8	2.9	17.4	3.6	14.3	12.3	12.2	3.5	3.7	2.6	2.8
	Blizzard	60.6	28.6	26.0	3.8	7.5	15.9	4.2	20.1	7.1	7.6	2.7	2.9	2.2	2.4
	Netease	60.8	24.6	21.4	24.5	1.0	20.7	5.0	19.9	9.8	11.2	2.4	2.8	2.3	2.7
	EA	38.8	26.8	23.6	10.7	2.5	18.4	4.8	17.3	5.6	6.0	1.8	2.0	1.5	1.7
	Nexon	21.3	20.7	18.6	-2.1	-10.0	16.1	3.1	13.4	2.7	3.0	1.1	1.4	1.0	1.2
	Cyberagent	7.5	84.1	55.8	27.2	3.1	11.9	9.5	18.1	4.4	4.6	0.3	0.4	0.1	0.1
Average		273.6	40.3	42.5	20.7	1.5	11.9	6.4	26.4	45.2	54.1	6.8	9.4	7.2	9.5

주: 3yrs EPS CAGR은 2020~2023 추정치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

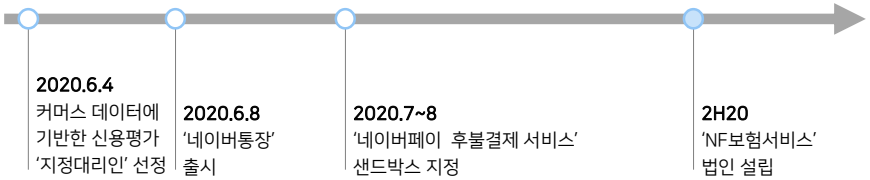
인터넷 기업의 '금융본색'

진격의 네이버

금융비즈니스 속도 가속화

네이버파이낸셜의 금융 비즈니스 속도는 6월 4일 커머스 데이터에 기반한 신용평가 '지정대리인' 선정, 8일 '통장' 출시, 7~8월 '네이버페이 후불결제 서비스'의 샌드박스 지정 등으로 가속화될 전망이다. 또한 하반기에는 네이버쇼핑 입점 업체의 판매실적과 반품률, 소비자 평점 등으로 신용을 평가하고 미래에셋캐피탈을 통해 연 10%대의 중금리 신용대출 서비스를 진행할 계획이다. 그리고 보험서비스 법인 설립을 진행할 계획인데 이미 3월 네이버파이낸셜 이사회에서 'NF보험서비스'라는 명칭의 법인 설립을 의결한 바 있으며 미래에셋생명과의 제휴 가능하다.

그림5 네이버파이낸셜의 금융 비즈니스 타임라인



자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

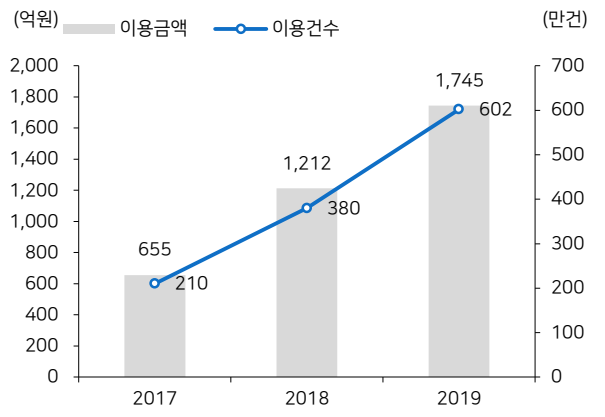
디지털금융에 대한 정책적 의지

3Q20 간편결제에 '소액후불결제' 기능 허용여부가 구체화될 전망이다. 최근 금융당국이 간편결제 업체의 소액후불 결제 한도를 최대 100만원까지 검토하고 있다는 사실이 알려지면서 카드업계가 긴장하고 있다. 금융위원회의 '핀테크 스케일업 사업'의 주요 내용엔 1) 간편 결제 업체의 후불 결제 허용 2) 선불 충전 한도 인상 3) 마이페이먼트·종합지급결제업 도입(핀테크 업체의 은행 계좌이체 지시·핀테크 업체 자체 계좌 개설·관리 허용)이 포함되어 있으며 3분기에 국회에 상정된다.

과연 '소액'은 얼마일까?

소액 후불결제 한도는 현재 30~100만원 수준에서 논의되고 있다. 현재 카드사의 하이브리드 체크카드(소액후불 결제 허용하는 체크카드)와 통신사의 후불결제가 기준으로 작용하고 있다. 참고로 카드사의 하이브리드 체크카드 후불결제 한도는 30만원, 통신사의 후불결제 한도는 2019년 7월 50만원으로 확대된 바 있다. 카드사의 반발도 커지고 있는데 카드사 고객 1명당 한달 평균 신용카드 사용액이 60만원 내외라는 점 고려하면 100만원 후불결제 허용은 사실상 여신사업 허용과 같다는 입장이다. 물론 인터넷 기업들의 금융 리스크 관리 능력도 시험대에 오를 수 있으나, 양질의 신용 데이터 확보는 금융업으로 본격 성장을 위한 디딤돌이 된다는 점에서 매우 긍정적이다.

그림6 간편결제 서비스 일평균 이용현황



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

표3 전자금융거래법 개정안 주요 내용

구분	기존	개정
간편결제 충전한도	200만원	300만~500만원
소액후불결제 서비스 허용	0	30만~100만원
기타	-	마이페이먼트/종합지급결제업 도입

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

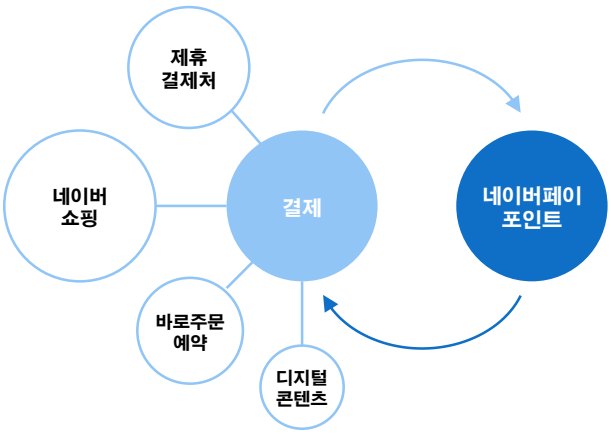
파이낸셜 – 페이포인트에 기반한 사용자 Lock-in

네이버페이 포인트에 기반한 결제-쇼핑-예약-디지털 컨텐츠의 생태계

5월 네이버페이 이용자수는 언택트 소비 증가 및 지속적인 결제처 확장으로 1,280만명으로 23% YoY 증가하였다. 포인트 결제액도 크게 증가하며 전년동월 대비 208% 증가하며 결제 방식의 다변화가 진행 중이다. NAVER는 그동안 오프라인 결제는 제로페이로만 대응하는 것에 그쳤는데, 하반기에는 오프라인 결제 시장에 자체브랜드로 본격 진출한다. 오프라인 결제 데이터가 NAVER 금융사업에 중요한 데이터로 쓰일 수 있으며 7월에는 투자상품 조회, 지출 내역 조회 서비스도 추가된다. NAVER의 '내 자산 서비스'는 결제에 대한 주요 내역들이 NAVER 서비스들과 연계되어 실생활에 도움될 수 있다는 점에서 경쟁사와 차별화된다.

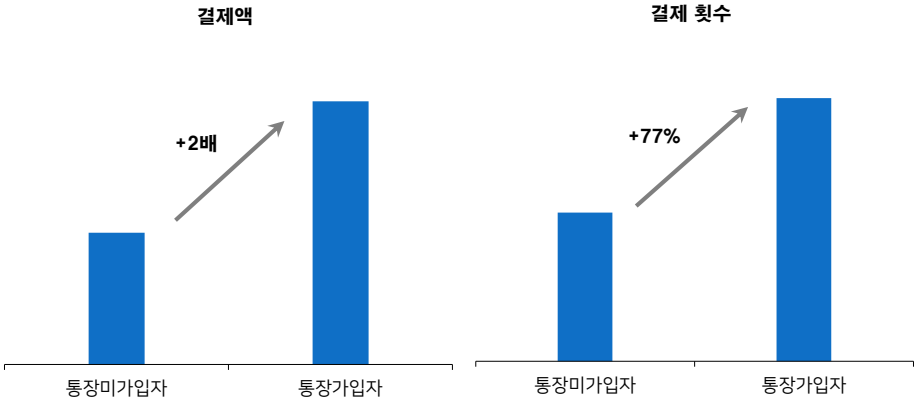
6월 8일 네이버 통장 서비스를 출시하였으며 네이버 통장 가입 이용자들의 네이버쇼핑 결제액과 결제횟수는 각각 2배, 77% 많은 것으로 파악되어 충성도 높은 고객들의 금융 유입이 진행 중이다. 하반기에는 소상공인 대상의 대출 서비스를 시작할 계획으로 중금리 고객층(제1금융권 아닌 제2금융권 대상의 스마트스토어 소상공인), 즉 스마트스토어 사업자들의 사업 확장과 성장에 도움 주는 금융 서비스를 추구한다. 또한 금융 Thin Filer, 소상공인들을 타겟으로 자산관리 서비스, 결제/판매 데이터에 기반한 CSS(크레딧 스코어링 시스템, 신용관리 서비스)를 구축할 계획이다.

그림7 페이포인트 활성화를 통해 쇼핑/결제 사용자 Lock-in



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림8 네이버통장 통해 쇼핑/결제 충성 사용자 Lock-in 강화

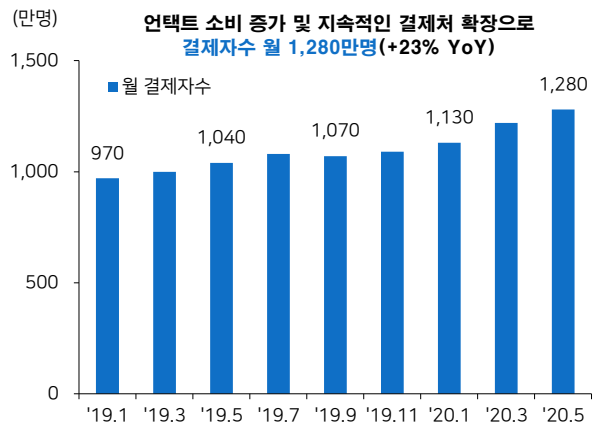


자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림9 판매자 신용등급 예측 정확도 높이기 위해 CB +쇼핑 데이터 기반한 CSS 구축

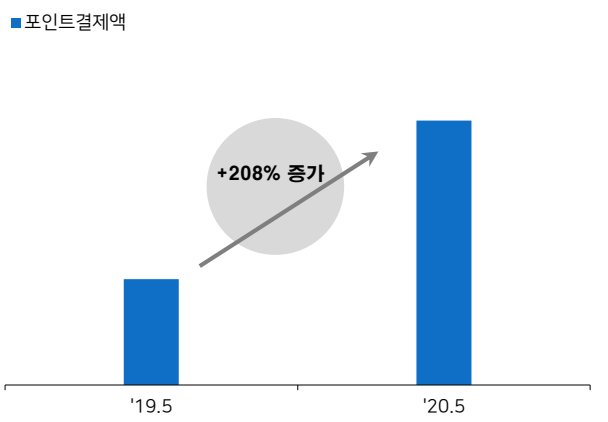
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 네이버페이 이용자수 월 1,280만명



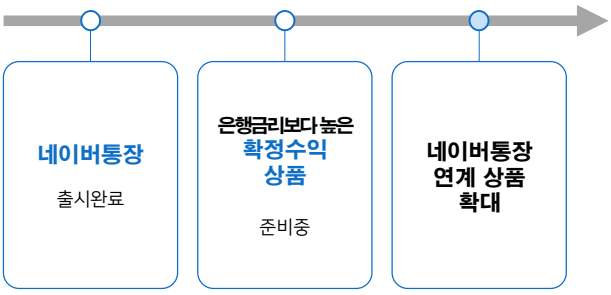
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림11 포인트 결제액도 크게 증가



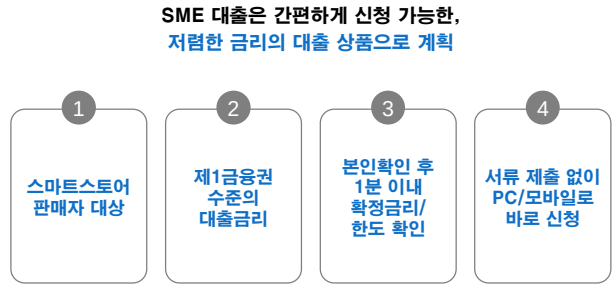
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림12 저금리시대에 혜택 주는 금융상품 준비 중



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림13 20년 하반기 SME 대출 출시 계획



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

카카오페이, 금융 충전

1,600억원 규모의 유상증자

6월 19일 카카오페이는 3자배정 유상증자 방식을 통해 1,600억원 규모(카카오 448억원, 알리페이싱가포르홀딩스 1,152억원)의 운영자금 조달을 발표하였다. 조달 자금은 카카오페이 증권의 자본확충과 기존 사업 고도화, 신사업 진출 등에 쓰일 예정이다. 카카오페이증권의 자본금은 5월 230억원 규모의 유상증자를 실시하여 6월 626억원 규모로 확대되었다. 카카오페이증권은 출범 5개월만에 140만 계좌 오픈, 펀드투자 고객수 20만명 돌파하는 등 투자서비스로 본격 변모하고 있다. 향후 투자 솔루션과 자문형 자산배분 서비스 등의 새로운 사업 위해서는 IT인프라 투자와 인력 보강 필요하다.

알리페이, 17년 발행된 콜옵션 행사

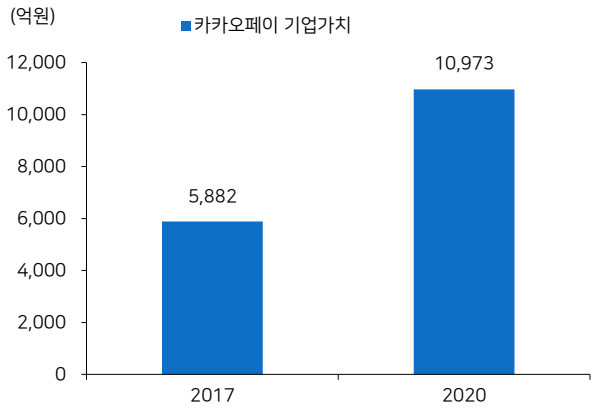
참고로 2017년초 알리페이는 카카오페이에 2,300억원 규모(지분율 39.1%)을 투자하였으며 6%의 콜옵션 행사가능했고 잔여 콜옵션은 1.1% 수준으로 추정된다. 카카오페이의 기업가치는 2017년 5,800억원 수준에서 2020년 1.1조원으로 약 2배 성장하였으며 시장 가치 대비 현저히 낮은 수준으로 판단된다. 3자 배정 유상증자 후 지분구조는 카카오 56.1%, 알리페이싱가포르홀딩스 43.9%이다.

표4 20년 6월 카카오페이의 제3자배정 유상증자 내역

구분	내용
신주의 종류와 수	324만주
증자전 발행주식 총수	1,899만주
자금 조달의 목적	운영자금 1,600억원
증자방식	제3자배정증자
신주 발행가액	49,365원
납입일	2020년 6월 30일
신주권 교부 예정일	2020년 7월 1일
비고	출자후 지분율은 카카오 56.1%로 변경

자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

그림14 카카오페이의 기업가치



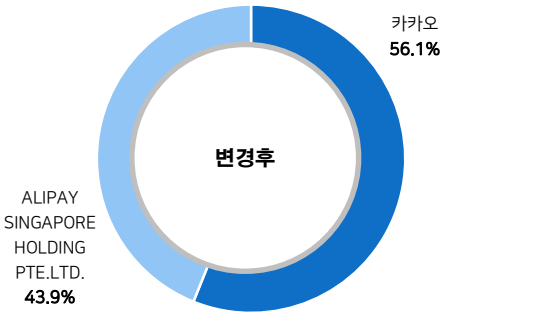
자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표5 5월 카카오페이증권, 230억원 규모의 유상증자 실시

구분	내용
유상증자 참여자	카카오페이
출자금액	138억원
출자주식수	94만주
출자 후 지분율	60.0%
출자방법	주주배정증자
1주당 가격	14,706원
증자금액	230억원
증자주식수	156만주
이사회 의결일	2020년 5월 25일

자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림15 카카오페이 지분구조



자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

카카오페이 – 마음놓고 금융하다

금알못(금융을 알지못하는 투자자)들에게 인기

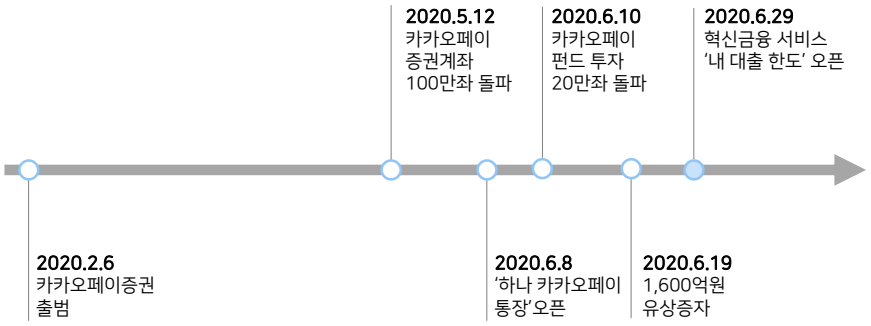
카카오페이의 금융사업 속도는 2월 카카오페이증권 출범 이후 가속화되고 있다. 4개월 만에 증권계좌 140만 계좌 돌파, 6월 8일 '하나 카카오페이 통장' 오픈, 10일 펀드투자 20만 계좌 돌파, 6월 19일 1,600억원의 유상증자, 29일 혁신금융 서비스 '내 대출 한도' 오픈하며 금융사업의 비즈니스 속도 빨라지고 있다.

누구나 쉽고 재미있게 투자

카카오페이는 국내 투자 문화를 펀드, 주식, 채권 등 금융상품으로 바꾸며 소액으로도 누구나 쉽게 투자할 수 있는 테크핀 플랫폼으로 자리잡고 있다. 카카오페이증권의 계좌 개설 연령대는 20대~30대가 62.1%로 과반을 넘지만 40대~50대 비중도 적립식 펀드 서비스 시작 이후 31.4%로 빠르게 증가하고 있다. 카카오페이로 결제하고 남은 돈을 자동으로 펀드에 투자하는 '동전 모으기', 카카오페이 결제 리워드를 펀드에 자동 투자하는 '알 모으기' 서비스는 오픈한지 2개월 만에 32만건 이상 신청되었다.

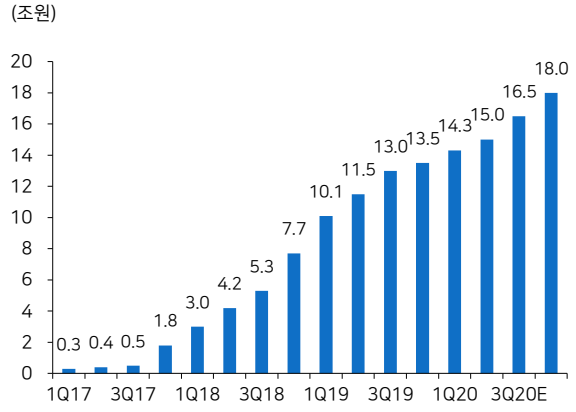
6월말 오픈된 카카오페이의 '내 대출 한도' 서비스는 주민번호, 직장/소득 정보에 기반하여 대출 가능한 상품 리스트, 대출한도와 금리 비교 서비스이다. 현재 하나은행, 씨티은행, SC서울은행 등이 참여하고 있으며 결제/송금부터 투자/보험/대출 등 전문 금융 서비스 등의 생활금융 플랫폼으로서 확장하기 위함이다.

그림16 카카오페이의 금융 사업 속도 가속화



자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카카오페이 거래액



자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표6 카카오페이의 성장일지

시점	서비스	내용
'18.10	바로투자증권 인수	바로투자증권 지분 60%를 400억원 안팎에 인수
'18.11	P2P 금융상품	중수익,중위험 상품을 부동산/개인신용/온라인 선정산 상품
'19.5	카카오페이 '앱'	카카오톡에서 독립된 자산관리 서비스 오픈
'19.5	투자상품 확대	태양광 PF 상품 출시
'19.6	카카오페이 배송	롯데글로벌로지스와 협력, 국내 배송 예약부터 결제까지 가능
'19.6	영수증	영수증 컬렉터, 모든 카드 영수증 보관과 확인 가능
'19.7	인바이유 인수	법인보험대리점 라이선스 보유 보험스타트업 인수
'19.8	신용조회	신용정보 확인 및 조회
'19.10	간편보험 출시	자동차보험료, 반려동물보험 등 간편보험 출시
'19.12	대출상품 출시	씨티은행과 저금리/고한도 특별 대출상품 출시
'20.2	카카오페이증권 출범	금융위원회, 대주주 변경 최종 승인/증권계좌 오픈
'20.6	알리페이 투자유치	1,600억원 규모로 자본 확충 및 신규사업 투자
'20.7	디지털손보사 예비인가 신청	9월 예비인가 여부 결정 예정

자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표7 카카오페이증권 통해 판매되는 펀드

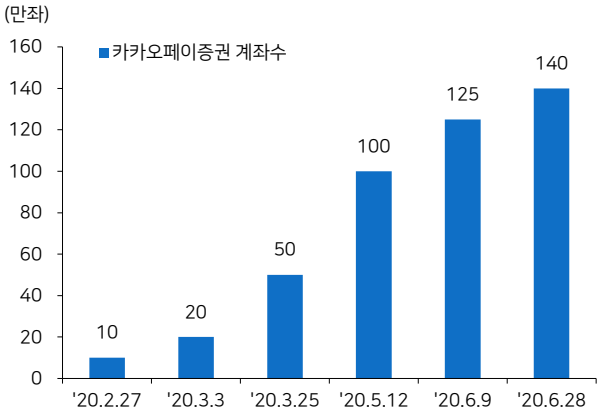
유형	펀드명	설정액	3개월 수익률
혼합형	키움 똑똑한 4차 산업혁명 ETF 분할매수펀드	157억원	15.62%
	미래에셋 합리적인 AI 글로벌모멘텀 펀드	52억원	6.72%
	삼성 믿음직한 사계절 EMP펀드	49억원	5.05%
채권형	한화 쏠쏠한 대한민국 채권 펀드	-	-
	미래에셋 영리한 글로벌채권 펀드	-	-

주: 2020.6.30 기준, 자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

그림18 카카오페이 펀드 고객 수 20만 돌파

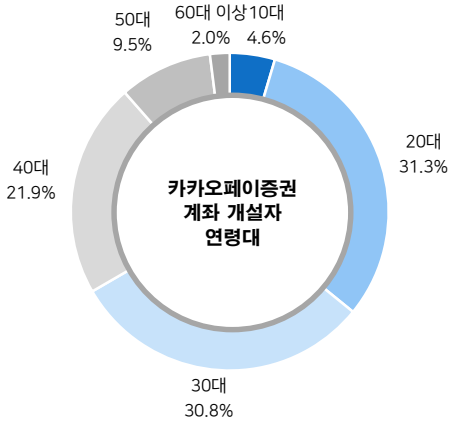
자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림19 카카오페이증권 오픈계좌수 140만 돌파



자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림20 카카오페이증권 계좌 개설자 연령대

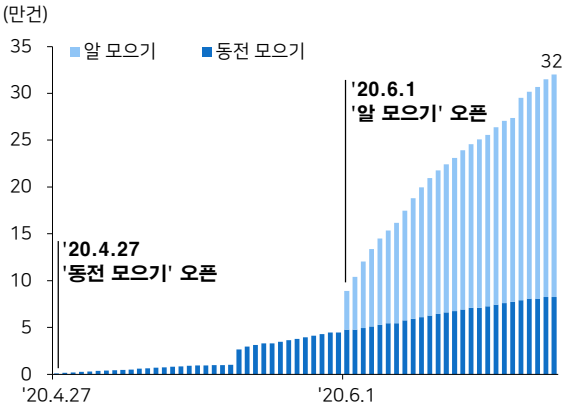


자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림21 '알 모으기' 자동투자 서비스

자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림22 동전 모으기 + 알 모으기 신청자수

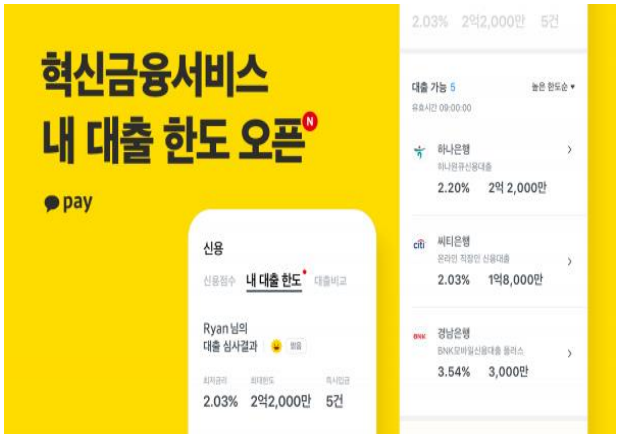


자료: 카카오페이증권, 메리츠증권 리서치센터

그림23 하나카카오페이 통장 출시

자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

그림24 카카오페이 혁신금융 서비스 ‘ 내 대출 한도’ 오픈



자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

공정위, 플랫폼 규제 방안에 대한 소고

공정위, 플랫폼 규제 방안 강구

플랫폼 가이드라인 마련될까?

5월 공정거래위원회는 온라인 플랫폼 산업에 대한 심사 지침을 마련하기 위한 태스크포스(TF)를 결성하였고 11월까지 매달 회의 및 심포지엄 개최, 관련 용역을 통해 1) 플랫폼 분야의 시장 획정, 2) 시장 지배력, 3) 경쟁제한성 판단기준 등의 과제를 논의, 2021년에는 심사지침 제정을 완료한다는 계획이다.

사전 규제보다는 경쟁법을 활용한 보편적 사후 규제

6월 19일 '플랫폼 분야 반경쟁 행위 유형 및 주요 쟁점' 주제의 심포지엄을 개최하였는데 플랫폼에 대해서 사전 규제보다는 경쟁법을 활용한 보편적 사후 규제가 바람직하다는 의견이 제시되었다. 조성욱 위원장은 '신규 플랫폼이 시장에 진입해 기존 거대플랫폼과 공정한 경쟁을 할 수 있어야 혁신 경쟁은 지속될 수 있다. 플랫폼과 입점업체간의 거래관계가 투명성과 공정성을 강화하는 방향으로 재정립되어야 한다."고 밝힌바 있다.

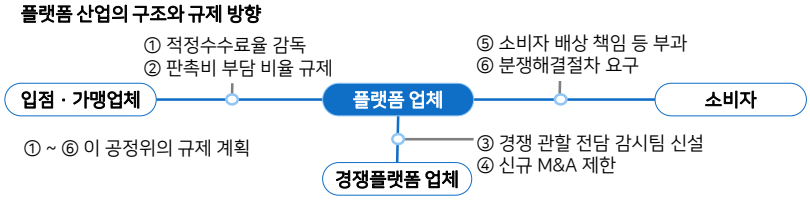
플랫폼 규제 대상 산업/기업 발표

25일에는 플랫폼 규제, 감독 대상 관련된 산업과 업체를 발표하였는데 온라인쇼핑몰(쿠팡, 마켓컬리, SSG닷컴 등), 배달앱(배달의 민족, 요기요 등), 포털 플랫폼(네이버, 카카오, 구글 등), 온라인 동영상(유튜브, 넷플릭스), 중고거래 중개 플랫폼(당근마켓, 번개장터 등), 전자책(리디북스, 교보e북) 업체 등이 포함되었다.

영향 제한적이라 보는 이유

공정위원회의 플랫폼 지배력 남용에 대한 신규 법규 제정은 쉽지 않다고 판단되는데 1) 해외에서는 새로운 법을 제정하기 보다는 기존 법을 활용해 플랫폼 산업을 관리, 감독하고 있으며 2) 시장의 공정한 경쟁을 해치지 않는지 살피는 경쟁법적인 관점이 합리적이며, 3) 적정수수료 계산의 어려움, 오랜 기간에 걸쳐 적자를 감수하며 막대한 투자를 해야하는 플랫폼 산업의 특수성 감안하여 적정수수료 산정이 불가능하다는 점, 그리고 4) 이중규제라는 지적, 예를 들면 쿠팡, SSG닷컴, 마켓컬리는 이미 '대규모 유통법'의 적용을 받고 있는 등의 다양한 이슈가 존재한다.

그림25 **플랫폼 산업의 구조와 규제 방향**



공정위 감독안 적용 대상 주요 플랫폼 업체

업종	업체
포털	NAVER, 카카오, 구글
온라인쇼핑	롯데닷컴, 현대H몰, SSG닷컴, CJ몰, 쿠팡, 마켓컬리
배달 앱	배달의민족, 요기요, 배달통
온라인동영상서비스(OTT)	유튜브, 넷플릭스
온라인 중고거래 중개	당근마켓, 번개장터 등
전자책	리디북스, 교보e북 등

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

표8 온라인플랫폼 중개 거래의 공정화에 관한 법률

분야	추진 과제		일정
갑을문제 해소	상생적 갑을관계 확립을 위한 법 체계 마련	법제정	1H21
	온라인 쇼핑몰 사업자의 불공정 행위 심사 지침 제정	지침 제정	'2020.12
	입점 업체 · 소상공인 대상 불공정 행위 적발 및 시정	시장 감시	계속
소비자 보호	플랫폼 사업자의 책임 강화	법 개정	'2020.12
	소비자 권리를 침해하는 불공정 약관 시정	시장 감시	계속
	전자상거래의 소비자 피해 예방	시장 감시	계속
독과점 예방 및 감시 강화	플랫폼 분야 단독 행위 심사 지침 제정	지침 제정	'2021.6
	플랫폼의 독과점 남용 행위 시정	시장 감시	계속
	신사업 특성을 고려한 인수합병(M&A) 정책 추진	법 개정, 시장 감시	계속

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림26 조성옥 공정위 위원장

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 IT플랫폼 기업들의 독과점 이슈는?

지속적으로 제기되는 이슈

2020년에도 글로벌 IT플랫폼 기업들이 온라인 시장에서 독점적 지위를 남용함으로써 기술혁신을 저해했고, 이것이 소비자에게 피해를 주고 있다는 의혹을 받고 있다. 글로벌 기업의 독과점 이슈는 다양한 형태로 제기되고 있다. 1) 구글은 온라인 광고와 검색 서비스에서의 독적점 지위, 모바일 운영체제(OS) 안드로이드 공급에 있어 시장 지위를 악용했는지 여부, 2) 페이스북은 인스타그램과 왓츠앱 등 경쟁사를 인수한 이유가 잠재적 위협을 막기 위함이었는지, 따라서 미국 FTC는 페이스북/페이스북 메신저/왓츠앱/인스타그램 등 4개 앱의 통합을 저지하고자 한다. 3) 아마존 역시 온라인 서비스를 이용하는 업체들에게 영향력을 행사했는지 여부, 판매데이터를 수집해 자체 브랜드 개발에 이용한건 아닌지 등이 주요 쟁점이다.

그러나 독과점 이슈와 관련된 판단을 내리기는 쉽지 않다. 시장 점유율/경쟁의 근접성/대체 가능성/시장 진입장벽 측면에서 지위를 남용하고 신규 진입자의 경쟁을 저해했는지 판단하기 어렵다. 또한 거대한 이용자 네트워크가 이용자 락인(Lock-in), 플랫폼의 경쟁력 강화로 선순환되는 네트워크의 효과의 측정도 어렵다.

표9 글로벌 반독점 규제를 위한 다양한 시도들

기업명	독점 범위	혐의	적용 규제	내용	현황
구글	검색 및 온라인 광고 시장	시장 지배력남용	독점금지법	검색시 '구글 쇼핑' 상품 최상단 위치. 경쟁 회사 권리 침해	▪ 구글 CEO 7월 말 미 하원 법사위 반독점소위원회 증언 예정 ▪ 법무부 · 50개주, 광고사업 중단 소송 제기 예정 ▪ 인도경쟁위원회(CCI), 소송 제기 예정
		스마트폰 OS 독점 공급		구글 어플리케이션과 콘텐츠 강제 사용 끼워팔기 혐의	▪ EU, 43억유로 과징금 부과에 구글 항소
		광고 경쟁사 불공정 경쟁		구글 검색광고 중개서비스 '애드센스' 경쟁사 광고 노출 제한	▪ EU, 17억달러 과징금 부과에 구글 항소
		기업인수-시장경쟁제한		웨이즈 · 더블클릭 · 네스트 인수로 검색 · 광고 시장 독점	▪ 미 연방거래위원회(FTC) 소규모 인수건까지 반독점 조사 확대
	개인정보 데이터	개인정보 남용	일반개인정보보호법	개인정보제공 활용, '타깃광고' 사용 동의 절차 불투명	▪ 구글, 프랑스 국가정보자유위원회(CNIL) 5천만유로 과징금의 항소심 패소
			소비자보호법	동의 없이 위치 정보 수집, 사용자 맞춤형 광고 제공 이용	▪ 미 애리조나주 소송 제기
페이스북	SNS시장 및 개인정보 데이터	개인정보 남용	일반개인정보보호법	주요 IT업체들과 개인정보 공유 및 유출 방치 혐의	▪ 페이스북 CEO 7월 말 미 하원 법사위 반독점소위원회 증언 예정 ▪ 미 연방거래위원회(FTC) 조사 착수
		기업 인수로 시장 경쟁 제한	독점금지법	인스타그램, 왓츠앱, Giphy 인수로 SNS 시장 독점	▪ 미 연방거래위원회(FTC) 앱 통합 중단 예비 명령 검토
애플	앱스토어 정책	앱스토어 독점 지배력 남용	독점금지법	▪ 앱스토어 iOS(아이폰 · 아이패드 운영체제)용 앱 독점 판매 · 유통 ▪ 자사 어플리케이션과 컨텐츠 우대 및 타사 차별 ▪ 어플리케이션 가격 책정 간섭. 과도한 앱스토어 판매 수수료 30% 부과	▪ 애플 CEO 7월 말 미 하원 법사위 반독점소위원회에서 증언 예정 ▪ EU, 반독점 조사 착수
		아이폰 결제 서비스 독점		▪ 애플 페이 제외한 아이폰 내 NFC 결제 기능 활용 제한	
아마존	소매 및 클라우드 시장	시장 지배력 남용	독점금지법	▪ 플랫폼 사업자이자 유통사업자 이중 지위 남용 ▪ 아마존 입점업체 상품 정보 자사 제품 판매에 도용 ▪ 쇼핑몰 입점 업체에 과도한 수수료 요구 ▪ 입점 업체와 불공정 계약 및 약관 적용 ▪ 상품 검색 알고리즘 조작 의혹 ▪ 낮은 가격에 판매하는 입점 업체 차단 의혹	▪ 아마존 CEO 7월 말 미 하원 법사위 반독점소위원회 증언 예정 ▪ EU 집행위원회 조사중. 소송 제기 예정
		기업 인수-시장경쟁제한		▪ 홀푸드, 자포스 인수로 소매 시장 독점	▪ 미 연방거래위원회(FTC), 소규모 인수건까지 반독점 조사 확대

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

초록불 켜진 한국 게임산업

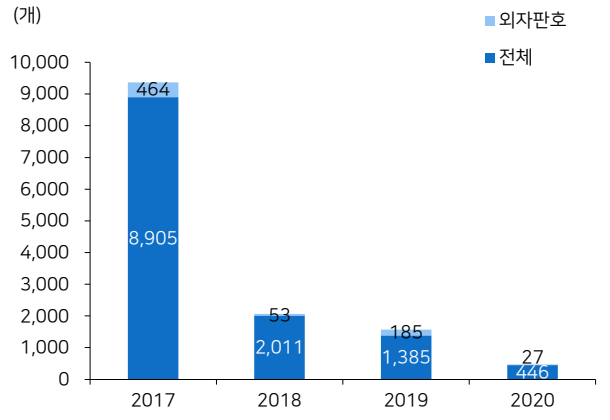
판호발급 현황 점검

중국국가신문출판 광전총국에 따르면 2020년 중국 판호(게임 허가증) 발급 개수는 446건으로 6개월간 지급된 라이선스라는 점 감안해도 2017년 9,369건 대비 10분의 1 수준으로 감소했다. 2018년과 비교해도 50% 감소하였는데 2018년 4월~12월 허가증 발급 자체가 중단되었다는 점 감안하면 중국 게임 시장은 과거대비 성장이 많이 위축되었다. 중국 게임시장의 1,2위 업체인 텐센트와 넷이즈 역시 과거 연간 100개 이상의 신규게임을 출시하였으나 2019년에는 각각 32개, 31개의 판호만을 취득하였다.

이브온라인, 던전앤파이터 모바일, '전민기적2'까지 한국발(發) 컨텐츠 다수 출시 준비

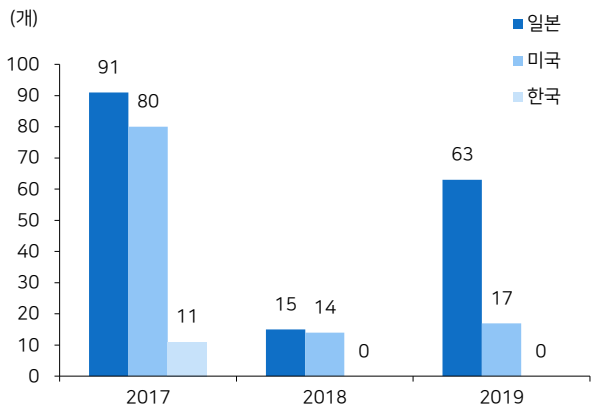
그러나 한국 IP 게임들의 중국 시장 진출이 활발해 진행되고 있는데 대표적인 예로 2020년 5월 이브온라인의 중국 서비스, 8월 12일 '던전앤파이터 모바일' 중국 출시, 3Q20 '전민기적2'의 중국 서비스 오픈 등이다. 물론 '이브온라인'은 아이슬란드 게임개발사 CCP게임즈의 IP이며 '던전앤파이터 모바일' 역시 2012년에 판호 발급을 받은 컨텐츠라는 점, '전민기적2'도 웹젠의 '뮤' IP를 활용하였지만, 내자판호라는 점에서 아직 2% 부족하다. 그러나 2020년 1분기 크래프톤이 중국 '화평정영'(텐센트 출시, '배틀그라운드'IP 활용했다고 추정)의 지난 1년간의 누적 로열티 매출을 일시에 반영하는 등 한중 관계개선의 긍정적 시그널이 감지되고 있어 하반기 중국 판호 재개시 게임업 전반에 긍정적인 효과가 기대된다.

그림27 중국 판호발급 개수 감소



주: 2018년 4월~11월 허가증 발급 중단. 2020년은 1월~6월 발급개수
자료: 중국광전총국, 메리츠증권 리서치센터

그림28 지난 3년간 외자판호 발급 내역



자료: 니코파트너스, 메리츠증권 리서치센터

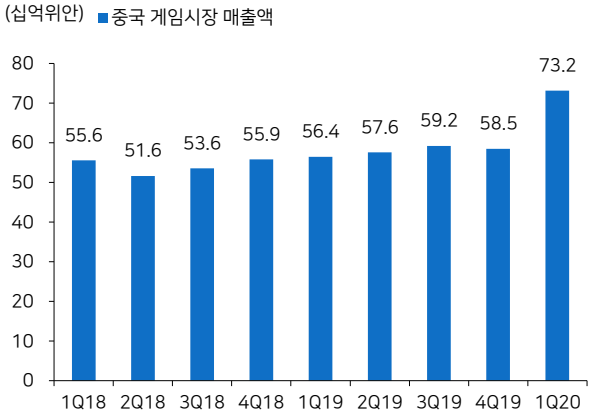
그림29 8월 출시 예정인 넥슨의 '던전앤파이터 모바일'

자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

그림30 웹젠의 '뮤' IP 활용한 '전민기적2' (텐센트 개발)

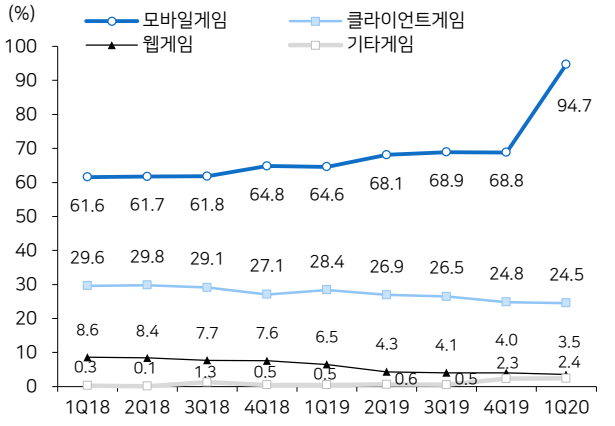
자료: 텐센트, 메리츠증권 리서치센터

그림31 중국 게임시장 분기별 매출 추이



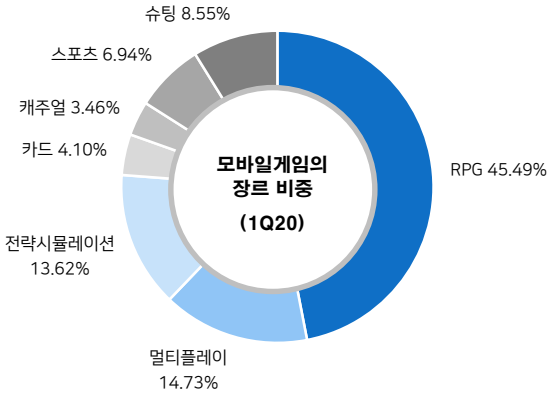
자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림32 중국 게임 플랫폼별 비중



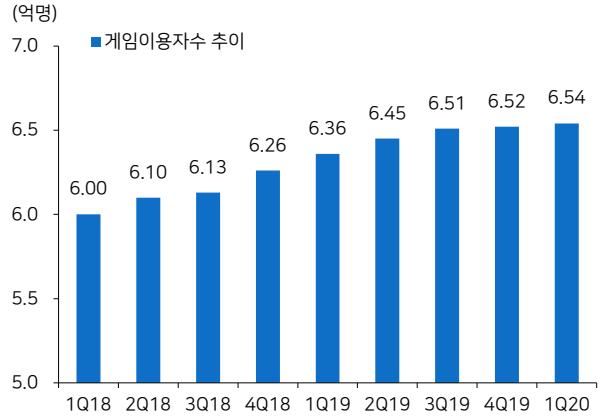
자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림33 중국 모바일 게임 매출 상위 100위 내 게임 장르 비중



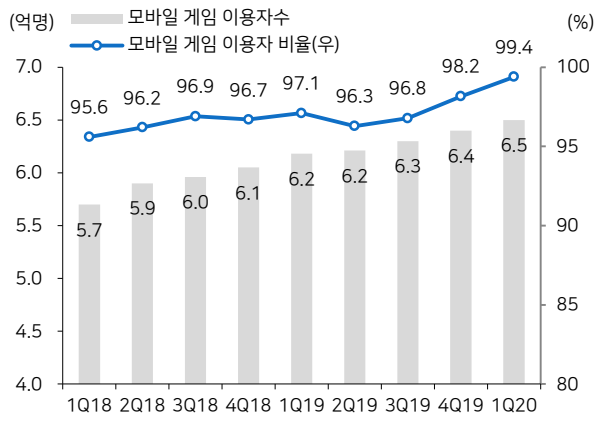
자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림34 중국 게임 산업 이용자 규모



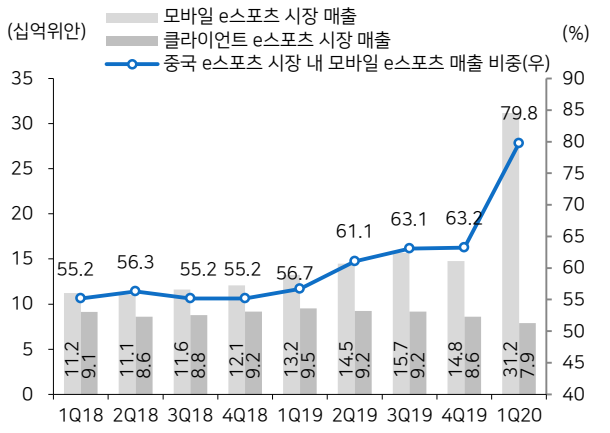
자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림35 중국 모바일게임 분기별 이용자수 추이



자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림36 중국 모바일 e스포츠게임 시장 매출액



자료: 중국음수협게임공단(GPC), CETT, IDC, 메리츠증권 리서치센터

게임법 전면개정 논의

2020년 하반기 문화체육관광부는 게임법 전면개정안을 발표할 예정이다. 현재 게임법은 2005년 공표되어 시대에 맞지 않는 규제안으로 진흥안으로 변모되며, 게임에 대한 부정적 인식을 줄수 있는 단어를 삭제한다. 게임 심의를 포함한 기존 규제 개선을 중심으로 확률형 아이템 확률 공개 등의 이용자 권리 보호 강화에 초점을 둔다. 또한 게임 문화 및 산업 성장을 위해 '중독', '도박' 등의 부정적 용어를 삭제한다.

표10 2월 공개된 '게임법 전면 개정안' 일부

확률형 아이템 정보공개 법제화

확률형 아이템	▪ 이용자가 유료로 구매하는 게임아이템 중 종류, 효과, 성능 등이 **우연적 요소에 의해 결정**되는 아이템 ▪ 상품 개봉 후 내용물 확인이 가능한 '상자형 아이템(random box)', 기존 아이템 성능 향상을 위한 '강화형 아이템(enchant)'으로 구분
확산배경	▪ 신규 고객 창출이 어려운 **'정액제' 방식 대체**를 위한 **'부분 유료화' 요금제**의 세부 전략으로 도입 (04년~, 온라인게임) ▪ '부분 유료화' 요금제는 무료 배포를 통한 **노출효과**로 **모객 극대화**, 수익을 위해 아이템 판매
문제점	▪ 반복적 **과다 결제 유발** 가능성으로 **사행성 우려** 존재 ▪ 지나치게 **낮은 확률(복권 당첨 수준) 공표 확률의 진실성** 등도 논란

자료: 문화체육관광부, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 7. 8

NAVER 035420

돈이 되는 '네이버'

- ✓ 2분기 실적, COVID-19로 광고매출의 부정적 영향 있었으나 쇼핑/페이/웹툰/V라이브 등의 호조, 광고 매출의 경우 스마트채널/쇼핑광고 인벤토리 확장으로 하반기 성장성 제고 기대
- ✓ 네이버 '플러스'와 '통장' 출시를 통해 멤버쉽과 금융 서비스 본격화
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 32만원 상향. 2020년 인터넷업종 Top Pick

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

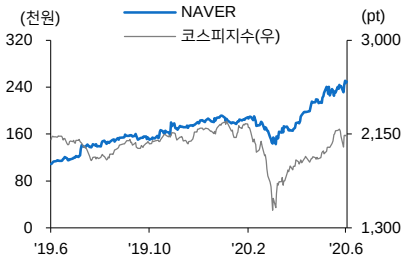
Buy

적정주가 (12 개월)	320,000 원
현재주가 (7.7)	279,500 원
상승여력	14.5%

KOSPI	2,164.17pt
시가총액	459,116억원
발행주식수	16,426만주
유동주식비율	75.93%
외국인비중	55.88%
52주 최고/최저가	281,500원/115,500원
평균거래대금	2,462.1억원
주요주주(%)	
국민연금공단	12.56
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.0	49.5	131.0
상대주가	22.0	50.3	125.3

주가그래프



2Q20 실적, 코로나19로 인한 광고 부진 지속

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 7,708억원(+8.6% YoY), 2,149억원(+67.5% YoY) 추정, 컨센서스(매출액 1조 8,121억원, 영업이익 2,268억원)에 대체로 부합한다. 쇼핑/페이/웹툰/V라이브 등의 호조로 광고 매출의 부진을 상쇄하였으며 '플러스'와 '통장' 등의 신규사업 성과는 점진적으로 가시화된다. 광고 매출액은 1,673억원(+0.4% YoY), 비즈니스 플랫폼 매출액은 7,737억원(+8.1% YoY)로 추정, 전분기대비 성장률 소폭 둔화된다. 코로나19로 대형 광고주뿐 아니라 중소형 자영업자 기반의 검색광고도 부정적 영향을 받았다. 2Q20 네이버페이 거래액은 5.8조원으로 49% YoY 증가, 컨텐츠 매출액은 웹툰, V라이브 등의 호조로 42.5% YoY 증가한 714억원으로 예상한다.

돈이 되는 '네이버'

네이버파이낸셜의 금융 비즈니스 속도는 6월 4일 커머스 데이터에 기반한 신용평가 '지정대리인' 선정, 8일 '통장' 출시, 7~8월 '네이버페이 후불결제 서비스'의 샌드박스 지정 등으로 가속화되고 있다. 네이버파이낸셜은 네이버쇼핑 입점 업체의 판매실적과 반품률, 소비자 평점 등으로 신용을 평가하고 미래에셋캐피탈을 통해 연 10%대의 중금리 신용대출 서비스를 진행할 계획이다. 또한 하반기에는 보험서비스 법인 설립 진행될 전망인데 이미 3월 네이버파이낸셜 이사회에서 'NF보험서비스'라는 명칭의 법인 설립을 의결한 바 있으며 미래에셋생명과의 제휴 가능하다.

투자의견 Buy, 적정주가 32만원으로 상향

네이버의 적정 기업가치는 검색 14.3조원, 쇼핑 8.8조원, 파이낸셜 4.6조원, 웹툰 5.7조원, 동영상 1.0조원, Z홀딩스 8.9조원 등의 합산으로 쇼핑과 파이낸셜 가치를 기존대비 각각 17.3%, 43.8% 상향하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,586.9	942.5	648.8	3,937	-18.5	31,795	31.0	3.8	14.9	13.0	66.1
2019	6,593.4	710.1	583.1	3,538	-36.8	35,223	52.7	5.3	24.3	10.6	89.1
2020E	6,746.5	1,010.9	840.3	5,113	65.4	24,791	54.7	11.3	30.5	17.0	78.5
2021E	6,135.7	1,530.0	1,261.5	7,680	73.6	28,906	36.4	9.7	21.6	28.6	87.9
2022E	6,872.3	1,879.3	1,662.7	10,122	35.1	40,082	27.6	7.0	17.7	29.3	69.8

표11 NAVER 2Q20 실적 – COVID-19로 인한 광고 성장성 둔화 지속

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,770.8**	**1,630.3**	**8.6%**	**1,732.1**	**2.2%**	**1,812.1**	**2.3%**
광고	167.3	166.6	0.4%	144.0	16.2%	-	-
비즈니스플랫폼	773.7	715.9	8.1%	749.7	3.2%	-	-
IT플랫폼	158.4	105.9	49.6%	148.2	6.9%	-	-
콘텐츠서비스	71.4	50.1	42.5%	55.4	28.9%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	600.0	591.8	1.4%	634.8	-5.5%	-	-
영업이익	**214.9**	**128.3**	**67.5%**	**221.5**	**-3.0%**	**226.8**	**5.5%**
세전이익	**276.8**	**110.4**	**150.6%**	**253.9**	**9.0%**	-	-
지배순이익	**202.2**	**79.2**	**155.3%**	**184.8**	**9.4%**	**176.0**	**-13.0%**
영업이익률(%)	12.1%	7.9%	4.3%p	12.8%	-0.7%p	12.5%	0.4%p
순이익률(%)	11.4%	4.9%	6.6%p	10.7%	0.8%p	9.7%	-1.7%p

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표12 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**1,510.9**	**1,630.3**	**1,664.8**	**1,787.4**	**1,732.1**	**1,770.8**	**1,846.9**	**1,396.7**	**6,593.4**	**6,746.5**	**6,135.7**
광고	142.2	166.6	152.7	171.8	144.0	167.3	163.5	189.3	633.3	664.1	738.9
비즈니스플랫폼	669.3	715.9	719.3	746.5	749.7	773.7	792.4	845.2	2,851.0	3,160.9	3,499.4
IT플랫폼	99.2	105.9	116.3	136.0	148.2	158.4	172.4	185.0	457.4	664.0	856.5
콘텐츠서비스	35.0	50.1	54.5	69.9	55.4	71.4	91.6	111.8	209.5	330.2	629.5
LINE 및 기타플랫폼	565.1	591.8	622.0	663.2	634.8	600.0	626.9	65.5	2,442.1	1,927.3	411.4
영업비용	**1,304.6**	**1,502.0**	**1,462.7**	**1,614.0**	**1,510.6**	**1,555.9**	**1,594.5**	**1,074.6**	**5,883.3**	**5,735.6**	**4,605.7**
플랫폼개발/운영	218.4	234.6	228.7	252.4	259.4	267.2	272.5	177.1	934.1	976.2	775.8
대행/파트너	277.0	298.2	304.6	339.7	320.5	330.1	336.7	218.9	1,219.5	1,206.2	934.0
인프라	75.8	80.4	85.0	94.8	89.2	91.9	93.7	60.9	336.0	335.7	259.9
마케팅	65.8	102.9	122.1	123.1	120.7	124.3	126.8	82.4	413.9	454.3	351.7
LINE 및 기타플랫폼	667.6	785.9	722.3	804.0	720.8	742.4	764.7	535.3	2,979.8	2,763.2	2,284.2
영업이익	**206.2**	**128.3**	**202.1**	**173.4**	**221.5**	**214.9**	**252.4**	**322.1**	**710.1**	**1,010.9**	**1,530.0**
세전이익	**189.8**	**110.4**	**180.2**	**386.3**	**253.9**	**276.8**	**319.6**	**292.5**	**866.7**	**1,142.8**	**1,893.9**
지배순이익	**129.7**	**79.2**	**125.4**	**248.7**	**184.8**	**202.2**	**236.8**	**216.0**	**583.1**	**840.3**	**1,261.5**

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

네이버 쇼핑의 성장 가속화

코로나 이후

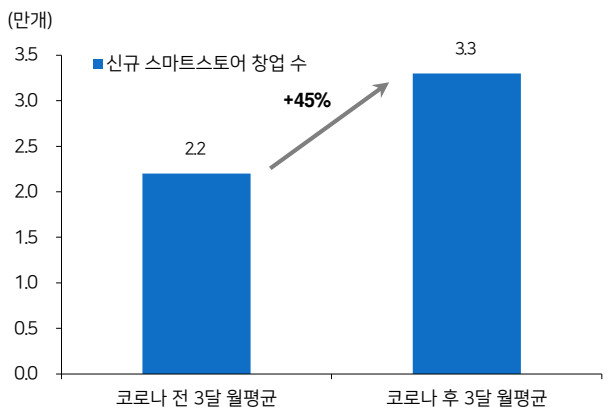
코로나 이후 네이버 쇼핑은 서비스, 이용자, 거래액 등의 모든 측면에서 더욱 빠르게 성장하고 있다. 1) 생활/건강, 디지털/가전, 식품 등의 주요 카테고리의 거래액이 30~60% 증가하였으며 2) 스마트스토어 창업자수는 45% 증가한 월평균 3.3만개, 3) 월 1억 이상 매출 기록하는 스마트스토어 수도 40% 증가한 2,500개를 기록, 판매자의 성장이 방문자/구매자의 확대와 신규 이용자 유입으로 선순환된다.

생생하고 재미있는 라이브 쇼핑

NAVER는 20년 3월 라이브커머스 서비스를 시작으로 7월 네이버쇼핑 라이브, 8월 네이버 장보기 서비스를 오픈하며 쇼핑의 반경을 더욱 확대한다. 라이브 커머스의 경우 방송의 구성, 제품 조달, 컨텐츠, 기획 등에 있어 판매자에게 높은 자유도를 제공하여 네이버쇼핑의 성장성이 확대되고 있다. 실제 판매 결과도 매우 양호하여 '마이리틀타이거', '함소아' 등의 제품은 라이브 한 시간 만에 준비 수량이 모두 완판되었다. 또한 반다이몰(한정판 예약판매), 배상면주가(양조장 스파클링

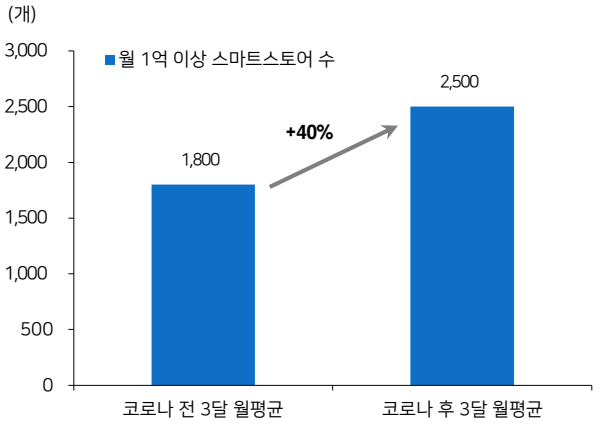
시연), 암사시장(동네시장 장보기), 보이스캐디(골프장 라이브) 등과 같은 재미있는 쇼핑 컨텐츠의 무한확장도 진행 중이다.

그림37 신규 스마트스토어 창업수



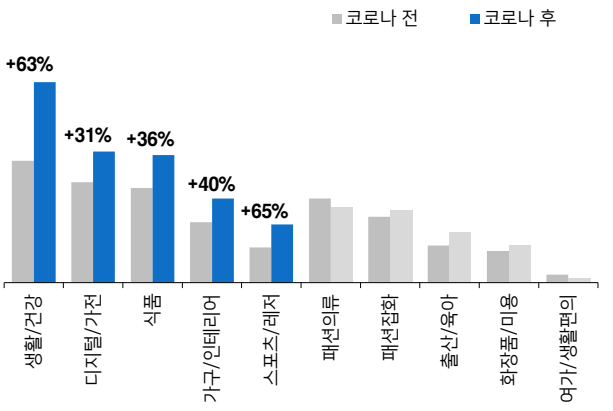
주: 코로나 전 – 2019.11~2020.1, 코로나 후 – 2020.3~2020.5
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림38 월 1억 이상 스마트스토어 수



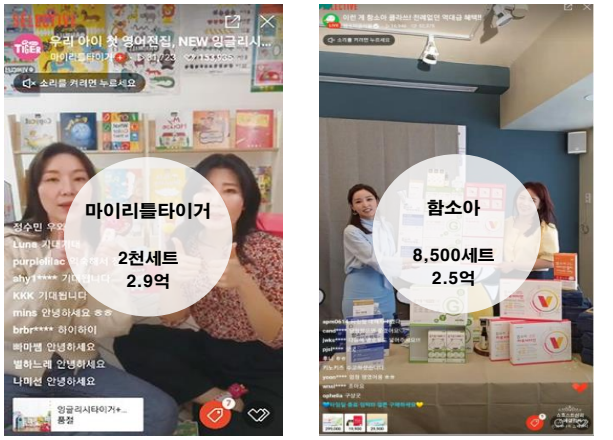
주: 코로나 전 – 2019.11~2020.1, 코로나 후 – 2020.3~2020.5
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림39 코로나가 장기화되면서 거래액 성장



주: 코로나 전 – 2019.11~2020.1, 코로나 후 – 2020.3~2020.5/총 결제 기준
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림40 라이브 한 시간만에 준비수량 완판



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

'플러스' 멤버십의 성장 포텐셜

6월 1일 오픈한 '플러스' 멤버쉽의 가입자수는 아직 오픈하기 어려우나 Light/Heavy/VIP 이용자까지 고르게 증가하고 있어 긍정적이다. 6월 기준 멤버쉽 가입자 비중은 Light User(월 20만원 이하 지출): Heavy User(월 20만원~100만원 지출)의 비율이 51%:43%로 거의 비슷하며, 라이트 유저의 객단가가 멤버쉽 가입 후 209% 증가하는 놀라운 성장세를 시현하고 있다.

NAVER는 2월 브랜드스토어를 오픈하였는데, 6월 기준 75개의 판매사가 입점했으며 브랜드사의 반응은 높은 자유도, 방문자들의 높은 컨버젼 비율, 고객 관리 등에 있어 양호하다. 또한 LG생활건강-CJ대한통운과 풀필먼트 서비스를 시작하였으며 곧 생활공작소, 라이온코리아, 애경 등으로 확대된다. 소상공인 물류에 관련

브랜드스토어, 풀필먼트

해서 다수의 스타트업(FSS, 위킵, 품고, 탐프레시, 신상마켓 등) 투자를 통해 NAFA(네이버 풀필먼트 얼라이언스)를 구축한다는 계획이다.

그림41 **2월 브랜드스토어 출시**

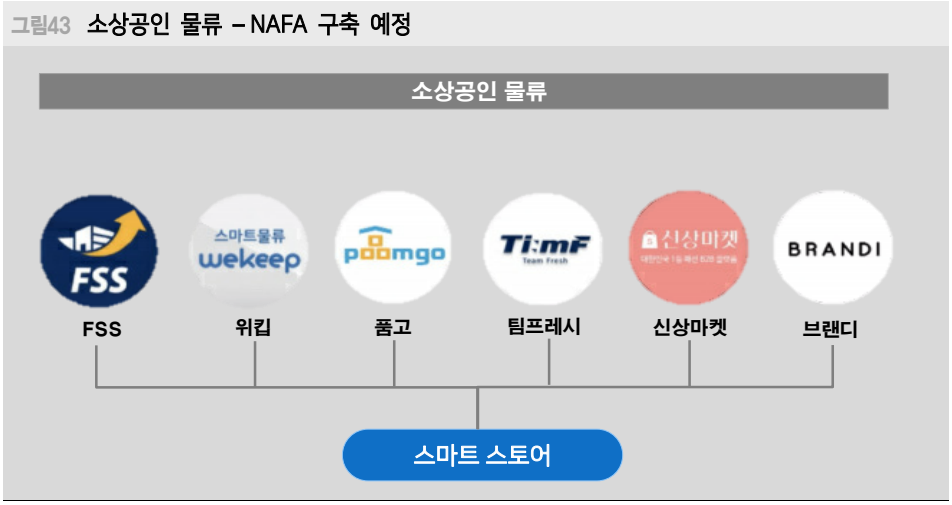
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림42 **현재 75개 브랜드스토어 입점**

생필품		디지털가전		리빙		키즈	패션	뷰티
LG생활건강	CJ제일제당	필립스	밀레	일룸	코렐	팸퍼스	골든구스	록시땅
다우니	풀무원	레노버	B&W	한샘	락앤락	레고	쟈딕앤볼테르	필로소피
질레트	매일유업	쿠첸	자브라	리바트	함소아	핑크퐁	린	르네휘테르
페브리즈	농심	BOSE	젠하이저	리바트키친	한국 마즈	베베숲	구찌코리아	LG생건 뷰티
오랄비	청정원	슈피겐	삼성전자	데스커		쁘띠엘린	뉴발란스	
스위퍼	종가집	슈어	LG전자	시디즈		LG생활건강키즈	아이잘바바	
P&G헤어	집으로ON	클립쉬	휴롬	까사미아		아가방	지고트	
라이온	잔슨빌	오아		르크루제		마이리틀타이거	더아이잘컬렉션	
피죤	팔도	보국전자		디즈니		위룸스토어		
오설록		한성컴퓨터		라인프렌즈		디밤비		
						브라운물티슈		
						뉴발란스키즈		
						아벤트		

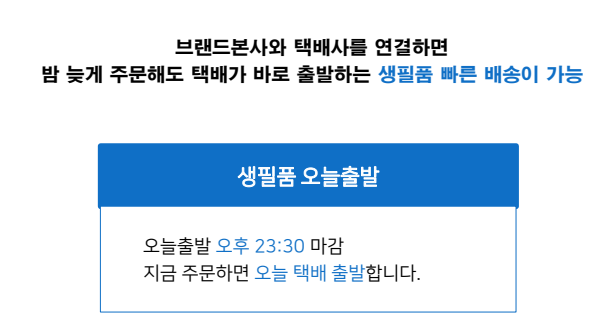
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림43 소상공인 물류 – NAFA 구축 예정



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림44 생필품의 '오늘출발' 서비스 본격화

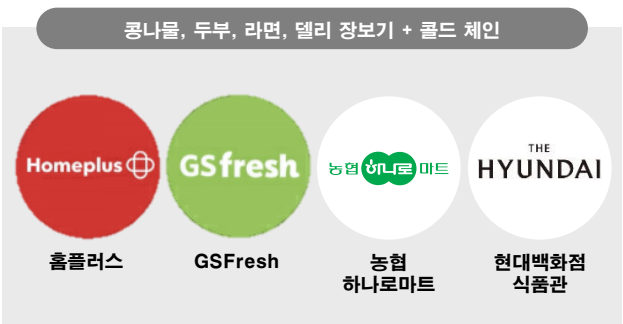


자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림45 LG생활건강과의 테스트 이후 확대 계획

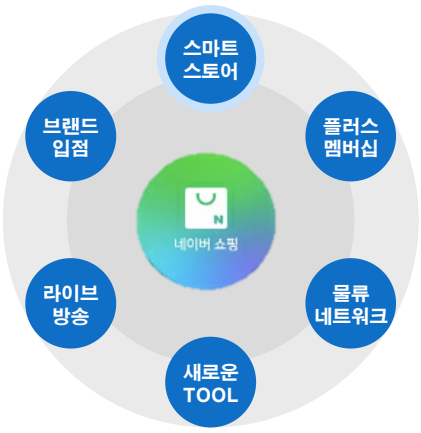
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림46 8월 네이버 장보기 서비스 오픈



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림47 판매자가 주인공이 되는 플랫폼



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

웹툰 – 글로벌 컨텐츠 리더로 성장

지배구조 재편

2020년 네이버웹툰의 글로벌 MAU 목표는 7천만명으로 5월 기준 글로벌 MAU는 이미 6,400만명을 달성하였으며 미국, 일본, 한국 등 주요 국가의 성장세가 지속되고 있다. 또한 라인망가를 포함한 글로벌 웹툰의 지배구조를 재편하고 있는데, 1) 라인 망가는 일본 e-book 서비스의 강자이며 네이버웹툰과 협업을 통해 오리지널 컨텐츠 경쟁력도 강화될 수 있으며, 2) 미국이 글로벌 웹툰의 헤드 쿼터로 자리잡을시, 미국 웹툰 시장의 성장성을 적극 향유할 수 있으며, 미국 시장이 유럽 진출을 위한 양질의 컨텐츠와 작가를 발굴하는 데 용이하다. 또한, 3) 애니메이션 등의 영상화 혹은 IP 작업 등에 있어서 파트너와의 협업 등이 유리하기 때문이다.

거래액 성장 << 매출 성장

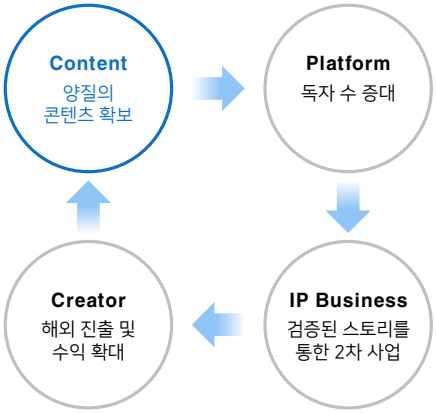
2020년 네이버웹툰의 매출 성장세는 약 70% 수준으로 거래액 성장세(약 50%)보다 빠르다. 1) 글로벌 크로스보더 유통이 확대되며 빠른 속도로 매출이 증가하고 있으며, 2) CANVAS(아마추어 플랫폼)를 통해 창작자 및 작품 수량이 폭발적으로 증가, 3) 리워드 광고 모델을 추가하며 BM을 고도화하고 창작자의 수익을 확대시키고 있기 때문이다.

그림48 **라인망가 합병의 의미와 전략**

일본 e-book 서비스 강자에서 오리지널 콘텐츠 플랫폼으로 진화하여, 일본 내 1위 위상의 강화

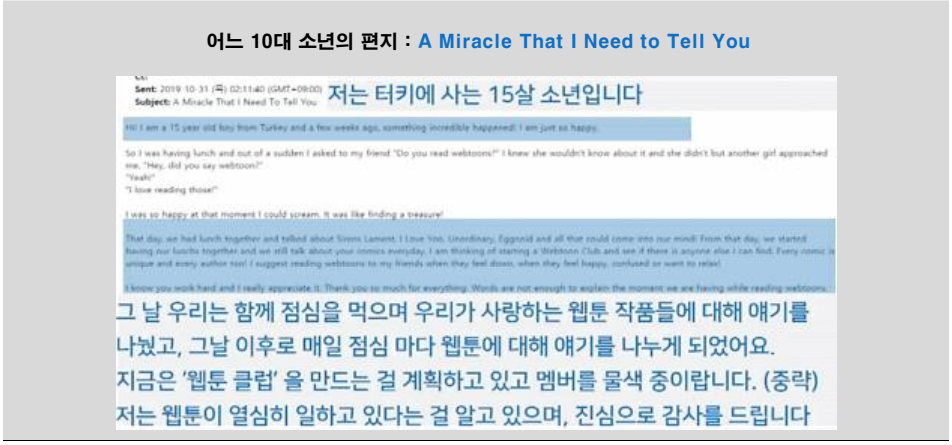
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림49 No.1 플랫폼의 비결 : value의 선순환



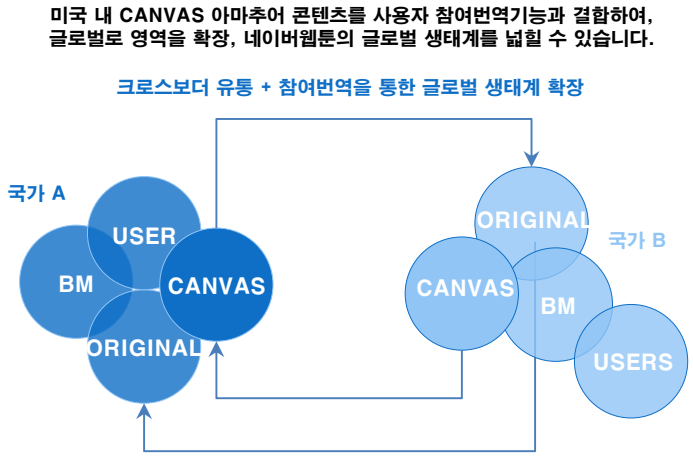
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림50 피부로 느끼는 성장, 그리고 감동을 이어나가겠습니다



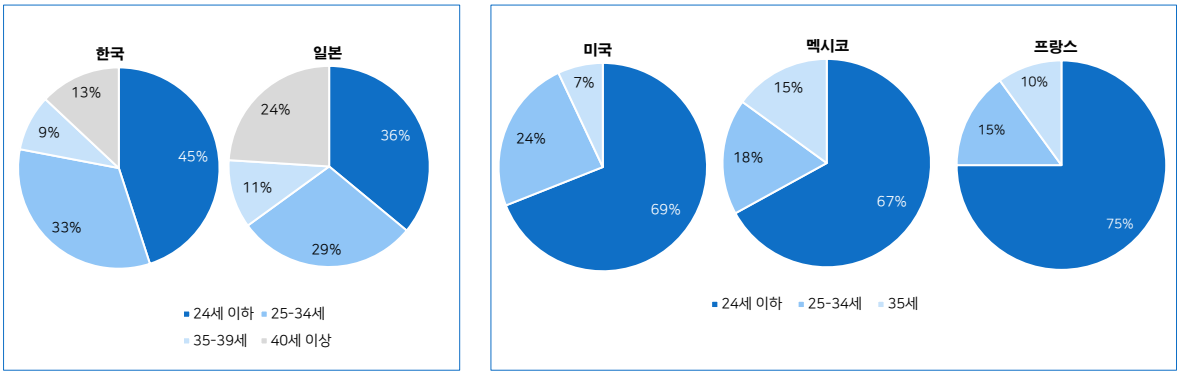
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림51 미국의 CANVAS 중심으로 플랫폼 역량 강화



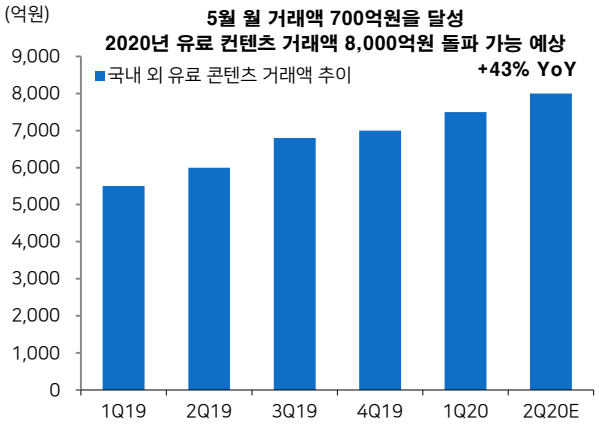
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림52 Gen-Z 세대에 사랑받고 있는 웹툰



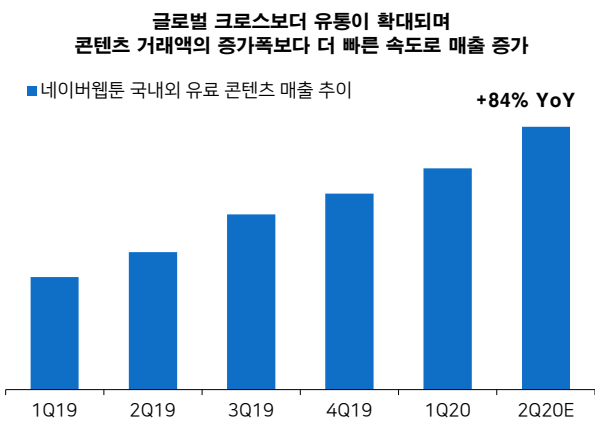
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림53 2020년 유료콘텐츠 거래액 8,000억원 목표



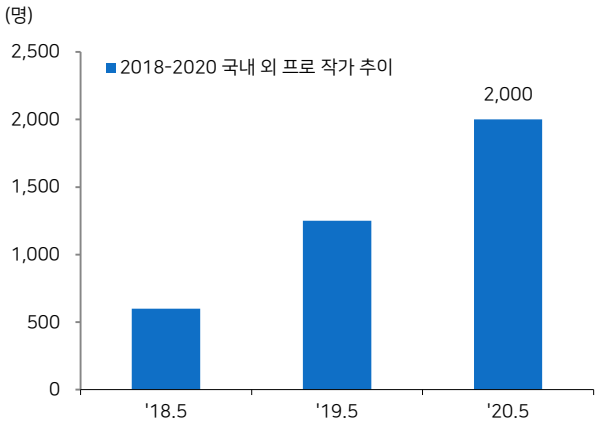
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림54 네이버웹툰 국내외 유료 콘텐츠 매출 추이



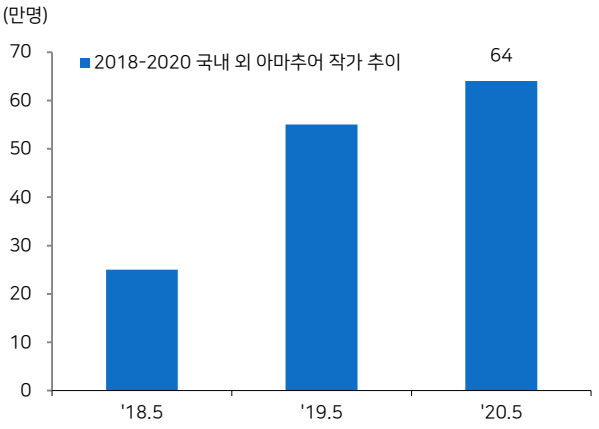
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림55 Creator가 사랑하는 플랫폼 (국내외 프로작가)



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림56 Creator가 사랑하는 플랫폼 (국내외 아마추어 작가)



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표13 적정주가 산출 내역

(십억원)	2020E	비고
네이버 (A)	**37,582.4**	
검색 플랫폼	**14,327.8**	
2020E NP	716.4	
Target PER(배)	20.0	검색, 로컬, 예약 등 기존 네이버 사업가치
쇼핑	**8,814.8**	
2020E NP	293.8	20E 광고매출 대비 25% 비중, NPM 30%
Target PER(배)	30.0	쇼핑 사업 성장 프리미엄 부여
파이낸셜	**4,574.0**	2020E 예상 거래액 기준 PSR 10배 부여
2020E 매출액	457.4	
PSR(배)	10.0	
웹툰	**5,661.0**	
2020E 매출액	3,330.0	'국내+ 미국' 20E 매출액에 PSR 10배, 지분율 66.6% 적용
PSR(배)	2,331.0	일본 20E 매출액에 PSR 10배, 지분율 66.6% 적용
동영상	**989.7**	**네이버TV, V라이브의 가치**
2020E 매출액	66.0	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
Target PSR(배)	15.0	
기타	3,215.0	스노우, 네이버랩스, 네이버 프랑스 등의 자회사/관계회사 가치
Z홀딩스(B)	**8,944.4**	**NAV대비 30% 할인**
Z홀딩스 시가총액	39,316.0	라인 120억달러+ Z홀딩스 201달러=321억 달러, 39조원
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	**2,716.1**	
자사주 (D)	**2,825.0**	
총 기업가치 (A+B+C+D)	**52,067.8**	
적정주가(원)	**320,000**	
현주가(7/7, 원)	279,500	
상승여력(%)	23.4%	
주식수(천주)	164,813	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**5,586.9**	**6,593.4**	**6,746.5**	**6,135.7**	**6,872.3**
매출액증가율 (%)	19.4	18.0	2.3	-9.1	12.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	6,746.5	6,135.7	6,872.3
판매관리비	4,644.4	5,883.3	5,735.6	4,605.7	4,992.9
영업이익	**942.5**	**710.1**	**1,010.9**	**1,530.0**	**1,879.3**
영업이익률	16.9	10.8	15.0	24.9	27.3
금융손익	52.1	245.6	187.4	152.6	167.4
종속/관계기업손익	-85.1	-64.4	-83.6	108.8	114.2
기타영업외손익	202.2	-24.5	80.0	5.3	108.2
세전계속사업이익	1,111.7	866.7	1,142.8	1,893.9	2,290.0
법인세비용	488.8	466.3	488.4	757.6	755.7
당기순이익	**627.9**	**396.8**	**654.4**	**1,135.7**	**1,534.3**
지배주주지분 순이익	648.8	583.1	840.3	1,261.5	1,662.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**973.5**	**1,356.8**	**1,637.7**	**1,943.9**	**2,134.1**
당기순이익(손실)	627.9	396.8	654.4	1,136.4	1,534.3
유형자산상각비	228.0	460.3	474.2	488.4	503.0
무형자산상각비	33.1	37.7	38.8	40.0	41.2
운전자본의 증감	220.2	566.5	289.5	459.2	541.2
투자활동 현금흐름	**-388.3**	**-1,078.1**	**335.5**	**-905.3**	**-1,482.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-535.0	-435.9	-320.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-945.1	-1,304.1	979.9	-19.5	-261.8
재무활동 현금흐름	**751.0**	**52.3**	**235.6**	**578.5**	**48.1**
차입금의 증감	756.1	923.4	287.9	35.6	41.9
자본의 증가	33.1	34.3	-472.6	-148.7	0.0
현금의 증가(감소)	1,415.3	417.6	-1,781.4	1,777.1	1,207.8
기초현금	1,907.6	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3
기말현금	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3	4,944.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	3,556.8	4,787.9	6,015.9
현금및현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3	4,944.0
매출채권	585.5	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	57.4	55.1	38.6	38.6	38.6
비유동자산	4,495.6	6,655.8	4,782.1	4,686.5	5,061.4
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,117.4	1,095.0	1,182.7
무형자산	307.0	341.4	239.0	234.2	253.0
투자자산	2,247.7	3,487.4	2,441.2	2,392.4	2,583.7
자산총계	**9,881.2**	**12,299.5**	**8,338.9**	**9,474.4**	**11,077.3**
유동부채	2,619.7	3,773.1	2,641.2	3,194.0	3,257.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	349.9	509.6	603.5	603.5	603.5
유동성장기부채	0.0	50.0	50.0	50.0	50.0
비유동부채	1,312.4	2,022.5	1,027.0	1,236.9	1,296.4
사채	711.6	752.3	801.4	801.4	801.4
장기차입금	100.1	50.0	50.0	50.0	50.0
부채총계	**3,932.1**	**5,795.6**	**3,668.2**	**4,430.9**	**4,554.2**
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,102.7	954.0	954.0
기타포괄이익누계액	-221.8	-91.1	-91.1	-91.1	-91.1
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	3,998.5	4,520.0	5,999.6
비지배주주지분	708.9	698.7	598.5	295.4	-60.9
자본총계	**5,949.1**	**6,503.9**	**4,670.7**	**5,043.5**	**6,523.2**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,898	40,005	41,050	37,353	41,837
EPS(지배주주)	3,937	3,538	5,113	7,680	10,122
CFPS	7,493	7,702	8,781	12,016	15,360
EBITDAPS	7,303	7,330	9,272	12,531	14,754
BPS	31,795	35,223	24,791	28,906	40,082
DPS	314	376	376	376	376
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	31.0	52.7	54.7	36.4	27.6
PCR	16.3	24.2	31.8	23.3	18.2
PSR	3.6	4.7	6.8	7.5	6.7
PBR	3.8	5.3	11.3	9.7	7.0
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,523.8	2,058.3	2,423.5
EV/EBITDA	14.9	24.3	30.5	21.6	17.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.6	17.0	28.6	29.3
EBITDA 이익률	21.5	18.3	22.6	33.5	35.3
부채비율	66.1	89.1	78.5	87.9	69.8
금융비용부담률	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	68.7	20.4	28.1	41.3	49.3
매출채권회전율(x)	9.3	22.5			
재고자산회전율(x)	119.3	117.2	144.0	159.0	178.1

Industry Brief
2020. 7. 8

카카오 035720

서프라이즈 어게인?

- ✓ 2Q20 실적, 또 한번의 어닝 서프라이즈 기대
- ✓ 톡보드 매출액은 4월에 일평균 5억원 수준 회복, 5~6월에 지속 성장
- ✓ 커머스 거래액은 선물하기 뿐 아니라 톡딜, 톡스토어 등 e커머스 본격화
- ✓ 카카오페이, 자본 확충을 통한 증권/보험 등의 금융업에 대한 투자
- ✓ 카카오게임즈 상장은 당초 기대가 크지 않았으나 +α 로 작용할수도

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

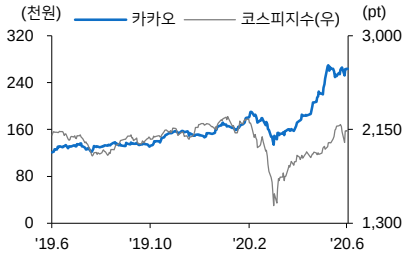
Buy

적정주가 (12 개월)	340,000 원
현재주가 (7.7)	310,500 원
상승여력	9.5%

KOSPI	2,164.17pt
시가총액	272,619억원
발행주식수	8,785만주
유동주식비율	68.93%
외국인비중	33.96%
52주 최고/최저가	310,500원/122,000원
평균거래대금	3,163.1억원
주요주주(%)	
김범수 외 25 인	25.75
국민연금공단	9.90
MAXIMO PTE	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.7	94.1	132.6
상대주가	24.7	95.1	126.8

주가그래프



2Q20 실적, 예상치 상회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 9,193억원(+25.4% YoY), 1,005억원(+148.4% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 9,139억원, 영업이익 952억원)를 상회할 것으로 기대한다. 2Q 톡보드 매출액은 537억원(+24.5% QoQ)으로 추정, 4월부터 전년 12월 수준의 매출 회복, 5~6월에도 성장을 지속하며 양호하다. 거래형 커머스 매출액은 1,152억원(+92.8% YoY)로 선물하기 뿐만 아니라 톡딜/톡스토어의 성장세 가파르다. 5월말부터 시작된 라이브커머스도 빠르게 성장하고 있어 고무적이다.

신사업 매출액은 1,106억원(+117.0% YoY)로 예상, 모빌리티의 가맹택시 사업 빠르게 성장하며 카카오페이 역시 증권계좌로의 전환 순조로우며 '알모으기 투자' 서비스 이용자도 32만명 돌파되는 등 투자플랫폼으로의 성장이 순항 중이다.

카카오게임즈의 IPO, +α 로 작용할 것

2020년 카카오게임즈 매출액과 영업이익은 각각 4,300억원(+10.0% YoY), 600억원(+71.4% YoY)으로 추정, 예상 기업가치는 1.4조원(영업가치 1.0조원 + 관계기업 가치 0.4조원)이다. 6월초 카카오게임즈는 상장 예비심사청구서를 제출하였으며 빠르면 8~9월 IPO 일정 구체화된다. 당초 기대감이 크지 않았으나 1Q20 게임즈의 영업이익은 127억원(+30.9% YoY)으로 수익성 개선되고 있으며 하반기 '엘리온', '가디언테일즈', '달빛조각사(글로벌)' 등의 출시로 인한 성장 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 34만원으로 상향

카카오톡 광고, 커머스, 뱅크의 가치를 각각 11.2조원, 2.0조원, 6.9조원으로 기존대비 21.7% 53.8%, 27.8% 상향 조정하여, 적정주가도 34만원으로 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,417.0	73.0	47.9	613	-89.0	61,602	168.0	1.7	36.3	1.0	41.4
2019	3,070.1	206.8	-301.0	-3,585	적전	60,603	N/A	2.5	29.0	-5.8	52.2
2020E	3,832.1	408.8	304.6	3,509	흑전	62,678	88.5	5.0	42.1	5.7	45.8
2021E	4,558.0	687.4	515.9	5,939	64.9	67,072	52.3	4.6	28.9	9.2	43.6
2022E	5,167.6	909.9	662.2	7,622	29.0	72,685	40.7	4.3	22.9	10.9	41.0

표14 카카오 2Q20 실적 - 예상치 상회 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**919.3**	**733.0**	**25.4%**	**868.4**	**5.9%**	**913.9**	**-0.6%**
플랫폼 부문	**477.3**	**326.8**	**46.0%**	**441.8**	**8.0%**	-	-
톡비즈	246.3	138.9	77.3%	224.7	9.6%	-	-
포털비즈	120.5	136.9	-12.0%	116.6	3.3%	-	-
신사업	110.6	51.0	117.0%	100.5	10.0%	-	-
컨텐츠 부문	**442.0**	**406.2**	**8.8%**	**426.6**	**3.6%**	-	-
게임 콘텐츠	96.8	98.4	-1.6%	96.8	0.0%	-	-
뮤직 콘텐츠	153.3	144.6	6.0%	150.7	1.7%	-	-
유료 콘텐츠	107.8	81.5	32.3%	97.0	11.1%	-	-
IP비즈니스 기타	84.1	81.7	3.0%	81.9	2.6%	-	-
영업이익	**100.5**	**40.5**	**148.4%**	**88.2**	**13.9%**	**95.2**	**-5.3%**
세전이익	**111.3**	**53.6**	**107.9%**	**126.6**	**흑전**	-	-
지배순이익	**67.8**	**38.8**	**74.9%**	**77.5**	**흑전**	**72.8**	**7.4%**
영업이익률(%)	10.9%	5.5%	5.4%p	10.2%	0.8%p	10.4%	-0.5%p
순이익률(%)	7.4%	5.3%	2.1%p	8.9%	-1.5%p	8.0%	0.6%p

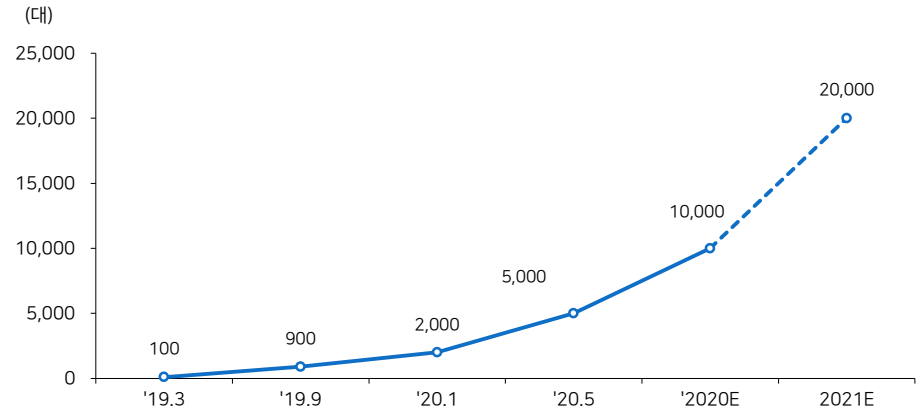
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표15 카카오의 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**706.3**	**733.0**	**783.2**	**847.6**	**868.4**	**919.3**	**983.9**	**1,060.5**	**3,070.1**	**3,832.1**	**4,558.0**
플랫폼 부문	**313.1**	**326.8**	**350.7**	**444.0**	**441.8**	**477.3**	**501.2**	**544.4**	**1,434.7**	**1,964.7**	**2,447.9**
톡비즈	126.9	138.9	162.4	221.6	224.7	246.3	261.6	279.6	649.8	1,012.2	1,232.7
포털비즈	126.4	136.9	126.1	134.2	116.6	120.5	114.1	123.2	523.6	474.3	462.2
신사업	59.8	51.0	62.3	88.2	100.5	110.6	125.5	141.7	261.2	478.2	753.0
컨텐츠 부문	**393.2**	**406.2**	**432.4**	**403.5**	**426.6**	**442.0**	**482.8**	**516.1**	**1,635.4**	**1,867.4**	**2,110.1**
게임 콘텐츠	94.0	98.4	99.0	105.9	96.8	96.8	102.7	112.3	397.4	408.7	417.1
뮤직 콘텐츠	137.2	144.6	151.5	153.3	150.7	153.3	160.5	165.6	586.6	630.1	671.2
유료 콘텐츠	74.6	81.5	91.9	49.2	97.0	107.8	115.0	122.8	297.2	442.6	581.1
IP비즈니스 기타	87.3	81.7	90.1	95.1	81.9	84.1	104.5	115.4	354.1	385.9	440.7
영업비용	**678.6**	**692.6**	**724.1**	**768.0**	**780.2**	**818.8**	**876.5**	**947.8**	**2,863.3**	**3,423.3**	**3,870.6**
인건비	160.1	159.0	167.7	198.0	189.9	197.2	218.5	240.6	684.8	846.2	1,002.7
지급수수료	330.6	341.9	79.1	106.6	382.7	401.1	429.3	453.4	858.2	1,666.4	1,749.7
광고선전비	32.1	38.2	35.9	40.0	29.7	38.2	40.1	53.2	146.2	161.2	227.9
무형자산상각비	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.5	19.1	24.5	72.0	80.1	110.9
외주가공비	38.8	39.6	40.3	41.2	42.0	42.8	44.1	46.2	159.8	175.1	209.1
기타	99.1	95.9	383.1	364.3	117.9	121.0	125.5	129.8	942.3	494.2	570.3
영업이익	**27.7**	**40.5**	**59.1**	**79.6**	**88.2**	**100.5**	**107.4**	**112.7**	**206.8**	**408.8**	**687.4**
세전이익	**40.5**	**53.6**	**88.8**	**-417.2**	**126.6**	**111.3**	**119.1**	**125.3**	**-234.3**	**482.4**	**749.8**
지배순이익	**27.5**	**38.8**	**55.7**	**-423.0**	**77.5**	**67.8**	**77.7**	**81.6**	**-301.0**	**304.6**	**515.9**

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림57 카카오T블루 택시 운행대수 추이 및 전망



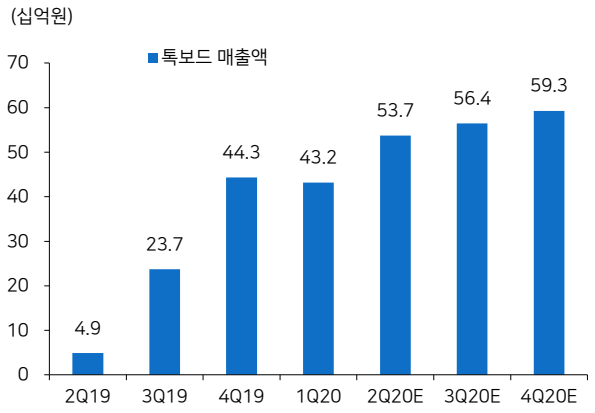
자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

표16 카카오T 서비스 현황

구분	내용	비고
택시	일반 중형 택시 호출 서비스 (블루, 모범, 스마트호출, 여성전용)	▪ 21개 사업구역 9,812대 운영('20.6 기준) ▪ 카카오T블루 전국 5,200여대 운행
블랙	택시 표시가 없는 고급 차량 택시 호출 서비스	▪ 269대로 서울 고급택시의 70%('19.6 기준)
벤티	대형 택시 호출 서비스	▪ 110여대 운행. 스타렉스→ 카니발 차량 추가 도입. 정식 서비스 예정
대리	AI 요금 추천과 운행당 보험체계가 도입된 대리기사 호출	▪ 배차콜 2위 콜마너 인수. 등록 기사수 약 16만명
주차	근방 주차장 검색, 예약, 결제	▪ 서울, 수도권 중심 1,600여곳 제휴. 에버랜드 스마트 주차 시스템 운영 시작. 1H21 코엑스에 스마트주차 구축 예정
셔틀	축제 · 행사 등의 직행 우등 버스	▪ 코로나로 인해 운행 중지중
내비	실시간 길 안내, 미래 운행 예측	▪ 누적 가입자수 1,600만명
바이크	중 · 단거리용 전기 공유 자전거	▪ 송파, 성남, 위례, 인천, 전주, 울산 등 전국 3,000여대 운영. 알톤스포츠와 24억 규모 전기 자전거 공급 계약 체결
T for buisness	기업 회원 전용 업무 이동 지원	▪ 누적 가입 기업 수 4,600여개

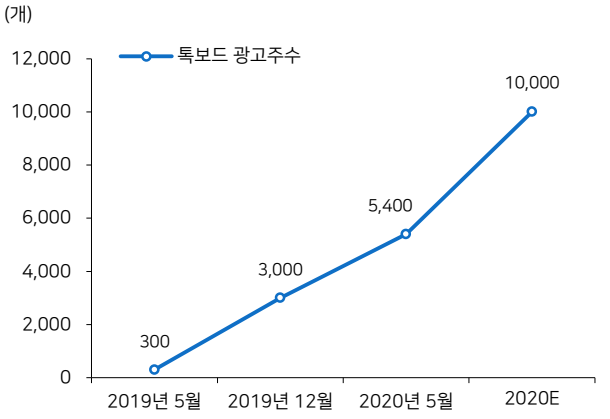
자료: 카카오모빌리티, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림58 톡보드 매출 - 3월부터 개선, 2분기 성장 기대



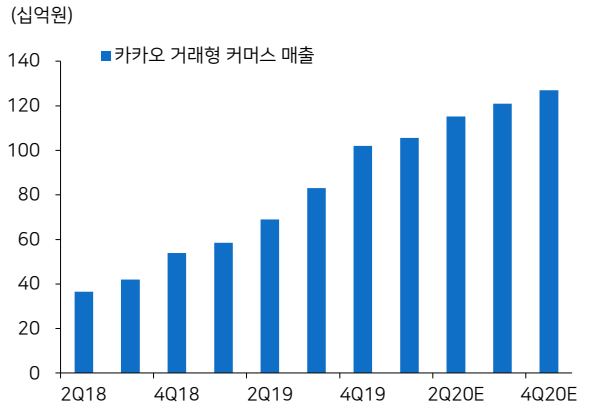
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림59 톡보드 광고주수 - 연말 1만개 이상 목표



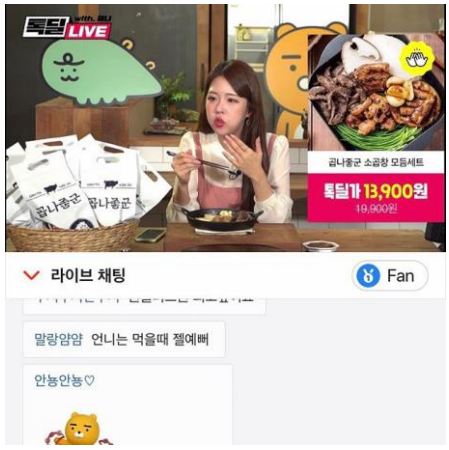
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림60 카카오 거래형 커머스 매출액 성장세



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림61 5월말 라이브커머스 '톡딜' 시작



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표17 카카오게임즈 손익계산서 추정

(십억원)	2017	2018	2019	2020E
영업수익	**201.3**	**420.8**	**391.0**	**430.0**
(% YoY)	98.7	109.1	-7.1	10.0
영업비용	**162.6**	**373.6**	**356.0**	**370.0**
영업이익	**38.6**	**47.2**	**35.0**	**60.0**
(% YoY)	281.6	22.1	-25.8	71.4
OPM(%)	19.2	11.2	9.0	14.0
기타손익	-2.1	-16.0	-18.1	-19.9
금융손익	37.8	0.1	4.2	6.0
지분법손익	-2.1	-2.9	-1.0	-1.0
세전이익	**72.3**	**28.4**	**20.1**	**45.0**
법인세비용	11.6	9.5	11.3	11.0
당기순이익	**60.7**	**18.9**	**8.9**	**34.0**
(% YoY)	956.6	-68.9	-53.1	294.8
NPM(%)	30.2	4.5	2.3	8.1
적정 PER(배)				**30.0**
적정 기업가치				**1,020**

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표18 카카오게임즈의 주요 지분가치 내역

(십억원, %)	지분율	평가가치
엑스엘게임즈	53.0	128.0
크래프톤	2.1	124.2
넵튠	10.1	10.4
프렌즈게임즈	82.4	30.9
카카오브이엑스	74.8	47.1
기타	-	62.3
합계	**-**	**402.9**

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표19 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치 (A)	**12,566.5**	
MAU(만명)	11,148.7	광고 사업부 NPM 30%, PER 25배 적용
MAU 당 가치(원)	1,417.8	멜론 사업부 NP 15%, PER 15배 적용
자회사 가치 (B)	**14,534.8**	
카카오페이	2,351.3	지분율 56.1%, 4.2조원 가정
카카오게임즈	884.4	지분율 59.0%, 1.5조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	1,587.5	지분율 63.5%, 2.5조원 가정
카카오뱅크	1,926.3	지분율 33.5%, 6.9조원 가정(자본금 2.3조원 * PBR 3배)
카카오M	1,361.7	지분율 80.1%, 1.7조원 가정
카카오커머스	1,994.0	지분율 99.7%, 2.0조원 가정
기타 자회사	3,300.0	장부가 기준 관계기업 투자액 20% NAV 할인
순현금 (C)	**1,857.0**	
NAV (A+B+C)	**28,958.2**	
적정주가(원)	**340,000**	
현주가(7/7, 원)	310,500	
상승여력(%)	24.8%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,417.0**	**3,070.1**	**3,832.1**	**4,558.0**	**5,167.6**
매출액증가율 (%)	22.5	27.0	24.8	18.9	13.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,417.0	3,070.1	3,832.1	4,558.0	5,167.6
판매관리비	2,344.0	2,863.3	3,423.3	3,870.6	4,257.7
영업이익	**73.0**	**206.8**	**408.8**	**687.4**	**909.9**
영업이익률	3.0	6.7	10.7	15.1	17.6
금융손익	62.3	26.4	75.1	-27.0	-28.6
종속/관계기업손익	6.7	-19.8	-20.4	-21.0	-21.6
기타영업외손익	-11.2	-447.7	-27.1	-42.5	-45.0
세전계속사업이익	130.7	-234.3	482.4	749.8	967.5
법인세비용	114.8	107.7	177.9	247.4	319.3
당기순이익	**15.9**	**-341.9**	**304.4**	**502.4**	**648.2**
지배주주지분 순이익	47.9	-301.0	304.6	515.9	662.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**491.5**	**752.7**	**684.4**	**947.3**	**1,112.1**
당기순이익(손실)	15.9	-341.9	304.4	502.4	648.2
유형자산상각비	67.7	139.1	141.9	144.8	147.6
무형자산상각비	67.4	79.7	81.3	82.9	84.6
운전자본의 증감	329.3	370.8	332.9	419.1	527.6
투자활동 현금흐름	**-1,260.7**	**-414.2**	**-343.8**	**-213.9**	**-120.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-97.2	-106.4	-108.5	-110.7	-112.9
투자자산의감소(증가)	-436.9	-831.5	-848.1	-865.0	-882.3
재무활동 현금흐름	**890.5**	**322.2**	**710.9**	**712.5**	**714.1**
차입금의 증감	-129.0	111.2	113.4	115.7	118.0
자본의 증가	1,051.7	397.1	405.0	413.1	421.4
현금의 증가(감소)	130.2	671.2	-225.2	222.3	324.8
기초현금	1,116.8	1,247.0	1,918.2	1,693.0	1,915.3
기말현금	1,247.0	1,918.2	1,693.0	1,915.3	2,240.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859.0	2,829.7	2,951.5	3,154.9	3,464.0
현금및현금성자산	1,247.0	1,918.2	1,693.0	1,915.3	2,240.0
매출채권	193.7	157.2	368.6	350.1	332.6
재고자산	35.8	49.5	50.9	52.5	54.0
비유동자산	5,100.6	5,907.6	6,173.8	6,454.9	6,751.9
유형자산	314.8	349.8	360.3	371.1	382.3
무형자산	3,865.3	3,548.4	3,654.9	3,764.5	3,877.5
투자자산	816.1	1,627.7	1,907.6	2,259.8	2,703.2
자산총계	**7,959.5**	**8,737.3**	**8,727.0**	**9,191.5**	**9,776.4**
유동부채	1,909.3	2,133.8	2,314.2	2,377.8	2,453.3
매입채무	29.4	29.0	29.8	30.7	31.6
단기차입금	29.1	7.5	7.2	6.8	7.5
유동성장기부채	110.0	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	293.2	563.8	573.4	583.3	593.4
사채	39.9	40.0	40.0	40.0	40.0
장기차입금	2.7	7.4	7.4	7.4	7.4
부채총계	**2,332.4**	**2,997.1**	**2,742.9**	**2,791.4**	**2,843.2**
자본금	41.7	43.2	43.2	43.2	43.2
자본잉여금	4,647.5	5,043.2	5,043.2	5,043.2	5,043.2
기타포괄이익누계액	-7.3	-16.4	-16.4	-16.4	-16.4
이익잉여금	453.4	148.2	392.2	808.1	1,341.2
비지배주주지분	490.3	514.8	539.0	573.2	618.8
자본총계	**5,627.2**	**5,740.1**	**5,984.1**	**6,400.0**	**6,933.2**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	30,944	36,567	44,144	52,466	59,483
EPS(지배주주)	613	-3,585	3,509	5,939	7,622
CFPS	2,099	4,200	7,430	9,875	12,102
EBITDAPS	2,663	5,069	7,281	10,532	13,146
BPS	61,602	60,603	62,678	67,072	72,685
DPS	127	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	168.0	-42.8	88.5	52.3	40.7
PCR	49.1	36.5	41.8	31.4	25.7
PSR	3.3	4.2	7.0	5.9	5.2
PBR	1.7	2.5	5.0	4.6	4.3
EBITDA	208.0	425.6	632.0	915.0	1,142.1
EV/EBITDA	36.3	29.0	42.1	28.9	22.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-5.8	5.7	9.2	10.9
EBITDA 이익률	8.6	13.9	16.5	20.1	22.1
부채비율	41.4	52.2	45.8	43.6	41.0
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	7.8	16.1	33.1	61.8	90.9
매출채권회전율(x)	13.0	17.5	14.6	12.7	15.1
재고자산회전율(x)	84.2	72.0	76.4	88.2	97.0

Industry Brief
2020. 7. 8

엔씨소프트 036570

전략적 비수기

- ✓ 2Q20 실적, 프로모션 부재로 쉬어가는 분기
- ✓ 6월말부터 '리니지2M'의 '크로니클 풍요의 시대' 업데이트 시작. 7월 오만의 탑, 8월 공성전 업데이트 예정. '리니지M' 역시 출시 3주년 이벤트 준비중
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 107만원으로 상향. 신작과 해외가 출시 완료되는 2021E EPS 기준 적정 PER 22.9배 적용

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

RA **강다예**
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

Buy

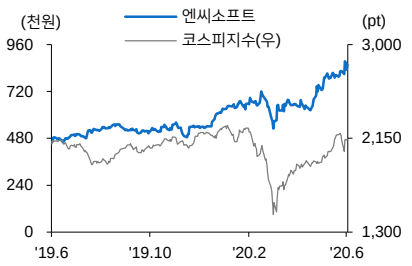
적정주가 (12 개월)	**1,070,000 원**
현재주가 (7.7)	**962,000 원**
상승여력	**11.2%**

KOSPI	2,164.17pt
시가총액	211,198억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	51.61%
52주 최고/최저가	995,000원/478,000원
평균거래대금	931.2억원

주요주주(%)	
김택진 외 9 인	12.00
국민연금공단	11.47
넷마블	8.88

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	19.5	62.0	100.4
상대주가	20.5	62.8	95.5

주가그래프



2Q20 실적, 한 템포 쉬어가기

2분기 매출액과 영업이익은 각각 6,217억원(+51.3% YoY), 2,488억원(+92.3% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 6,426억원, 영업이익 2,527억원)대비 소폭 하회할 전망이다. PC부터 모바일까지 거의 모든 게임의 매출액은 프로모션 부재로 인해 전분기대비 감소한다. '리니지M'과 '리니지2M' 매출액은 각각 2,070억원, 2,300억원으로 일평균 22억원, 25억원으로 추정한다. 영업이익률은 40%로 전분기 계상된 인센티브(약 500억원) 제거되나, 외형 감소로 인해 전분기와 유사한 수준의 영업이익을 달성할 것으로 예상한다.

3분기에는 '리니지2M'의 6월 24일 '크로니클 풍요의 시대', 7월 오만의 탑, 8월 공성전 등의 업데이트 효과로 매출 반등이 기대된다. '리니지M' 역시 7월 '3주년 업데이트' 통해 라이프 사이클을 견고히 한다.

해외 그리고 신작에 따른 계단식 레벨업

올해 하반기 신작과 관련된 이벤트는 '리니지2M'의 해외(일본, 대만) 출시, 'B&S2 국내 론칭', '프로젝트TL'의 CBT 이다. 신규게임 출시와 관련된 준비는 달라진 게 없으며 20년 12월 '리니지2M'의 해외 출시를 예상하며 21E '리니지2M'의 해외 매출액은 1,232억원, '리니지2M' 연간 매출액 대비 12.5% 비중이다.

투자의견 Buy, 적정주가 107만원으로 상향

투자의견 Buy, 적정주가를 107만원으로 상향한다. 신작과 해외 출시 완료되는 2021E EPS 기준 적정 PER 22.8배 적용하였다. 올해 COVID-19로 글로벌 게임 업종의 리레이팅 진행되고 있어 2020E 평균 PER(25배) 대비 10% 할인하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,715.1	614.9	418.2	19,061	-5.1	107,923	24.5	4.3	14.0	16.4	23.6
2019	1,701.2	479.0	358.3	16,327	-14.8	113,837	33.1	4.8	19.7	14.7	33.2
2020E	2,588.0	977.0	808.6	36,832	125.0	144,937	26.1	6.6	18.7	28.5	28.0
2021E	3,145.4	1,367.7	1,025.1	46,691	-6.6	185,625	20.6	5.2	13.1	28.2	23.0
2022E	3,924.2	1,773.7	1,431.9	65,220	60.4	244,845	14.8	3.9	9.7	30.3	18.4

표20 엔씨소프트 2Q20 실적 - 컨센서스 대비 소폭 하회 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**621.7**	**410.8**	**51.3%**	**731.1**	**-15.0%**	**642.6**	**3.4%**
PC	**112.0**	**122.9**	**-8.9%**	**114.4**	**-2.1%**	-	-
리니지	41.2	50.1	-17.7%	44.8	-7.9%	-	-
리니지2	23.7	21.2	11.6%	26.4	-10.5%	-	-
아이온	13.2	12.4	6.7%	10.1	30.4%	-	-
블레이드앤소울	19.4	21.1	-8.0%	19.6	-1.0%	-	-
길드워2	12.3	15.9	-22.7%	12.5	-2.0%	-	-
로열티	**49.8**	**51.6**	**-3.4%**	**52.8**	**-5.7%**	-	-
모바일	**448.6**	**223.8**	**100.4%**	**553.2**	**-18.9%**	-	-
리니지M	207.0	217.2	-4.7%	212.0	-2.4%	-	-
리니지2M	230.0			341.1	-32.6%	-	-
기타	**11.3**	**12.5**	**-9.6%**	**10.7**	**5.1%**	-	-
영업이익	**248.8**	**129.4**	**92.3%**	**241.4**	**3.1%**	**252.7**	**1.6%**
세전이익	**274.8**	**147.1**	**86.8%**	**255.6**	**7.5%**	**-**	**-**
지배순이익	**210.1**	**116.4**	**80.5%**	**195.5**	**7.5%**	**195.8**	**-6.8%**
영업이익률(%)	40.0%	31.5%	8.5%p	33.0%	7.0%p	39.3%	-0.7%p
순이익률(%)	33.8%	28.3%	5.5%p	26.7%	7.1%p	30.5%	-3.3%p

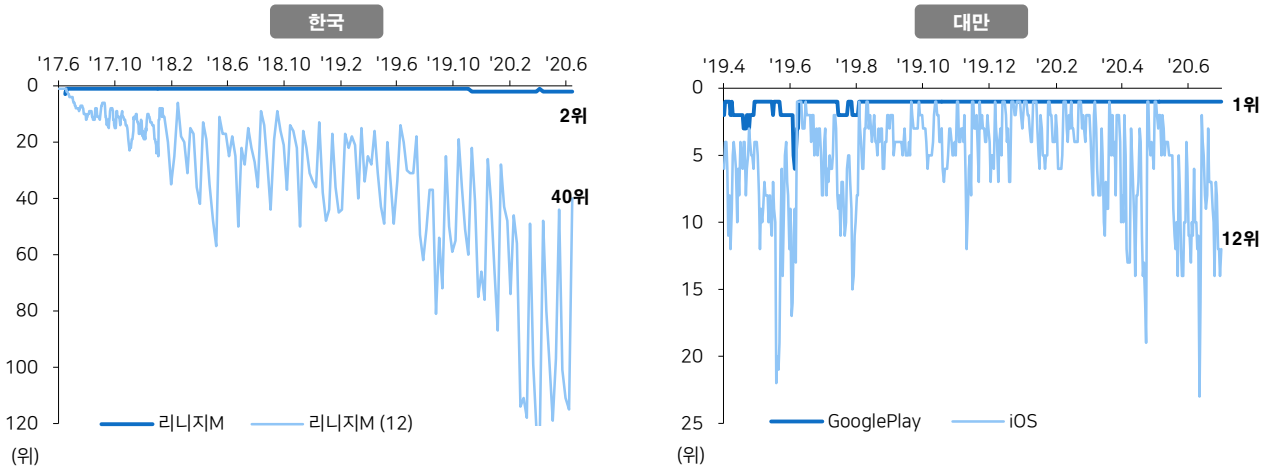
자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표21 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**358.8**	**410.8**	**397.8**	**533.8**	**731.1**	**621.7**	**601.6**	**633.6**	**1,701.2**	**2,588.0**	**3,145.4**
PC	**95.5**	**122.9**	**126.4**	**117.7**	**114.4**	**112.0**	**110.0**	**108.2**	**462.5**	**444.7**	**427.7**
리니지	20.7	50.1	51.8	51.4	44.8	41.2	40.4	39.7	174.1	166.1	159.0
리니지2	21.6	21.2	23.0	27.8	26.4	23.7	23.2	22.7	93.6	96.0	88.2
아이온	12.3	12.4	13.2	8.1	10.1	13.2	13.1	13.0	46.0	49.5	51.4
블레이드앤소울	23.3	21.1	21.5	18.0	19.6	19.4	19.5	19.6	83.9	78.1	77.9
길드워2	16.3	15.9	15.1	11.3	12.5	12.3	12.0	11.8	58.7	48.6	44.9
로열티	**57.4**	**51.6**	**44.2**	**44.3**	**52.8**	**49.8**	**42.8**	**42.3**	**197.5**	**187.8**	**163.2**
모바일	**198.8**	**223.8**	**213.3**	**362.9**	**553.2**	**448.6**	**437.5**	**471.3**	**998.8**	**1,910.5**	**2,395.2**
리니지M	194.5	217.2	208.2	214.7	212.0	207.0	216.2	212.0	834.7	847.2	736.4
리니지2M	-	-	-	143.9	341.1	230.0	211.6	204.6	143.9	987.3	982.2
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	186.4
B&S2	-	-	-	-	-	-	-	45.0	-	45.0	460.0
기타	**7.1**	**12.5**	**13.8**	**8.9**	**10.7**	**11.3**	**11.2**	**11.8**	**42.3**	**45.0**	**159.3**
영업비용	**279.2**	**281.4**	**268.9**	**392.7**	**489.7**	**372.9**	**370.0**	**378.5**	**1,222.2**	**1,611.0**	**1,777.7**
인건비	89.2	71.3	64.7	102.1	102.2	71.8	73.8	74.2	327.3	322.0	384.2
경상연구개발비	73.5	73.7	71.8	90.7	130.5	79.0	79.0	73.2	309.7	361.7	324.1
지급수수료	69.1	77.4	77.6	122.8	182.3	155.1	150.0	158.0	346.9	645.5	784.5
광고선전비	18.9	23.7	22.5	41.2	39.5	31.1	30.1	35.0	106.2	135.7	120.7
기타	28.5	35.4	32.4	36.0	35.1	36.0	37.0	38.1	132.2	146.2	164.2
영업이익	**79.5**	**129.4**	**128.9**	**141.2**	**241.4**	**248.8**	**231.6**	**255.1**	**479.0**	**977.0**	**1,367.7**
세전이익	**98.2**	**147.1**	**153.2**	**97.8**	**255.6**	**274.8**	**251.5**	**275.6**	**496.2**	**1,057.4**	**1,404.0**
지배순이익	**74.2**	**116.4**	**113.3**	**54.4**	**195.5**	**210.1**	**192.3**	**210.7**	**358.2**	**808.5**	**1,025.1**

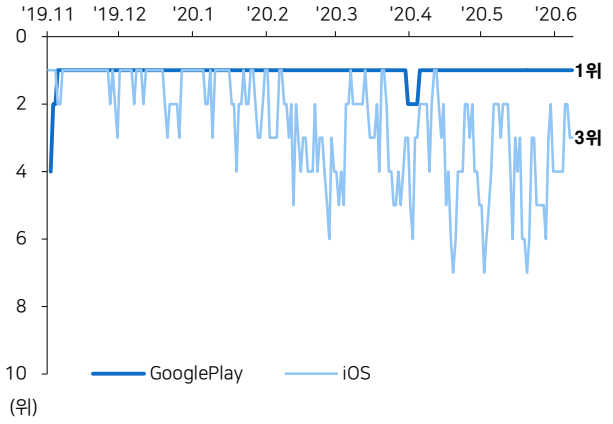
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림62 '리니지M' 매출 순위



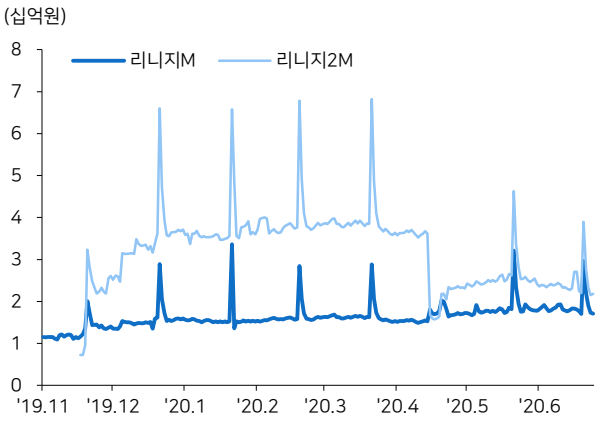
주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림63 '리니지2M' 매출 순위(한국)



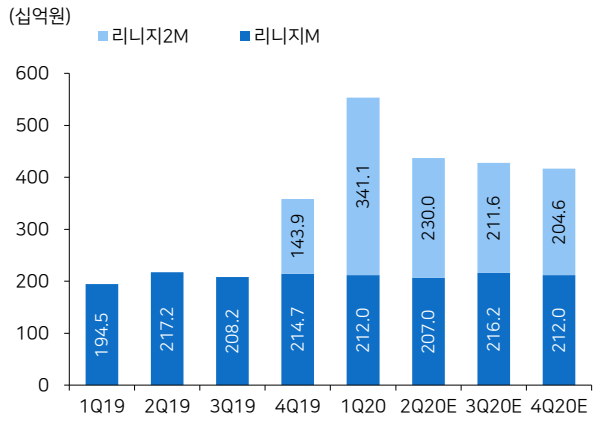
주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림64 '리니지2M' 과 '리니지M' 일매출 추이(한국)



주: 2020.7.5 구글플레이 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림65 '리니지M'과 '리니지2M' 분기매출 추이



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림66 6월 '리니지2M', 크로니클: 풍요의 시대 공개

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표22 2020년 게임 라인업 - 예정대로 진행 중

	1H20		2H20	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	블레이드앤소울S	국내	리니지2M	해외(일본 혹은 대만)
			블레이드앤소울2	국내
			아이온2	국내
PC			프로젝트TL (CBT 예정)	국내
PC/콘솔			퓨저	해외(북미, 유럽)

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

표23 적정주가 산출내역

	단위	2020E	2021E
매출액	십억원	2,588.0	3,145.4
순이익률	%	31.24%	32.59%
순이익	십억원	808.6	1025.0
EPS	원	37,709	46,216
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	%	58.71%	58.71%
EPS(a)	**원**		**46,691.0**
적정 PER (b)	**배**		**22.8**
12개월 적정주가 (a*b)	**원**		**1,070,000**
적정시가총액	**조원**		**18.4**

자료: 메리츠증권 리서치센터

표24 Global Peer Valuation

구분	회사	주가(7.7)	PER (x)		3yrs EPS	PEG	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	
		(달러)	2020E	2021E	CAGR (%)	2020E	2020E	2020E	2020E	2021E
한국	엔씨소프트	803.9	25.6	19.7	7.2	3.6	28.9	6.5	17.5	13.4
	넷마블	102.8	40.5	34.1	11.7	3.5	5.8	2.2	27.1	23.0
	펄어비스	182.8	17.1	16.7	18.8	0.9	24.9	3.8	13.0	12.1
	더블유게임즈	68.0	11.0	10.3	13.9	0.8	18.6	1.8	7.7	7.6
	컴투스	110.1	13.4	10.9	12.1	1.1	12.9	1.6	7.1	5.5
중국	Tencent	66.6	37.5	30.5	24.9	1.5	22.3	8.1	25.7	21.3
	Netease	440.0	24.6	21.4	25.5	1.0	20.7	5.0	19.9	17.1
	Perfect World	78.7	28.6	26.0	4.1	7.0	15.9	4.2	20.1	18.0
미국	Activision Blizzard	134.3	28.7	26.8	10.0	2.9	18.4	5.7	19.3	17.3
	Electronic Arts	24.1	20.7	18.6	-3.0	-7.0	16.1	3.1	13.4	11.4
일본	Nexon	478.8	27.3	22.6	7.0	3.9	17.4	4.0	17.2	14.3
	Nintendo	226.4	25.0	21.6	12.0	1.7	18.3	4.2	17.1	14.6
Global Average		**803.9**	**25.6**	**19.7**	**7.2**	**3.6**	**28.9**	**6.5**	**17.5**	**13.4**

주: 3yrs EPS CAGR은 2020~2023 추정치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,715.1**	**1,701.2**	**2,588.0**	**3,145.4**	**3,924.2**
매출액증가율 (%)	-2.5	-0.8	52.1	21.5	24.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,588.0	3,145.4	3,924.2
판매관리비	1,100.2	1,222.2	1,611.0	1,777.7	2,150.4
영업이익	**614.9**	**479.0**	**977.0**	**1,367.7**	**1,773.7**
영업이익률	35.9	28.2	37.7	43.5	45.2
금융손익	25.6	38.2	49.7	66.4	68.4
종속/관계기업손익	-2.4	-19.3	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.7	-1.7	8.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	637.4	496.2	1,057.4	1,404.0	1,872.5
법인세비용	215.9	137.0	248.9	379.1	440.8
당기순이익	**421.5**	**359.2**	**808.5**	**755.4**	**1,211.9**
지배주주지분 순이익	418.2	358.3	808.6	1,025.1	1,431.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**352.8**	**392.3**	**866.2**	**1,084.6**	**1,490.5**
당기순이익(손실)	421.5	359.2	808.5	755.4	1,211.9
유형자산상각비	25.5	51.2	52.8	54.4	56.0
무형자산상각비	2.4	1.2	1.3	1.3	1.4
운전자본의 증감	-55.5	-70.8	-198.5	68.3	91.2
투자활동 현금흐름	**68.4**	**-234.2**	**-558.4**	**-616.0**	**-702.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-26.7	-51.0	-52.6	-54.1	-55.8
투자자산의감소(증가)	385.6	204.5	210.7	217.0	223.5
재무활동 현금흐름	**-424.4**	**-45.7**	**-255.2**	**-267.9**	**-281.4**
차입금의 증감	5.2	211.3	217.6	224.1	230.9
자본의 증가	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1.7	117.9	288.4	403.0	711.6
기초현금	187.3	185.6	303.4	591.8	994.8
기말현금	185.6	303.4	591.8	994.8	1,706.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,556.8	3,245.0	4,288.0
현금및현금성자산	185.6	303.4	591.8	994.8	1,706.3
매출채권	148.5	254.4	297.6	327.4	360.1
재고자산	1.0	2.1	2.8	3.7	4.9
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,533.5	1,785.0	2,092.5
유형자산	233.9	350.4	455.5	592.2	769.9
무형자산	54.4	49.6	64.5	83.8	108.9
투자자산	951.5	746.9	896.3	986.0	1,084.5
자산총계	**2,941.3**	**3,346.4**	**4,090.3**	**5,029.9**	**6,380.5**
유동부채	473.1	449.8	480.3	513.5	549.6
매입채무	1.7	4.6	6.2	8.2	11.0
단기차입금	5.1	11.3	11.1	11.1	11.1
유동성장기부채	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	89.2	384.5	414.7	428.0	442.5
사채	0.0	0.0	249.4	249.4	249.4
장기차입금	0.0	249.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	**562.3**	**834.2**	**895.1**	**941.5**	**992.1**
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	435.5	435.5	435.5	435.5
기타포괄이익누계액	188.5	108.4	113.9	113.9	113.9
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	3,070.0	3,963.4	5,263.7
비지배주주지분	11.3	13.0	13.3	13.2	13.1
자본총계	**2,379.0**	**2,512.2**	**3,195.2**	**4,088.4**	**5,388.4**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	78,177	77,514	117,883	143,270	178,744
EPS(지배주주)	19,061	16,327	36,832	46,691	65,220
CFPS	29,813	25,497	47,170	48,544	76,955
EBITDAPS	29,301	24,216	46,962	64,833	83,404
BPS	107,923	113,837	144,937	185,625	244,845
DPS	6,050	5,220	5,500	6,000	6,000
배당수익률(%)	1.3	1.0	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	24.5	33.1	26.1	20.6	14.8
PCR	15.6	21.2	20.4	19.8	12.5
PSR	6.0	7.0	8.2	6.7	5.4
PBR	4.3	4.8	6.6	5.2	3.9
EBITDA	642.8	531.5	1,031.0	1,423.4	1,831.1
EV/EBITDA	14.0	19.7	18.7	13.1	9.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	14.7	28.5	28.2	30.3
EBITDA 이익률	37.5	31.2	39.8	45.3	46.7
부채비율	23.6	33.2	28.0	23.0	18.4
금융비용부담률	0.2	0.5	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	184.7	56.9	113.1	153.8	188.9
매출채권회전율(x)	10.0	8.4	9.4	10.1	11.4
재고자산회전율(x)	2,260.8	1,105.6	1,068.9	972.5	908.4

Industry Brief
2020. 7. 8

넷마블 251270

하반기 반격 나설 채비

- ✓ 2Q20 실적, 전분기대비 크게 개선. 3월 출시된 '일곱개의 대죄', 'A3:스틸 얼라이브'의 온기반영. 인건비/마케팅비의 비용 안정화, 예상치 부합하는 실적 예상
- ✓ 하반기 반격을 위한 라인업 준비. 'BTS유니버스 스토리', '세븐나이츠2', '마블렐름오브챔피언스'등의 신작 지속 출시. 글로벌 게임사로서의 밸류 회복
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 14만원 유지

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

Buy

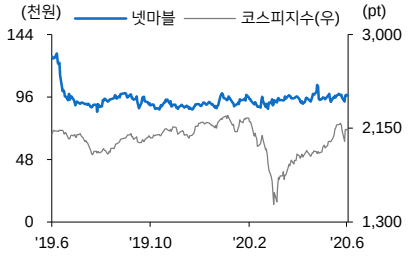
적정주가 (12 개월)	140,000 원
현재주가 (7.7)	123,000 원
상승여력	13.8%

KOSPI	2,164.17pt
시가총액	105,532억원
발행주식수	8,580만주
유동주식비율	24.28%
외국인비중	23.04%
52주 최고/최저가	123,000원/84,600원
평균거래대금	470.1억원

주요주주(%)	
방준혁 외 13 인	24.86
씨제이이앤엠	21.82
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.8	38.0	27.5
상대주가	27.8	38.8	24.3

주가그래프



2Q20 실적, 예상치 부합 전망

2Q20 매출액과 영업이익은 각각 5,986억원(+13.8% YoY), 629억원(+85.4% YoY)로, 컨센서스(매출액 5,952억원, 영업이익 654억원)에 대체로 부합한다. 3월 출시된 '일곱개의 대죄', 'A3:스틸얼라이브의 온기반영과 인건비, 마케팅비 등의 비용 안정화 진행되며 전분기대비 수익성 개선된다. 2Q20 '일곱개의 대죄'와 'A3' 매출액은 각각 1,030억원, 460억원으로 일평균 11억원, 8.5억원으로 추정한다. 3분기에는 2Q 출시된 '블소레볼루션(아시아)'와 '스톤에이지월드(글로벌)' 출시 효과 반영되며 계단식의 실적 성장 기대된다.

신작 출시 일정점검

하반기 신작 출시와 관련된 일정에 변함없다. 3분기에는 'BTS 유니버스 스토리(글로벌)', 'A3:스틸얼라이브(글로벌)', '마구마구 2020(국내)', 4분기에는 '세븐나이츠2(국내)', '세븐나이츠 타임원더러(스위치)', '제2의 나라(국내/일본)', '마블렐름오브챔피언스(글로벌)', '블소 레볼루션(글로벌)' 등의 출시 진행된다.

투자의견 Buy, 적정주가 14만원 유지

19년 코웨이 인수 이후 게임회사로서의 정체성 재확립이 필요하며 올해 다수의 신작 출시를 통해 글로벌 게임사로서의 밸류 회복될 것으로 기대한다. 적정기업가치는 게임사업 가치 7.8조원+투자자산의 가치 4.2조원을 합산하여 산출, 게임사업 가치는 2020년 기준 적정 PER 25.5배를 적용하여 산출하였으며 글로벌 대형 게임사의 평균 밸류에이션과 유사하다(IP 다각화와 높은 해외매출 비중 근거).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,021.3	241.7	189.6	2,227	-44.4	51,303	50.1	2.2	24.1	4.4	19.4
2019	2,178.7	202.7	156.0	1,823	-21.4	51,919	50.7	1.8	19.9	3.5	24.9
2020E	2,482.5	260.1	307.6	3,585	89.1	64,961	34.3	1.9	25.9	6.1	27.3
2021E	2,867.5	371.1	381.0	4,441	29.1	68,736	27.7	1.8	20.2	6.6	27.5
2022E	2,895.6	394.7	386.0	4,499	-7.2	72,509	27.3	1.7	19.4	6.4	28.0

표25 넷마블 2Q20 실적 – 예상치 부합 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**598.6**	**526.2**	**13.8%**	**555.0**	**7.9%**	**595.2**	**0.6%**
리니지2레볼루션	64.7	73.9	-12.3%	71.7	-9.7%	-	-
모두의 마블	10.6	17.7	-40.2%	11.0	-4.0%	-	-
세븐나이츠	5.5	18.4	-70.0%	11.0	-50.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	73.1	72.1	1.4%	93.8	-22.1%	-	-
마블퓨처파이트	14.4	28.2	-49.0%	22.1	-34.8%	-	-
쿠키잼	26.5	32.8	-19.3%	27.6	-4.0%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	19.2	25.4	-24.5%	22.1	-13.1%	-	-
블소레볼루션	28.8	78.1	-63.1%	38.6	-25.5%	-	-
일곱개의 대죄	103.0	-	-	49.7	107.5%	-	-
A3:스틸얼라이브	46.0	-	-	-	-	-	-
킹오파올스타	20.9	-	-	16.6	26.2%	-	-
BTS월드	9.2	-	-	11.0	-16.6%	-	-
기타	176.7	179.5	-1.6%	179.8	-1.7%	-	-
영업이익	**62.9**	**33.9**	**85.4%**	**51.1**	**23.1%**	**65.4**	**-3.8%**
세전이익	**97.0**	**58.6**	**65.6%**	**9.5**	**920.4%**	-	-
지배순이익	**71.1**	**39.4**	**80.7%**	**-1.2**	**흑전**	**70.5**	**0.9%**
영업이익률(%)	10.5%	6.4%	4.1%p	9.2%	1.3%p	11.0%	-0.5%p
순이익률(%)	11.9%	7.5%	4.4%p	-0.2%	12.1%p	11.8%	0.0%p

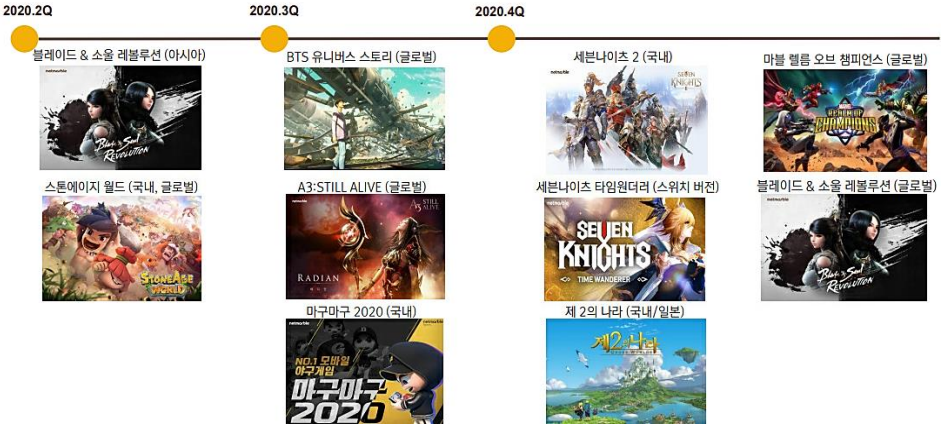
자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표26 넷마블 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**477.6**	**526.2**	**619.9**	**555.0**	**532.9**	**598.6**	**652.0**	**699.0**	**2,178.7**	**2,482.5**	**2,867.5**
리니지2레볼루션	73.9	73.7	86.8	71.7	58.6	64.7	61.5	58.4	306.0	243.3	205.9
모두의 마블	17.7	15.8	12.4	11.0	10.7	10.6	10.4	10.2	56.9	41.8	38.7
세븐나이츠	18.4	15.8	12.4	11.0	5.3	5.5	5.2	5.0	57.6	21.1	17.6
마블컨테스트오브챔피언	72.1	78.9	86.8	93.8	74.6	73.1	71.7	70.2	331.6	289.6	267.1
마블퓨처파이트	28.2	42.1	31.0	22.1	16.0	14.4	12.9	11.7	123.4	55.0	36.1
쿠키잼	32.8	31.6	31.0	27.6	26.6	26.5	26.0	25.4	123.0	104.6	96.8
해리포터 호그와트 미스터리	25.4	21.0	24.8	22.1	21.3	19.2	17.3	15.5	93.3	73.3	48.1
블소레볼루션	78.1	52.6	37.2	38.6	42.6	28.8	26.7	25.6	206.5	123.7	95.1
일곱개의 대죄: Grand Cross		42.1	68.2	49.7	63.9	103.0	78.2	76.6	159.9	321.8	301.3
A3:스틸얼라이브					16.0	46.0	43.7	62.8		168.5	239.0
킹오파올스타		26.3	18.6	16.6	21.3	20.9	20.5	20.1	61.5	82.7	76.3
BTS월드			24.8	11.0	10.7	9.2	8.3	7.4	35.8	35.5	25.8
기타	131.0	126.3	185.9	179.8	165.2	176.7	269.7	310.1	623.0	894.1	1,334.3
영업비용	**443.7**	**493.0**	**535.5**	**503.9**	**512.5**	**535.7**	**565.8**	**608.5**	**1,976.0**	**2,222.5**	**2,496.4**
인건비	98.9	106.9	104.8	109.6	108.5	110.6	112.8	115.1	420.2	447.0	575.1
지급수수료	228.2	248.6	293.6	263.4	249.3	280.1	298.9	320.5	1,033.8	1,148.8	1,294.5
마케팅비	62.8	83.6	72.3	73.7	95.0	83.8	91.3	108.5	292.4	378.6	351.9
기타	53.8	53.9	64.7	57.2	59.7	61.2	62.8	64.4	229.6	248.1	275.0
영업이익	**33.9**	**33.2**	**84.4**	**51.1**	**20.4**	**62.9**	**86.2**	**90.6**	**202.7**	**260.1**	**371.1**
세전이익	**58.6**	**39.4**	**110.9**	**9.5**	**54.1**	**97.0**	**120.8**	**125.7**	**218.4**	**397.6**	**513.5**
지배순이익	**39.4**	**38.5**	**79.2**	**-1.2**	**53.9**	**71.1**	**89.4**	**93.2**	**156.0**	**307.6**	**381.0**

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림67 2020년 주요 라인업



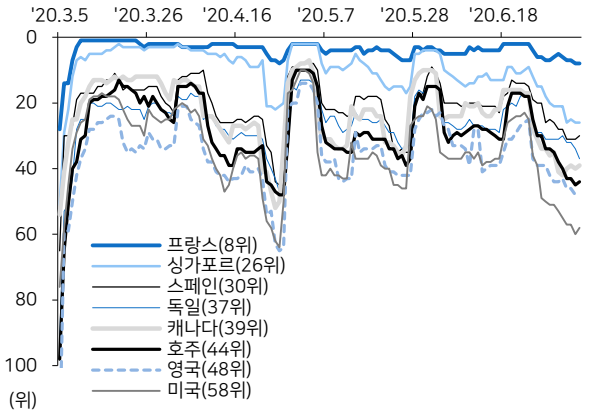
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표27 넷마블 Valuation

구분	단위	2021E
게임사업 가치(A)	**십억원**	**7,842.6**
2020E 순이익	%	307.6
Target PER	십억원	25.5
투자자산 가치(B)	**십억원**	**4,150.9**
코웨이 (지분율 25.1%)	십억원	1,273.3
빅히트 (지분율 25.1%, 기업가치 4조원 반영)	십억원	1,003.2
엔씨소프트(지분율 8.9%)	십억원	1,586.9
기타 (카카오게임즈, 뱅크 등)	십억원	287.4
총 기업가치(A+B)	**십억원**	**11,993.5**
12개월 적정주가	**원**	**140,000.0**

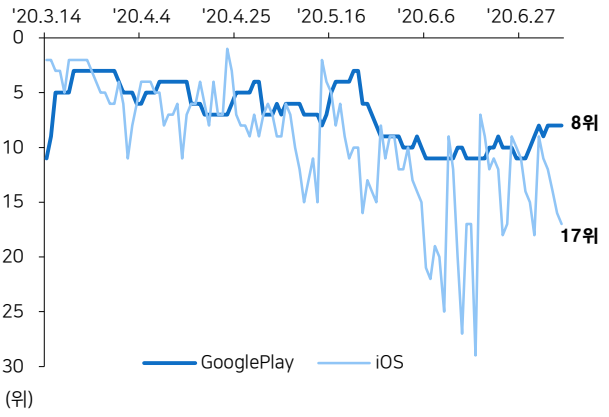
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림68 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)



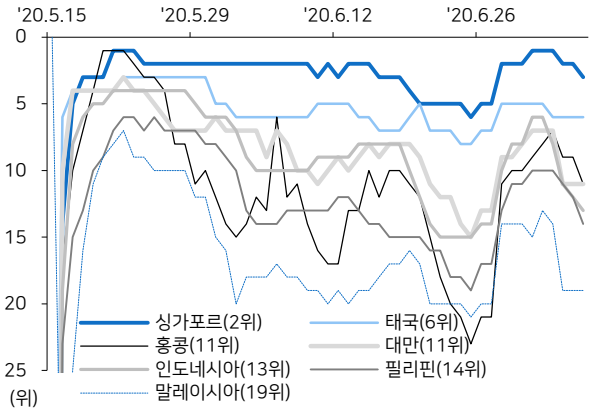
주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림69 'A3' 한국 매출 순위



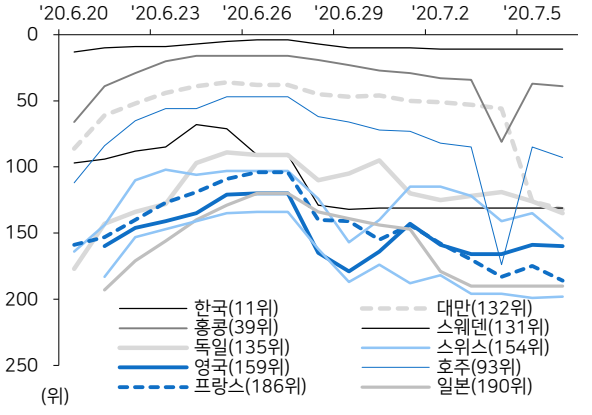
주: 2020.7.6 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림70 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (아시아)



주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림71 '스톤에이지 월드' 매출 순위 (글로벌)



주: 2020.7.6 구글플레이 롤 플레잉 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,021.3**	**2,178.7**	**2,482.5**	**2,867.5**	**2,895.6**
매출액증가율 (%)	-16.6	7.8	13.9	15.5	1.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,448.6	2,867.5	2,895.6
판매관리비	1,779.6	1,976.0	2,294.6	2,461.7	2,500.9
영업이익	**241.7**	**202.7**	**260.1**	**371.1**	**394.7**
영업이익률	12.0	9.3	10.5	12.9	13.6
금융손익	76.6	37.2	61.9	1.1	1.2
종속/관계기업손익	0.1	12.9	71.7	73.2	74.6
기타영업외손익	-27.9	-34.4	-3.3	-5.4	-5.3
세전계속사업이익	290.4	218.4	397.6	513.5	476.7
법인세비용	75.5	48.6	75.6	97.7	90.7
당기순이익	**214.9**	**169.8**	**321.9**	**415.8**	**386.0**
지배주주지분 순이익	189.6	156.0	307.6	381.0	386.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**235.3**	**381.3**	**767.4**	**532.5**	**553.2**
당기순이익(손실)	214.9	169.8	321.9	415.8	386.0
유형자산상각비	15.5	36.0	37.1	38.2	39.4
무형자산상각비	64.5	82.1	84.6	87.1	89.8
운전자본의 증감	-37.4	44.9	-14.6	50.4	57.4
투자활동 현금흐름	**-505.3**	**-247.3**	**-1,667.9**	**-482.5**	**-543.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-23.0	-79.7	-82.1	-84.6	-87.1
투자자산의감소(증가)	-295.1	-185.2	-190.7	-196.4	-202.3
재무활동 현금흐름	**-99.2**	**-106.9**	**-347.1**	**-346.4**	**-345.7**
차입금의 증감	110.6	221.1	227.7	234.5	241.5
자본의 증가	7.4	31.2	32.1	33.1	34.1
현금의 증가(감소)	-359.1	26.2	-158.2	-84.4	-128.0
기초현금	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,416.7	1,332.3
기말현금	1,548.7	1,574.8	1,416.7	1,332.3	1,204.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	2,338.6	2,300.3	2,220.7
현금및현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,416.7	1,332.3	1,204.3
매출채권	182.3	147.1	170.3	178.9	187.8
재고자산	3.3	5.1	5.8	6.7	7.6
비유동자산	2,842.4	3,246.0	5,025.3	5,510.6	6,055.7
유형자산	174.3	235.6	247.4	259.8	272.8
무형자산	1,319.5	1,383.8	2,591.4	2,980.1	3,427.1
투자자산	1,269.9	1,467.9	2,020.0	2,095.9	2,172.3
자산총계	**5,433.1**	**5,806.1**	**7,363.9**	**7,810.9**	**8,276.4**
유동부채	587.0	664.6	1,059.1	1,142.1	1,237.3
매입채무	81.3	52.7	60.1	68.4	78.0
단기차입금	8.3	16.1	717.4	717.4	717.4
유동성장기부채	0.0	15.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	294.5	493.2	517.8	543.7	570.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	85.3	201.1	107.9	107.9	107.9
부채총계	**881.5**	**1,157.8**	**1,577.0**	**1,685.8**	**1,808.2**
자본금	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,849.4	3,880.6	3,882.6	3,882.6	3,882.6
기타포괄이익누계액	372.8	522.1	522.1	522.1	522.1
이익잉여금	761.0	914.5	1,179.2	1,517.3	1,860.4
비지배주주지분	177.1	196.5	213.5	227.7	247.1
자본총계	**4,551.5**	**4,648.3**	**5,787.0**	**6,125.1**	**6,468.2**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	23,734	25,464	28,938	33,422	33,749
EPS(지배주주)	2,227	1,823	3,585	4,441	4,499
CFPS	4,023	3,899	5,843	6,751	6,067
EBITDAPS	3,777	3,750	4,450	5,786	6,105
BPS	51,303	51,919	64,961	68,736	72,509
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	50.1	50.7	34.3	27.7	27.3
PCR	27.7	23.7	21.1	18.2	20.3
PSR	4.7	3.6	4.3	3.7	3.6
PBR	2.2	1.8	1.9	1.8	1.7
EBITDA	321.7	320.8	381.8	496.4	523.8
EV/EBITDA	24.1	19.9	25.9	20.2	19.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.5	6.1	6.6	6.4
EBITDA 이익률	15.9	14.7	15.4	17.3	18.1
부채비율	19.4	24.9	27.3	27.5	28.0
금융비용부담률	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	417.0	23.1	28.8	39.9	41.2
매출채권회전율(x)	8.5	13.2	15.6	16.4	15.8
재고자산회전율(x)	714.0	516.9	452.8	459.1	406.9

Industry Brief
2020. 7. 8

펄어비스 263750

불멸의 나락

- ✓ 2Q20 실적, 예상치 하회. '검은사막' PC/콘솔 매출 양호하나 '검은사막M'의 국내와 일본 매출 감소세 뚜렷. '섀도우아레나' 출시되었으나 매출 기여 제한적
- ✓ 8월 중순 출시될 '이브에코스' 글로벌 성과에 주목. 중국 대형 게임사 넷이즈가 개발/서비스 예정, Sci-Fi 장르의 희소성, IP 인지도 감안하여 성공 여부 주목
- ✓ 중국 게임 시장의 한국 판호 재개시 수혜주. 중장기 투자 관점 유효

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	260,000 원
현재주가 (7.7)	218,700 원
상승여력	18.9%

KOSDAQ	759.16pt
시가총액	28,606억원
발행주식수	1,308만주
유동주식비율	43.35%
외국인비중	21.85%
52주 최고/최저가	220,000원/157,600원
평균거래대금	126.1억원
주요주주(%)	
김대일 외 11 인	49.86
GIC Private Limited	6.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	21.5	10.1
상대주가	4.3	6.2	0.7

주가그래프

2Q20 실적, 예상치 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,194억원(-21.6% YoY), 355억원(-37.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,325억원, 영업이익 425억원)대비 하회할 전망이다. '검은사막'의 글로벌 PC/콘솔 매출이 매우 견조하였으며, 2분기 Xbox 게임패스 서비스를 종료하였으나, 패키지 할인 판매한 효과는 양호했다. '검은사막 모바일' 매출액은 625억원(일평균 6.8억원)으로 전분기대비 13.5% 감소한다. 구글플레이 기준 한국 매출 순위 20~40위권, 일본 80~100위권으로 하락했기 때문이다. 한편 '섀도우 아레나'는 스팀을 통해 글로벌 출시되었으나 FPS 장르 특성상 정식 서비스해도 매출 기여도는 크지 않다.

'이브에코스', 그리고 차이나

5월 21일 '섀도우 아레나'가 글로벌 150여개국에서 PC/스팀 플랫폼을 통해 출시되었으며 4월 27일 출시된 '이브온라인'PC(중국)'의 반응도 양호하나 대형 신작 타이틀로서의 존재감은 아니다. 8월 중순 론칭 예정인 '이브에코스(글로벌)' 성과에 주목하는데 중국 대형 게임사 넷이즈가 개발/서비스하며 Sci-Fi 장르의 희소성, IP 인지도 감안하여 중박 이상의 성공이 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 26만원 상향

'검은사막' IP로 PC/모바일/콘솔 플랫폼 다변화에 성공한 유일한 국내 게임사로서의 프리미엄. 2021년 '붉은사막'을 시작으로 포트폴리오 다각화에 성공할 경우 한 단계 레벨업 된다는 점에서 중장기 매수관점 유효하다. 글로벌 게임사들의 밸류에이션 리레이팅에 근거하여 적정주가 소폭 상향한다. 참고로 적정주가의 20E Target PER은 20.9배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	404.8	168.1	146.5	11,591	796.4	31,525	17.9	6.6	15.1	42.9	74.6
2019	535.9	150.6	157.7	12,120	4.6	45,229	15.3	4.1	13.0	31.6	47.3
2020E	499.3	145.4	162.5	12,434	2.6	58,203	17.6	3.8	15.5	24.1	40.6
2021E	530.8	129.3	114.0	8,712	-29.9	66,019	25.1	3.3	17.1	14.0	40.1
2022E	742.8	246.9	220.3	16,843	93.3	81,967	13.0	2.7	8.8	22.8	36.6

표28 펄어비스 2Q20 실적 – 예상치 하회 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**119.4**	**152.3**	**-21.6%**	**133.2**	**-10.3%**	**132.5**	**-9.9%**
PC	29.0	26.2	10.6%	31.8	-8.8%	-	-
모바일	62.5	94.4	-33.8%	72.3	-13.5%	-	-
콘솔	11.6	16.8	-30.7%	14.5	-19.9%	-	-
CCP게임즈	16.3	14.9	9.4%	14.3	14.0%	-	-
영업이익	**35.5**	**56.9**	**-37.7%**	**46.2**	**-23.2%**	**42.5**	**-16.5%**
세전이익	**48.1**	**59.2**	**-18.8%**	**58.4**	**-17.7%**	**-**	**-**
지배순이익	**39.8**	**51.6**	**-22.9%**	**48.3**	**-17.7%**	**40.3**	**-1.4%**
영업이익률(%)	29.7%	37.4%	-7.7%p	34.7%	-5.0%p	32.1%	-2.4%p
순이익률(%)	33.3%	33.9%	-0.6%p	36.3%	-3.0%p	30.4%	2.9%p

자료: 펄어비스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표29 펄어비스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**132.6**	**152.3**	**134.4**	**116.6**	**133.2**	**119.4**	**124.1**	**122.5**	**535.9**	**499.3**	**530.8**
PC	26.6	26.2	27.1	26.2	31.8	29.0	33.6	36.3	106.1	130.7	174.0
모바일	87.5	94.4	76.6	65.1	72.3	62.5	57.9	53.7	323.7	246.4	233.6
콘솔	4.1	16.8	16.1	10.8	14.5	11.6	10.3	9.6	47.7	46.1	34.9
CCP게임즈	14.5	14.9	14.6	12.4	14.3	16.3	22.3	22.9	56.4	75.8	88.3
영업비용	**114.5**	**95.4**	**94.9**	**80.7**	**87.0**	**83.9**	**91.4**	**91.6**	**385.3**	**353.9**	**401.5**
인건비	34.0	25.5	26.7	33.1	34.8	33.3	34.2	35.2	119.2	134.7	157.6
지급수수료	41.1	43.8	41.0	18.0	32.7	29.4	30.5	30.1	143.9	122.7	130.5
광고선전비	30.3	15.4	15.8	16.8	9.4	8.5	13.2	12.2	78.3	43.3	49.5
주식보상비용	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.9	0.8	0.9
감가상각비	1.7	2.0	2.5	2.9	3.0	3.0	3.2	3.3	9.1	12.4	15.1
기타	7.0	8.4	8.6	9.8	6.9	9.6	10.1	10.6	33.8	39.9	47.9
영업이익	**18.2**	**56.9**	**39.5**	**36.0**	**46.2**	**35.5**	**32.7**	**30.9**	**150.6**	**145.4**	**129.3**
세전이익	**20.1**	**59.2**	**45.7**	**56.3**	**58.4**	**48.1**	**45.7**	**44.3**	**181.3**	**196.4**	**137.7**
지배순이익	**14.1**	**51.6**	**43.8**	**48.1**	**48.3**	**39.8**	**37.8**	**36.6**	**157.7**	**162.5**	**114.0**

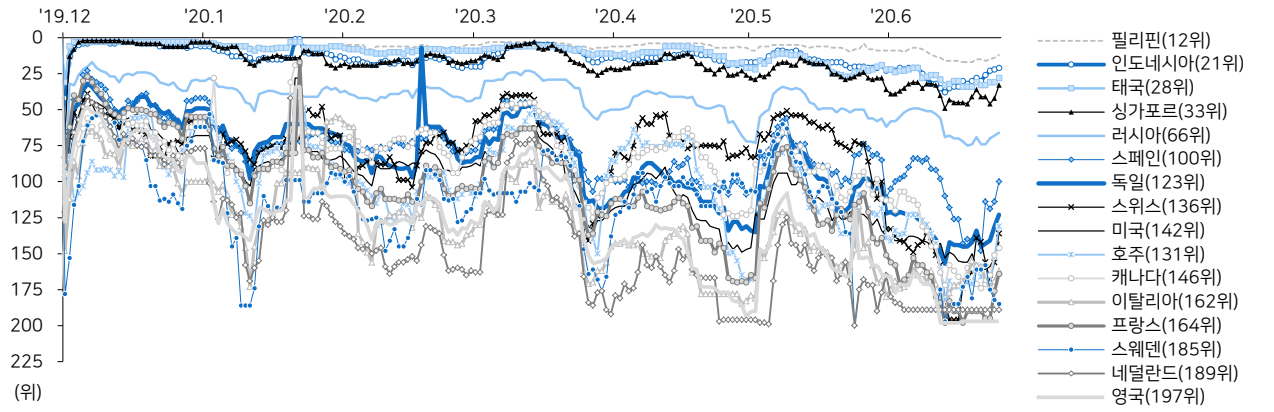
자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

표30 2020년 이후 신작 라인업

구분	게임명	장르	개발사	출시시기	진출국가	비고
PC	섀도우 아레나	MMO+배틀로얄	펄어비스	2Q20	글로벌	▪ 50명의 이용자가 경쟁해 최후의 1인 가리는 액션 배틀로얄 ▪ 2.27~3.8 3차 CBT 완료. 4.17~4.20 글로벌 파이널 CBT ▪ 5월 21일부터 스팀 통해 얼리액세스 가능
	이브차이나	Sci-Fi MMO	CCP-넷이즈	미정	중국	▪ 3월 판호 발급, 4월 중국 서비스 개시
	검은사막 (중국)	MMO	펄어비스	미정	중국	▪ 한국 게임에 대한 판호발급 불확실
모바일	이브에코스	Sci-Fi MMO	넷이즈	2H20	글로벌	▪ 19년 11월부터 글로벌 오픈베타 서비스중, 연내 정식 출시 계획
	검은사막M (중국)	MMORPG	펄어비스	미정	중국	▪ 2019년 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청 예정
PC/콘솔	붉은사막	MMORPG	펄어비스	4Q21	글로벌	▪ 광대한 파이웰 대륙의 용병들이 생존을 위해 싸우는 이야기 ▪ 사실적인 캐릭터와 컷신의 에픽 판타지 오픈월드 MMO
	도깨비	가족형 캐주얼 MMO	펄어비스	2022년	글로벌	▪ 사람들의 꿈에서 힘을 얻고 성장하는 도깨비를 찾아 모험을 떠나는 수집형 오픈월드 MMO 게임
	플랜8	MMO-FPS	펄어비스	2023년	글로벌	▪ 슈팅장르, 엑소수트 MMO 표방. 검은사막 디자인 디렉터 이승기 총괄 프로듀서와 카운터스트라이크의 민리 공동개발

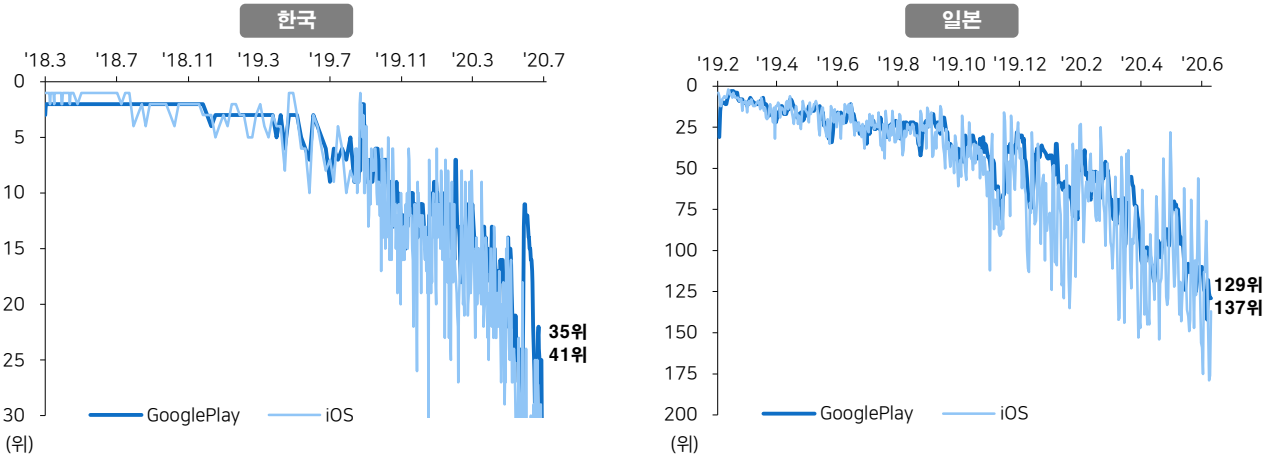
자료: 펄어비스, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림72 '검은사막M 글로벌' 매출 순위



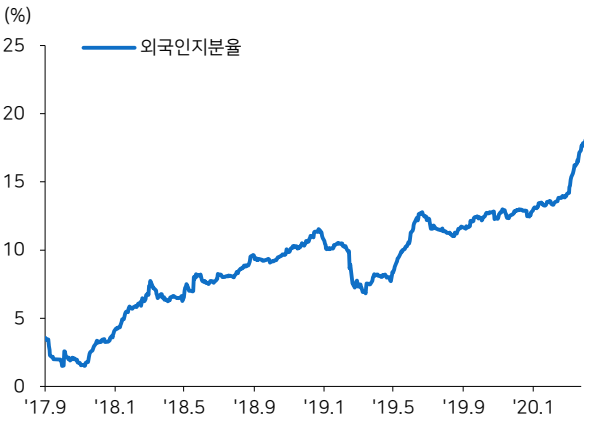
주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림73 '검은사막M' (한국, 일본) 매출 순위



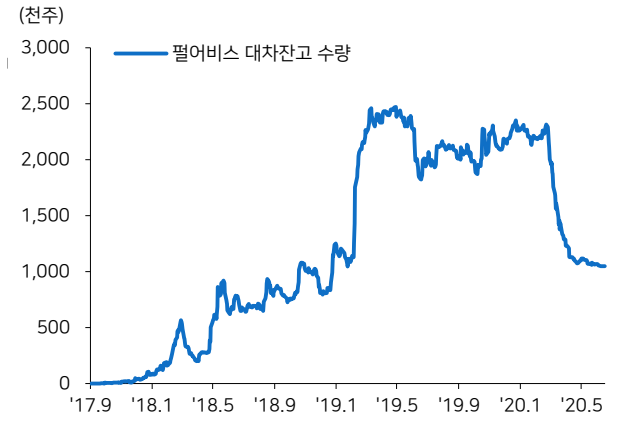
주: 2020.7.6 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림74 외국인 지분율 22% 수준으로 증가



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림75 대차잔고 수량, 공매도 금지로 크게 감소



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

표31 펄어비스 적정주가 산출내역

(십억원, %, 원, 배)	2020E
매출액	499.3
순이익률	32.5%
순이익	162.5
EPS(a)	11,021
목표 PER(b)	23.2
12개월 목표주가 (a*b)	**260,000**
목표시가총액	**3,348.0**

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림76 '이브 차이나'와 '이브 에코스'

이브차이나 – 4월 중국 넷이즈 통해 서비스 시작

이브 에코스 – 8월 중순 글로벌 출시 예상

자료: 넷이즈, CCP게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림77 섀도우아레나 – 5월 21일부터 Steam 서비스

자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**404.8**	**535.9**	**499.3**	**530.8**	**742.8**
매출액증가율 (%)	672.7	32.4	-6.8	6.3	39.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	404.8	535.9	499.3	530.8	742.8
판매관리비	236.7	385.3	353.9	401.5	495.9
영업이익	**168.1**	**150.6**	**145.4**	**129.3**	**246.9**
영업이익률	41.5	28.1	29.1	24.4	33.2
금융손익	7.5	30.0	31.5	33.1	34.7
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	0.6	3.8	0.7	0.7
세전계속사업이익	175.4	181.3	196.4	137.7	282.5
법인세비용	28.9	23.6	31.8	35.9	44.4
당기순이익	**146.5**	**157.7**	**162.5**	**114.0**	**220.3**
지배주주지분 순이익	146.5	157.7	162.5	114.0	220.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**159.3**	**168.4**	**155.7**	**105.7**	**210.5**
당기순이익(손실)	146.5	157.7	162.5	114.0	220.3
유형자산상각비	2.8	9.1	11.0	8.8	7.0
무형자산상각비	2.0	8.3	5.2	3.9	3.8
운전자본의 증감	-22.9	24.5	1.1	9.8	11.5
투자활동 현금흐름	**-305.0**	**-180.1**	**-64.4**	**-72.7**	**-82.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-10.7	-37.0	-2.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	-2.0	-0.5	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	**138.6**	**-41.8**	**50.7**	**51.1**	**51.6**
차입금의 증감	203.6	-53.5	7.4	0.8	0.9
자본의 증가	11.1	8.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-11.5	-52.6	140.3	66.7	169.6
기초현금	240.5	229.0	176.4	316.7	383.3
기말현금	229.0	176.4	316.7	383.3	553.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	354.5	450.1	611.0	700.3	894.1
현금및현금성자산	229.0	176.4	316.7	383.3	553.0
매출채권	41.0	61.2	79.3	91.2	104.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	358.0	417.3	457.5	504.1	560.7
유형자산	35.7	78.1	101.6	132.0	171.6
무형자산	287.7	293.4	308.1	323.5	339.6
투자자산	9.4	11.5	14.5	15.2	16.0
자산총계	**712.5**	**867.4**	**1,070.4**	**1,209.9**	**1,464.2**
유동부채	115.1	123.3	129.4	135.9	142.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	20.0	30.0	34.1	34.1	34.1
비유동부채	189.4	155.1	179.7	210.5	249.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	115.9	87.9	91.1	91.1	91.1
부채총계	**304.5**	**278.4**	**309.1**	**346.4**	**392.1**
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	192.1	200.0	200.0	200.0	200.0
기타포괄이익누계액	-3.2	5.0	19.2	19.2	19.2
이익잉여금	231.6	389.2	540.0	642.3	850.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**408.0**	**589.0**	**761.3**	**863.5**	**1,072.1**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	32,037	41,203	38,202	40,581	56,792
EPS(지배주주)	11,591	12,120	12,434	8,712	16,843
CFPS	14,855	14,392	15,938	12,092	20,462
EBITDAPS	13,686	12,914	12,362	10,859	19,699
BPS	31,525	45,229	58,203	66,019	81,967
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.9	15.3	17.6	25.1	13.0
PCR	14.0	12.9	13.7	18.1	10.7
PSR	6.5	4.5	5.7	5.4	3.9
PBR	6.6	4.1	3.8	3.3	2.7
EBITDA	172.9	168.0	161.6	142.0	257.7
EV/EBITDA	15.1	13.0	15.5	17.1	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	42.9	31.6	24.1	14.0	22.8
EBITDA 이익률	42.7	31.3	32.4	26.8	34.7
부채비율	74.6	47.3	40.6	40.1	36.6
금융비용부담률	0.4	1.2	0.9	0.8	0.6
이자보상배율(x)	104.1	23.9	33.9	30.0	57.1
매출채권회전율(x)	14.2	10.5	7.1	6.2	7.6
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2020. 7. 8

아프리카 TV 067160

언택트 동영상 시대

- ✓ 2Q20 실적, 예상치 상회 전망. 국내 생방송 플랫폼으로서의 위상 강화, 신규 BJ/이용자/ARPPU 등의 모든 지표 호조세
- ✓ 광고 시장의 부진을 타개하기 위한 노력들. 신규 광고상품과 자체 광고솔루션 오픈 기대. 2021년 광고 매출 성장세는 본격화될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지. 2020E Target PER은 29.8배 수준

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

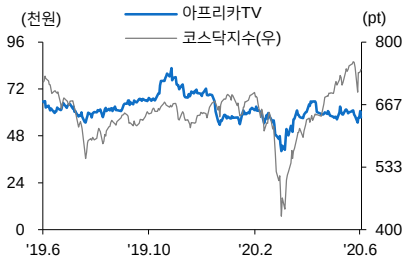
Buy

적정주가 (12 개월)	85,000 원
현재주가 (7.7)	67,500 원
상승여력	25.9%

KOSDAQ	759.16pt
시가총액	7,759억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.76%
외국인비중	34.93%
52주 최고/최저가	82,700원/40,200원
평균거래대금	147.2억원
주요주주(%)	
쎄인트인터내셔널 외 4 인	25.53
JF Asset Management Limited 외 2	7.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.5	23.9	8.7
상대주가	11.0	8.2	-0.6

주가그래프



2Q20 실적, 예상치 상회 전망

2Q20 매출액과 영업이익은 각각 443억원(+6.4% YoY), 94억원(-2.4% YoY)으로 컨센서스(매출액 440억원, 영업이익 96억원)대비 소폭 상회 전망한다. 기부경제 선물 매출액은 362억원(+9.5% YoY)으로 1~3월 양호한 트래픽과 체류시간 유지되고 있으며 경쟁사(트위치) BJ들이 넘어오면서 채널수 증가, 풍부해진 컨텐츠, 플랫폼 경쟁력 강화되고 있다. 신규 유저들이 들어오며 페잉유저도 증가, ARPPU까지 좋아지는 호조세이다. 다만 광고 매출액은 52억원으로 16.8% YoY 감소하며 COVID-19로 인한 부진 지속되나 코로나가 끝날 경우 강화된 플랫폼의 경쟁력에 힘입어 큰 폭의 반등 가능하다. 영업이익률은 21.1%로 1.9%p YoY 하락하는데 전용e스포츠 경기장 '콜로세움' 운영에 따른 감가상각비(분기 3.5억원) 반영된다.

언택트 동영상 시대

언택트 영상 소비 확산되며 아프리카TV의 이용자층이 본격 다변화되고 있다. 전통적으로 아프리카TV의 유저층은 20~40대 남성이 80%를 차지할 정도로 편중되어 있었는데 최근 10대와 50대의 이용자 비중이 올라오고 있다. COVID-19로 인해 취소된 스포츠 이벤트들의 공백을 아프리카TV의 3:3 농구와 같은 스포츠리그, 낚시, 배드민턴, 탁구 등이 채워주며 다 양한 연령대의 신규 이용자층을 흡수하고 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

아프리카TV 주가는 연초대비 2.7% 상승하는데 그쳐 COVID-19로 인한 광고 매출 감소, 실적 부진에 따라 업종 내 Underpertorm 하였다. 그러나 플랫폼 본연의 경쟁력은 강화되고 있어 매크로 변수 회복시 가장 강력한 반등이 기대되는 국내 대표 동영상 플랫폼이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	126.6	27.1	21.6	1,894	39.9	8,041	20.8	4.9	13.0	26.6	69.6
2019	167.9	36.7	34.4	2,990	58.6	10,346	23.0	6.7	15.2	32.5	87.7
2020E	184.5	42.0	32.7	2,845	-5.4	13,439	23.7	5.0	12.2	23.9	71.3
2021E	229.7	65.8	52.6	4,576	61.9	17,669	14.8	3.8	8.5	29.4	57.3
2022E	271.4	88.2	68.7	5,977	30.8	23,354	11.3	2.9	6.2	29.1	45.7

표32 아프리카TV의 2Q20 실적 – 예상치 상회 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**44.3**	**41.6**	**6.4%**	**41.5**	**6.6%**	**44.0**	**-0.6%**
플랫폼서비스	36.2	33.0	9.5%	34.5	4.8%	-	-
광고	5.2	6.2	-16.8%	4.2	23.0%	-	-
멀티플랫폼	2.0	1.8	7.3%	1.9	5.0%	-	-
기타	0.9	0.5	95.4%	0.9	5.0%	-	-
영업이익	**9.4**	**9.6**	**-2.4%**	**8.1**	**15.8%**	**9.6**	**1.8%**
세전이익	**9.6**	**13.5**	**-28.5%**	**6.8**	**41.5%**	**-**	**-**
지배순이익	**7.5**	**10.2**	**-25.9%**	**5.5**	**37.1%**	**8.6**	**14.7%**
영업이익률	21.1%	23.0%	-1.9%p	19.5%	1.7%p	21.7%	0.6%p
순이익률	17.0%	24.4%	-7.4%p	13.2%	3.8%p	19.5%	2.5%p

자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표33 아프리카TV 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**38.1**	**41.6**	**44.8**	**43.4**	**41.5**	**44.3**	**47.3**	**51.3**	**167.9**	**184.5**	**229.7**
플랫폼서비스	29.6	33.0	33.8	32.1	34.5	36.2	37.2	39.4	128.5	147.3	182.6
광고	5.9	6.2	8.0	8.7	4.2	5.2	7.0	8.6	28.8	25.0	35.0
멀티플랫폼	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9	2.0	2.1	2.3	7.6	8.2	7.4
기타	0.9	0.5	1.0	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0	3.0	3.9	4.7
영업비용	**29.0**	**32.0**	**34.1**	**36.1**	**33.4**	**34.9**	**36.2**	**37.9**	**131.1**	**142.5**	**163.9**
인건비	9.7	9.6	9.9	9.9	11.2	11.3	11.4	11.8	39.1	45.7	49.6
지급수수료	4.7	5.0	4.4	4.3	4.1	4.2	4.5	4.6	18.3	17.5	20.0
과금수수료	3.8	4.1	4.2	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	16.2	16.5	18.6
회선사용료	2.4	2.2	2.3	2.3	2.6	2.7	2.8	2.8	9.3	10.9	12.2
BJ지원금	1.7	2.1	0.9	1.1	1.2	1.8	2.2	2.1	5.8	7.3	18.4
컨텐츠제작비	1.4	2.9	2.8	2.1	1.3	1.3	2.0	2.6	9.3	7.2	11.2
유무형감가상각비	2.3	2.6	2.9	2.9	3.1	3.5	3.6	3.7	10.7	13.9	14.9
지급임차료	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8
광고선전비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.7	0.8	0.8
기타	2.8	3.1	6.4	9.1	5.6	5.7	5.2	5.4	21.4	21.9	17.5
영업이익	**9.1**	**9.6**	**10.8**	**7.3**	**8.1**	**9.4**	**11.1**	**13.4**	**36.7**	**42.0**	**65.8**
세전이익	**9.7**	**13.5**	**11.8**	**6.9**	**6.8**	**9.6**	**11.4**	**13.7**	**41.9**	**41.6**	**66.9**
지배순이익	**7.8**	**10.2**	**9.0**	**7.3**	**5.5**	**7.5**	**8.9**	**10.8**	**34.4**	**32.7**	**52.6**

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림78 트위치에서 아프리카TV로

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림79 아프리카TV 3:3 농구팀 창단

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

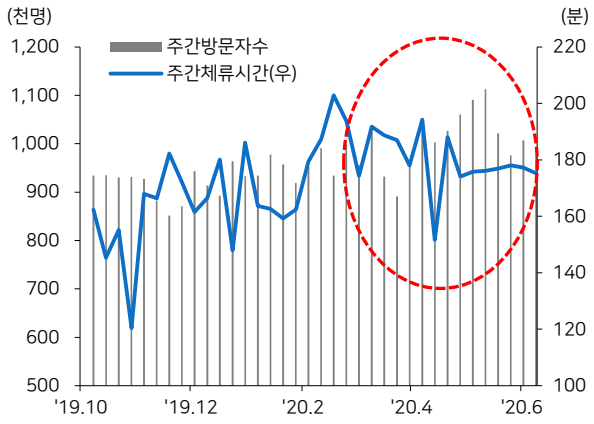
그림80 아프리카TV 낚시 대회

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림81 배드민턴 컨텐츠 활성화

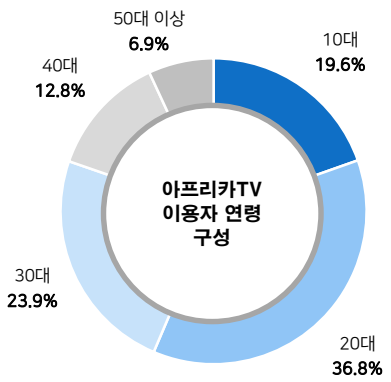
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림82 아프리카TV 주간 방문자수와 체류시간



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림83 아프리카TV 이용자 연령 구성



주: 6월 기준, 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**126.6**	**167.9**	**184.5**	**229.7**	**271.4**
매출액증가율 (%)	33.9	32.6	9.9	24.5	18.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	126.6	167.9	184.5	229.7	271.4
판매관리비	99.5	131.1	142.5	163.9	183.1
영업이익	**27.1**	**36.7**	**42.0**	**65.8**	**88.2**
영업이익률	21.4	21.9	22.8	28.6	32.5
금융손익	0.3	6.4	1.0	2.5	2.5
종속/관계기업손익	-0.7	-1.0	-0.1	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	26.6	41.9	41.6	66.9	86.7
법인세비용	5.3	7.8	8.6	13.9	18.0
당기순이익	**21.3**	**34.2**	**32.3**	**52.3**	**68.4**
지배주주지분 순이익	21.6	34.4	32.7	52.6	68.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**38.8**	**60.8**	**37.2**	**57.3**	**73.6**
당기순이익(손실)	21.3	34.2	32.3	52.3	68.4
유형자산상각비	3.7	9.8	13.3	9.1	5.7
무형자산상각비	0.3	1.0	0.6	0.4	0.3
운전자본의 증감	6.8	10.6	-8.7	6.7	7.8
투자활동 현금흐름	**-26.6**	**-70.0**	**-16.3**	**-16.8**	**-17.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-13.1	-11.8	-10.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.1	-6.7	-1.2	-1.3	-1.3
재무활동 현금흐름	**0.6**	**0.8**	**-7.1**	**-7.1**	**-7.1**
차입금의 증감	1.1	17.0	1.2	0.6	0.7
자본의 증가	7.1	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.7	-8.4	28.4	40.4	55.9
기초현금	23.0	35.7	27.3	55.7	96.1
기말현금	35.7	27.3	55.7	96.1	152.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	95.8	145.0	143.6	187.1	246.3
현금및현금성자산	35.7	27.3	55.7	96.1	152.0
매출채권	7.6	4.2	5.2	5.5	5.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	61.7	83.5	88.7	93.0	97.7
유형자산	25.1	28.2	29.6	31.1	32.6
무형자산	8.1	8.6	9.8	11.3	13.0
투자자산	18.3	23.9	24.1	25.4	26.9
자산총계	**157.5**	**228.6**	**267.8**	**319.8**	**388.1**
유동부채	64.3	93.1	97.2	101.4	105.9
매입채무	0.0	0.5	0.6	0.7	0.9
단기차입금	1.1	2.0	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	13.7	14.3	15.1	15.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	8.1	8.1	8.1	8.1
부채총계	**64.7**	**106.8**	**111.5**	**116.5**	**121.7**
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	48.2	52.2	52.2	52.2	52.2
기타포괄이익누계액	-2.4	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
이익잉여금	46.9	76.2	103.3	150.2	213.3
비지배주주지분	0.5	2.9	1.8	0.2	-2.1
자본총계	**92.9**	**121.8**	**156.3**	**203.3**	**266.4**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	11,124	14,604	16,051	19,983	23,611
EPS(지배주주)	1,894	2,990	2,845	4,576	5,977
CFPS	2,915	4,845	5,158	6,541	8,012
EBITDAPS	2,736	4,127	4,856	6,552	8,194
BPS	8,041	10,346	13,439	17,669	23,354
DPS	470	550	550	550	550
배당수익률(%)	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	20.8	23.0	23.7	14.8	11.3
PCR	13.5	14.2	13.1	10.3	8.4
PSR	3.5	4.7	4.2	3.4	2.9
PBR	4.9	6.7	5.0	3.8	2.9
EBITDA	31.1	47.4	55.8	75.3	94.2
EV/EBITDA	13.0	15.2	12.2	8.5	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.6	32.5	23.9	29.4	29.1
EBITDA 이익률	24.6	28.3	30.3	32.8	34.7
부채비율	69.6	87.7	71.3	57.3	45.7
금융비용부담률	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	3,668.8	88.5	77.5	115.3	145.6
매출채권회전율(x)	23.5	28.6	39.3	42.8	48.1
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2020. 7. 8

NHN 181710

규제완화로 웹보드 상승세

- ✓ 2Q20, 예상치 부합 전망. 웹보드 매출이 4월 7일 규제완화로 인해 PC와 모바일 고르게 성장했으나 COVID-19로 일본 게임, 커머스, 티켓링크, 여행박사 등의 실적은 부진
- ✓ 하반기에도 웹보드 규제완화로 인한 매출 상승세 지속될 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 게임사업부 가치 조정으로 11만원으로 상향

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

RA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

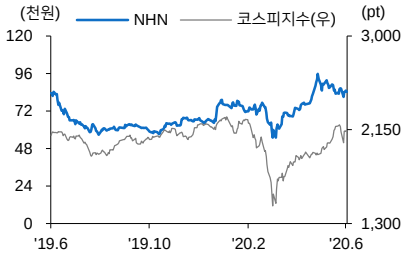
Buy

적정주가 (12 개월)	110,000 원
현재주가 (7.7)	86,900 원
상승여력	26.6%

KOSPI	2,164.17pt
시가총액	17,002억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.86%
외국인비중	11.72%
52주 최고/최저가	95,900원/54,900원
평균거래대금	141.1억원
주요주주(%)	
이준호 외 18 인	47.66
국민연금공단	10.80
한국투자신탁운용	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	30.7	18.2
상대주가	5.3	31.4	15.3

주가그래프



2Q20 실적, 예상치 부합 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,981억원(+8.7% YoY), 295억원(+15.9% YoY)으로 추정하며, 컨센서스(매출액 4,047억원, 영업이익 305억원)에 대체로 부합할 전망이다. 웹보드 매출이 4월 7일 규제완화로 인해 PC와 모바일 고르게 성장했으나 COVID-19로 일본 게임, 커머스, 티켓링크, 여행박사 등의 실적은 부진했다. 영업이익률은 7.4%(+0.5%p YoY)로 전년동기와 유사한데 웹보드/결제 사업부를 제외한 모든 사업부의 매출이 코로나로 인한 부정적 영향 받았기 때문이다.

규제완화로 웹보드 상승세

4월 7일 웹보드 규제완화로 PU(페잉 유저)와 ARPU(객단가)의 구조적 상승이 진행 중이다. 1일 손실한도 폐지로 이용자의 플레이 시간이 증가하며 구매 이용자와 구매 단가가 동시에 성장하고 있어 긍정적이다. 2020년 동사의 웹보드 게임 매출액은 2,185억원(PC 1,620억원, 모바일 565억원)으로 33.0% YoY 증가할 것으로 기대된다.

페이코, 언택트 결제 수혜

7월 페이코도 SC제일은행과의 제휴를 통해 '페이코 제일EZ통장'을 출시, 쿠폰 서비스 역시 파트너사들과의 협업 많아지며 수익모델 구체화되고 있다. 페이코 쿠폰의 평균전환율(CVR)은 5.8%, 평균 광고수익률(ROAS) 역시 1,178%로 업계 평균 각각 2.7%, 400~1,000% 대비 상회한다. 2H20 마이데이타 사업자 선정, 오프라인 사업 활성화(경기도 배달앱의 결제사업자로 선정), 추가 투자유치, 금융 비즈니스의 성장에 따라 기업가치 레벨업이 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2019	1,488.6	86.7	12.3	631	-77.9	80,696	105.9	0.8	6.6	0.8	36.7
2020E	1,670.9	128.0	69.6	3,559	265.1	84,601	24.4	1.0	7.9	4.3	38.6
2021E	1,893.7	171.5	111.2	5,681	51.4	90,054	15.3	1.0	6.5	6.5	39.8
2022E	2,049.8	193.0	125.7	6,422	11.3	96,060	13.5	0.9	5.9	6.9	40.9

표34 NHN 2Q20 실적 – 예상치 부합 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**398.1**	**366.2**	**8.7%**	**394.6**	**0.9%**	**404.7**	**1.6%**
게임	104.3	105.0	-0.6%	104.7	-0.4%	-	-
결제&광고	160.4	131.5	22.0%	151.3	6.0%	-	-
컨텐츠	37.5	48.9	-23.4%	39.4	-5.0%	-	-
커머스	60.5	49.1	23.4%	63.7	-5.0%	-	-
기술	34.2	30.0	14.2%	36.6	-6.5%	-	-
기타	6.2	9.9	-37.1%	4.9	26.2%	-	-
영업이익	**29.5**	**25.4**	**15.9%**	**28.3**	**4.2%**	**30.5**	**3.5%**
세전이익	**32.3**	**27.6**	**16.7%**	**31.1**	**흑전**	**-**	**-**
지배순이익	**16.3**	**9.8**	**65.4%**	**14.1**	**흑전**	**20.6**	**26.2%**
영업이익률(%)	7.4%	6.9%	0.5%p	7.2%	0.2%p	7.5%	0.1%p
순이익률(%)	4.1%	2.7%	1.4%p	3.6%	0.5%p	5.1%	1.0%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표35 NHN 분기별 실적 전망

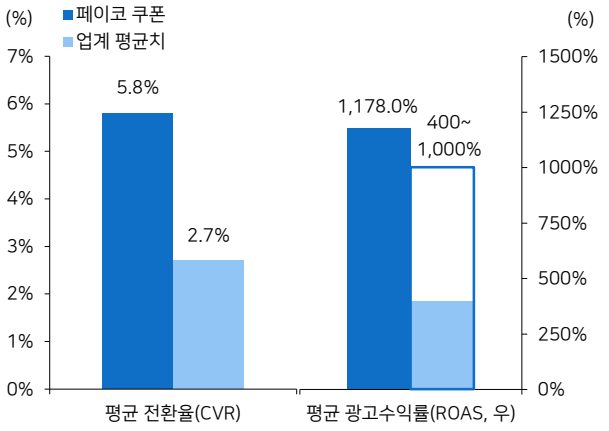
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**370.6**	**366.2**	**351.7**	**400.1**	**394.6**	**398.1**	**423.4**	**454.8**	**1,488.6**	**1,670.9**	**1,893.7**
게임	114.0	105.0	98.8	99.9	104.7	104.3	111.5	120.5	417.7	440.9	517.8
결제&광고	124.0	131.5	122.5	140.5	151.3	160.4	173.3	180.2	518.4	665.3	796.5
컨텐츠	49.6	48.9	44.5	44.8	39.4	37.5	38.6	41.2	187.8	156.7	177.5
커머스	50.8	49.1	52.2	70.8	63.7	60.5	63.2	71.2	222.8	258.6	231.4
기술	25.3	30.0	31.9	43.0	36.6	34.2	35.5	40.2	130.2	146.4	162.3
기타	13.8	9.9	8.6	6.4	4.9	6.2	6.4	6.6	38.6	24.1	28.3
영업비용	**348.9**	**340.8**	**329.7**	**382.6**	**366.3**	**368.6**	**390.3**	**417.7**	**1,401.9**	**1,542.9**	**1,722.2**
인건비	92.7	87.8	83.9	90.1	85.2	86.9	88.6	93.5	354.6	354.2	370.8
지급수수료	202.8	198.3	190.7	235.8	231.5	230.7	246.6	266.4	827.6	975.3	1,109.5
광고선전비	12.1	14.7	16.7	18.9	15.0	15.5	18.3	20.2	62.4	69.0	85.8
감가상각비	18.0	18.3	18.2	15.5	16.5	16.8	17.3	17.8	70.1	68.5	74.1
통신비	6.7	6.9	6.8	6.3	6.5	6.9	7.2	7.2	26.8	27.7	29.1
기타	16.5	14.7	13.4	15.9	11.6	11.9	12.3	12.5	60.5	48.3	53.1
영업이익	**21.7**	**25.4**	**22.0**	**17.5**	**28.3**	**29.5**	**33.1**	**37.1**	**86.7**	**128.0**	**171.5**
세전이익	**28.6**	**27.6**	**43.2**	**-33.9**	**31.1**	**32.3**	**35.9**	**39.9**	**65.5**	**139.1**	**197.1**
지배순이익	**7.3**	**9.8**	**26.0**	**-30.8**	**14.1**	**16.3**	**18.4**	**20.8**	**12.3**	**69.6**	**111.2**

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림84 페이코 쿠폰 서비스

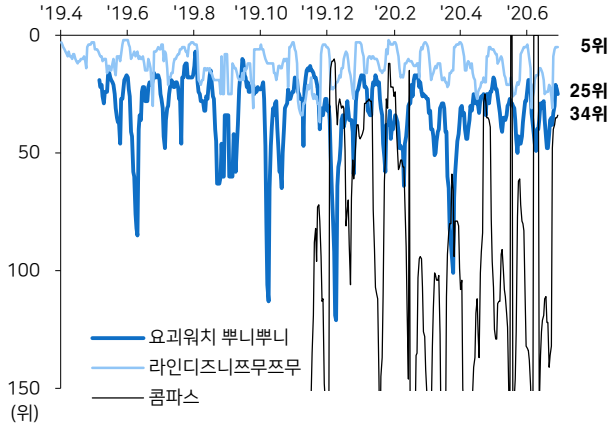
자료: 페이코, 메리츠증권 리서치센터

그림85 페이코쿠폰의 CVR와 ROAS



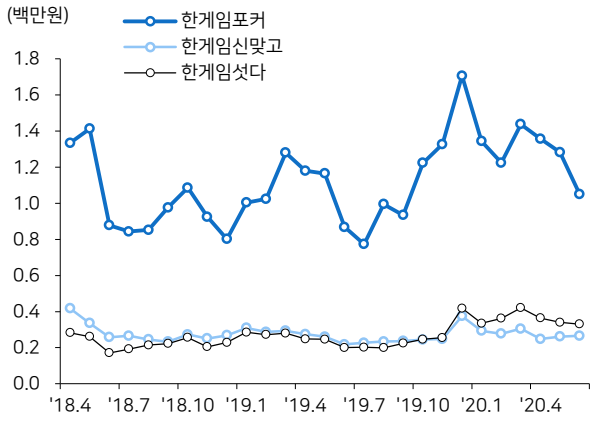
자료: 페이코, 메리츠증권 리서치센터

그림86 일본 주요 게임 매출 순위



주: 2020.7.6 구글플레이 게임 매출 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림87 한게임 포커, 섯다, 신맞고(모바일, 구글) 매출 추이



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림88 3Q20 '용비불패M' 출시 예정

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림89 '크리니컬옵스:리로리드' 소프트론칭 (한국, 일본, 인도)

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표36 NHN 적정주가 산출 내역

(십억원, 배, 만명, 원)	내용
게임	1,448.4
2020E 순이익	96.6
Target PE	15.0
페이코	502.7
총 가입자수	1,100.0
가입자당 가치	66,818.2
기타 투자자산	195.0
총 기업가치	**2,146.2**
적정주가	**110,000**
현주가 (7/7, 원)	86,900
상승여력 (%)	30.5%

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,264.6**	**1,488.6**	**1,670.9**	**1,893.7**	**2,049.8**
매출액증가율 (%)	39.1	17.7	12.2	13.3	8.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,264.6	1,488.6	1,670.9	1,893.7	2,049.8
판매관리비	1,195.9	1,401.9	1,542.9	1,722.2	1,856.7
영업이익	**68.6**	**86.7**	**128.0**	**171.5**	**193.0**
영업이익률	5.4	5.8	7.7	9.1	9.4
금융손익	76.9	10.1	10.2	24.7	25.4
종속/관계기업손익	8.1	-0.1	1.3	1.4	1.4
기타영업외손익	0.2	-31.2	1.9	1.6	1.6
세전계속사업이익	153.8	65.5	139.1	197.1	219.4
법인세비용	49.1	42.4	54.5	69.0	76.8
당기순이익	**104.8**	**23.2**	**84.6**	**128.1**	**142.6**
지배주주지분 순이익	89.4	12.3	69.6	111.2	125.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**38.1**	**107.7**	**159.7**	**210.2**	**229.9**
당기순이익(손실)	104.8	23.2	84.6	128.1	142.6
유형자산상각비	31.0	57.2	49.4	40.3	32.2
무형자산상각비	13.4	12.9	6.1	2.9	2.8
운전자본의 증감	2.9	3.2	6.1	12.5	13.5
투자활동 현금흐름	**23.4**	**-18.7**	**-3.7**	**-4.0**	**-4.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-74.0	-57.2	-13.6	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	83.5	30.8	-12.9	-13.3	-13.7
재무활동 현금흐름	**-44.3**	**-17.0**	**41.1**	**44.5**	**46.7**
차입금의 증감	42.7	13.5	6.7	3.4	3.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.4	71.9	28.9	69.2	80.0
기초현금	368.1	385.5	457.4	486.3	555.5
기말현금	385.5	457.4	486.3	555.5	635.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,006.3	1,058.7	1,129.8	1,244.5	1,373.7
현금및현금성자산	385.5	457.4	486.3	555.5	635.5
매출채권	194.2	139.0	151.1	164.1	178.3
재고자산	37.6	38.2	41.5	45.0	48.9
비유동자산	1,488.3	1,441.6	1,500.8	1,532.2	1,565.4
유형자산	370.8	364.5	370.3	376.2	382.3
무형자산	554.0	468.6	482.6	497.1	512.0
투자자산	460.2	429.4	459.5	470.6	482.7
자산총계	**2,494.7**	**2,500.3**	**2,652.1**	**2,854.1**	**3,078.0**
유동부채	562.5	532.8	586.1	644.7	709.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	89.0	44.8	46.9	46.9	46.9
유동성장기부채	11.4	24.1	29.9	29.9	29.9
비유동부채	112.1	138.8	152.7	168.0	184.8
사채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	40.4	21.0	15.5	15.5	15.5
부채총계	**674.6**	**671.6**	**738.8**	**812.7**	**893.9**
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	-24.4	-17.7	-6.1	-6.1	-6.1
이익잉여금	386.2	400.2	484.8	612.9	755.5
비지배주주지분	237.8	249.9	258.1	279.5	304.6
자본총계	**1,820.0**	**1,828.7**	**1,913.3**	**2,041.4**	**2,184.0**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	64,634	76,085	85,401	96,792	104,767
EPS(지배주주)	4,567	631	3,559	5,681	6,422
CFPS	6,603	9,177	8,959	10,617	11,201
EBITDAPS	5,775	8,012	9,381	10,973	11,655
BPS	80,873	80,696	84,601	90,054	96,060
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	105.9	24.4	15.3	13.5
PCR	8.7	7.3	9.7	8.2	7.8
PSR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR	0.7	0.8	1.0	1.0	0.9
EBITDA	113.0	156.8	183.5	214.7	228.0
EV/EBITDA	8.4	6.6	7.9	6.5	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	0.8	4.3	6.5	6.9
EBITDA 이익률	8.9	10.5	11.0	11.3	11.1
부채비율	37.1	36.7	38.6	39.8	40.9
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	53.4	16.5	23.2	29.6	31.7
매출채권회전율(x)	6.5	8.9	11.5	12.0	12.0
재고자산회전율(x)	46.6	39.3	42.0	43.8	43.6

Industry Brief
2020. 7. 8

컴투스 078340

COVID에 빛을 발하는 글로벌 IP

- ✓ 2분기 실적, 서머너즈워의 역사상 최고 수준의 매출호조로 예상치 상회
- ✓ '컴투스 프로야구 2020'를 비롯한 야구게임 매출 역시 역대 최고 기록 달성
- ✓ COVID-19로 인해 출시 6주년 이벤트와 맞물려 휴면유저들의 컴백, 야구 시즌 개막 지연으로 스포츠게임으로 이용자 쏠림으로 인한 수혜
- ✓ 밸류에이션 저평가는 지속. 3Q '서머너즈워:백년전쟁'의 CBT 결과가 신작 라인업의 성공 여부 예측할 수 있는 주요 이벤트될 것

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

RA **강다예**
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

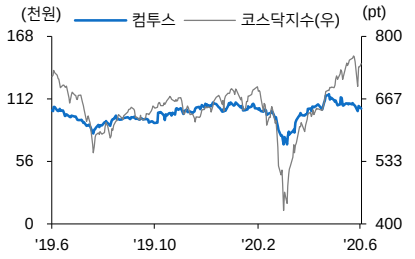
Buy

적정주가 (12 개월)	140,000 원
현재주가 (7.7)	131,800 원
상승여력	6.2%

KOSDAQ	759.16pt
시가총액	16,958억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	63.99%
외국인비중	34.78%
52주 최고/최저가	136,000원/71,100원
평균거래대금	80.3억원
주요주주(%)	
게임빌 외 4 인	29.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.0	28.6	34.4
상대주가	20.5	12.4	22.9

주가그래프



2Q20 실적, 예상치 상회 전망

2Q20 매출액과 영업이익은 각각 1,343억원(+8.2% YoY), 373억원(+15.4% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 1,480억원, 영업이익 348억원) 대비 상회할 전망이다. 2분기 '서머너즈워' 매출액은 1,012억원(일평균 11.0억원)으로 4월 6주년 이벤트와 맞물려 휴면 유저들이 컴백하며 역사상 최고 수준의 매출을 시현하였다. 서머너즈워의 글로벌 DAU는 3Q19 80만명 중반 수준까지 하락하였는데, 2Q20 110~20만명 수준까지 회복하였다. 영업이익률은 27.7%로 외형확대로 1.7%p YoY 상승한다.

3Q20 '백년전쟁'의 CBT에 주목

7월 '서머너즈워:크로니클'의 FGT, 8~9월 '서머너즈워:백년전쟁'의 CBT를 진행하며 4분기 '백년전쟁'의 출시와 '크로니클'의 CBT 준비하고 있어 신작과 관련된 일정은 변함없다. 8~9월의 '백년전쟁'의 CBT는 참여 유저 반응을 통해 향후 신작들의 성공 가능성을 타진할 수 있어 중요한 이벤트이다.

밸류에이션은 계속 저평가되어 왔다

2020년 컴투스 주가 상승률은 26.1% 수준으로 업종평균 43% 수준대비 Underperform하였다. 2020E PER 역시 10.6배 수준으로 글로벌 대표 게임사들의 평균 밸류에이션 대비 크게 할인된 수준이다. 올해 백년전쟁, 크로니클 등을 통해 단일게임사로서의 할인율 해소 여부에 주목한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	481.8	146.6	129.6	10,075	-8.9	65,600	12.8	2.0	6.5	16.2	7.7
2019	469.3	126.0	111.8	8,693	-15.5	71,478	12.4	1.5	5.3	12.7	8.6
2020E	535.5	146.5	159.7	12,410	43.4	82,340	10.6	1.6	6.1	16.1	7.6
2021E	645.6	179.9	196.6	15,279	23.5	95,959	8.6	1.4	4.3	17.1	6.7
2022E	727.9	218.0	222.8	17,318	13.6	111,557	7.6	1.2	3.0	16.7	5.9

표37 컴투스 2Q20 실적 – 예상치 상회 전망

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**134.3**	**124.1**	**8.2%**	**98.3**	**36.6%**	**148.0**	**10.2%**
국내 모바일	30.3	21.1	43.4%	26.4	15.0%	-	-
해외 모바일	104.0	102.9	1.0%	81.9	27.0%	-	-
영업이익	**37.3**	**32.3**	**15.4%**	**23.6**	**57.6%**	**34.8**	**-6.8%**
세전이익	**54.7**	**43.6**	**25.6%**	**40.7**	**34.6%**	**-**	**-**
지배순이익	**40.2**	**38.8**	**3.7%**	**30.0**	**33.9%**	**33.8**	**-15.9%**
영업이익률(%)	27.7%	26.0%	1.7%p	24.1%	3.7%p	23.5%	-4.2%p
순이익률(%)	29.9%	31.2%	-1.3%p	30.5%	-0.6%p	22.8%	-7.1%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표38 컴투스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**107.7**	**124.2**	**116.2**	**121.3**	**98.3**	**134.3**	**140.1**	**162.8**	**469.3**	**535.5**	**645.6**
국내 모바일	20.2	23.9	25.7	26.9	26.4	30.3	32.1	33.4	96.7	122.2	164.5
해외 모바일	87.5	100.3	90.5	94.7	81.9	104.0	107.9	129.4	373.0	423.2	481.1
영업비용	**77.5**	**91.9**	**84.9**	**89.1**	**74.7**	**97.0**	**101.4**	**115.8**	**343.4**	**388.9**	**465.7**
마케팅비	14.6	16.4	16.0	14.6	8.2	18.0	21.0	22.0	61.6	69.2	106.8
인건비	14.0	16.8	16.1	18.2	16.4	17.5	19.0	20.0	65.1	72.9	91.8
지급수수료	39.0	45.5	42.6	43.6	37.2	50.8	53.0	61.7	170.7	202.7	244.5
로열티	3.3	5.3	2.6	2.8	3.7	2.7	2.7	2.7	14.0	11.8	10.8
기타	6.6	7.8	7.5	9.9	9.2	8.0	5.7	9.5	31.8	32.4	11.8
영업이익	**30.2**	**32.3**	**31.3**	**32.2**	**23.6**	**37.3**	**38.6**	**47.0**	**126.0**	**146.5**	**179.9**
세전이익	**39.7**	**43.6**	**40.9**	**23.8**	**40.7**	**54.7**	**56.6**	**65.4**	**148.0**	**217.4**	**258.7**
지배순이익	**30.4**	**38.8**	**32.7**	**9.9**	**30.0**	**40.2**	**41.5**	**47.9**	**111.8**	**159.7**	**196.6**

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표39 2020년 컴투스 신규게임 출시일정

게임명	장르	개발사	시기	진출 국가	특징
드래곤스카이	방치형 슈팅 RPG	노바코 (자회사)	20.3.25	북미, 남미	▪ 게임 속 용을 육성해 전투에 참여하는 방치형 RPG ▪ 3월말 북미시장 론칭
히어로즈워:카운터어택	턴제 RPG	자체개발	20.4.2	동남아 (글로벌)	▪ 태국 20.4.2 런칭 이후 글로벌로 확대 예정 ▪ 다양한 이동과 공격을 동시 진행하는 등 세밀한 영웅 컨트롤 게임
스토리픽	스토리게임 플랫폼	데이세븐 (자회사)	20.4.6	한국	▪ '킹덤', '하트시그널' 등 IP 기반 스토리게임들을 즐길 수 있는 플랫폼
버디크러시	스포츠	데이세븐 (자회사)	2Q20	동남아	▪ 19.8 인도네시아 소프트론칭
스카이랜더스 링오브히어로즈	전략 RPG	자체개발	2Q20	한국 (아시아)	▪ 액티비전 유명 콘솔IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG ▪ 19.2.28 북미/유럽 (아시아제외 120여개국) 출시했으나 성과 부진 ▪ 2Q20 한국, 하반기 동남아에도 출시한다는 계획이나 아직 불확실
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	4Q20	글로벌	▪ '서머너즈워' 원작 이전 시대를 배경으로 영지를 운영하는 전략 게임 ▪ 2020년 3월 FGT, 3Q20 CBT, 4Q20 출시
서머너즈워: 크로니클	MMORPG	자체개발	1Q21	글로벌	▪ 소환수 연계 전투 플레이로 전략적 요소를 강조한 게임. 3Q20 FGT 진행예정
워킹데드 IP 게임	융합장르 RPG	자체개발	2021	글로벌	▪ 퍼즐, 전략시뮬레이션, 방치형요소 등 다양한 장르가 결합된 게임 ▪ 20년 1월 미국 스카이바운드와 전략적 투자 및 사업 제휴 계약 체결

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**481.8**	**469.3**	**535.5**	**645.6**	**727.9**
매출액증가율 (%)	-5.2	-2.6	14.1	20.6	12.7
매출원가	58.9	68.9	85.7	104.9	118.3
매출총이익	422.9	400.4	449.8	540.7	609.6
판매관리비	276.3	274.5	304.2	360.7	391.6
영업이익	**146.6**	**126.0**	**146.5**	**179.9**	**218.0**
영업이익률	30.4	26.8	27.4	27.9	29.9
금융손익	14.7	21.5	22.6	23.7	24.9
종속/관계기업손익	4.7	-3.1	-3.3	-3.5	-3.6
기타영업외손익	4.8	3.7	3.9	4.1	4.3
세전계속사업이익	170.9	148.0	217.4	258.7	294.0
법인세비용	41.2	38.4	60.2	64.7	73.5
당기순이익	**129.7**	**109.6**	**157.1**	**194.1**	**220.5**
지배주주지분 순이익	129.6	111.8	159.7	196.6	222.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**128.6**	**129.8**	**134.5**	**163.7**	**177.2**
당기순이익(손실)	129.7	109.6	157.1	194.1	220.5
유형자산상각비	1.8	5.0	5.0	3.4	2.3
무형자산상각비	0.8	1.7	0.6	0.4	0.4
운전자본의 증감	13.9	1.4	-21.9	-0.1	-0.1
투자활동 현금흐름	**-77.6**	**-89.3**	**-89.3**	**-102.7**	**-116.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.6	-3.5	-0.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-61.5	-70.1	-33.5	-40.2	-48.3
재무활동 현금흐름	**-44.1**	**-37.1**	**-24.3**	**-22.2**	**-35.7**
차입금의 증감	0.0	8.8	-5.3	-0.1	-0.1
자본의 증가	0.3	-0.6	0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.0	2.9	43.8	66.9	78.0
기초현금	25.8	32.8	35.7	79.5	146.4
기말현금	32.8	35.7	79.5	146.4	224.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	774.0	765.5	833.9	921.5	1,012.5
현금및현금성자산	32.8	35.7	79.5	146.4	224.4
매출채권	52.8	48.7	57.4	58.5	59.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	135.3	239.4	279.9	327.8	384.5
유형자산	3.0	14.5	3.8	4.2	4.6
무형자산	2.1	19.8	21.1	21.1	21.1
투자자산	100.7	167.6	201.1	241.4	289.6
자산총계	**909.3**	**1,005.0**	**1,144.2**	**1,319.1**	**1,519.6**
유동부채	63.2	70.7	72.2	73.6	75.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.6	8.8	9.0	9.2	9.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**64.8**	**79.5**	**81.1**	**82.8**	**84.4**
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.7	208.1	208.4	208.4	208.4
기타포괄이익누계액	-0.9	-1.8	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	675.2	769.7	876.5	1,010.2	1,155.9
비지배주주지분	0.5	5.8	3.7	1.8	-0.2
자본총계	**844.5**	**925.4**	**1,063.1**	**1,236.4**	**1,435.2**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,443	36,474	41,617	50,176	56,571
EPS(지배주주)	10,075	8,693	12,410	15,279	17,318
CFPS	11,470	11,001	14,321	17,499	19,322
EBITDAPS	11,601	10,313	11,821	14,276	17,146
BPS	65,600	71,478	82,340	95,959	111,557
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	12.8	12.4	10.6	8.6	7.6
PCR	11.2	9.8	9.2	7.5	6.8
PSR	3.4	2.9	3.2	2.6	2.3
PBR	2.0	1.5	1.6	1.4	1.2
EBITDA	149.3	132.7	152.1	183.7	220.6
EV/EBITDA	6.5	5.3	6.1	4.3	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	12.7	16.1	17.1	16.7
EBITDA 이익률	31.0	28.3	28.4	28.5	30.3
부채비율	7.7	8.6	7.6	6.7	5.9
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6,125.8	439.3	920.5	1,618.0	1,976.7
매출채권회전율(x)	7.6	9.2	10.1	11.1	12.3
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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

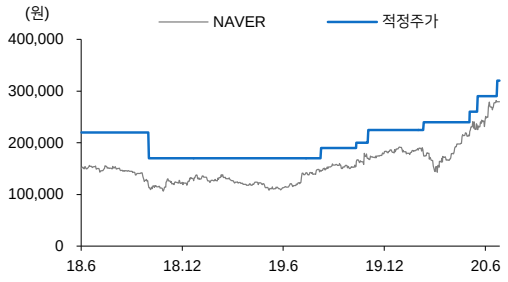
2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.26	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-27.1	-12.6
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-19.1	-15.8
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-19.4	-14.9
2020.02.28	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-25.4	-8.5
2020.05.20	산업분석	Buy	260,000	김동희	-10.6	-7.3
2020.06.03	산업분석	Buy	290,000	김동희	-11.8	-2.9
2020.07.08	산업분석	Buy	320,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

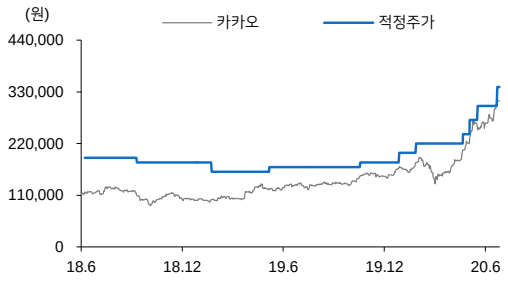


카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.05	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-42.9	-35.6
2019.02.15	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-30.2	-16.3
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-22.4	-11.2
2019.11.07	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-14.2	-7.2
2020.01.15	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.7	-10.5
2020.02.14	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-23.1	-6.4
2020.05.08	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-9.8	-6.3
2020.05.20	산업분석	Buy	270,000	김동희	-4.9	0.0
2020.06.03	산업분석	Buy	300,000	김동희	-10.1	3.5
2020.07.08	산업분석	Buy	340,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

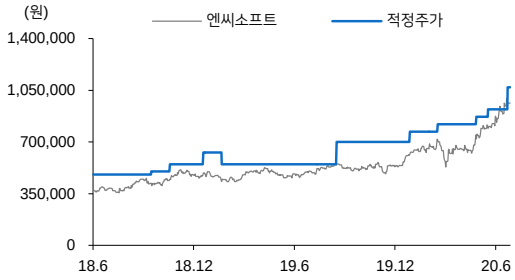


엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-15.0	-6.5
2020.03.05	기업브리프	Buy	820,000	김동희	-21.3	-8.9
2020.05.13	기업브리프	Buy	870,000	김동희	-11.0	-6.2
2020.06.03	산업분석	Buy	920,000	김동희	-5.1	8.2
2020.07.08	산업분석	Buy	1,070,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

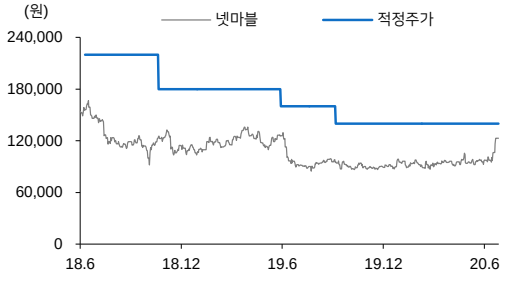


넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

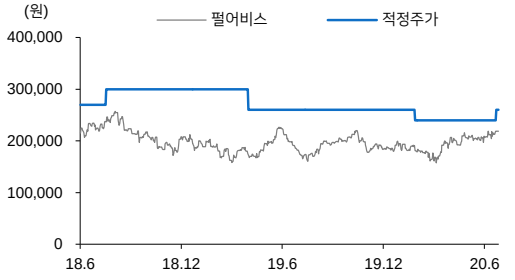


펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.08.13	기업브리프	Buy	300,000	김동희	-33.4	-14.3
2019.04.23	기업브리프	Buy	260,000	김동희	-26.4	-13.0
2020.02.14	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-19.2	-8.8
2020.07.08	산업분석	Buy	260,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

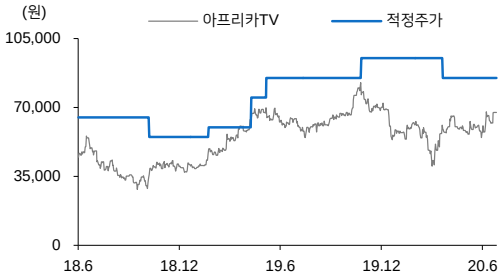


아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.01	기업브리프	Buy	55,000	김동희	-26.6	-15.3
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	-35.9	-17.8
2020.04.07	산업브리프	Buy	85,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

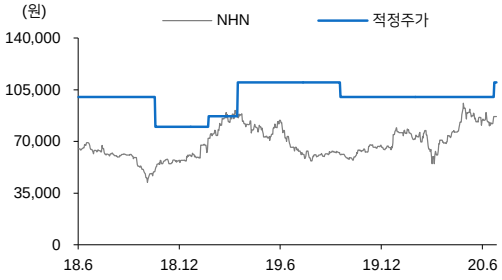


NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

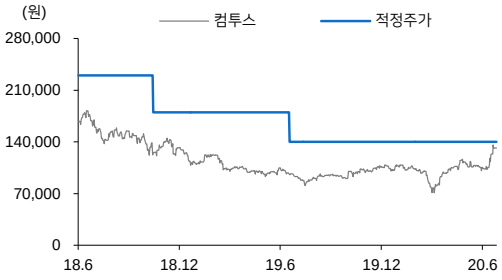
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.12	기업브리프	Buy	80,000	김동희	-27.0	-9.9
2019.02.15	기업브리프	Buy	87,000	김동희	-5.4	4.6
2019.04.08	산업분석	Buy	110,000	김동희	-35.7	-19.3
2019.10.08	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-27.5	-4.1
2020.07.08	산업분석	Buy	110,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.08	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-37.5	-19.4
2019.07.09	산업브리프	Buy	140,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이