

2020. 10. 13



▲ 인터넷/게임

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

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

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	400,000원
카카오(035720)	Buy	450,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,070,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
넷마블(251270)	Buy	180,000원
펄어비스(263750)	Buy	260,000원
아프리카TV(067160)	Buy	85,000원
NHN(181710)	Buy	110,000원
컴투스(078340)	Buy	150,000원

인터넷/게임

‘이 때’ 사셔야 해요

- ✓ 3Q20 인터넷 플랫폼의 실적 양호, 게임은 여름철 외부활동 증가로 쉬어가는 시기
- ✓ NAVER와 카카오 주가는 차익 실현과 규제 이슈 부각되며 숨고르기 국면, 광고/커머스의 매출 성장 지속되며 신규 사업(페이, 웹툰, O2O 등)의 수익화 확대에 21년 이익 성장성은 더욱 극대화될 것. 과도한 주가 조정은 비중확대의 기회
- ✓ 21년은 엔씨소프트가 다수의 신작을 출시하는 메가 사이클, 특히 ‘프로젝트TL’은 PC에 이어 콘솔 게임으로도 출시 준비하고 있어 플랫폼 확대에 따른 멀티플 레벨업
- ✓ Top Picks는 엔씨소프트, NAVER, 카카오

3Q20 인터넷/게임, 대체로 양호

NAVER와 카카오는 가파른 주가상승에 따른 숨고르기 국면, 규제리스크 부각되었으나 광고/커머스/파이낸셜/웹툰 등의 Top Line 성장성은 확대되고 있어 과도한 조정은 언제나 매수기회로 판단된다. 엔씨소프트의 경우 2021년 PC와 모바일 플랫폼에서 최소 2개 이상의 신규게임 출시를 준비하는 메가사이클이 진행될 것으로 20년 4분기를 활용한 매수 전략을 추천한다.

1. 인터넷 플랫폼, ‘이 때’ 사셔야 해요

9월 NAVER와 카카오 주가는 각각 8.6%, 9.2% 하락하며 차익실현과 공정거래위원회 온라인 플랫폼에 대한 규제 가이드라인 제시되며 숨고르기 국면이다. 그러나 두 회사 모두 Top Line의 성장성 유효한 가운데 신규 사업의 수익화 본격화로 이익 레버리지 확대되고 있어 과도한 조정은 2021년 국내 인터넷 플랫폼의 성장을 살수 있는 기회이다. NAVER의 경우 라인 연결실적 제외로 본연의 수익성 극대화되며 A홀딩스 출범으로 2021년 일본, 한국을 비롯한 아시아 인터넷 시장에서 성장 잠재력 부각된다. 카카오는 카카오TV 출범으로 비용 증가에 대한 우려 존재하나 광고/PPL 등의 적극적인 수익화 전략과 외부 파트너십 구축을 통해 리스크 해소할 수 있다. 그보다는 2021년 카카오페이지, 카카오페이, 카카오뱅크 등의 핵심 자회사 기업공개로 인한 재평가가 더욱 기대되는 시점이다.

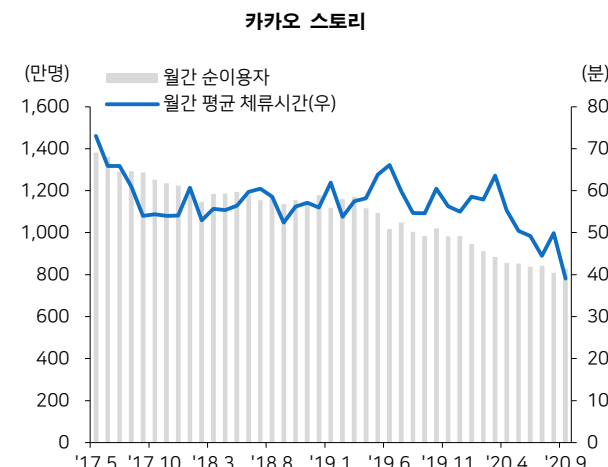
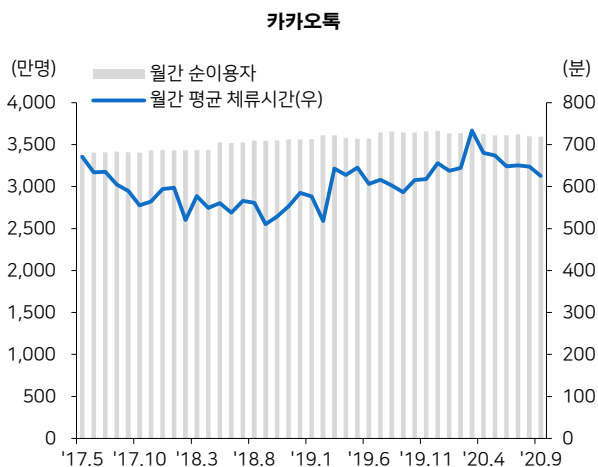
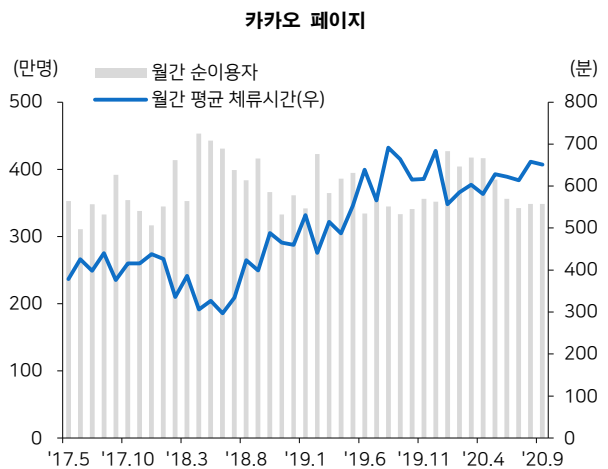
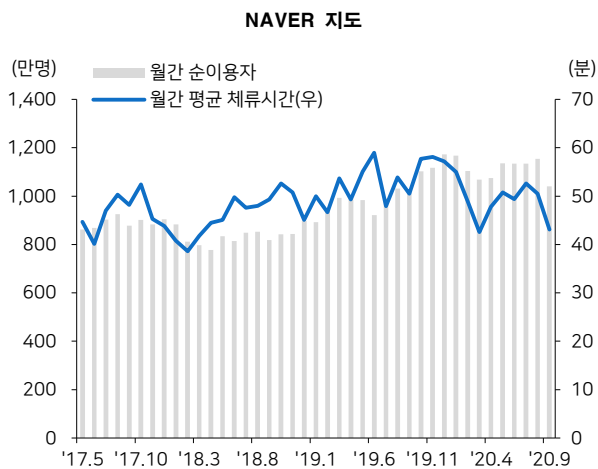
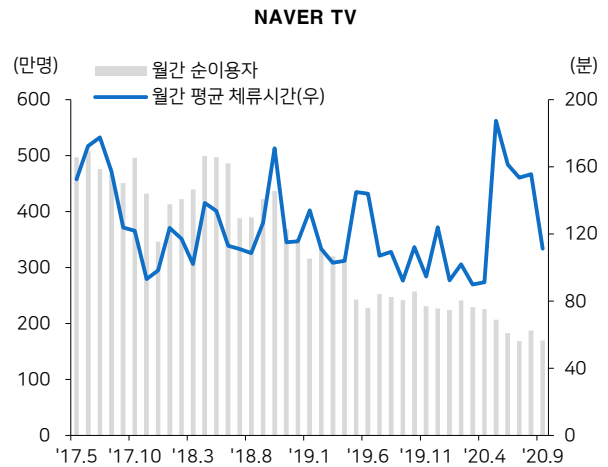
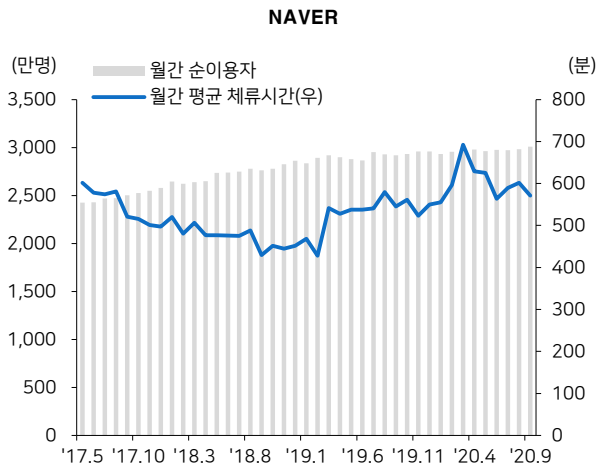
2. 게임, 21년 메가사이클을 준비

2020년 글로벌 게임 시장은 코로나19로 인해 성장성이 크게 확대되었으며 언택트 게임 소비 고착화로 클라우드 게임도 본격 성장할 전망이다. 특히 2021년은 엔씨소프트가 PC와 모바일 플랫폼에서 최소 2개 이상의 신규게임 출시를 준비하는 메가 사이클이다. 특히 ‘프로젝트TL’은 PC에 이어 콘솔 게임으로도 출시 준비하고 있어 플랫폼 확대에 대한 기대감 가져야 한다.

3. Top Picks로 엔씨소프트, NAVER, 카카오 추천

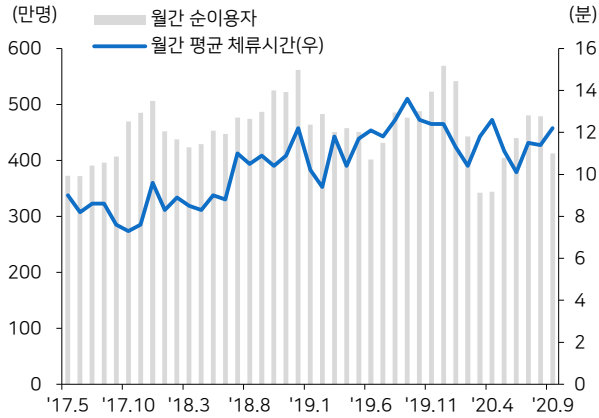
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

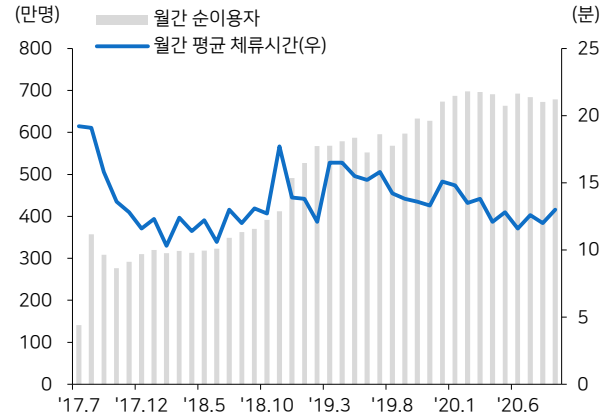


주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어' 에서 2017.1.12 'NAVER TV' 로 명칭 변경해 서비스
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

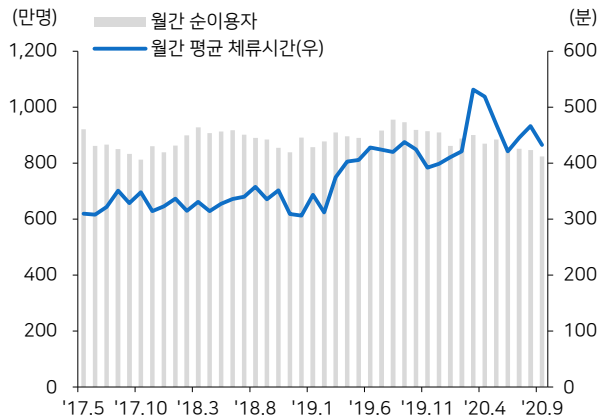
카카오 T



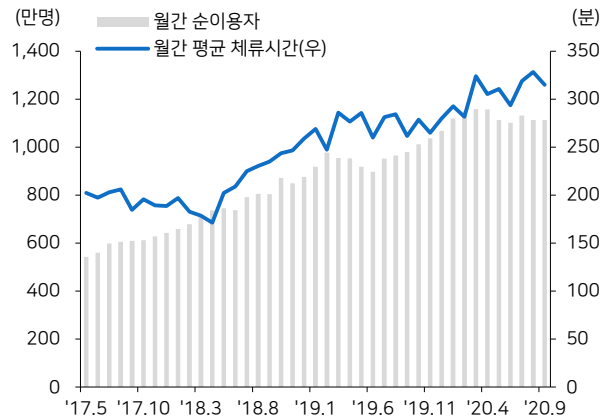
카카오뱅크



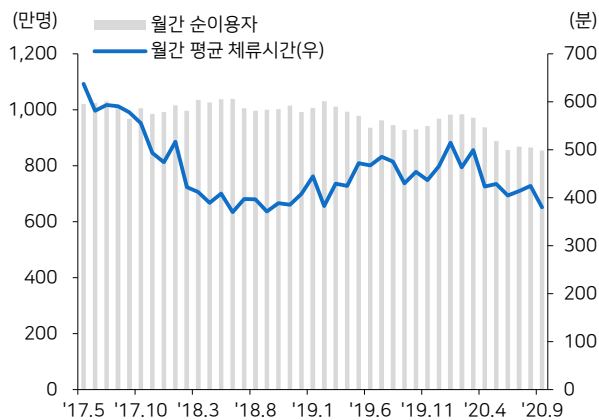
다음



인스타그램



페이스북



Youtube

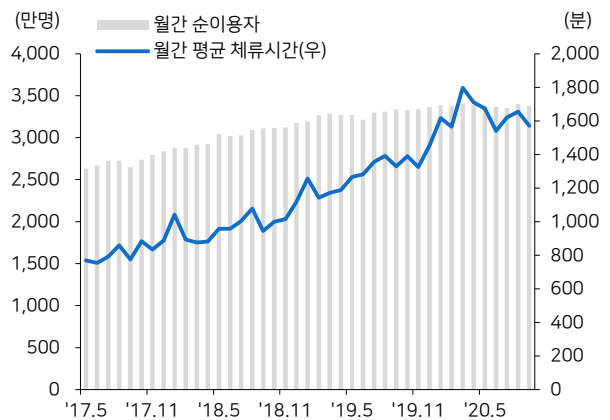
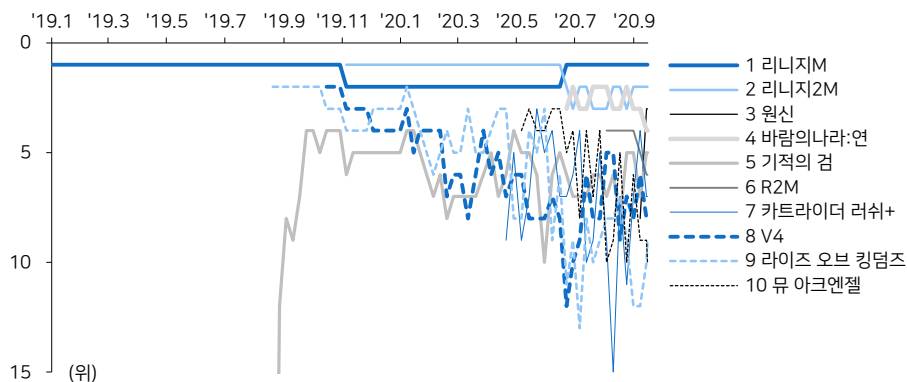
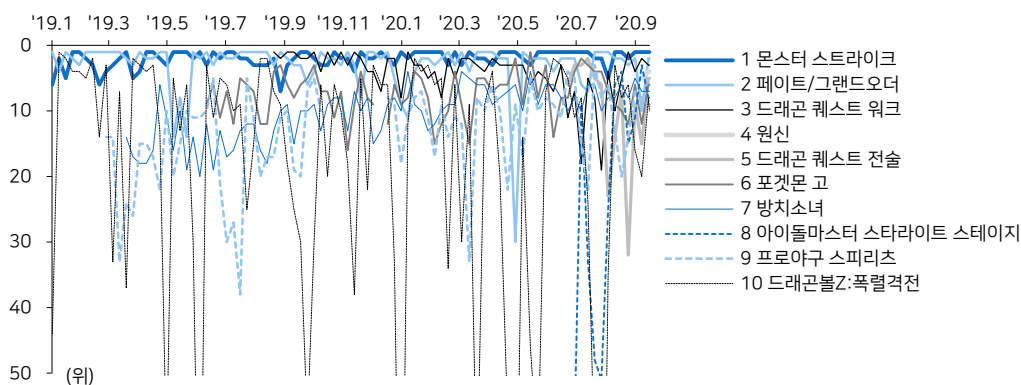


그림2 국가별 게임순위

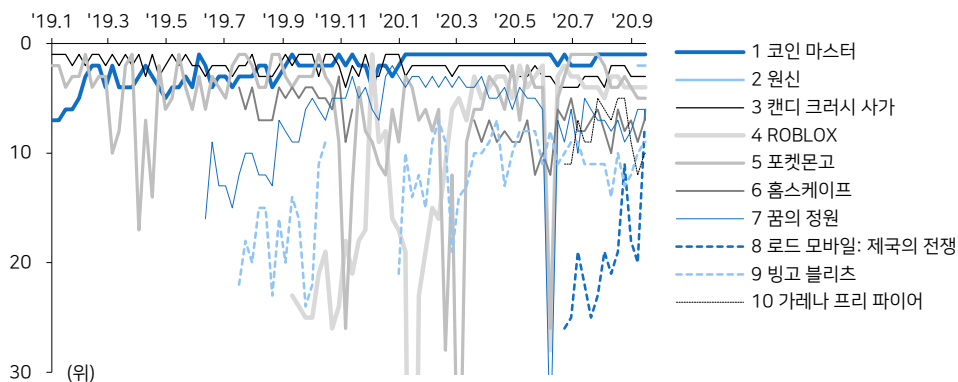
한국



일본

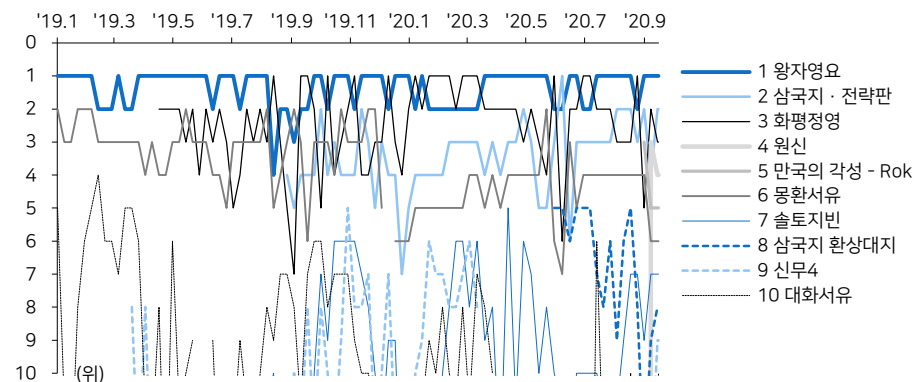


미국



중국

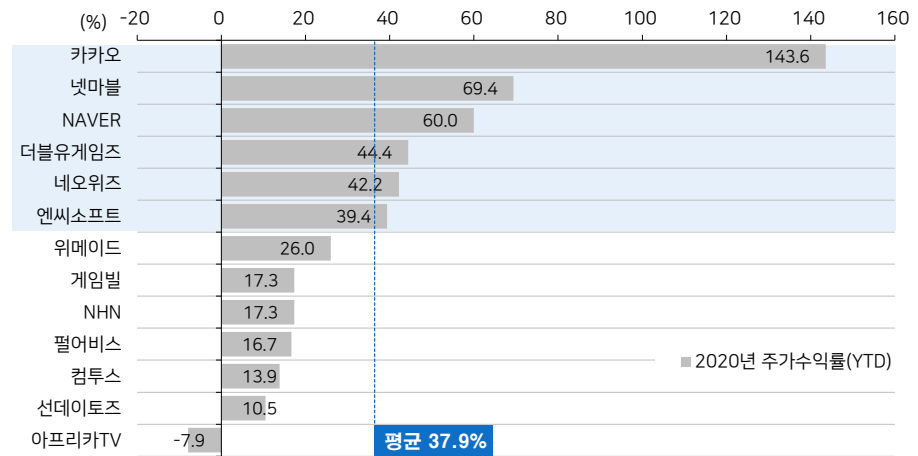
(iOS grossing 기준)



주: 2020.10.12 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

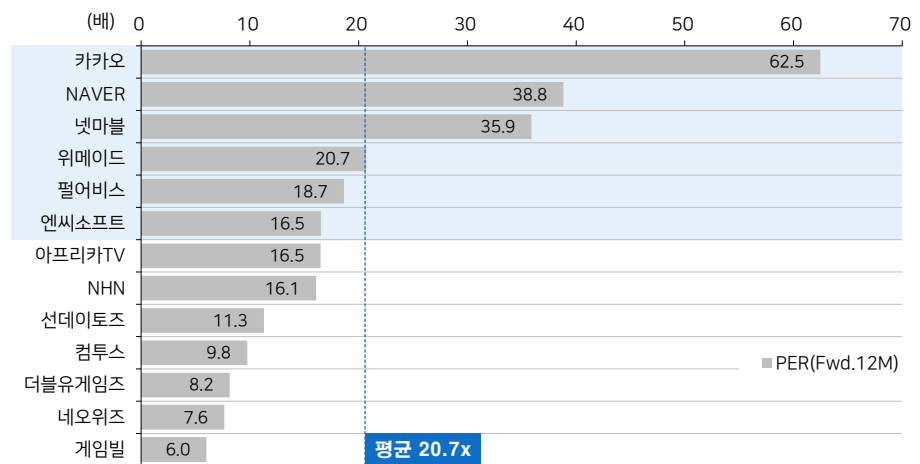
그림3 2020년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2020.10.12 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12m Fwd PER 비교



주: 2020.10.12 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (10.12)	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
인터넷	NAVER	49.4	64.7	37.8	40.7	1.6	8.9	6.5	32.3	7,438.6	8,053.0	1,036.4	1,446.8	764.6	1,309.4
	카카오	33.4	79.5	59.6	31.8	2.5	7.1	5.7	46.8	3,956.8	4,871.6	440.4	676.6	417.8	560.9
	NHN	1.5	20.8	15.0	28.0	0.7	4.4	0.9	5.2	1,672.5	1,891.1	118.4	152.5	71.0	98.7
	아프리카TV	0.7	19.9	15.7	22.1	0.9	25.4	4.4	10.7	186.0	221.8	42.0	54.2	34.5	43.8
게임	엔씨소프트	16.5	22.9	15.6	24.1	0.9	25.9	5.1	14.8	2,530.7	3,278.5	932.2	1,381.0	721.3	1,057.2
	넷마블	13.6	50.0	35.3	49.7	1.0	6.0	2.6	33.9	2,589.3	3,048.4	271.3	438.5	271.3	384.5
	펄어비스	2.8	18.8	19.0	23.9	0.8	22.7	3.6	12.0	524.5	548.6	185.5	177.6	150.4	148.8
	컴투스	1.5	12.5	9.1	13.2	0.9	12.0	1.4	5.3	515.1	670.8	128.1	189.4	120.0	164.5
	더블유게임즈	1.3	9.1	8.1	14.4	0.6	20.5	1.5	5.1	676.3	716.2	209.0	234.7	146.5	164.7
	위메이드	0.6	45.6	19.1	114.1	0.4	4.6	2.7	51.5	120.8	174.7	6.5	36.8	14.0	33.5
	게임빌	0.2	9.1	5.6	42.3	0.2	9.5	0.8	6.7	157.9	185.6	36.8	55.6	25.4	40.9
	Average	11.1	32.1	21.8	29.0	1.0	13.4	3.2	20.4	1,851.7	2,150.9	309.7	440.3	248.8	364.3

주: 3yrs EPS CAGR은 2020~2023 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (10.12)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
			2020E	2021E						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
		(십억달러)			(%)	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
인터넷	Google	1,029.1	26.4	21.5	18.3	1.4	16.2	4.7	15.5	142.0	171.4	33.2	44.3	40.1	48.8
	Amazon	1,646.2	69.0	54.7	26.8	2.6	22.5	17.7	30.4	368.6	436.0	20.5	29.7	24.8	31.7
	Facebook	753.4	29.6	23.4	22.2	1.3	21.6	6.2	17.6	80.1	99.5	27.1	35.2	26.9	33.0
	Alibaba	811.0	31.9	25.7	27.6	1.2	18.2	5.9	24.9	100.7	127.0	20.6	27.1	25.5	32.3
	Tencent	688.9	38.1	30.9	22.7	1.7	22.8	8.3	26.7	70.6	86.9	22.0	26.2	18.0	22.7
	Baidu	43.1	16.6	13.6	16.9	1.0	8.3	1.6	10.1	15.6	17.6	1.7	2.5	2.7	3.3
	Twitter	36.3	-	65.7	-	-	-5.5	4.4	38.6	3.3	4.1	0.3	0.6	-0.4	0.6
	Snap	39.7	-	275.5	-	-	-32.0	18.9	-	2.2	3.0	-0.2	0.2	-0.3	0.1
	Z Holdings	35.5	45.8	38.1	15.6	2.9	9.8	3.5	14.8	11.1	12.4	1.6	1.9	0.8	1.0
	Rakuten	16.7	-	-	-	-	-9.8	2.4	-	13.8	15.6	-0.6	-0.4	-0.7	-0.3
	LINE	12.4	-	-	-	-	-14.8	9.7	382.1	2.4	2.7	-0.2	0.0	-0.2	0.0
	HUYA	5.7	32.2	23.2	20.3	1.6	12.4	4.0	26.0	1.7	2.1	0.1	0.2	0.2	0.3
게임	Nintendo	73.2	20.9	21.5	11.9	1.8	21.0	4.1	13.2	13.8	13.3	4.5	4.4	3.2	3.2
	Blizzard	60.4	24.1	23.3	0.4	62.0	16.3	4.1	16.7	7.8	8.0	3.2	3.3	2.5	2.6
	Netease	62.6	24.1	20.6	20.0	1.2	19.5	4.7	18.7	10.9	12.6	2.5	2.9	2.5	2.9
	EA	36.8	23.1	21.6	12.4	1.9	18.1	4.5	14.8	6.1	6.3	2.0	2.1	1.6	1.7
	Nexon	21.9	19.8	16.7	12.5	1.6	16.8	3.2	13.5	2.8	3.2	1.2	1.5	1.1	1.3
	Cyberagent	8.0	89.6	59.9	29.8	3.0	11.3	9.9	17.9	4.5	4.7	0.3	0.4	0.1	0.1
Average		298.9	35.1	30.7	18.4	1.8	12.0	6.5	20.0	47.7	57.0	7.8	10.1	8.3	10.3

주: 3yrs EPS CAGR은 2020~2023 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

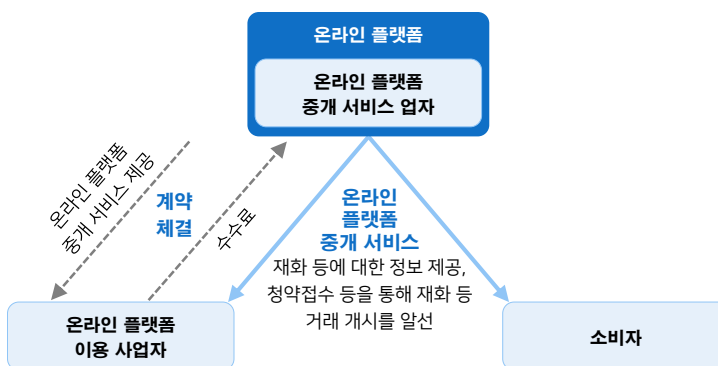
플랫폼 규제 불확실성 해소

온라인 플랫폼 공정화법 입법 예고

규제 리스크 해소 국면

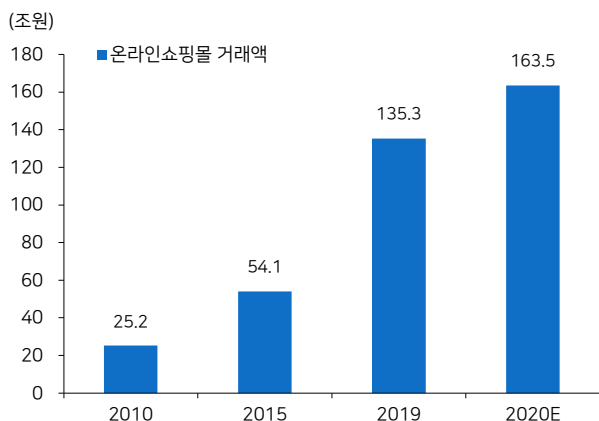
9월 28일 공정위원회는 “온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률(온라인플랫폼 공정화법)” 제정안을 마련하여 11월 9일까지 40일간 입법예고하였다. 인터넷 플랫폼 운영에 대한 기본적인 가이드 라인 제시로, 플랫폼 생태계의 공정하고 지속가능한 발전이 가능한 제도적 기반을 마련하겠다는 취지이다. 코로나19로 인해 비대면 거래가 급증하고 네트워크 효과로 지배적 사업자의 영향력 더욱 강화되고 있어 온라인 플랫폼의 공정거래 및 상생협력 기반 제정은 중장기적으로 긍정적이다. 참고로 2020년 공정위는 총 12회의 업계 의견과 전문가 자문을 통해 혁신과 성장이 지속될 수 있는 생태계가 구축하는 법 제정안을 마련하였으며 주요 내용은 1) 계약서 작성과 교부 의무, 2) 계약 변경시 사전통지 의무, 3) 거래상 지위 남용 행위 금지 등이다.

그림5 온라인 플랫폼 중개 서비스 등 개념



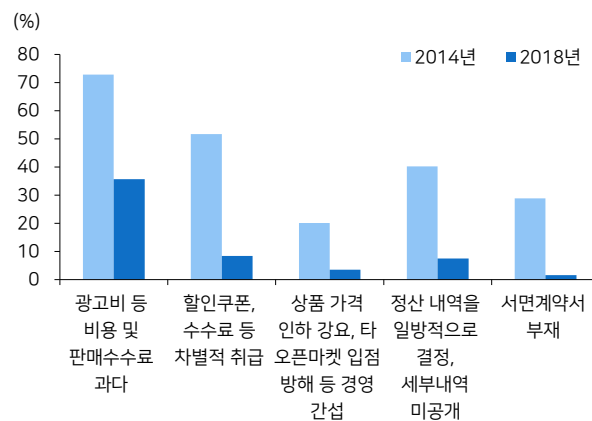
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 온라인 쇼핑물 거래액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 온라인 플랫폼 불공정 행위 실태조사 - 감소 추세



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

표3 온라인 플랫폼 공정화법 입법 예고 내용

구분	내용
법 적용 대상	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 플랫폼 중개 서비스 제공 사업자 오픈마켓, 배달앱, 앱마켓, 숙박앱, 승차중개앱, 가격비교사이트, 부동산, 중고차 등 정보제공 서비스 검색광고 서비스 해당
규모 요건	<ul style="list-style-type: none"> 직전 사업연도 매출액과 중개 거래금액이 각각 100억원, 1,000억원 이상인 경우
계약서 작성 및 교부 의무	<ul style="list-style-type: none"> 수수료의 부과 기준 및 절차 계약 기간, 계약 갱신 및 내용 변경 절차, 계약 해지 사유 및 절차 온라인 플랫폼 중개 서비스 등의 개시, 제한, 정지의 기준 및 절차 다른 온라인 플랫폼 이용 등을 제한하는지 여부 판매 과정에서 발생한 손해에 대한 부담 기준 재화 등의 정보가 노출되는 방식 및 노출 순서 결정 기준
사전 통지 의무	<ul style="list-style-type: none"> 계약 내용을 변경하거나 서비스를 제한, 중지, 해지하는 경우 최소 15일 이전에 사전통지
불공정행위 금지	<ul style="list-style-type: none"> 구입 강제 행위, 경제상 이익 제공 강요 행위 부당한 손해 전가 행위, 불이익 제공행위, 경영간섭 행위 등 금지
향후 계획	<ul style="list-style-type: none"> 입법예고 기간(20년 9월 28일~11월 9일)까지 이해관계자, 관계부처 등의 의견 수렴 규제/법제 심사, 차관/국무회의를 거쳐 개정안을 국회에 제출할 예정

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

표4 온라인 플랫폼 중개 거래의 공정화에 관한 법률

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

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 플랫폼 산업의 구조와 규제 방향

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

공정위, NAVER에 과징금 부과 결정

규제 관련 이슈 다 나왔다

9~10월 공정거래위원회는 NAVER의 부동산, 쇼핑, 동영상에 대한 지배력 남용과 관련하여 총 277억원의 과징금을 부과하였다. 부동산은 경쟁사에 확인매물 등의 DB를 제공하지 않았다는 점, 쇼핑은 자사 오픈마켓 판매자 제품을 눈에 잘 띄도록 검색 알고리즘을 변경하였다는 점 등과 관련되었다. 그러나 NAVER는 1) 시장의 지배적 사업자의 정의가 명확하지 않으며, 2) 불공정과 소비자의 권리/선택의 경계 역시 불분명, 3) 특정 기업의 '지적재산권'으로 봐야하는 부분들이 있어 행정소송 등을 통해 적극 대응해 나간다는 입장이다.

또한 공정위가 지적한 쇼핑 비즈니스 관련된 내용들은 2013년의 일부 사례로 그동안 다수의 검색로직 개편을 통해 수정된 바 있다. 따라서 향후 추가적으로 비즈니스에 영향을 줄 내용은 제한적이며, NAVER 주가 측면에서는 규제 관련 불확실성이 해소되었다는 측면에서 긍정적이다.

표5 공정위, NAVER의 지배력 남용 심의 결과 발표

분야	법 위반행위 내용	조치 결과
네이버 부동산	네이버 부동산 확인매물 정보를 제 3자에게 제공하지 못하도록 한 행위	시정명령 및 과징금 약 10.3억원
네이버 쇼핑	자사 오픈마켓 입점업체 상품이 검색 결과 상단에 노출되기 유리하도록 검색알고리즘 변경	시정명령 및 과징금 약 265억원
네이버 동영상	자사 동영상에 가점을 주거나 경쟁사에 검색알고리즘 개편 사실을 알리지 않는 방식으로 검색결과 왜곡	시정명령 및 과징금 약 2억원

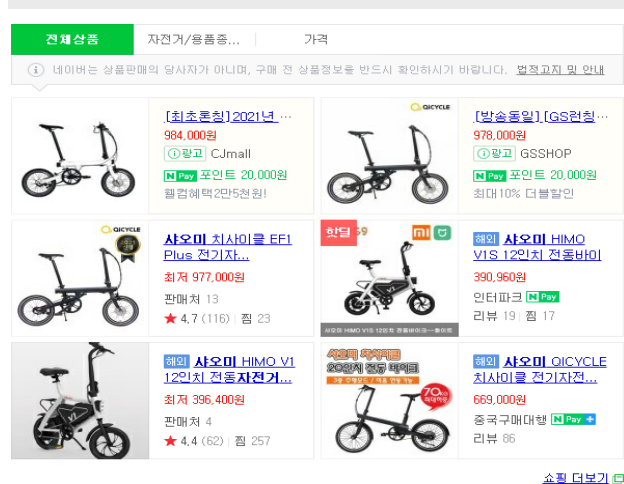
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 네이버 부동산 확인매물 서비스



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 네이버쇼핑 콘텐츠는 검색알고리즘 기반



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

앱마켓 수수료 공방

인앱 결제 공방, 해결해야 하는 이슈

“인앱결제 처리 과정엔 API가 통합돼 있다. 고객이 인앱결제를 하면 API가 결제수단을 보내준다. 오프라인 상점에서 주인에게 결제수단을 제시하는 것과 같다고 보면 된다. API가 제시한 방식이 승인되면, 결제 프로세서가 거래를 처리한다.”

— 에픽게임즈가 캘리포니아 북부지역법원에 제출한 소장의 내용

에픽게임즈, 애플의 과금 시스템에 이슈 제기하며
인앱 결제 공방 본격화

8월 에픽게임즈는 자사의 '포트나이트'에 애플의 과금 시스템을 이용하지 않고 더 저렴하게 아이템을 구입할 수 있는 장치를 도입하며 애플의 앱스토어 수수료 부과 정책에 강하게 반발해왔다. 애플에서는 약관을 위반한 '포트나이트'를 스토어에서 삭제하였고 9월말부터 양사는 법적 소송을 진행 중이다. 에픽게임즈는 API와 결제 프로세서가 앱 바깥에서도 이루어질 수 있어야 한다고 주장한다. 그러나 애플은 인앱결제 자체를 앱스토어 내에 통합된 시장(after market)이라고 설명한다. 애플과 에픽게임즈의 법적 공방의 2가지 쟁점은 1) 앱 배포 과정과, 2) 인앱결제 과정 독점 이슈이다. 애플이 인앱 결제를 제외한 다른 방식을 허용하지 않는 것이 경쟁 위반 행위에 해당되느냐가 중요하다. 소송 결과에 따라 앱비즈니스에 큰 영향 미칠 수 있어 결과에 주목한다. 한편 9월 24일에는 반 애플 단체 “앱 공정성을 위한 연합”이 결성되었는데 스포티파이, 베이스캠프, 매치그룹, 타일, 블릭스, 디저 등이 참여하며 탈마켓에 대한 움직임이 확대되고 있다.

구글도 인앱결제 부과 의무화

9월말 구글은 “구글플레이를 통해 배포되는 앱 중 디지털 재화에 대한 인앱결제를 제공하는 앱은 구글플레이 결제 시스템을 사용해야 한다.”고 밝혔다. 이에 따라 구글플레이에 새롭게 등록되는 신규앱은 2021년 1월부터 구글플레이 인앱 결제가 의무화된다. 이미 구글플레이 등록 앱의 98%가 이 정책을 준수해왔으나 음원, 동영상, 웹툰 등 비게임 앱 전반에도 인앱결제 의무화를 명확히 했다는 점과 ‘우회 결제’가 금지된다는 점 등에 있어 구글 과금 정책도 지속적으로 강화되고 있다.

그림11 '포트나이트', 애플 앱스토어에서 삭제



자료: 에픽게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '앱 공정성을 위한 연합' 결성되는 등 탈마켓 움직임



자료: Coalition for App Fairness, 메리츠증권 리서치센터

클라우드, 비대면 시대를 연결하는 콘텐츠

게임 구독 경쟁 본격화

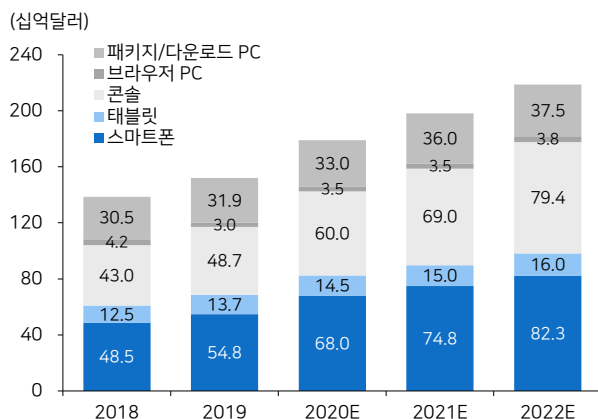
비대면 콘텐츠 소비 확대

글로벌 클라우드 게임 시장은 올해 비대면 콘텐츠 소비 트렌드 확대와 상위 사업자들의 공격적인 투자로 인해 성장이 본격화되고 있다. 아마존은 1위 클라우드 서비스 경쟁력에 근거하여 '루나'를 출시하였으며 구글은 '스테디아'로 클라우드 게이밍 대중화를 주도, 마이크로소프트 역시 최근 글로벌 1위 비디오게임 개발사 '베데스다'를 인수하는 등 움직임이 빨라지고 있다.

올해 클라우드 게임 시장은
6억달러 규모,
23년 4배 증가 예상

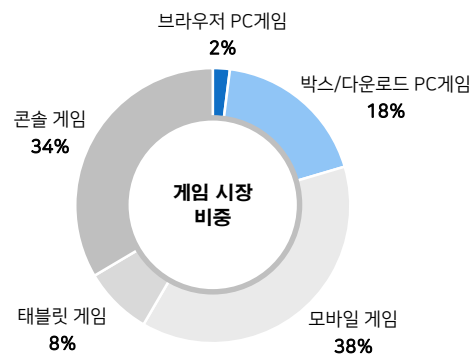
2020년 글로벌 클라우드 게임 시장은 6억달러 규모로 전체 게임시장 내 비중이 아직은 0.34%에 불과하나 콘솔이나 PC 대신 서버가 게임을 실행하고 인터넷을 통해 게임 플레이 비디오를 전송할 수 있어 진입장벽이 낮아 최근 성장세가 가파르다. 2023년에는 32억달러 규모로 올해 대비 5배 이상 증가할 것으로 기대된다.

그림13 20년 글로벌 게임 시장은 17.7% 증가 예상



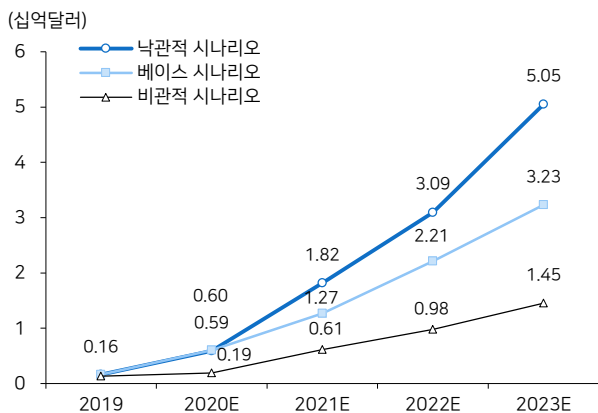
자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림14 플랫폼별 게임 시장 비중 - 콘솔은 블루오션



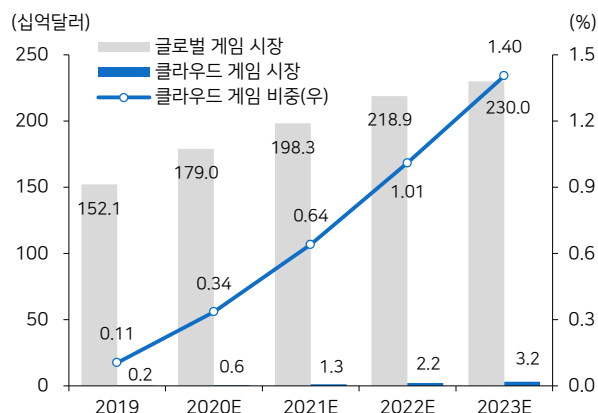
자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림15 글로벌 클라우드 게임 시장 규모



자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림16 클라우드 게임 비중 - 23년 4배 이상 확대



자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

양질의 콘텐츠 확보가 관건

"가입자 수가 수익으로 이어지는 구독형 서비스에서 가장 중요한 무기는 콘텐츠"

콘솔/클라우드 게임 시장은 글로벌 IT 업체들이 주도하며 기술적인 측면에서 서비스 운영 능력은 대동소이하게 비슷해질 것으로 판단한다. 결국 양질의 콘텐츠 확보가 관건으로 PC/콘솔/클라우드 기반에 대응 가능하고 Hit IP를 공급할 수 있는 글로벌 대형 게임개발사에 대한 투자 필요하다.

MS의 베데스타 인수 의미

2020년 마이크로소프트는 베데스타를 인수하였는데 베데스타는 스카이라임으로 유명한 '엘더스크롤', '폴아웃', '둠', '울펜슈타인' 등 다수의 히트작을 개발한 게임사다. MS는 베데스타 인수로 23개에 달하는 게임 스튜디오를 거느리게 되었으며 엑스박스 게임 패스(Xbox game Pass)에 다수의 베데스타 게임을 서비스할 수 있다. 아마존의 루나는 아마존의 4개 게임 개발사의 100개 이상의 콘텐츠와 게임 개발사 유니소프트의 게임을 별도 채널로 공급할 예정이다. 아마존웹서비스(AWS)의 안정적인 클라우드 컴퓨팅 기술을 토대로 서비스 품질을 높였고 월 5.99달러의 가격도 이용자들에게 매력적이다.

구글, 아마존, MS, 소니 등의 경쟁 본격화

구글의 '스태디아'는 '세키로: 새도우 다이 트와이스', '데드 바이 데이라이트', '플레 이어언노운스 배틀그라운드' 등 인기 게임을 서비스하고 있다. 올해 초 스타디아가 단점들, 초기 입력 지연 현상, 게임 콘텐츠와 가격 경쟁력 부족 등의 이슈를 일정 부분 해결하고 현재는 일정 게임을 무료로 제공하며, 구독을 유지할 경우 매월 새로운 게임을 추가하는 등 서비스를 개선시키고 있다. 한편 2020년 11월 소니의 PS5가 출시되어 게이머들의 기대감이 큰데, 콘솔/클라우드 게임 서비스들의 경쟁이 본격화될 전망이다.

표6 클라우드 게임 사업자들의 경쟁 본격화

기업명	소니	구글	엔비디아	마이크로소프트	애플	아마존
서비스명	PS Now	스태디아	지포스나우	xCloud	애플 아케이드	루나
출시 시기	'14.5.19	'19.11.19	'20.2.4	'20.9.15	'19.9.19	'20.9.24
구동환경	Azure	구글 클라우드	NVIDA	Azure	서버	AWS
지원 기기	PS5, PS4, PS3, PS Vita, PC(Window)	TV, 태블릿, 모바일(안드로이드), PC(크롬, 크롬 OS, 크롬캐스트 울트라)	Shield TV, Shield Portable PC, PC(MAC OS, 윈도우7 이상, 크롬 OS), 모바일(안드로이드), Steam, Epic Games Store, Battle.net, Uplay	Xbox one, PC(크롬, Fire, 윈도우), 모바일(안드로이드), 태블릿, 안드로이드 tv	iPad, 모바일(iOS), PC(MAC), TV(MAC OS)	Fire TV, MAC, iPad, 모바일(iOS 출시, 안드로이드 출시예정), 트위치
가입자수 ('20.4 기준)	220만명	100만명	200만명	1,000만명 (Xbox Game Pass 가입자수)	-	-
가격	\$8.99/월	\$9.99/월	\$4.99/월	\$14.99/월 (Xbox Game Pass 이용자)	\$4.99/월	\$5.99/월 (얼리액세스)
국가	12개국 (북미, 유럽, 영국, 일본 등)	14개국 (북미, 유럽, 영국 등)	30개국 (북미, 유럽, 한국 등)	22개국 (북미, 유럽, 한국, 일본 등)	150개국	미국
게임수	750개+	100개+	800개+	170개+	130개+	100개+
처리속도	최소 5Mbps	최소 10Mbps	최소 15Mbps	최소 10Mbps	최소 5Mbps	최소 10Mbps
해상도	720p/30fps, 1080p/60fps	720p, 1080p, 4K/60fps	720p, 1080p/60fps	720p, 1080p, 4K/60fps	720p, 1080p, 4K/60fps	1080p, 4K/60fps

자료: 각사, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

NAVER 035420

불확실성 해소로 투자 기회

- ✓ 3분기 실적에 대한 기대감, NAVER 플랫폼의 수익성은 광고/쇼핑 매출의 고성장과 라인 연결제외 효과 등으로 극대화될 것
- ✓ 공정위의 부동산, 쇼핑, 동영상에 대한 과징금 부과로 규제 관련 불확실성 해소
- ✓ 네이버파이낸셜의 성장, 쇼핑의 분사 가능성, A홀딩스 출범 등 보여줄게 많은 2021년을 대비한 적극적 비중확대 전략 유효. 인터넷 업종 Top Pick

Buy

적정주가 (12개월) **400,000 원**
현재주가 (10.12) **292,000 원**
상승여력 **37.0%**

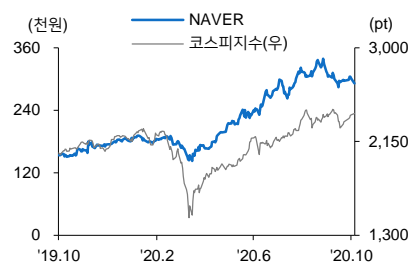
KOSPI 2,403.73pt
시가총액 479,649억원
발행주식수 16,426만주
유동주식비율 76.21%
외국인비중 55.54%
52주 최고/최저가 339,000원/143,000원
평균거래대금 2,966.0억원

주요주주(%)

국민연금공단 12.29
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	75.4	87.2
상대주가	-4.9	35.8	59.2

주가그래프



3Q20 실적, NAVER 플랫폼의 수익성 극대화

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1.37조원(-18.0% YoY), 3,099억원(+53.4% YoY)로 추정하며 라인 연결실적 제외로 컨센서스(영업이익 2,787억원) 대비 상회한다. 3Q 광고 매출액은 1,730억원(+13.3% YoY)로 스마트채널의 성과형 광고 주수, 전환율 등의 성과 매우 양호하며, 비즈니스 플랫폼 매출액은 쇼핑광고 호조로 13.2% YoY 증가한 8,144억원으로 추정한다. 3분기 쇼핑 거래액 성장률은 51% YoY로 코로나19로 상위 전자상거래 사업자에 대한 의존도는 더욱 강화되었으며 라이브커머스, 브랜드스토어, 특가창고 등으로 온라인 쇼핑의 지평을 넓히고 있다. 3분기 IT플랫폼은 네이버쇼핑의 성장으로 67.2% YoY 증가, 콘텐츠 매출액은 라인망가 연결로 123.2% YoY 증가한다. 3Q20부터 라인은 NAVER 연결 실적에서 제외되고 중단 사업손실로 인식, 1Q21부터 Z홀딩스의 지분법이익을 인식하게 된다.

규제리스크 해소는 Buying Opportunity

공정거래위원회는 NAVER의 부동산, 쇼핑, 동영상에 대한 지배력 남용과 관련하여 총 277억원의 과징금을 부과하였다. 불공정과 소비자의 편리/선호도의 경계는 불분명하기에 NAVER는 적극 대응해나간다는 입장이다. 또한 이미 공정위가 지적한 내용들은 다수의 검색로직 개편을 통해 수정된 내용으로 추가적으로 비즈니스에 영향을 줄 내용은 없으며 규제 관련 불확실성 해소 측면에서 긍정적이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 40만원 유지

네이버쇼핑의 분사 가능성과 A홀딩스 출범을 통해 해외 성장성 구체화될 수 있다는 점으로 인해 비중확대 전략 유효하다.

(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	6,478.7	1,090.1	809.3	4,924	58.6	24,113	59.3	12.1	29.3	16.6	78.5
2021E	6,439.3	1,432.2	1,395.5	8,496	103.0	29,844	34.4	9.8	22.7	31.5	87.9
2022E	7,228.0	1,738.4	1,619.2	9,857	17.4	42,670	29.6	6.8	18.7	27.2	70.2

표7 NAVER 3Q20 실적 - 라인 연결제외 효과 본격화

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,365.8	1,664.8	-18.0%	1,902.5	-28.2%	1,852.0	-26.3%
광고	173.0	152.7	13.3%	174.7	-1.0%	-	-
비즈니스플랫폼	814.4	719.3	13.2%	777.2	4.8%	-	-
IT플랫폼	194.4	116.3	67.2%	180.2	7.9%	-	-
콘텐츠서비스	121.6	54.5	123.2%	79.6	52.8%	-	-
LINE 및 기타플랫폼	62.4	622.0	-90.0%	690.8	-91.0%	-	-
영업이익	309.9	202.1	53.4%	230.6	34.4%	278.7	18.4%
세전이익	274.9	180.2	52.5%	175.8	56.4%	-	-
지배순이익	208.7	125.4	66.4%	139.5	49.6%	214.5	2.9%
영업이익률(%)	22.7%	12.1%	10.6%p	12.1%	10.6%p	15.0%	9.1%p
순이익률(%)	15.3%	7.5%	7.7%p	7.3%	7.9%p	11.6%	4.6%p

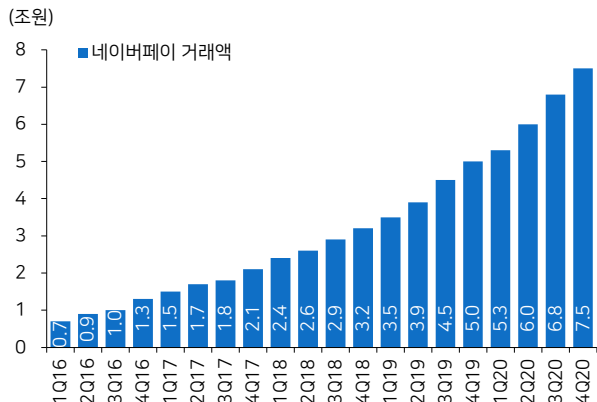
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표8 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	1,732.1	1,902.5	1,365.8	1,478.3	1,484.1	1,566.7	1,646.1	1,742.3	6,593.4	6,478.7	6,439.3
광고	144.0	174.7	173.0	196.5	162.5	195.1	194.3	212.6	633.3	688.2	764.5
비즈니스플랫폼	749.7	777.2	814.4	860.4	844.3	852.3	905.4	938.5	2,851.0	3,201.7	3,540.5
IT플랫폼	148.2	180.2	194.4	214.0	228.0	236.4	242.0	261.6	457.4	736.8	968.0
콘텐츠서비스	55.4	79.6	121.6	141.8	161.1	180.5	196.7	216.6	209.5	398.4	754.9
LINE 및 기타플랫폼	634.8	690.8	62.4	65.5	88.3	102.5	107.6	113.0	2,442.1	1,453.6	411.4
영업비용	1,510.6	1,671.9	1,055.9	1,150.2	1,179.8	1,219.8	1,279.2	1,328.4	5,883.3	5,388.6	5,007.2
플랫폼개발/운영	259.4	263.7	184.2	193.4	197.3	201.2	205.2	209.4	934.1	900.7	813.1
대행/파트너	320.5	361.0	190.5	225.0	225.9	238.5	250.5	265.2	1,219.5	1,097.0	980.1
인프라	89.2	110.0	73.0	72.9	74.4	76.6	78.9	81.3	336.0	345.1	311.2
마케팅	120.7	138.1	88.0	97.1	103.5	107.4	110.0	119.1	413.9	443.9	440.0
LINE 및 기타플랫폼	720.8	799.1	520.2	561.8	578.7	596.0	634.5	653.5	2,979.8	2,601.9	2,462.7
영업이익	221.5	230.6	309.9	328.0	304.4	347.0	366.9	413.9	710.1	1,090.0	1,432.2
세전이익	253.9	175.8	274.9	395.0	370.6	413.7	433.7	480.4	866.7	1,099.5	1,698.4
지배순이익	184.8	139.5	208.7	276.3	313.4	342.1	353.9	386.1	583.1	809.3	1,395.5

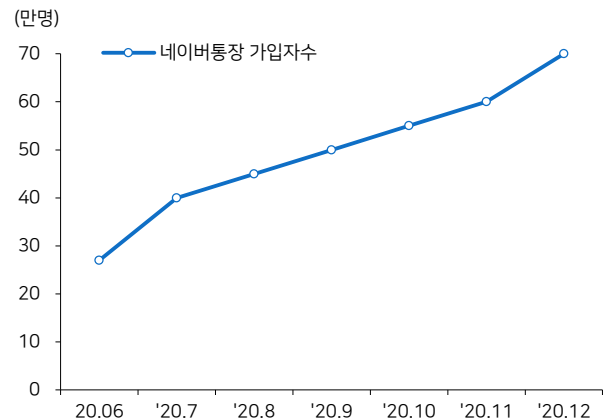
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림17 네이버페이 거래액, 50%가 넘는 고성장 유지



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림18 네이버통장 가입자수 - 연말 70만명 예상



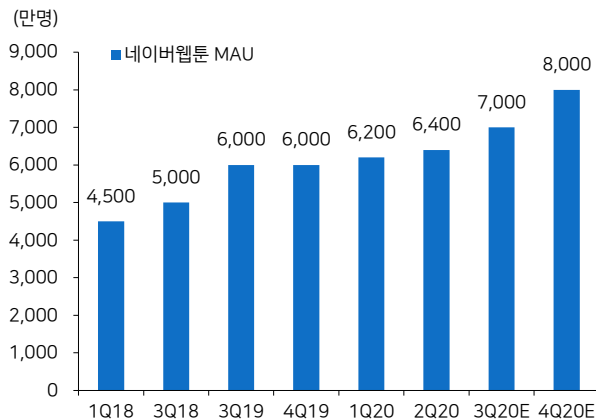
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표9 적정주가 산출 내역

(십억원)	2020E	비고
NAVER (A)	48,206.2	
검색 플랫폼	14,587.3	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2020E NP	729.4	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
쇼핑	14,010.5	
2020E GMV(거래액)	30.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	0.5	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 28% 할인
파이낸셜	7,368.0	
2020E 매출액	736.8	올해 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
웹툰	6,993.0	
네이버웹툰	4,662.0	올해 예상 결재액 대비 PSR 10 배/지분율 66.6% 적용
라인망가	2,331.0	올해 예상 결재액 대비 PSR 10 배/지분율 66.6% 적용
동영상	2,032.4	네이버TV, V라이브의 가치
네이버TV	1,032.4	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
V라이브	1,000.0	유료회원 100만명 * 인당가치 10만원 적용
기타	3,215.0	스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인
Z홀딩스 (B)	12,316.5	NAV대비 30% 할인
Z홀딩스 시가총액	54,138.4	라인 123억달러+ Z홀딩스 349억달러=472억달러, 54조원
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	2,716.1	
자사주 (D)	2,825.0	
총 기업가치 (A+B+C+D)	66,063.7	
적정주가(원)	400,000	
현주가(10/12, 원)	292,000	
상승여력(%)	37.0%	
주식수(천주)	164,813	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림19 네이버웹툰 MAU 8천만명 상회



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표10 공정위, NAVER의 지배력 남용 심의 결과 발표

분야	법 위반행위 내용	조치 결과
네이버 부동산	네이버 부동산 확인매물 정보를 제 3자에게 제공하지 못하도록 한 행위	시정명령 및 과징금 약 10.3억원
네이버 쇼핑	자사 오픈마켓 입점업체 상품이 검색 결과 상단에 노출되기 유리하도록 검색알고리즘 변경	시정명령 및 과징금 약 265억원
네이버 동영상	자사 동영상에 가점을 주거나 경쟁사에 검색알고리즘 개편 사실을 전혀 알리지 않는 방식으로 검색결과를 왜곡	시정명령 및 과징금 약 2억원

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,586.9	6,593.4	6,478.7	6,439.3	7,228.0
매출액증가율 (%)	19.4	18.0	-1.7	-0.6	12.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	6,478.7	6,439.3	7,228.0
판매관리비	4,644.4	5,883.3	5,388.6	5,007.2	5,489.5
영업이익	942.5	710.1	1,090.1	1,432.2	1,738.4
영업이익률	16.9	10.8	16.8	22.2	24.1
금융손익	52.1	245.6	201.9	145.6	160.2
종속/관계기업손익	-85.1	-64.4	-67.6	-71.0	-74.6
기타영업외손익	202.2	-24.5	-35.0	57.0	59.8
세전계속사업이익	1,111.7	866.7	1,099.5	1,698.4	1,992.5
법인세비용	488.8	466.3	472.0	424.6	498.1
당기순이익	627.9	396.8	627.5	1,273.1	1,494.4
지배주주지분 순이익	648.8	583.1	809.3	1,395.5	1,619.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	973.5	1,356.8	1,454.4	1,905.4	1,894.4
당기순이익(손실)	627.9	396.8	627.5	1,273.1	1,494.4
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	289.7	459.2	541.2
투자활동 현금흐름	-388.3	-1,078.1	503.4	-720.6	-1,279.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-535.0	-435.9	-449.0	-462.5	-476.3
투자자산의 감소(증가)	-945.1	-1,304.1	-1,343.2	-1,383.5	-1,425.0
재무활동 현금흐름	751.0	52.3	235.6	578.5	48.1
차입금의 증감	756.1	923.4	454.0	437.7	450.8
자본의 증가	33.1	34.3	35.4	36.4	37.5
현금의 증가(감소)	1,415.3	417.6	-1,781.4	1,777.1	1,167.8
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	4,904.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	3,481.1	5,227.9	6,491.5
현금및현금성자산	3,322.9	3,740.5	1,959.2	3,736.3	4,904.1
매출채권	585.5	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	57.4	55.1	65.0	76.6	90.3
비유동자산	4,495.6	6,655.8	6,552.8	6,859.0	7,358.1
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	3,850.6	4,183.8	4,576.7
자산총계	9,881.2	12,299.5	8,338.9	9,474.4	11,037.4
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	324.5	334.2	344.3
유동성장기부채	0.0	50.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	1,312.4	2,022.5	1,027.0	1,236.9	1,296.4
사채	711.6	752.3	125.0	142.0	142.0
장기차입금	100.1	50.0	0.0	0.0	0.0
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	5,959.7
비지배주주지분	708.9	698.7	709.8	141.2	-525.9
자본총계	5,949.1	6,503.9	4,670.7	5,043.5	6,483.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,898	40,005	39,420	39,201	44,002
EPS(지배주주)	3,937	3,538	4,924	8,496	9,857
CFPS	7,493	7,702	10,590	12,811	15,044
EBITDAPS	7,303	7,330	9,754	11,935	13,896
BPS	31,795	35,223	24,113	29,844	42,670
DPS	314	376	376	376	376
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	31.0	52.7	59.3	34.4	29.6
PCR	16.3	24.2	27.6	22.8	19.4
PSR	3.6	4.7	7.4	7.4	6.6
PBR	3.8	5.3	12.1	9.8	6.8
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,603.0	1,960.5	2,282.6
EV/EBITDA	14.9	24.3	29.3	22.7	18.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.6	16.6	31.5	27.2
EBITDA 이익률	21.5	18.3	24.7	30.4	31.6
부채비율	66.1	89.1	78.5	87.9	70.2
금융비용부담률	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	68.7	20.4	29.8	37.2	43.0
매출채권회전율(x)	9.3	22.5			
재고자산회전율(x)	119.3	117.2	107.9	91.0	86.7

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.krRA 강다예
02. 6454-4884
daye.kang@meritz.co.kr

카카오 035720

‘성장’은 현재진행형

- ✓ 3Q20 실적은 예상치 부합 전망. 광고/거래형 커머스의 성장 지속되며 모빌리티, 페이, 페이지 등의 수익성 개선. 카카오M 역시 콘텐츠 제작 역량 본격화
- ✓ 2021년 핵심 자회사들의 기업공개 여부에 주목. 카카오페이지, 카카오페이, 카카오뱅크 등이 연이어 IPO에 대한 의지 표명
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 45만원 유지. 주가 조정은 국내 대표 모바일 기업을 살 수 있는 기회

Buy

적정주가 (12개월) 450,000 원
현재주가 (10.12) 371,500 원
상승여력 21.1%

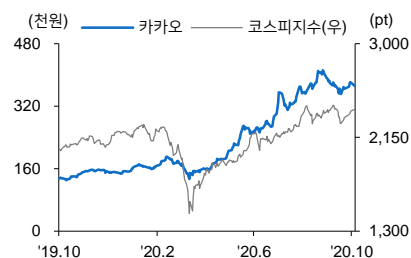
KOSPI	2,403.73pt
시가총액	327,841억원
발행주식수	8,825만주
유동주식비율	69.07%
외국인비중	32.00%
52주 최고/최저가	412,000원/130,500원
평균거래대금	3,880.3억원

주요주주(%)

김범수 외 28인	25.64
국민연금공단	8.47
MAXIMO PTE	6.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	130.7	175.2
상대주가	-2.3	78.6	134.1

주가그래프



3Q20 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,030억(+28.5% YoY), 1,164억(+96.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 1조 168억원, 영업이익 1,159억원)에 대체로 부합할 전망이다. 광고와 커머스 본업은 여전히 고성장하고 있으며, 3Q 토크비 매출액은 2,648억(+63.1% YoY)으로 추정한다. 카카오 쇼핑라이브는 5월 21일 베타서비스 시작후 100일만에 이용자수 100만명, 누적 시청횟수 500만회를 돌파하였다. 3분기 커머스 거래액은 40% YoY 증가를 예상하며 선물하기 위주에서 토크비, 토크스토어, 메이커스 등의 전자상거래형 비즈니스도 크게 증가하고 있다. 3분기 영업이익률은 11.6%로 외형확대로 꾸준히 수익성이 개선된다. 참고로 3분기 신규사업 영업손실은 150억원으로 49.2% YoY 감소될 것으로 추정한다.

또한 3분기 카카오페이 거래액은 15.6조원(+20.9% YoY)으로 지급결제뿐 아니라 금융거래액도 빠르게 증가하고 있다. 올해는 증권계좌 출범 이후 보험 및 자산관리 서비스가 본격화되는 원년이다. 3분기에는 롯데백화점, 아울렛 등 오프라인 대형 가맹점으로 확장, 우리은행·하나은행 등과의 대출 서비스 중개 등의 제휴도 활발히 진행되었다. 카카오페이증권의 금융계좌 오픈 숫자는 출시 6개월만에 200만개, 8월 소액투자 건수는 400만건 이상을 기록하였다.

투자 의견 Buy, 적정주가 45만원 유지

9월 카카오 주가는 9.2% 하락하며 가파른 주가 상승에 따른 차익 실현과 카카오투비 출범으로 수익성 훼손에 대한 우려가 존재했다. 카카오투비의 경우 영상 서비스 시청 기간을 감안하여 수익과 비용을 안분해서 인식하며 파트너십 구축으로 투자 부담 완화시킬 수 있어 수익성 훼손 우려는 제한적이다.

(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	3,907.3	438.6	456.9	5,263	흑전	64,075	70.6	5.8	48.4	8.5	44.9
2021E	4,587.1	608.5	618.8	7,123	31.6	69,418	52.2	5.4	38.0	10.7	42.3
2022E	5,323.7	848.2	749.0	8,622	21.5	75,831	43.1	4.9	29.1	11.9	39.5

표11 카카오 3Q20 실적 - 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,006.6	783.2	28.5%	952.9	5.6%	1,016.8	-1.0%
플랫폼 부문	512.4	350.7	46.1%	492.7	4.0%	-	-
특비즈	264.8	162.4	63.1%	248.4	6.6%	-	-
포털비즈	114.1	126.1	-9.5%	117.5	-2.9%	-	-
신사업	133.4	62.3	114.3%	126.8	5.2%	-	-
콘텐츠 부문	494.2	432.4	14.3%	460.2	7.4%	-	-
게임 콘텐츠	102.7	99.0	3.8%	107.5	-4.4%	-	-
뮤직 콘텐츠	158.3	151.5	4.5%	151.0	4.8%	-	-
유료 콘텐츠	128.8	91.9	40.1%	119.0	8.2%	-	-
IP비즈니스 기타	104.5	90.1	16.0%	82.7	26.4%	-	-
영업이익	116.4	59.1	96.9%	97.8	19.0%	115.9	0.4%
세전이익	154.1	88.8	73.5%	204.1	흑전	-	-
지배순이익	112.2	55.7	101.3%	139.8	흑전	106.4	5.4%
영업이익률(%)	11.6%	7.5%	4.0%p	10.3%	1.3%p	11.4%	0.2%p
순이익률(%)	11.1%	7.1%	4.0%p	14.7%	-3.5%p	10.5%	0.7%p

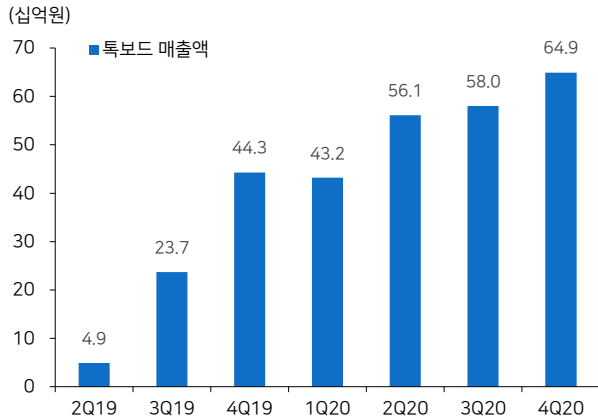
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표12 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망 - 구조적인 이익 성장기

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	868.4	952.9	1,006.6	1,079.4	1,056.6	1,109.2	1,170.4	1,250.9	3,070.1	3,907.3	4,587.1
플랫폼 부문	441.8	492.7	512.4	551.3	549.7	584.6	609.2	654.0	1,434.7	1,998.2	2,397.5
특비즈	224.7	248.4	264.8	287.0	291.2	304.6	325.0	345.4	649.8	1,025.0	1,266.2
포털비즈	116.6	117.5	114.1	123.2	110.6	118.1	112.5	121.0	523.6	471.3	462.2
신사업	100.5	126.8	133.4	141.2	148.0	162.0	171.7	187.5	261.2	501.9	669.2
콘텐츠 부문	426.6	460.2	494.2	528.1	506.8	524.6	561.2	596.9	1,635.4	1,909.1	2,189.6
게임 콘텐츠	96.8	107.5	102.7	112.3	99.5	108.8	105.1	114.2	397.4	419.3	427.5
뮤직 콘텐츠	150.7	151.0	158.3	162.5	162.8	157.1	167.8	175.5	586.6	622.6	663.1
유료 콘텐츠	97.0	119.0	128.8	137.9	147.7	158.4	169.9	182.3	297.2	482.6	658.2
IP비즈니스 기타	81.9	82.7	104.5	115.4	96.8	100.4	118.5	125.0	354.1	384.5	440.7
영업비용	780.2	855.1	890.3	943.2	912.6	970.5	1,019.7	1,075.9	2,863.3	3,468.7	3,978.6
인건비	198.7	216.5	220.0	238.0	228.0	239.4	251.3	279.7	701.5	873.2	998.4
지급수수료	381.7	409.5	439.2	452.3	401.8	436.5	461.1	474.9	1,367.9	1,682.6	1,774.4
광고선전비	29.9	38.5	40.5	53.2	52.8	55.5	58.5	62.5	151.2	162.1	229.4
무형자산상각비	18.0	18.5	19.1	24.5	25.7	27.0	28.4	29.8	72.0	80.1	110.9
외주가공비	42.0	42.8	44.1	46.2	48.5	50.9	53.5	56.2	159.8	175.1	209.1
기타	110.0	129.2	127.4	129.0	155.7	161.2	166.9	172.8	410.9	495.6	656.5
영업이익	88.2	97.8	116.4	136.2	144.0	138.8	150.7	175.0	206.8	438.6	608.5
세전이익	126.6	204.1	154.1	175.6	198.4	195.8	209.9	236.4	-234.3	660.5	840.7
지배순이익	77.5	139.8	112.2	127.5	147.1	145.2	153.7	172.8	-301.0	456.9	618.8

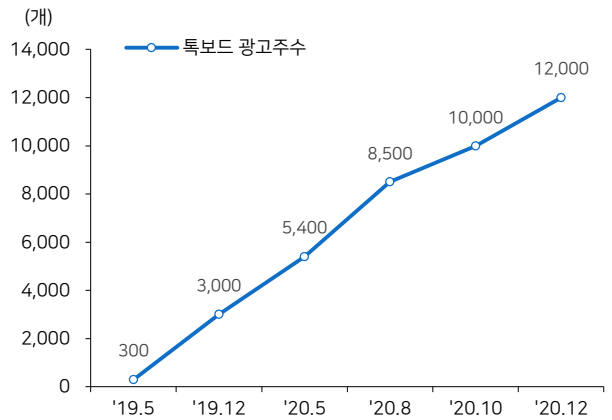
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림20 특보드 매출 - 4분기 계절적 성수기 효과 기대



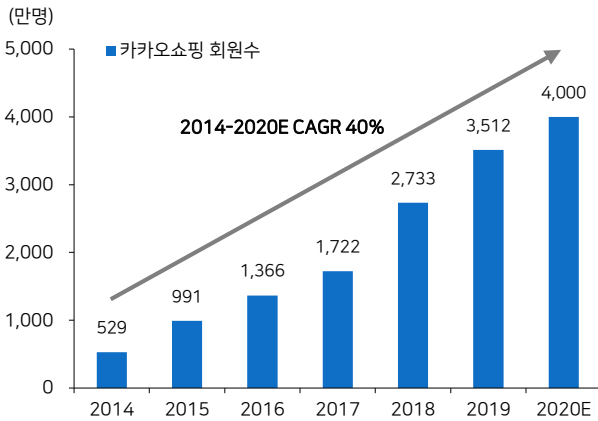
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림21 특보드 광고주수 - 10월 현재 1만개 넘어섬



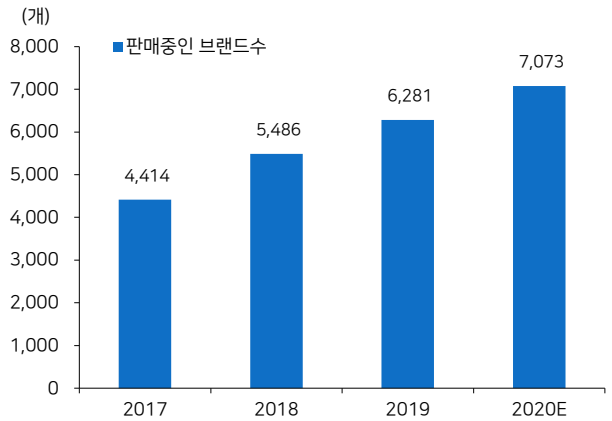
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림22 카카오톡 회원수



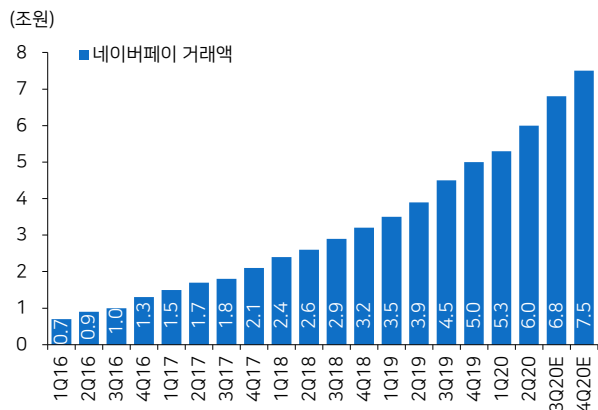
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림23 카카오톡 판매중인 브랜드수



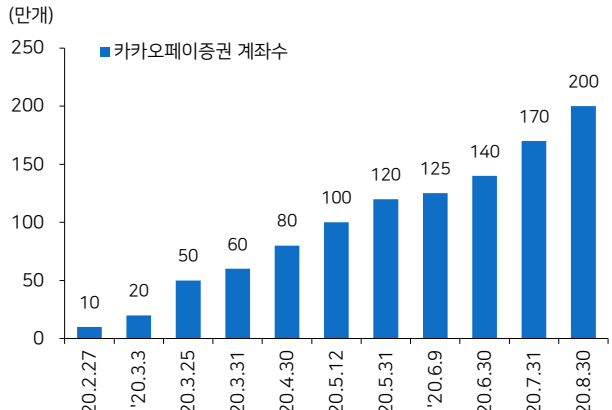
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림24 3Q 카카오페이 거래액 15.6조원 예상



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림25 카카오페이증권 계좌수 200만 돌파



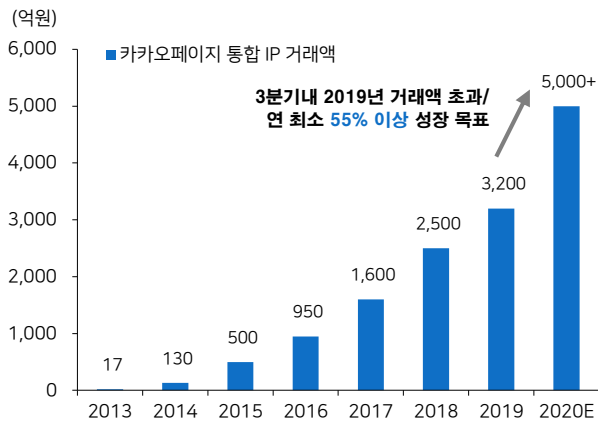
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표13 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치 (A)	18,201.3	
광고(카카오톡 + 다음)	15,711.1	NPM 35% 가정, PER 30배 적용
뮤직(멜론)	2,490.2	NPM 20% 가정, PER 20배 적용
자회사 가치 (B)	18,536.3	
카카오페이	4,263.0	지분율 60.9%, 7.0조원 가정
카카오게임즈	1,060.3	지분율 46.1%, 2.3조원 가정
카카오모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.63조원 가정
카카오페이지	3,064.5	지분율 63.5% (20E 매출액 대비 PSR 10배, 픽코마 포함)
카카오뱅크	1,926.3	지분율 33.5%, 6.9조원 가정(자본금 2.3조원 * PBR 3배)
카카오M	1,798.6	지분율 78.2%, 2.3조원 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)	1,977.2	
NAV (A+B+C)	38,714.8	
적정주가 (원)	450,000	
현주가 (원, 10/12)	371,500	
상승여력 (%)	21.1%	

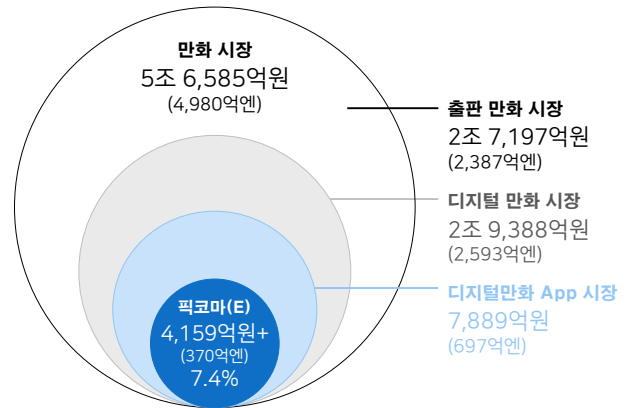
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림26 올해 카카오페이지 거래액 5천억원 예상



자료: 카카오페이지, 메리츠증권 리서치센터

그림27 픽코마, 일본 만화시장 내 성장잠재력 무궁무진



자료: 카카오재팬, 메리츠증권 리서치센터

그림28 카카오 자회사들, IPO Rush



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,417.0	3,070.1	3,907.3	4,587.1	5,323.7
매출액증가율 (%)	22.5	27.0	27.3	17.4	16.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,417.0	3,070.1	3,907.3	4,587.1	5,323.7
판매관리비	2,344.0	2,863.3	3,468.7	3,978.6	4,475.5
영업이익	73.0	206.8	438.6	608.5	848.2
영업이익률	3.0	6.7	11.2	13.3	15.9
금융손익	62.3	26.4	23.9	22.7	21.5
종속/관계기업손익	6.7	-19.8	20.4	21.0	21.6
기타영업외손익	-11.2	-447.7	177.7	134.5	152.1
세전계속사업이익	130.7	-234.3	660.5	840.7	980.1
법인세비용	114.8	107.7	200.8	235.4	245.0
당기순이익	15.9	-341.9	459.7	605.3	735.1
지배주주지분 순이익	47.9	-301.0	456.9	618.8	749.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	491.5	752.7	834.2	1,042.6	1,200.3
당기순이익(손실)	15.9	-341.9	459.7	605.3	735.1
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
유형자산의 증가(CAPEX)	-97.2	-106.4	-108.5	-110.7	-112.9
투자자산의 감소(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	-103.9	304.7	394.4
기초현금	1,116.8	1,247.0	1,918.2	1,814.4	2,119.0
기말현금	1,247.0	1,918.2	1,814.4	2,119.0	2,513.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859.0	2,829.7	3,072.8	3,358.7	3,737.4
현금및현금성자산	1,247.0	1,918.2	1,814.4	2,119.0	2,513.4
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	8,848.4	9,395.3	10,049.7
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	513.5	1,011.9	1,614.6
비지배주주지분	490.3	514.8	539.0	573.2	618.8
자본총계	5,627.2	5,740.1	6,105.5	6,603.8	7,206.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	30,944	36,567	45,010	52,802	61,280
EPS(지배주주)	613	-3,585	5,263	7,123	8,622
CFPS	2,099	4,200	9,219	11,060	13,102
EBITDAPS	2,663	5,069	7,623	9,625	12,436
BPS	61,602	60,603	64,075	69,418	75,831
DPS	127	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	168.0	-42.8	70.6	52.2	43.1
PCR	49.1	36.5	40.3	33.6	28.4
PSR	3.3	4.2	8.3	7.0	6.1
PBR	1.7	2.5	5.8	5.4	4.9
EBITDA	208.0	425.6	661.7	836.2	1,080.4
EV/EBITDA	36.3	29.0	48.4	38.0	29.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-5.8	8.5	10.7	11.9
EBITDA 이익률	8.6	13.9	16.9	18.2	20.3
부채비율	41.4	52.2	44.9	42.3	39.5
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	7.8	16.1	35.5	54.7	84.7
매출채권회전율(x)	13.0	17.5	14.9	12.8	15.6
재고자산회전율(x)	84.2	72.0	77.8	88.7	100.0

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 1,070,000 원
현재주가 (10.12) 754,000 원
상승여력 41.9%

KOSPI	2,403.73pt
시가총액	165,533억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	48.49%
52주 최고/최저가	995,000원/485,000원
평균거래대금	1,054.4억원

주요주주(%)	
김택진 외 9 인	12.00
국민연금공단	11.02
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.8	16.0	46.1
상대주가	-8.1	-10.2	24.3

주가그래프



엔씨소프트 036570

구작(舊作)보다는 신작(新作)

- ✓ 3Q20 실적, 예상치 부합 전망. '리니지M'은 7월 3주년 업데이트로 동접자수, ARPU 등의 모든 지표들이 매우 좋아짐. '리니지2M'은 8~9월 공성전 업데이트 잘 진행되었으나 과거 '리니지M'과 유사한 하향 안정화 트렌드 보이고 있음
- ✓ 9월 코로나 2.5단계 실시하며 전직원 5:5 재택근무 실시로 크런치 모드 지체되며 게임 출시 일정도 지연. 그러나 2021년 PC와 모바일에 있어 신작이 최소 2개 이상 출시되는 메가사이클이 임박해있다는 점은 변함 없음
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 107만원 유지. 강력한 비중확대 기회

3Q20 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,455억원(+37.1% YoY), 2,086억원(+61.8% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 5,710억원, 영업이익 2,121억원)에 대체로 부합한다. '리니지M'은 7월 3주년 업데이트로 동접자수, ARPU 등 모든 지표들이 매우 좋아졌다. '리니지2M'은 8~9월 공성전 업데이트 잘 진행되었으나 과거 '리니지M' 출시 3분기와 유사한 하향 안정화 트렌드 보이고 있다. 3분기 '리니지M'과 '리니지2M'의 매출액은 각각 2,070억원, 1,656억원으로 일평균 22.5억원, 18.0억원 수준이다. 영업이익률은 38.2%로 추정, 인건비는 전분기와 유사, 마케팅비는 콘텐츠 업데이트, 엔트리브 행사 등으로 인해 46.1% QoQ 증가한 182억원으로 추정한다.

구작보다는 신작

9월 코로나 2.5단계 실시 이후 전직원이 5:5 재택 근무 실시하고 있다. 따라서, 게임 출시를 위한 막바지 작업인 크런치 모드가 지체되며 출시 일정은 다소 지연될 수 있다. 그러나 2021년이 엔씨소프트에게 PC와 모바일에 있어 신작이 최소 2개 이상 출시 하는 메가사이클이라는 사실에는 변함없으며 11월 'B&S2'의 쇼케이스 및 사전예약 등의 출시와 관련된 이벤트 진행될 것으로 예상된다. 또한 '프로젝트TL'에 대한 기대감 가져야 하는데 8월말~9월초 사내 베타테스트 반응이 매우 양호했으며 별도의 외부 CBT 없이 2021년 바로 출시 가능할 것으로 전망한다. '프로젝트TL'은 PC 뿐 아니라 콘솔 버전으로도 출시 준비하고 있어 동사의 기업가치 재평가뿐 아니라 밸류에이션 멀티플 확장 요인이다.

(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	2,376.1	875.5	682.1	31,068	89.9	139,481	24.3	5.4	15.9	24.5	29.1
2021E	2,901.7	1,274.4	942.0	42,908	38.1	176,754	17.6	4.3	10.8	27.1	24.2
2022E	3,757.3	1,795.4	1,375.1	62,634	46.0	233,755	12.0	3.2	7.3	30.5	19.3

표14 엔씨소프트 3Q20 실적 - 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	545.5	397.8	37.1%	538.6	1.3%	571.0	-4.5%
PC	108.6	126.4	-14.1%	105.9	2.6%		
리니지	40.4	51.8	-22.0%	34.3	18.0%	-	-
리니지2	23.2	23.0	0.7%	25.8	-10.0%	-	-
아이온	11.8	13.2	-11.1%	8.2	43.4%	-	-
블레이드앤소울	19.4	21.5	-9.6%	19.8	-1.9%	-	-
길드워2	12.0	15.1	-20.5%	15.6	-23.1%	-	-
로열티	53.1	44.2	20.2%	62.3	-14.7%	-	-
모바일	372.6	213.3	74.7%	357.1	4.3%	-	-
리니지M	207.0	208.2	-0.6%	159.9	29.5%	-	-
리니지2M	165.6	-	-	197.3	-16.1%	-	-
기타	11.2	12.5	-10.2%	13.3	-15.4%	-	-
영업이익	208.6	128.9	61.8%	209.0	-0.2%	212.1	-1.5%
세전이익	220.1	153.2	43.7%	216.4	1.7%	-	-
지배순이익	161.2	113.3	42.2%	158.2	1.9%	167.9	-3.5%
영업이익률(%)	38.2%	32.4%	5.8%p	38.8%	-0.6%p	37.1%	1.2%p
순이익률(%)	29.5%	28.5%	1.1%p	29.4%	0.2%p	29.4%	0.2%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표15 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	731.1	538.6	545.5	560.8	676.1	680.1	788.1	757.3	1,701.2	2,376.1	2,901.7
PC	114.4	105.9	108.6	106.8	105.6	106.2	163.6	173.5	462.5	435.6	548.9
리니지	44.8	34.3	40.4	39.7	39.7	39.7	39.8	39.8	174.1	159.1	159.0
리니지2	26.4	25.8	23.2	22.7	22.3	22.1	22.0	21.8	93.6	98.1	88.2
아이온	10.1	8.2	11.8	11.7	11.6	11.5	11.4	11.4	46.0	41.8	45.9
블레이드앤소울	19.6	19.8	19.4	19.5	19.4	19.3	19.4	19.5	83.9	78.4	77.6
길드워2	12.5	15.6	12.0	11.8	11.6	11.3	11.1	10.9	58.7	52.0	44.9
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	68.2	78.4	-	-	146.6
로열티	52.8	62.3	53.1	45.7	45.1	44.7	42.1	40.8	197.5	214.0	172.7
모바일	553.2	357.1	372.6	396.6	513.2	516.6	559.5	519.8	998.8	1,679.5	2,109.1
리니지M	212.0	159.9	207.0	188.6	184.0	170.2	170.2	161.0	834.7	767.5	685.4
리니지2M	341.1	197.3	165.6	208.0	239.2	226.8	214.5	202.4	143.9	912.0	882.9
아이온2	-	-	-	-	-	-	64.4	55.2	-	-	119.6
B&S2	-	-	-	-	90.0	119.6	110.4	101.2	-	-	421.2
기타	10.7	13.3	11.2	11.8	12.2	12.7	22.8	23.2	42.3	47.0	71.0
영업비용	489.7	329.6	336.9	344.3	401.7	393.8	427.9	403.9	1,222.2	1,500.5	1,627.3
인건비	102.2	84.3	84.6	86.9	93.2	95.9	104.0	97.3	327.3	358.0	390.3
경상연구개발비	130.5	97.0	97.0	99.9	102.9	106.0	109.2	112.4	309.7	424.4	430.5
지급수수료	182.3	100.0	101.3	104.2	125.6	126.3	143.4	135.1	346.9	487.9	530.4
광고선전비	39.5	12.5	18.2	16.5	42.0	26.5	32.5	20.2	106.2	86.7	121.2
기타	35.1	35.8	35.8	36.9	38.0	39.1	38.8	38.9	132.2	143.6	154.8
영업이익	241.4	209.0	208.6	216.5	274.5	286.3	360.1	353.4	479.0	875.5	1,274.4
세전이익	255.6	216.4	220.1	228.4	276.8	295.2	362.4	355.8	496.2	920.5	1,290.3
지배순이익	195.5	158.2	161.2	167.2	202.1	215.5	264.6	259.8	358.2	682.1	942.0

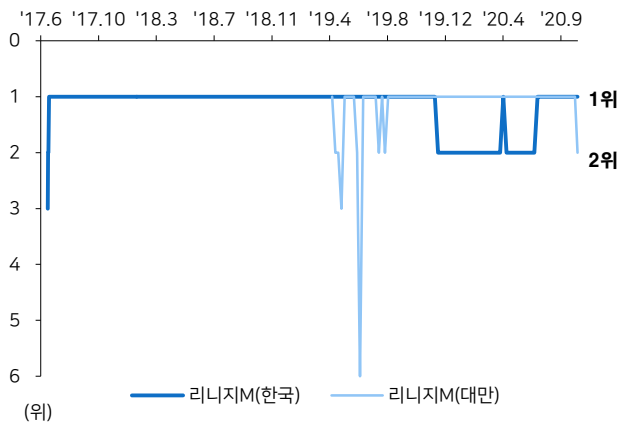
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표16 2020년 이후 게임 라인업 - 예정대로 진행 중

	2H20		2021	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지2M	해외(대만)	리니지2M	해외(일본, 북미/유럽)
	블레이드앤소울2	국내	아이온2	국내
PC/콘솔	프로젝트TL	사내 CBT	프로젝트TL	국내 출시
	퓨저	해외(북미, 유럽)		

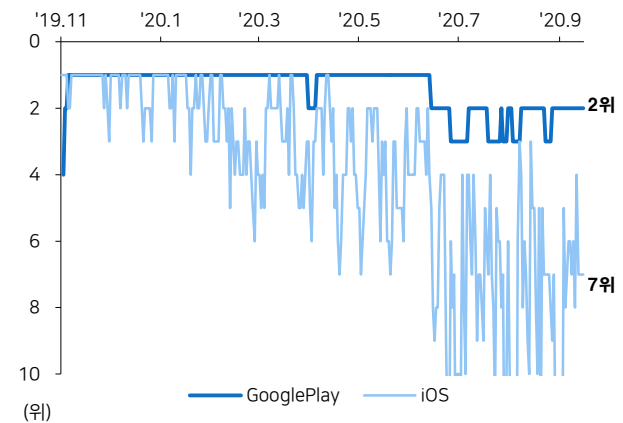
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림29 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



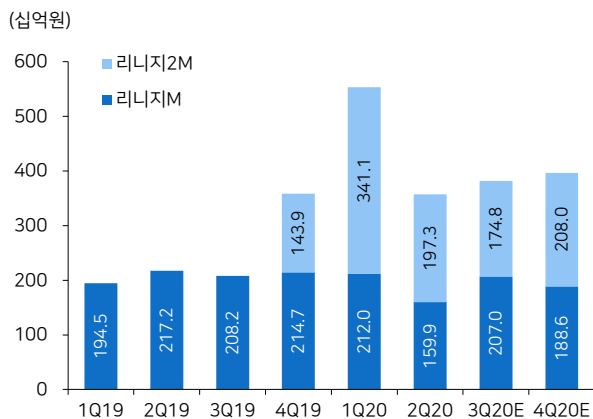
주: 2020.10.11 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림30 '리니지2M' 매출 순위 (한국)



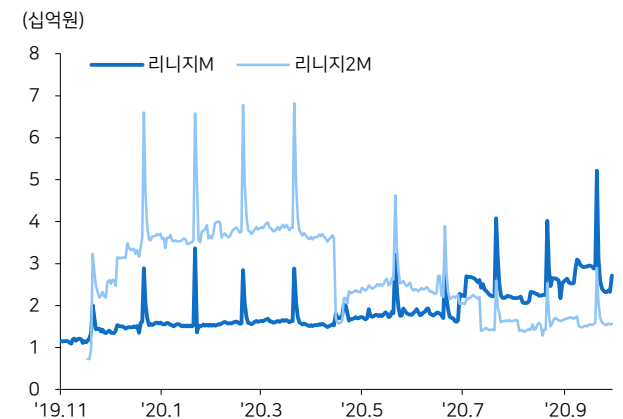
주: 2020.10.11 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림31 '리니지M'과 '리니지2M' 분기매출 추이



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림32 '리니지2M' 과 '리니지M' 일매출 추이 (한국)



주: 2020.10.10 구글플레이 기준
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,376.1	2,901.7	3,757.3
매출액증가율 (%)	-2.5	-0.8	39.7	22.1	29.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,376.1	2,901.7	3,757.3
판매관리비	1,100.2	1,222.2	1,500.5	1,627.3	1,961.9
영업이익	614.9	479.0	875.5	1,274.4	1,795.4
영업이익률	35.9	28.2	36.8	43.9	47.8
금융손익	25.6	38.2	39.7	48.5	49.9
종속/관계기업손익	-2.4	-19.3	-9.6	-4.8	-2.4
기타영업외손익	-0.7	-1.7	10.2	10.7	11.2
세전계속사업이익	637.4	496.2	920.5	1,290.3	1,855.3
법인세비용	215.9	137.0	238.3	348.4	480.3
당기순이익	421.5	359.2	682.2	941.9	1,374.9
지배주주지분 순이익	418.2	358.3	682.1	942.0	1,375.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	352.8	392.3	758.2	1,021.0	1,454.2
당기순이익(손실)	421.5	359.2	682.2	941.9	1,374.9
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	168.6	328.0	662.9
기초현금	187.3	185.6	303.4	472.0	800.0
기말현금	185.6	303.4	472.0	800.0	1,462.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,437.0	3,050.2	4,044.6
현금및현금성자산	185.6	303.4	472.0	800.0	1,462.9
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	3,970.5	4,835.2	6,137.1
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	2,950.9	3,769.4	5,020.9
비지배주주지분	11.3	13.0	13.3	13.2	13.1
자본총계	2,379.0	2,512.2	3,075.4	3,893.7	5,145.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	78,177	77,514	108,229	132,171	171,146
EPS(지배주주)	19,061	16,327	31,068	42,908	62,634
CFPS	29,813	25,497	41,416	57,040	84,379
EBITDAPS	29,301	24,216	42,342	60,584	84,393
BPS	107,923	113,837	139,481	176,754	233,755
DPS	6,050	5,220	5,500	6,000	6,000
배당수익률(%)	1.3	1.0	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.5	33.1	24.3	17.6	12.0
PCR	15.6	21.2	18.2	13.2	8.9
PSR	6.0	7.0	7.0	5.7	4.4
PBR	4.3	4.8	5.4	4.3	3.2
EBITDA	642.8	531.5	929.6	1,330.1	1,852.8
EV/EBITDA	14.0	19.7	15.9	10.8	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	14.7	24.5	27.1	30.5
EBITDA 이익률	37.5	31.2	39.1	45.8	49.3
부채비율	23.6	33.2	29.1	24.2	19.3
금융비용부담률	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	184.7	56.9	101.3	143.3	191.2
매출채권회전율(x)	10.0	8.4	8.6	9.3	10.9
재고자산회전율(x)	2,260.8	1,105.6	981.3	897.2	869.7

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월) **180,000 원**
현재주가 (10.12) **153,000 원**
상승여력 **17.6%**

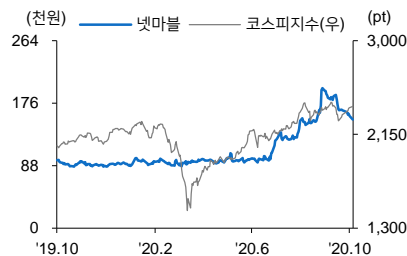
KOSPI	2,403.73pt
시가총액	131,316억원
발행주식수	8,583만주
유통주식비율	24.29%
외국인비중	22.53%
52주 최고/최저가	197,500원/86,400원
평균거래대금	1,258.0억원

주요주주(%)

방준혁 외 14 인	24.86
씨제이이엔엠	21.81
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.6	61.1	64.9
상대주가	-16.9	24.7	40.2

주가그래프



넷마블 251270

투자는 잘했고 이제는 '게임'

- ✓ 넷마블 주가는 6개월 동안 61% 상승하며 게임 비즈니스 재평가와 카카오키즈, 빅히트엔터테인먼트 등 투자자산의 가치 부각
- ✓ 3Q20 실적, 예상치 하회 전망. 기존 게임 매출은 자연 감소하며 3분기 출시된 '마구마구2020', 'BTS유니버스 스토리' 등의 성과가 예상보다 부진
- ✓ 4분기 이후 '세븐나이츠', '마블', '제2의 나라' 등 IP 게임들의 출시를 염두에 둔 중장기 투자전략 바람직. 투자의견 Buy, 적정주가 18만원으로 상향

3Q20 실적, 예상치 하회 전망

3Q20 매출액과 영업이익은 각각 6,290억원(+1.5% YoY), 625억원(-25.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,621억원, 영업이익 788억원)를 하회할 전망이다. 전분기 실적 성장에 기여했던 '일곱개의 대죄'와 'A3:스틸 얼라이브'의 매출이 자연 감소하며 2~3분기 신규 출시된 '블소레볼루션(아시아)', '스톤에이지월드(글로벌)', '마구마구2020(한국)', 'BTS유니버스스토리(글로벌)' 등의 성과가 예상보다 부진하다. 참고로 'BTS유니버스 스토리'의 글로벌 매출 순위(시뮬레이션 게임 기준)는 인도네시아 20위, 태국 36위, 한국 43위 등으로 높지 않다. 영업이익률은 9.9%로 외형축소로 인해 3.7%p YoY 하락한다.

3분기보다는 4분기

넷마블 주가는 최근 6개월동안 61% 상승하며 게임 비즈니스의 이익 창출 능력 회복과 카카오키즈, 빅히트엔터테인먼트 등 투자자산의 가치가 부각되었다. 20년 4분기 신작들의 출시 일정 가속화되며 21년 이익 성장이 기대되는데 11월 '세븐나이츠2(한국)'를 시작으로 '세븐나이츠-타임원더러(닌텐도 스위치)', '마블 렐름 오브 챔피언스(글로벌)', 'A3: 스틸 얼라이브 (글로벌)' 등의 신작이 출시된다. '세븐나이츠2'와 '마블렐름오브챔피언스'는 IP Power에 근거하여 흥행 가능성 높은 콘텐츠이다.

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 상향

적정주가는 가치평가 연도를 20년에서 21년도로 변경하여 게임 사업의 가치 10.1조원(21E NP 2,886억원 × Target PER 35배)과 투자자산의 가치 5.1조원(코웨이 1.5조원, 빅히트 1.7조원, 엔씨소프트 1.5조원 등)을 합산한 15.2조원으로 평가하였다.

(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	2,578.9	262.5	240.3	2,800	60.7	63,915	54.6	2.4	30.8	4.8	27.6
2021E	2,927.0	374.0	288.6	3,363	16.4	66,336	45.5	2.3	24.3	5.2	28.3
2022E	3,219.7	479.8	418.3	4,874	39.7	70,140	31.4	2.2	20.0	7.1	28.5

표17 넷마블 3Q20 실적 - 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	629.0	619.9	1.5%	685.7	-8.3%	662.1	-5.0%
리니지2레볼루션	38.6	86.8	-55.5%	42.6	-9.4%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	67.9	86.8	-21.8%	69.3	-2.0%	-	-
마블퓨처파이트	24.0	31.0	-22.6%	26.6	-10.0%	-	-
쿠키잼	20.9	31.0	-32.6%	21.3	-2.0%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	19.2	24.8	-22.6%	21.3	-10.0%	-	-
블소레볼루션	46.0	37.2	23.7%	48.0	-4.1%	-	-
일곱개의 대죄	87.4	68.2	28.2%	111.9	-21.9%	-	-
A3:스틸얼라이브	30.4			32.0	-5.0%	-	-
기타	294.6	254.1	15.9%	312.7	-5.8%	-	-
영업이익	62.5	84.4	-25.9%	81.7	-23.5%	78.8	-20.7%
세전이익	66.8	110.9	-39.8%	84.6	-21.1%	-	-
지배순이익	41.5	79.2	-47.6%	75.3	-44.9%	74.2	-44.1%
영업이익률(%)	9.9%	13.6%	-3.7%p	11.9%	-2.0%p	11.9%	-2.0%p
순이익률(%)	6.6%	12.8%	-6.2%p	11.0%	-4.4%p	11.2%	-4.6%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표18 넷마블 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	532.9	685.7	629.0	731.3	736.5	737.8	687.4	765.3	2,178.7	2,578.9	2,927.0
리니지2레볼루션	58.6	42.6	38.6	36.7	34.9	33.1	31.5	29.9	306.0	176.6	129.4
마블컨테스트오브챔피언	74.6	69.3	67.9	66.5	65.2	63.9	62.6	61.4	331.6	278.3	253.1
마블퓨처파이트	16.0	26.6	24.0	21.6	19.4	17.5	15.7	14.2	123.4	88.2	66.8
쿠키잼	26.6	21.3	20.9	20.5	20.1	19.7	19.3	18.9	123.0	89.3	77.9
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	21.3	19.2	17.3	15.5	14.0	12.6	11.3	93.3	79.1	89.5
블소레볼루션	42.6	48.0	46.0	45.1	44.2	43.3	42.4	41.6	206.5	181.7	171.5
일곱개의 대죄: Grand Cross	63.9	111.9	87.4	82.8	78.2	75.1	72.1	69.2	159.9	346.1	294.5
A3:스틸얼라이브	16.0	32.0	30.4	62.8	61.6	60.3	59.1	57.9		141.2	239.0
기타	213.2	312.7	294.6	378.1	397.4	410.9	372.1	460.9	834.8	1,198.5	1,605.3
영업비용	512.5	604.0	566.4	633.5	631.1	642.2	621.1	658.6	1,976.0	2,316.4	2,553.0
인건비	124.4	131.2	119.5	121.9	128.0	134.3	138.0	144.9	462.0	496.9	545.2
지급수수료	227.2	287.7	277.9	323.2	325.4	326.0	297.7	324.8	971.6	1,116.0	1,273.8
마케팅비	95.0	124.9	114.5	132.5	120.0	122.4	124.8	127.3	292.4	466.9	494.6
기타	65.9	60.2	54.6	56.0	57.7	59.5	60.5	61.6	250.0	236.6	239.4
영업이익	20.4	81.7	62.5	97.9	105.4	95.5	66.4	106.7	202.7	262.5	374.0
세전이익	54.1	84.6	66.8	103.3	116.1	107.7	80.2	122.4	218.4	308.8	426.4
지배순이익	53.9	75.3	41.5	69.6	79.5	73.0	51.9	84.3	156.0	240.3	288.6

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표19 넷마블 Valuation

(십억원)	2021E
게임사업 가치 (A)	10,101.5
2021E NP	288.6
Target PER multiple (배)	35.0
투자자산 가치 (B)	5,139.9
코웨이 (지분율 25.5%)	1,511.7
빅히트 (지분율 20.9%, 기업가치 8조원 반영)	1,672.0
엔씨소프트 (지분율 8.9%)	1,464.1
기타 (카카오게임즈, 카카오뱅크 등)	492.1
총 기업가치 (A+B)	15,241.5
12개월 적정주가 (원)	180,000

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림33 2020년 하반기 주요게임 라인업

2020.3Q

2020.4Q

마구마구 2020 (한국, 7월 8일 출시)



BTS 유니버스 스토리 (글로벌, 중국 제외)



세븐나이츠2 (한국)



마블 랠름 오브 챔피언스 (글로벌, 중국 제외)



세븐나이츠-타임원더러 (닌텐도 스위치)



A3: 스틸 얼라이브 (글로벌, 한국/중국 제외)



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림34 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)

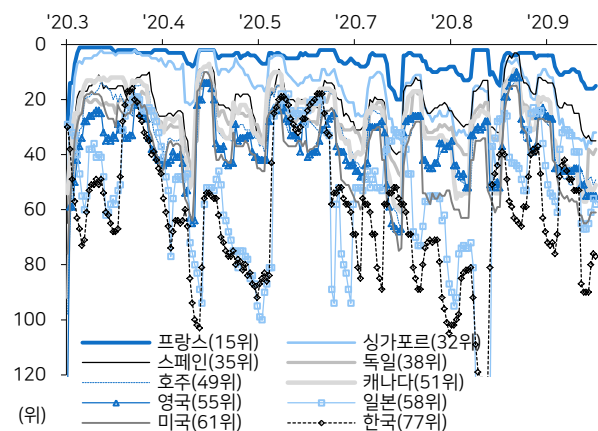


그림35 'A3:스틸 얼라이브' 매출 순위 (한국)

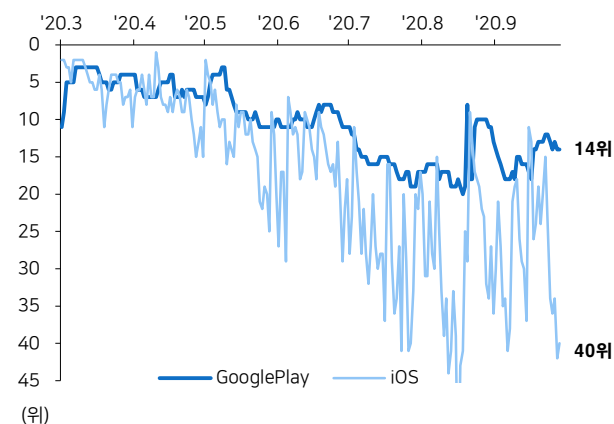


그림36 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)

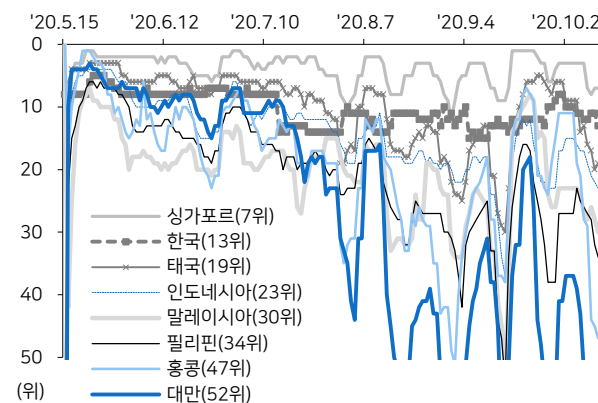


그림37 '스톤에이지 월드' 매출 순위 (글로벌)

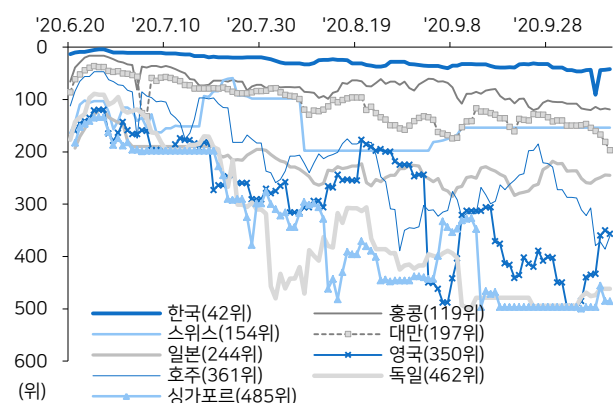


그림38 'BTS유니버스 스토리' 매출 순위 (글로벌)

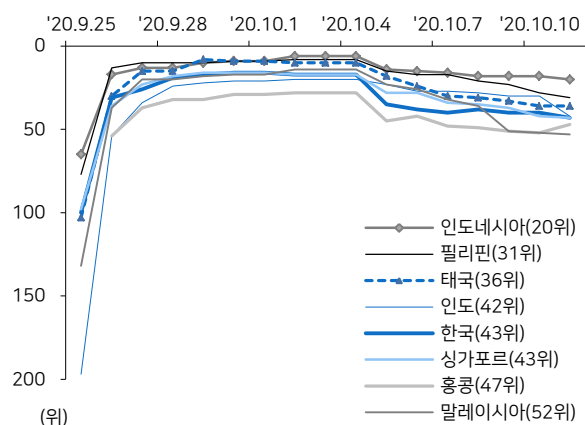
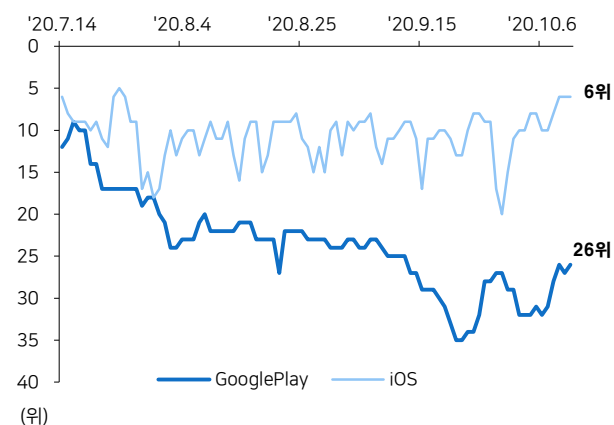


그림39 '마구마구2020' 매출 순위 (한국)



넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,578.9	2,927.0	3,219.7
매출액증가율 (%)	-16.6	7.8	18.4	13.5	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,578.9	2,927.0	3,219.7
판매관리비	1,779.6	1,976.0	2,316.4	2,478.5	2,740.0
영업이익	241.7	202.7	262.5	374.0	479.8
영업이익률	12.0	9.3	10.2	12.8	14.9
금융손익	76.6	37.2	-7.0	1.1	1.2
종속/관계기업손익	0.1	12.9	54.3	55.4	56.5
기타영업외손익	-27.9	-34.4	-1.1	5.2	5.8
세전계속사업이익	290.4	218.4	308.8	426.4	543.2
법인세비용	75.5	48.6	35.1	98.1	124.9
당기순이익	214.9	169.8	273.7	318.7	445.3
지배주주지분 순이익	189.6	156.0	240.3	288.6	418.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	235.3	381.3	700.1	440.1	585.5
당기순이익(손실)	214.9	169.8	273.7	318.7	445.3
유형자산상각비	15.5	36.0	38.9	36.2	31.4
무형자산상각비	64.5	82.1	86.3	90.6	95.1
운전자본의 증감	-37.4	44.9	-105.2	50.4	57.4
투자활동 현금흐름	-505.3	-247.3	-1,667.9	-482.5	-394.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.0	-79.7	-82.1	-84.6	-87.1
투자자산의 감소(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	2.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-359.1	26.2	-225.5	-176.8	53.3
기초현금	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,349.4	1,172.6
기말현금	1,548.7	1,574.8	1,349.4	1,172.6	1,225.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	2,271.3	2,140.6	2,242.3
현금및현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,349.4	1,172.6	1,225.9
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	5,906.7
유형자산	174.3	235.6	247.4	259.8	272.8
무형자산	1,319.5	1,383.8	2,591.4	2,980.1	3,278.1
투자자산	1,269.9	1,467.9	2,020.0	2,095.9	2,172.3
자산총계	5,433.1	5,806.1	7,296.6	7,651.2	8,149.0
유동부채	587.0	664.6	1,059.1	1,142.1	1,237.3
매입채무	81.3	52.7	542.0	623.3	716.8
단기차입금	8.3	16.1	16.9	17.8	18.6
유동성장기부채	0.0	15.5	16.3	17.1	18.0
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	211.2	221.7	232.8
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	3,883.2	3,883.2	3,883.2
기타포괄이익누계액	372.8	522.1	522.1	522.1	522.1
이익잉여금	761.0	914.5	1,111.9	1,357.6	1,733.0
비지배주주지분	177.1	196.5	234.0	272.0	320.8
자본총계	4,551.5	4,648.3	5,719.7	5,965.4	6,340.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	23,734	25,464	30,058	34,103	37,514
EPS(지배주주)	2,227	1,823	2,800	3,363	4,874
CFPS	4,023	3,899	4,601	5,331	6,803
EBITDAPS	3,777	3,750	4,519	5,833	7,064
BPS	51,303	51,919	63,915	66,336	70,140
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	50.1	50.7	54.6	45.5	31.4
PCR	27.7	23.7	33.3	28.7	22.5
PSR	4.7	3.6	5.1	4.5	4.1
PBR	2.2	1.8	2.4	2.3	2.2
EBITDA	321.7	320.8	387.7	500.7	606.3
EV/EBITDA	24.1	19.9	30.8	24.3	20.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.5	4.8	5.2	7.1
EBITDA 이익률	15.9	14.7	15.0	17.1	18.8
부채비율	19.4	24.9	27.6	28.3	28.5
금융비용부담률	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	417.0	23.1	29.0	40.2	50.0
매출채권회전율(x)	8.5	13.2	16.2	16.8	17.6
재고자산회전율(x)	714.0	516.9	470.4	468.6	452.4

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

풀어비스 263750

도약 위한 숨고르기

- ✓ 3Q20 실적은 예상치 하회 전망. '검은사막'의 북미/유럽 PC와 콘솔 매출액이 여름철 외부활동 많아지는 비수기 영향으로 전분기대비 감소
- ✓ 다행히 국내 '검은사막' 모바일 매출액은 이용자 회복하며 전분기대비 반등
- ✓ 4분기 게임 시장 성수기이며 신규 디바이스(플레이스테이션5와 엑스박스 시리즈X) 출시에 맞춘 마케팅 등으로 콘솔 매출 성장 예상
- ✓ 신규게임 출시는 여전히 4Q21부터, 중장기 관점에서 접근하는 것이 바람직

Buy

적정주가 (12개월) 260,000 원

현재주가 (10.12) 212,800 원

상승여력 22.2%

KOSDAQ	873.50pt
시가총액	27,834억원
발행주식수	1,308만주
유동주식비율	43.35%
외국인비중	22.76%
52주 최고/최저가	222,000원/157,600원
평균거래대금	136.3억원

주요주주(%)

김대일 외 10 인	49.85
GIC Private Limited	6.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	8.6	6.0
상대주가	7.5	-24.0	-23.2

주가그래프



3Q20 실적, 예상치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,255억원(-6.7% YoY), 443억원(-2.7% YoY)을 으로 컨센서스(매출액 1,298억원, 영업이익 475억원)대비 하회할 전망이다. 부문별 매출액은 '검은사막' PC 355억원(-9.1% QoQ), '검은사막' 모바일 548억원(-3.2% QoQ), 콘솔 140억원(-18.2% QoQ), CCP게임즈 213억원(+12.4% QoQ) 순이었다. '검은사막' PC/콘솔 매출액은 북미/유럽이 여름철 외부활동 많아지는 비수기 영향으로 전분기 대비 감소한다. '검은사막' 모바일 매출액은 일본/대만은 전분기와 유사, 한국은 이용자 회복하며 전분기대비 반등한다. CCP게임즈 매출액은 '이브차이나' 매출액이 꾸준히 증가하고 8월 '이브에코스'가 출시되며 전분기대비 증가한다. 영업이익률은 35.3%로 Top Line 감소로 인해 3.1%p QoQ 하락한다.

'검은사막'IP 소강기를 '이브'IP가 채우다

4월 27일 '이브차이나' 서비스, 8월 13일 '이브에코스(글로벌)' 출시되며 진입 장벽 높으나 이용자들이 정착하며 점진적으로 매출 증가하는 트렌드를 보여주고 있다. 현재 동사 신규게임 개발 작업은 순조롭게 진행 중이며 '붉은사막'은 북미/유럽 콘솔 플랫폼에 좀더 집중하고 있다. 4Q20에는 신규 콘솔 디바이스 출시와 맞물린 마케팅, 그리고 '붉은사막'이 소개되는 쇼케이스가 기대된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 26만원 유지

동사의 게임 개발력과 다양한 플랫폼 경험에 근거하여 신작들의 성공 가능성 높다. 다만 내년 상반기 '검은사막' PC의 북미/유럽 퍼블리싱 변경을 제외하면 모멘텀이 제한적이라는 점을 염두에 둔 중장기 투자전략이 유효하다.

(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	520.4	187.2	140.9	10,781	-11.0	56,553	19.7	3.8	11.9	21.2	41.8
2021E	565.7	172.5	145.7	11,139	3.3	66,797	19.1	3.2	12.6	18.1	39.6
2022E	738.8	260.6	230.9	17,653	58.5	83,556	12.1	2.5	8.0	23.5	35.9

표20 펠어비스 3Q20 실적 - 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	125.5	134.5	-6.7%	131.7	-4.7%	129.8	-3.3%
PC	35.5	27.1	30.9%	39.0	-9.1%	-	-
모바일	54.8	76.7	-28.5%	56.6	-3.2%	-	-
콘솔	14.0	16.1	-13.3%	17.1	-18.2%	-	-
CCP게임즈	21.3	14.6	45.5%	18.9	12.4%	-	-
영업이익	44.3	45.6	-2.7%	50.6	-12.3%	47.5	-6.6%
세전이익	43.3	45.7	-5.2%	49.6	-12.6%	-	-
지배순이익	33.8	43.8	-22.9%	23.6	43.1%	40.7	-16.9%
영업이익률(%)	35.3%	33.9%	1.5%p	38.4%	-3.1%p	36.6%	-1.3%p
순이익률(%)	26.9%	32.6%	-5.7%p	17.9%	9.0%p	31.4%	-4.4%p

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표21 펠어비스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	133.2	131.7	125.5	130.0	131.0	140.9	134.4	159.4	536.0	520.4	565.7
PC	32.3	39.0	35.5	38.0	40.4	52.9	48.5	75.1	105.6	144.9	216.9
모바일	71.9	56.6	54.8	50.6	50.0	49.5	49.0	47.5	325.9	233.9	196.0
콘솔	14.7	17.1	14.0	14.9	12.5	10.2	9.1	8.2	48.0	60.6	40.1
CCP게임즈	14.3	18.9	21.3	26.5	28.1	28.4	27.9	28.6	56.4	81.0	112.8
영업비용	87.0	81.1	81.2	83.9	92.2	96.5	96.3	108.1	385.4	333.2	393.2
인건비	32.0	30.9	31.7	32.1	37.7	39.6	40.7	42.2	119.2	126.7	160.2
지급수수료	32.7	29.3	27.9	28.9	29.1	31.3	29.9	35.4	143.9	118.8	125.7
광고선전비	9.4	9.2	9.2	10.2	12.0	11.5	11.0	15.0	78.3	38.0	49.5
주식보상비용	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	0.5	0.5
감가상각비	2.9	3.3	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1	4.3	9.1	13.2	16.2
기타	9.7	8.4	8.8	9.1	9.5	10.0	10.5	11.0	33.9	35.9	41.1
영업이익	46.2	50.6	44.3	46.1	38.8	44.4	38.1	51.3	150.6	187.2	172.5
세전이익	58.4	49.6	43.3	45.0	42.2	47.9	41.7	55.0	181.3	196.4	186.8
지배순이익	48.3	23.6	33.8	35.1	32.9	37.4	32.5	42.9	157.7	140.9	145.7

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표22 2020년 이후 신작 라인업

구분	게임명	장르	개발사	출시시기	진출국가	비고
PC	새도우 아레나	MMO+배틀로얄	펠어비스	2Q20	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 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 얼리엑세스 가능
	이브차이나	Sci-Fi MMO	CCP-넷이즈	2Q20	중국	3월 판호 발급, 4월 중국 서비스 개시
	검은사막 (중국)	MMO	펠어비스	스네일게임즈	중국	한국 게임에 대한 판호발급 불확실
모바일	이브엑코스	Sci-Fi MMO	넷이즈	3Q20	글로벌	19년 11월부터 글로벌 오픈베타, 20년 8월 13일 정식 출시
	검은사막M (중국)	MMORPG	펠어비스	미공개	중국	2019년 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청
PC/콘솔	붉은사막	MMORPG	펠어비스	4Q21	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 광대한 파이널 대륙의 용병들이 생존을 위해 싸우는 이야기 사실적인 캐릭터와 컷신의 에픽 판타지 오픈월드 MMO
	도깨비	가죽형 캐주얼 MMO	펠어비스	2022년	글로벌	사람들의 꿈에서 힘을 얻고 성장하는 도깨비를 찾아 모험을 떠나는 수집형 오픈월드 MMO 게임
	플랜8	MMO-FPS	펠어비스	2023년	글로벌	슈팅장르, 엑소스트 MMO 표방. 검은사막 디자인 디렉터 이승기 총괄 프로듀서와 카운터스트라이크의 민리 공동개발

자료: 펠어비스, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

펠어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	404.8	535.9	520.4	565.7	738.8
매출액증가율 (%)	672.7	32.4	-2.9	8.7	30.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	404.8	535.9	520.4	565.7	738.8
판매관리비	236.7	385.3	333.2	393.2	478.2
영업이익	168.1	150.6	187.2	172.5	260.6
영업이익률	41.5	28.1	36.0	30.5	35.3
금융손익	7.5	30.0	31.5	33.1	34.8
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	0.6	5.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	175.4	181.3	196.4	186.8	296.1
법인세비용	28.9	23.6	55.5	41.1	65.1
당기순이익	146.5	157.7	140.9	145.7	230.9
지배주주지분 순이익	146.5	157.7	140.9	145.7	230.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	159.3	168.4	134.1	137.5	221.1
당기순이익(손실)	146.5	157.7	140.9	145.7	230.9
유형자산상각비	2.8	9.1	12.8	10.7	8.2
무형자산상각비	2.0	8.3	6.3	3.7	3.6
운전자본의 증감	-22.9	24.5	-21.7	9.8	11.5
투자활동 현금흐름	-305.0	-180.1	-64.4	-72.7	-82.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-10.7	-37.0	-18.6	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-6.1	-2.0	-0.6	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	138.6	-41.8	50.7	51.1	51.6
차입금의 증감	203.6	-53.5	15.2	0.8	0.9
자본의 증가	11.1	8.0	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-11.5	-52.6	118.7	98.4	180.3
기초현금	240.5	229.0	176.4	295.1	393.5
기말현금	229.0	176.4	295.1	393.5	573.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	354.5	450.1	589.4	710.5	914.9
현금및현금성자산	229.0	176.4	295.1	393.5	573.8
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	452.0	498.5	555.0
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	19.7	20.4	21.2
자산총계	712.5	867.4	1,048.8	1,220.1	1,485.0
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	35.3	35.3	35.3
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	110.0	110.0	110.0
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	14.5	14.5	14.5
이익잉여금	231.6	389.2	518.4	652.4	871.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	408.0	589.0	739.7	873.7	1,092.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	32,037	41,203	39,819	43,250	56,484
EPS(지배주주)	11,591	12,120	10,781	11,139	17,653
CFPS	14,855	14,392	16,756	16,564	23,072
EBITDAPS	13,686	12,914	15,784	14,290	20,822
BPS	31,525	45,229	56,553	66,797	83,556
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.9	15.3	19.7	19.1	12.1
PCR	14.0	12.9	12.7	12.8	9.2
PSR	6.5	4.5	5.3	4.9	3.8
PBR	6.6	4.1	3.8	3.2	2.5
EBITDA	172.9	168.0	206.3	186.9	272.4
EV/EBITDA	15.1	13.0	11.9	12.6	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	42.9	31.6	21.2	18.1	23.5
EBITDA 이익률	42.7	31.3	39.6	33.0	36.9
부채비율	74.6	47.3	41.8	39.6	35.9
금융비용부담률	0.4	1.2	0.8	0.7	0.5
이자보상배율(x)	104.1	23.9	47.4	44.3	66.8
매출채권회전율(x)	14.2	10.5	7.4	6.6	7.5
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

적정주가 (12개월) **85,000 원**
현재주가 (10.12) **60,500 원**
상승여력 **40.5%**

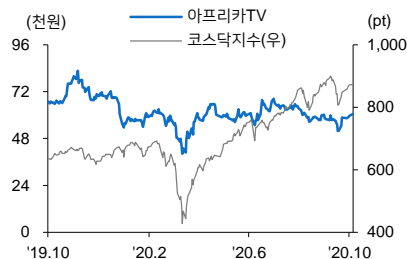
KOSDAQ	873.50pt
시가총액	6,954억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.64%
외국인비중	37.62%
52주 최고/최저가	82,700원/40,200원
평균거래대금	79.7억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 4 인	25.53
JF Asset Management Limited 외 2 인	7.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	5.4	-9.6
상대주가	6.6	-26.2	-34.5

주가그래프



아프리카 TV⁰⁶⁷¹⁶⁰

언택트 동영상 시대

- ✓ 계속되는 실적 호조. 3분기에는 기부경제뿐 아니라 광고 매출도 성장하며 매출과 영업이익 모두 전분기대비 증가. 3Q 영업이익은 126억원으로 17.6% QoQ 증가하며 컨센서스(117억원) 대비 상회 전망
- ✓ 라이브 커머스 방송 반응 고무적. 동사 BJ가 현대홈쇼핑과 콜라보 방송. 시청자 인터랙션에 있어 차별화된 경쟁력 시현. 추가 수익모델 발굴에 있어 긍정적
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지. 2021E Target PER은 19.3배 수준

3Q20 실적, 기대치 상회 전망

3Q20 매출액과 영업이익은 각각 495억원(+10.4% YoY), 126억원(+17.0% YoY)으로 컨센서스(매출액 481억원, 영업이익 117억원)을 무난히 충족시킬 전망이다. 기부경제 매출액은 399억원(+25.2% YoY)으로 Active BJ, Paying Users, 객단가 등 모든 지표가 고르게 성장하며 전분기 대비로도 7.5% 성장할 전망이다. 광고 매출 역시 하반기 계절적 성수기 효과 있었으며 플랫폼/콘텐츠형 광고 고르게 성장성을 회복하였다. 9월에는 현대홈쇼핑과 라이브 커머스 콜라보 방송을 진행하였는데 매출, 트래픽 모든 지표가 고무적이었으며 시청자 인터랙션 측면에서 차별화된 경쟁력을 보여주었다. 영업이익률은 25.5%로 외형확대로 수익성 꾸준히 개선된다.

언택트 동영상 시대

2020년 코로나19로 언택트 영상 콘텐츠 소비 증가에 따른 수혜 있었다. 또한 새롭게 유입된 BJ와 이용자들의 활동성이 양호하고, 객단가 상승, BJ들의 수익 모델 다변화 등으로 입증되고 있어 2021년에도 성장은 지속될 전망이다. 2020년 현재 동사의 액티브 BJ수는 1,827명으로 19년말 대비 14.2% 증가, 페이유저와 객단가 역시 19년말 대비 각각 23%, 3% 증가한 26만명, 14만원 수준으로 추정된다.

결국 실적이 따라갈 주가

아프리카TV 주가는 양호한 실적에도 불구하고 코로나로 인한 일시적 성장일지, 여전히 광고매출은 부진하다는 점 등으로 인해 디스카운트되어 왔다. 그러나 결국 실적이 설명하는 주가라는 측면에서 21E PER 13.4배 수준의 현주가는 매력적인 매수기회이다.

(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	190.4	46.3	36.7	3,195	6.5	13,739	18.9	4.4	9.9	26.5	69.5
2021E	250.7	68.1	52.0	4,523	42.1	17,824	13.4	3.4	7.0	28.7	56.3
2022E	299.8	94.8	72.7	6,329	40.2	23,729	9.6	2.5	4.8	30.5	44.4

표23 아프리카TV 3Q20 실적 – 예상치 상회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	49.5	44.8	10.4%	45.3	9.3%	48.1	1.9%
플랫폼	41.9	33.8	24.0%	39.1	7.3%	-	-
별풍선	39.9	31.9	25.2%	37.1	7.5%	-	-
아이템	1.5	1.5	1.5%	1.5	3.0%	-	-
기타	0.5	0.4	13.0%	0.5	3.0%	-	-
광고	5.8	8.0	-27.5%	4.3	35.3%	-	-
플랫폼	3.8	1.7	129.8%	2.5	52.8%	-	-
콘텐츠	2.4	4.8	-49.9%	2.0	20.0%	-	-
기타	1.4	2.2	-37.4%	1.3	4.0%	-	-
멀티플랫폼	0.9	2.0	-56.5%	1.1	-20.5%	-	-
기타	0.9	1.0	-15.1%	0.8	5.0%	-	-
영업이익	12.6	10.8	17.0%	10.7	17.6%	11.7	4.6%
세전이익	12.4	11.8	4.9%	11.9	3.8%	-	-
지배순이익	9.6	9.1	4.6%	10.3	-7.4%	9.8	-5.1%
영업이익률(%)	25.5%	24.0%	1.5%p	23.7%	1.8%p	24.3%	0.6%p
순이익률(%)	19.3%	20.4%	-1.1%p	22.8%	-3.5%p	20.4%	-1.4%p

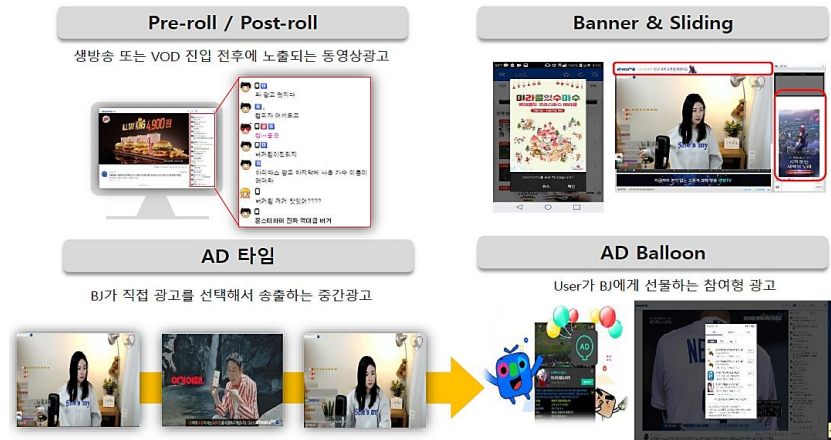
자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표24 아프리카TV 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	41.5	45.3	49.5	54.1	56.7	60.5	64.3	69.2	167.9	190.4	250.7
플랫폼	34.5	39.1	41.9	44.7	46.0	48.2	50.5	53.7	128.5	160.2	198.5
별풍선	32.7	37.1	39.9	42.6	43.9	46.0	48.3	51.4	120.9	152.4	189.6
아이템	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	5.9	6.1	6.8
기타	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	1.7	1.8	2.1
광고	4.2	4.3	5.8	7.6	8.6	10.1	11.5	13.1	28.8	21.9	43.3
플랫폼	1.3	1.2	2.5	3.8	4.6	5.5	6.3	7.3	7.3	8.8	23.7
콘텐츠	1.9	1.9	2.0	2.4	2.9	3.5	4.0	4.6	14.5	8.2	15.0
기타	1.0	1.3	1.3	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2	5.3	5.0	4.6
멀티플랫폼	1.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	7.6	4.7	4.8
기타	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	3.0	3.5	4.1
영업비용	33.4	34.6	36.9	39.2	41.4	44.1	46.9	50.2	131.1	144.1	182.6
인건비	11.2	10.9	11.4	11.8	12.0	12.3	12.5	12.8	39.1	45.3	49.6
지급수수료	4.1	3.6	4.5	4.6	4.8	4.9	5.1	5.2	18.3	16.9	20.0
과금수수료	4.0	4.3	4.4	4.6	4.7	4.9	5.0	5.1	16.2	17.3	19.7
회선사용료	2.6	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	9.3	12.5	14.7
BJ지원금	1.2	1.9	2.2	2.1	3.1	4.1	5.1	6.1	5.8	7.4	18.4
콘텐츠제작비	1.3	1.7	2.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9	9.3	7.5	11.2
유무형감가상각비	3.1	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	10.7	13.9	14.4
지급임차료	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.0	1.3
광고선전비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	1.1	1.3
기타	5.6	4.8	4.9	5.9	6.4	7.3	8.4	9.9	21.4	21.2	32.0
영업이익	8.1	10.7	12.6	14.9	15.3	16.4	17.4	19.1	36.7	46.3	68.1
세전이익	6.8	11.9	12.4	14.7	15.0	16.1	17.1	18.8	41.9	45.7	67.1
지배순이익	5.5	10.3	9.6	11.3	11.6	12.5	13.3	14.6	34.4	36.7	52.0

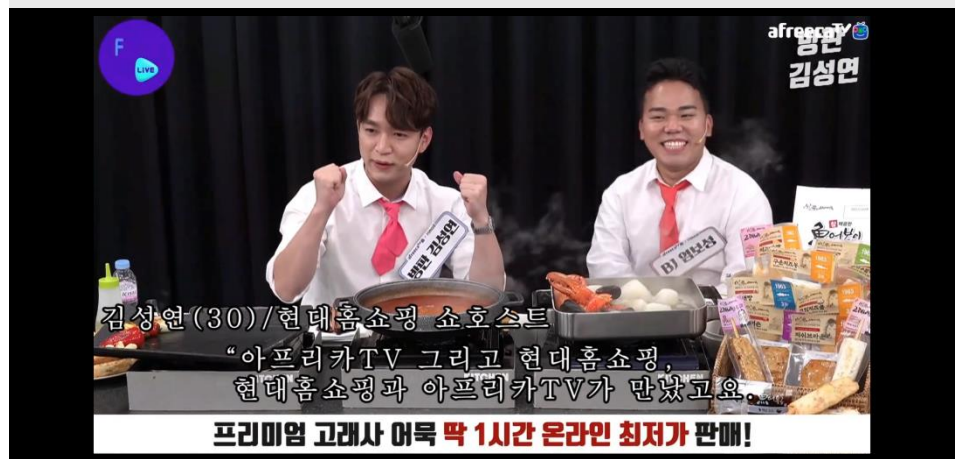
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림40 20년 새로운 플랫폼 광고 상품 론칭하며 인벤토리 확장



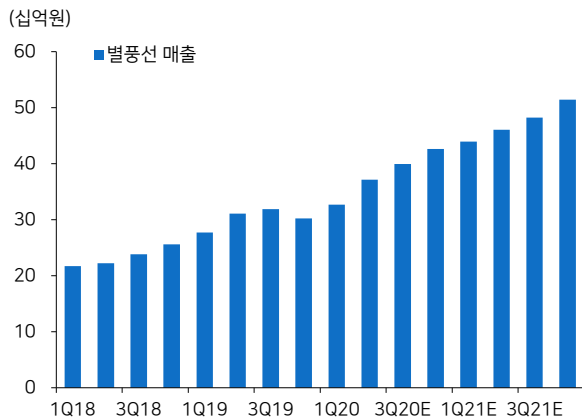
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림41 라이브 커머스 콜라보 방송 -BJ 염보성과 현대홈쇼핑이 공동 진행



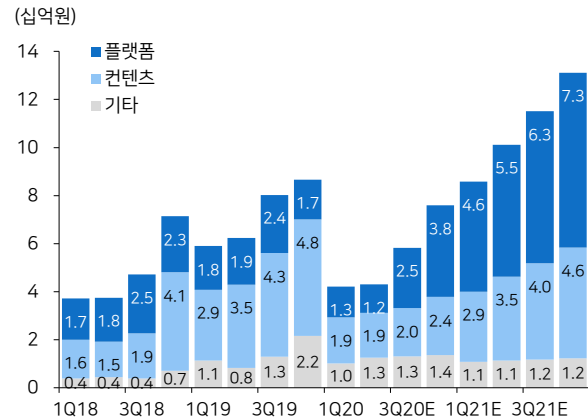
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림42 별풍선 매출 성장세는 꾸준



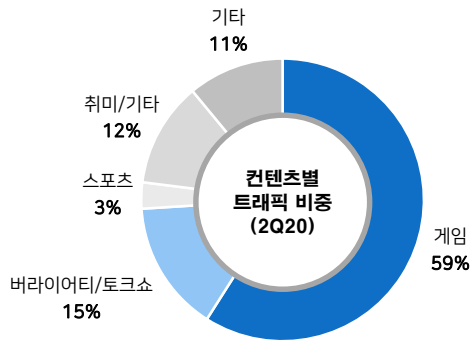
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림43 광고 매출 - 20년 코로나로 부진, 21년 회복 전망



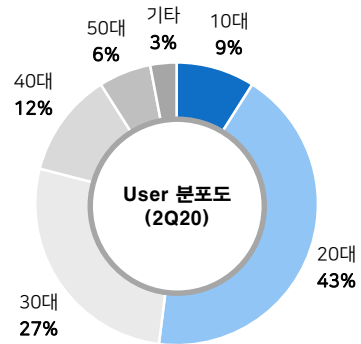
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림44 콘텐츠별 트래픽 비중



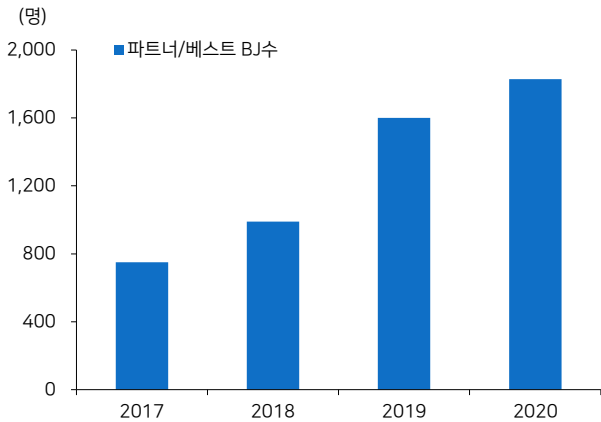
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림45 연령별 사용자 분포도



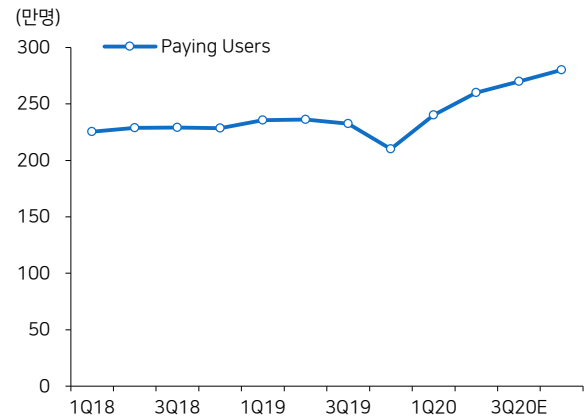
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림46 파트너/베스트 BJ수 꾸준히 증가



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림47 Paying Users – 20년 언택트 동영상 소비로 증가세



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림48 콘텐츠형 광고 사례 – 아마추어 게임 리그

피파온라인4 고등피파



아마추어 리그 대회를 통해 FIFA Online 게이머 흥미 재 유도

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림49 브랜드 Live 방송 – 유명 BJ 진행

에버랜드 BJ 야외방송



채팅장을 통해 '에버랜드' 관련 User 들의 실시간 요청에 즉시 피드백
Ex) "날씨 추워도 판다는 나오나요?", "새로운 놀이기구 타보세요~"

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	126.6	167.9	190.4	250.7	299.8
매출액증가율 (%)	33.9	32.6	13.4	31.7	19.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	126.6	167.9	190.4	250.7	299.8
판매관리비	99.5	131.1	144.1	182.6	205.0
영업이익	27.1	36.7	46.3	68.1	94.8
영업이익률	21.4	21.9	24.3	27.2	31.6
금융손익	0.3	6.4	1.5	2.5	2.5
종속/관계기업손익	-0.7	-1.0	-0.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-0.2	-0.2	-0.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	26.6	41.9	45.7	67.1	93.3
법인세비용	5.3	7.8	9.0	14.8	20.5
당기순이익	21.3	34.2	36.4	51.7	72.5
지배주주지분 순이익	21.6	34.4	36.7	52.0	72.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.8	60.8	41.2	56.7	77.7
당기순이익(손실)	21.3	34.2	36.4	51.7	72.5
유형자산상각비	3.7	9.8	13.3	10.3	6.8
무형자산상각비	0.3	1.0	0.7	0.4	0.4
운전자본의 증감	6.8	10.6	-6.6	6.7	7.8
투자활동 현금흐름	-26.6	-70.0	-16.3	-16.8	-17.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.1	-11.8	-12.2	-12.5	-12.9
투자자산의 감소(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	0.4	0.6	0.7
자본의 증가	7.1	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.7	-8.4	32.4	39.7	60.0
기초현금	23.0	35.7	27.3	59.7	99.4
기말현금	35.7	27.3	59.7	99.4	159.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	95.8	145.0	148.8	191.7	255.0
현금및현금성자산	35.7	27.3	59.7	99.4	159.4
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	87.9	92.2	96.9
유형자산	25.1	28.2	29.6	31.1	32.7
무형자산	8.1	8.6	9.8	11.3	13.0
투자자산	18.3	23.9	25.4	26.7	28.2
자산총계	157.5	228.6	271.8	323.2	395.5
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	107.3	153.6	220.7
비지배주주지분	0.5	2.9	2.4	1.8	1.0
자본총계	92.9	121.8	160.3	206.7	273.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	11,124	14,604	16,559	21,811	26,079
EPS(지배주주)	1,894	2,990	3,195	4,523	6,329
CFPS	2,915	4,845	5,539	6,314	8,010
EBITDAPS	2,736	4,127	5,243	6,854	8,865
BPS	8,041	10,346	13,739	17,824	23,729
DPS	470	550	550	550	550
배당수익률(%)	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	20.8	23.0	18.9	13.4	9.6
PCR	13.5	14.2	10.9	9.6	7.6
PSR	3.5	4.7	3.7	2.8	2.3
PBR	4.9	6.7	4.4	3.4	2.5
EBITDA	31.1	47.4	60.3	78.8	101.9
EV/EBITDA	13.0	15.2	9.9	7.0	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.6	32.5	26.5	28.7	30.5
EBITDA 이익률	24.6	28.3	31.7	31.4	34.0
부채비율	69.6	87.7	69.5	56.3	44.4
금융비용부담률	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	3,668.8	88.5	85.4	119.1	225.2
매출채권회전율(x)	23.5	28.6	40.6	46.7	53.1
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

NHN181710

‘게임 출시:리로리드’

- ✓ 3Q20 실적은 전분기와 유사, 시장 기대치 부합할 것
- ✓ 웹보드 매출액은 4월 규제완화 효과 지속. 커머스 매출액은 코로나 바이러스 여파 극복하며 NHN글로벌(미국)은 회복. 티켓링크/여행박사는 부진 지속
- ✓ 모바일 신규게임 출시 일정 재가동. 9월 29일 ‘라인 디즈니 썬무썬무 스타디움’ 론칭, 배틀로얄 게임 ‘AIMS’도 사전예약 개시하며 11월 출시 예정
- ✓ 페이코 결제액 꾸준히 증가. 오프라인 비중은 코로나 변동성 존재, 10% 상회

Buy

적정주가 (12개월) **110,000 원**
현재주가 (10.12) **77,300 원**
상승여력 **42.3%**

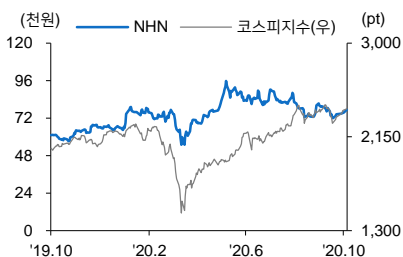
KOSPI	2,403.73pt
시가총액	15,124억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.86%
외국인비중	11.17%
52주 최고/최저가	95,900원/54,900원
평균거래대금	114.5억원

주요주주(%)

이준호 외 18 인	47.66
국민연금공단	9.21
한국투자신탁운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	12.0	26.3
상대주가	-3.3	-13.3	7.4

주가그래프



3Q20 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,173억원(+18.6% YoY), 279억원(+26.7% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 4,140억원, 영업이익 285억원) 대비 대체로 부합한다. 3분기 코로나19 재확산으로 1.5개월 동안 PC방 영업중지되어 PC웹보드 매출 네거티브 있었으나 모바일 웹보드 매출액은 꾸준히 성장한다. 9월말부터 모바일게임 출시 일정이 재가동되며 4분기 실적에 기여한다. 9월 29일 ‘라인 디즈니 썬무썬무 스타디움’ 론칭, 10월 ‘용비불패M’과 스포츠 승부예측 게임, 11월 배틀로얄 게임 ‘AIMS’도 출시되며 신작 라인업이 재가동된다. 3분기 결제/광고 매출액은 코로나 심화로 오프라인 비중은 소폭 감소했으며 온라인은 여행/공연 등의 카테고리를 제외하곤 견조했다.

금융위 마이데이터 사업자 선정은 1Q21 예상

올해 페이코 거래액은 7.2조원으로 전년대비 20% 증가, 오프라인 비중도 19년 말 9% 수준에서 20년 13% 수준으로 확대되었다. 페이코의 수익성은 쿠팡 비즈니스와 오더 활성화, 마케팅비 등의 비용 감소로 개선된다. 10월 12일 금융위원회는 ‘마이데이터 예비허가 신청’ 접수를 실시했으며 20년초 라이선스 부여될 전망이다. 페이코는 이미 과기부로부터 라이선스 받아 마이데이터 사업을 영위해 보았다는 점 등이 유리하며 금융위 라이선스 취득시 거의 모든 금융기관의 이용자 정보 및 상품을 연결할 수 있다. 한편 9월말 GS홈쇼핑은 NHN페이코 지분 2.3%를 약 275억원에 한화생명에 매각하였는데 구주간 거래였으며, 금융사업 시너지를 확장한다는 측면과 페이코 기업가치 역시 약 1조 상회하는 수준에서 평가되며 19년 대비 약 45% 상승하였다는 점도 긍정적이다.

(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	1,667.1	114.1	67.0	3,423	233.8	84,612	22.6	0.9	7.0	4.1	38.8
2021E	1,856.5	138.9	107.9	5,517	52.6	90,098	14.0	0.9	6.4	6.3	40.2
2022E	2,045.2	174.2	131.8	6,735	20.2	96,707	11.5	0.8	5.3	7.2	41.3

표25 NHN 3Q20 실적 - 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	417.3	351.7	18.6%	405.1	3.0%	414.0	0.8%
게임	111.6	98.8	13.0%	105.5	5.8%	-	-
결제&광고	169.5	122.5	38.4%	156.9	8.0%	-	-
컨텐츠	40.8	44.5	-8.4%	39.6	3.0%	-	-
커머스	63.2	52.2	21.0%	66.8	-5.4%	-	-
기술	35.5	31.9	11.2%	39.6	-10.5%	-	-
기타	2.1	8.6	-75.2%	2.1	3.0%	-	-
영업이익	27.9	22.0	26.7%	26.4	5.5%	28.5	-2.0%
세전이익	35.2	43.2	-18.6%	33.6	4.6%	-	-
지배순이익	17.2	26.0	-33.7%	16.4	5.2%	20.0	-13.9%
영업이익률(%)	6.7%	6.3%	0.4%p	6.5%	0.2%p	6.9%	-0.2%p
순이익률(%)	4.1%	7.4%	-3.3%p	4.0%	0.1%p	4.8%	-0.7%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표26 NHN 분기별 실적 - 꾸준한 개선 기대

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	394.6	405.1	417.3	450.1	443.7	452.0	470.4	490.4	1,488.6	1,667.1	1,856.5
게임	104.7	105.5	111.6	120.5	125.3	126.6	127.9	129.1	417.7	442.2	509.0
결제&광고	151.3	156.9	169.5	180.2	185.6	191.2	206.9	212.8	518.4	657.9	796.5
컨텐츠	39.4	39.6	40.8	41.2	42.4	42.9	43.3	44.6	187.8	161.1	173.2
커머스	63.7	66.8	63.2	71.2	55.0	55.6	56.1	63.2	222.8	264.9	229.9
기술	36.6	39.6	35.5	40.2	38.5	38.8	39.2	43.5	130.2	151.8	160.0
기타	4.9	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	38.6	11.3	9.4
영업비용	366.3	378.7	389.4	418.7	411.9	419.6	433.8	452.4	1,401.9	1,553.0	1,717.6
인건비	85.2	86.5	87.2	93.5	89.5	91.3	92.5	97.5	354.6	352.3	370.8
지급수수료	231.5	241.5	250.4	267.8	264.0	268.9	279.8	291.7	827.6	991.2	1,104.4
광고선전비	15.0	18.2	18.5	20.2	20.8	21.2	22.5	23.0	62.4	71.9	87.5
감가상각비	16.5	16.5	17.0	17.5	18.0	18.4	18.7	19.0	70.1	67.5	74.1
통신비	6.5	6.4	6.5	7.2	6.8	6.7	6.8	7.6	26.8	26.6	27.9
기타	11.6	9.6	9.9	12.5	12.9	13.1	13.4	13.7	60.5	43.5	53.1
영업이익	28.3	26.4	27.9	31.5	31.8	32.4	36.6	38.0	86.7	114.1	138.9
세전이익	31.1	33.6	35.2	38.9	42.2	43.0	47.4	48.9	65.5	138.8	181.5
지배순이익	14.1	16.4	17.2	19.2	25.0	25.5	28.3	29.2	12.3	67.0	107.9

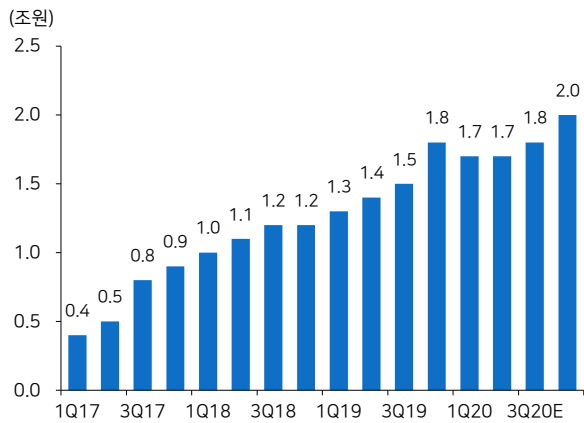
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표27 NHN 신작 라인업

게임명	장르	개발사	출시 일정	국가	특징
디즈니 프루프 스튜디오	퍼즐	NHN	2020.9.29	아시아 (6개국)	<ul style="list-style-type: none"> 최대 50 명이 즐기는 실시간 경쟁 서바이벌 퍼즐 신작 일본, 홍콩, 마카오, 대만, 싱가포르, 태국 6 개국 출시
크리티컬 오프: 리로드	FPS	NHN, 크리티컬포스	2020.10.8	아시아 (12개국)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 다운로드 5 천만회 기록, e-Sports 타겟 모바일 게임 글로벌 유저들과 플레이 가능한 FPS 슈팅 게임 20.8.30-9.1 아시아 지역(한국, 일본, 인도) CBT 완료 한국, 일본, 대만, 인도, 베트남, 인도네시아, 말레이시아 등 12 개국 출시
용비불패M	액션 RPG	게임투게더	2020.10	한국	<ul style="list-style-type: none"> 유명 무협만화 '용비불패' IP 의 풍부한 원작 스토리 시나리오 탄탄한 컨트롤 조작, 화려한 타격감, PvP 리그가 특징인 모바일 2D 횡스크롤 게임 20.7.30-8.2 CBT 완료. 8월 13일부터 사전예약중
스포츠 승부예측 게임	웹게임	NHN빅포트	2020.10	한국	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 스포츠 커버리지로 한 스포츠 경기 결과 베팅 게임
A.I.M.\$- All you need is Money	배틀로얄	NHN PlayArt	2020.11	일본	<ul style="list-style-type: none"> 50 여명이 싸우는 대규모 배틀로얄 대전 모바일 게임. 20.10.5 사전예약 시작

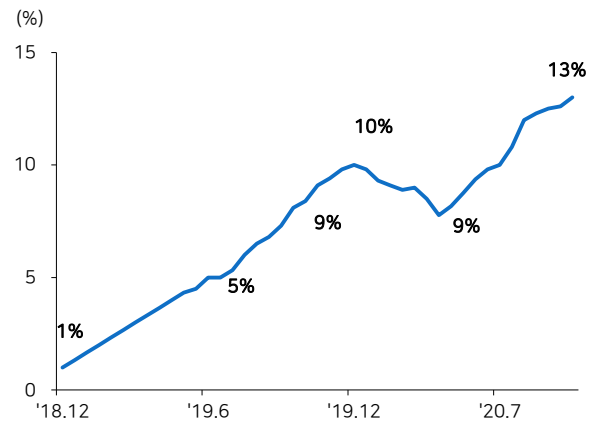
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림50 3Q20 페이코 거래액 1.8조원(+20% YoY)



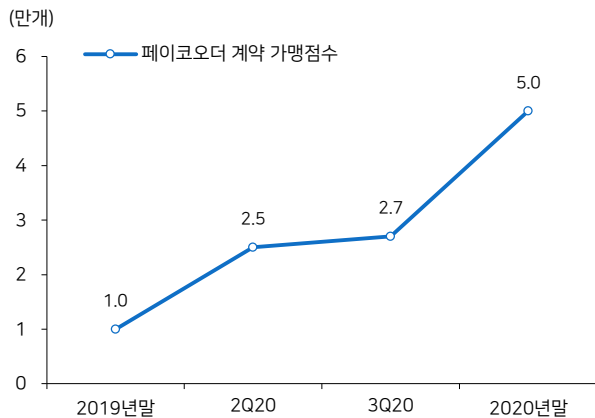
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림51 페이코 오프라인 비중 추이 - 코로나로 변동성 존재



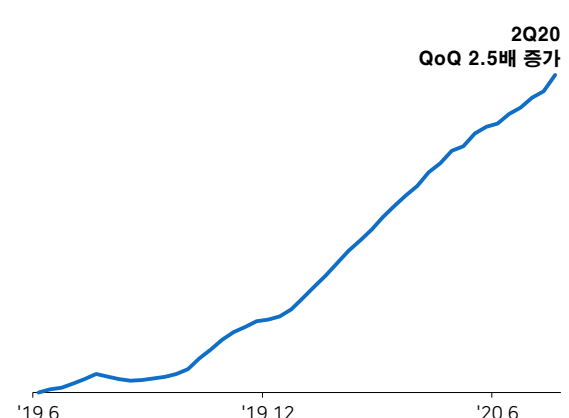
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림52 페이코오더 계약 가맹점수 - 연내 5만개 목표



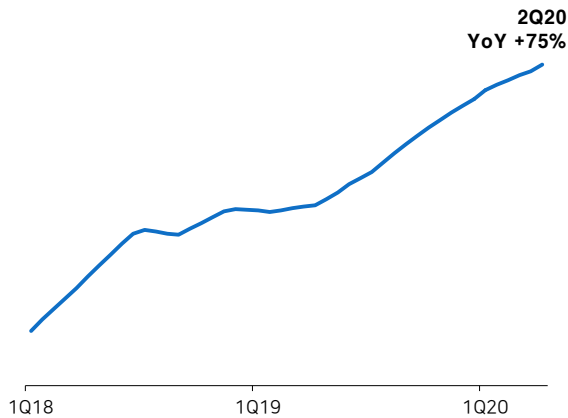
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림53 페이코오더 주문건수



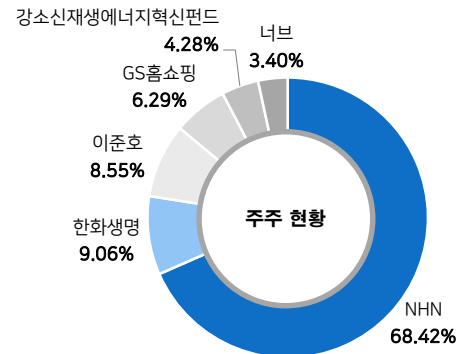
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림54 페이코 식권 거래금액



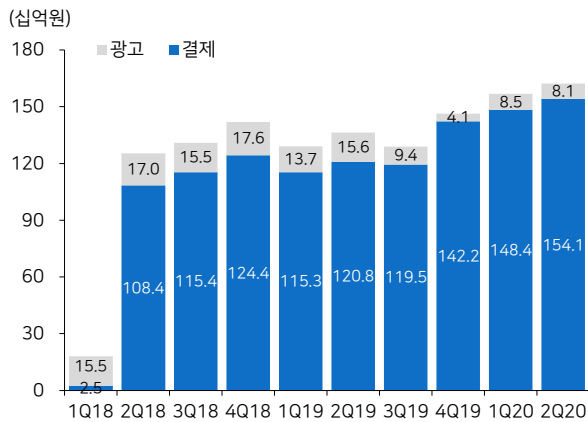
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림55 NHN페이코 주주 현황 (20년 10월 현재)



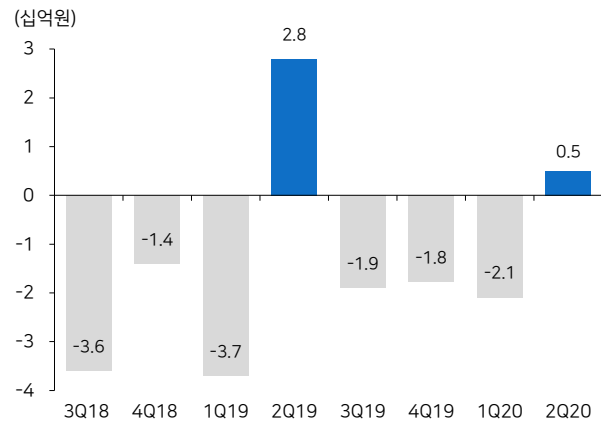
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림56 페이코 관련 사업 영업수익



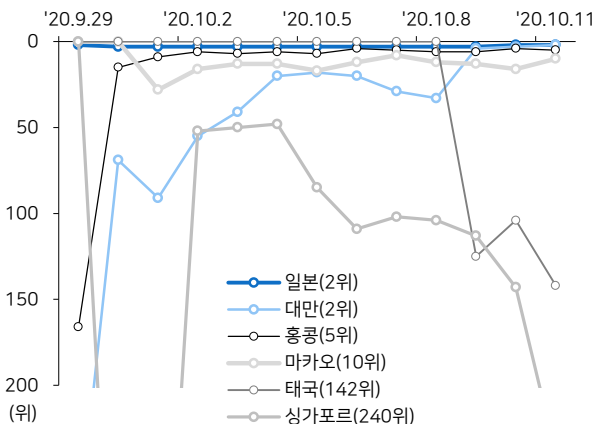
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림57 페이코 관련 영업손익



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림58 '디즈니 프루프무 스타디움' 다운로드 순위 (국가별)



주: 2020.10.11 구글플레이 게임 순위기준

그림59 배틀로얄 게임 'A.I.M.\$' 사전예약 개시



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,264.6	1,488.6	1,667.1	1,856.5	2,045.2
매출액증가율 (%)	39.1	17.7	12.0	11.4	10.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,264.6	1,488.6	1,667.1	1,856.5	2,045.2
판매관리비	1,195.9	1,401.9	1,553.0	1,717.6	1,871.0
영업이익	68.6	86.7	114.1	138.9	174.2
영업이익률	5.4	5.8	6.8	7.5	8.5
금융손익	76.9	10.1	17.7	33.2	34.2
중속/관계기업손익	8.1	-0.1	0.8	0.6	0.6
기타영업외손익	0.2	-31.2	7.9	10.1	10.4
세전계속사업이익	153.8	65.5	138.8	181.5	218.2
법인세비용	49.1	42.4	61.4	63.5	76.4
당기순이익	104.8	23.2	77.3	118.0	141.8
지배주주지분 순이익	89.4	12.3	67.0	107.9	131.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,006.3	1,058.7	1,328.8	1,439.9	1,575.6
현금및현금성자산	385.5	457.4	479.1	538.2	617.3
매출채권	194.2	139.0	285.9	300.2	315.2
재고자산	37.6	38.2	41.5	45.0	48.9
비유동자산	1,488.3	1,441.6	1,505.0	1,536.5	1,569.6
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	469.7	480.9	493.0
자산총계	2,494.7	2,500.3	2,644.8	2,836.7	3,059.8
유동부채	562.5	532.8	561.8	592.5	624.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	89.0	44.8	49.3	54.3	59.7
유동성장기부채	11.4	24.1	25.3	26.5	27.9
비유동부채	112.1	138.8	139.7	144.8	150.3
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	-7.8	-7.8	-7.8
이익잉여금	386.2	400.2	476.5	554.3	645.6
비지배주주지분	237.8	249.9	250.6	261.3	273.8
자본총계	1,820.0	1,828.7	1,906.0	2,024.0	2,165.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.1	107.7	151.5	200.1	229.1
당기순이익(손실)	104.8	23.2	77.3	118.0	141.8
유형자산상각비	31.0	57.2	50.0	41.8	33.6
무형자산상각비	13.4	12.9	9.3	3.1	3.0
운전자본의 증감	2.9	3.2	1.3	12.5	13.5
투자활동 현금흐름	23.4	-18.7	-36.7	-39.9	-43.9
유형자산의증가(CAPEX)	-74.0	-57.2	-60.1	-63.1	-66.2
투자자산의감소(증가)	83.5	30.8	32.3	33.9	35.6
재무활동 현금흐름	-44.3	-17.0	31.1	34.2	37.6
차입금의 증감	42.7	13.5	14.2	14.9	15.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.4	71.9	21.7	59.1	79.2
기초현금	368.1	385.5	457.4	479.1	538.2
기말현금	385.5	457.4	479.1	538.2	617.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	64,634	76,085	85,210	94,888	104,533
EPS(지배주주)	4,567	631	3,423	5,517	6,735
CFPS	6,603	9,177	9,113	10,582	11,687
EBITDAPS	5,775	8,012	8,859	9,392	10,774
BPS	80,873	80,696	84,612	90,098	96,707
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	105.9	22.6	14.0	11.5
PCR	8.7	7.3	8.5	7.3	6.6
PSR	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDA	113.0	156.8	173.3	183.8	210.8
EV/EBITDA	8.4	6.6	7.0	6.4	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	0.8	4.1	6.3	7.2
EBITDA 이익률	8.9	10.5	10.4	9.9	10.3
부채비율	37.1	36.7	38.8	40.2	41.3
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	53.4	16.5	20.7	24.0	28.6
매출채권회전율(x)	6.5	8.9	7.8	6.3	6.6
재고자산회전율(x)	46.6	39.3	41.9	42.9	43.5

Industry Brief
2020. 10. 13

▲ 인터넷/게임

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

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

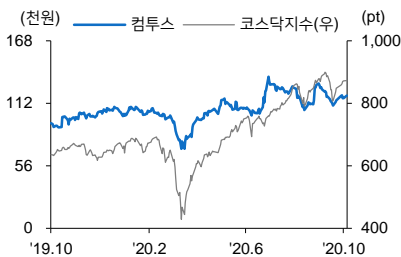
Buy

적정주가 (12개월) **150,000 원**
현재주가 (10.12) **119,000 원**
상승여력 **26.1%**

KOSDAQ	873.50pt
시가총액	15,311억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	63.99%
외국인비중	35.46%
52주 최고/최저가	136,000원/71,100원
평균거래대금	108.9억원
주요주주(%)	
게임빌 외 4 인	29.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	22.1	31.1
상대주가	-2.9	-14.6	-5.0

주가그래프



컴투스 078340

11 월이 오고 있다

- ✓ 3분기 실적, 2분기 출시 6주년 이벤트 등의 높은 기저로 QoQ 감소
- ✓ 다만 9월 스트리트파이터 콜라보 진행으로 월매출 반등. SWC챔피언쉽 진행과 11월 야구게임도 포스트 시즌 성수기 효과. 4분기 실적 성장 기대
- ✓ 신작 '백년전쟁'은 11월 CBT, 2월 출시, '크로니클'도 내년 1Q CBT 일정 변함없음
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 15만원 유지

3Q20 실적, 예상치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,299억원(+11.8% YoY), 295억원(-5.7% oY)로 추정. 컨센서스(매출액 1,302억원, 영업이익 327억원)를 다소 하회할 전망이다. 3Q '서머너즈워' 매출액은 전분기 6주년 이벤트 등으로 높은 기저로 인해 19.3% QoQ 감소한 1,012억원(일평균 11억원)으로 추정한다. 그러나 4분기에는 9월부터 스트리트파이터 콜라보레이션 반응 양호, SWC(서머너즈워 챔피언쉽) 진행 등으로 트랙픽과 매출 모두 증가할 전망이다. 참고로 '서머너즈워' DAU는 4월 120만 수준에서 3분기에는 100만 내외로 빠진 것으로 추정된다. 3분기부터 온라인 바둑 서비스 회사, '타이젼' 연결되나 영업이익 측면에서 기여는 제한적이다. 3분기 영업이익률은 22.7%로 3.1% QoQ 하락하는데 외형은 감소했으나 마케팅비는 스트리트파이터 TV광고로 전분기와 유사하였다.

'서머너즈워' IP의 확장이 현실로

'서머너즈워:백년전쟁'은 20년 11월 대규모 CBT 진행후 21년 2월 글로벌 출시, '서머너즈워:크로니클'은 2021년 1분기 CBT, 2분기 출시를 목표로한다. 2021년에는 글로벌 인기IP '워킹데드'에 기반한 모바일게임 출시도 준비하고 있어 다수의 신작이 시장에 공개된다. 한편 7월부터 스카이바운드와 코믹스 시리즈 '서머너즈워:레거시' 판매를 진행하고 있으며 '서머너즈워' IP와 라이프사이클 확장에 긍정적이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 15만원 유지

컴투스에 대한 투자 의견 Buy, 적정주가 15만원을 유지한다. 2020E Target PER은 16.6배로 글로벌 게임사 평균 27.6배 대비 40% 할인된 수준이다.

(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	528.6	131.0	126.1	9,799	11.5	79,631	12.1	1.5	5.8	13.0	7.9
2021E	655.3	179.2	164.9	12,816	31.4	90,774	9.3	1.3	3.9	15.0	7.1
2022E	739.1	216.1	192.9	14,988	17.7	104,058	7.9	1.1	2.8	15.4	6.3

표28 컴투스 3Q20 실적 - 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	129.9	116.2	11.8%	147.5	-12.0%	130.2	-0.3%
국내 모바일	25.9	25.7	0.8%	27.3	-5.0%	-	-
해외 모바일	104.0	90.5	14.9%	120.2	-13.5%	-	-
영업이익	29.5	31.3	-5.7%	38.0	-22.4%	32.7	-9.7%
세전이익	37.6	40.9	-8.2%	41.1	-8.5%	-	-
지배순이익	28.6	32.7	-12.6%	31.2	-8.2%	29.5	-3.0%
영업이익률(%)	22.7%	26.9%	-4.2%p	25.8%	-3.1%p	25.1%	-2.4%p
순이익률(%)	22.0%	28.2%	-6.1%p	21.1%	0.9%p	22.7%	-0.6%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표29 컴투스 분기별 실적 전망 - 2020년 매출 반등에 성공

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	98.3	147.5	129.9	153.0	162.3	169.7	157.7	165.7	469.3	528.6	655.3
국내 모바일	23.8	27.3	25.9	28.8	32.2	34.5	36.5	38.4	96.6	105.7	141.6
해외 모바일	74.5	120.2	104.0	124.2	130.1	135.2	121.1	127.3	372.7	422.9	513.8
영업비용	74.7	109.5	100.3	113.1	117.6	120.0	115.6	122.8	343.3	397.6	476.1
마케팅비	8.2	21.1	21.0	22.0	24.0	25.8	27.6	29.4	61.6	72.3	106.8
인건비	16.4	20.3	19.0	20.0	18.0	19.0	21.0	20.0	65.1	75.7	78.0
지급수수료	37.2	53.5	46.0	54.2	56.2	58.8	54.6	57.4	170.7	190.9	226.9
로열티	3.7	4.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	14.0	13.3	10.8
기타	9.2	10.3	11.6	14.3	16.7	13.7	9.7	13.4	31.8	45.4	53.6
영업이익	23.6	38.0	29.5	39.8	44.6	49.7	42.1	42.8	126.0	131.0	179.2
세전이익	40.7	41.1	37.6	48.1	53.1	58.3	50.9	51.8	148.0	167.4	214.1
지배순이익	30.0	31.2	28.6	36.3	40.9	44.8	39.3	40.0	111.8	126.1	164.9

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표30 2020년 이후 컴투스 신규게임 출시일정

게임명	장르	개발사	시기	진출 국가	특징
드래곤스카이	방치형 슈팅 RPG	노바코 (자회사)	20.3.25	북미, 남미	<ul style="list-style-type: none"> 게임 속 용을 육성해 전투에 참여하는 방치형 RPG 3월말 북미시장 론칭. 20년 8월 일본 출시
히어로즈워:카운터택	턴제 RPG	자체개발	20.4.2	동남아 (글로벌)	<ul style="list-style-type: none"> 태국 20.4.2 론칭. 20년 8월 한국 출시 다양한 이동과 공격을 동시 진행하는 등 세밀한 영웅 컨트롤 게임
스토리픽	스토리게임 플랫폼	데이세븐 (자회사)	20.4.6	한국	<ul style="list-style-type: none"> '킹덤', '하트시그널' 등 IP 기반 스토리게임들을 즐길 수 있는 플랫폼
버디크러시	스포츠	데이세븐 (자회사)	4Q20	동남아	<ul style="list-style-type: none"> 19.8 인도네시아 소프트론칭. 20년 12월(5개국), 20년 1월(글로벌) 출시
스카이랜더스 링 오브 히어로즈	전략 RPG	자체개발	4Q20	한국 (아시아)	<ul style="list-style-type: none"> 액티비전 유명 콘솔IP '스카이랜더스'와 제휴한 리얼타임 턴제 방식의 전략 RPG 19.2.28 북미/유럽 (아시아 제외 120여개국) 출시했으나 성과 부진 20년 12월 한국 출시
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	1Q21	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> '서머너즈워' 원작 이전 시대를 배경으로 영지를 운영하는 전략 게임 2020년 3월 FGT, 20년 11월 글로벌 CBT 이후 2021년 2월 글로벌 출시
서머너즈워: 크로니클	MMORPG	자체개발	2Q21	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 소환수 연계 전투 플레이로 전략적 요소를 강조한 게임. FGT 완료 21년 1분기 CBT, 21년 2분기 출시 예정
워킹데드 IP 게임	융합장르 RPG	자체개발	2021	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 퍼즐, 전략시뮬레이션, 방치형 요소 등 다양한 장르가 결합된 게임 20년 1월 미국 스카이하운즈와 전략적 투자 및 사업 제휴 계약 체결

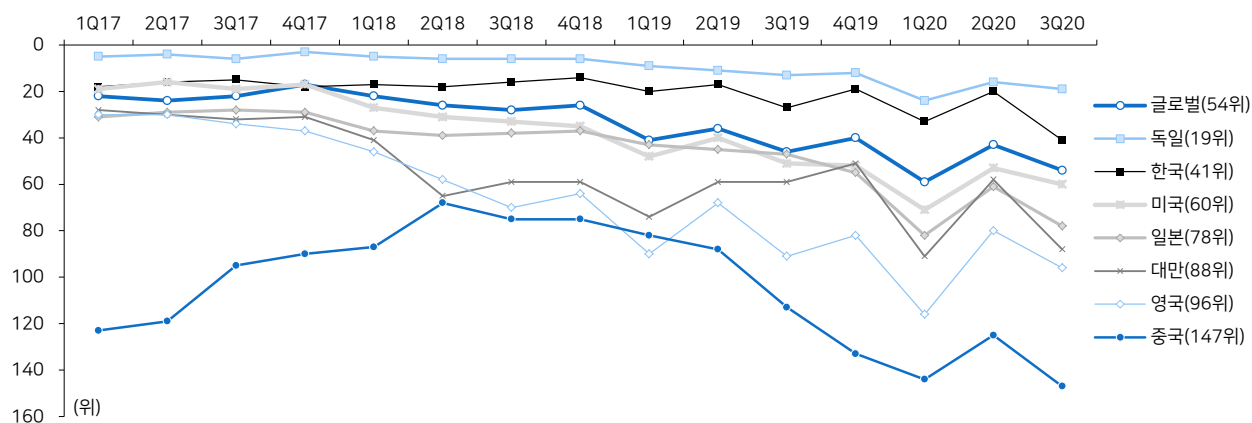
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표31 컴투스 적정주가 산출 내역

구분	단위	2020E
매출액	십억원	528.6
순이익률	%	23.1%
순이익	십억원	122.2
EPS (a)	원	9,800
3yrs EPS CAGR	%	19.2%
Target PEG	배	0.8
적정 PER (b)	배	15.3
12개월 적정주가 (a*b)	원	150,231
적정 시가총액	십억원	1,873.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림60 '서머너즈워' 주요 국가별 분기 매출 순위



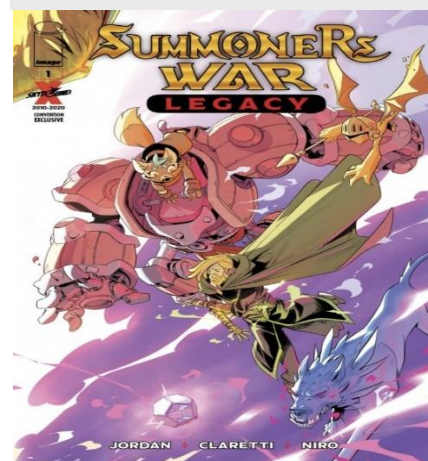
주: 2020.9.30 구글플레이&iOS 게임 매출순위 기준. 중국은 iOS 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림61 서머너즈워 스트리트 파이터 콜라보레이션



자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

그림62 서머너즈워:레거시 코믹스 발간



자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	481.8	469.3	528.6	655.3	739.1
매출액증가율 (%)	-5.2	-2.6	12.6	24.0	12.8
매출원가	58.9	68.9	80.7	97.1	109.6
매출총이익	422.9	400.4	447.9	558.2	629.5
판매관리비	276.3	274.5	316.9	379.0	413.4
영업이익	146.6	126.0	131.0	179.2	216.1
영업이익률	30.4	26.8	24.8	27.3	29.2
금융손익	14.7	21.5	21.2	20.0	20.3
중속/관계기업손익	4.7	-3.1	-3.3	-3.5	-3.6
기타영업외손익	4.8	3.7	9.0	10.1	10.4
세전계속사업이익	170.9	148.0	167.4	214.1	252.0
법인세비용	41.2	38.4	45.2	53.5	63.0
당기순이익	129.7	109.6	122.2	160.6	189.0
지배주주지분 순이익	129.6	111.8	126.1	164.9	192.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	128.6	129.8	129.4	168.8	197.5
당기순이익(손실)	129.7	109.6	122.2	160.6	189.0
유형자산상각비	1.8	5.0	5.6	4.0	2.5
무형자산상각비	0.8	1.7	2.7	1.9	1.5
운전자본의 증감	13.9	1.4	-11.0	-0.1	-0.1
투자활동 현금흐름	-77.6	-89.3	-90.8	-102.7	-116.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1.6	-3.5	-1.0	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	-0.4	-0.1	-0.1
자본의 증가	0.3	-0.6	0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.0	2.9	8.8	33.5	46.4
기초현금	25.8	32.8	35.7	44.5	78.0
기말현금	32.8	35.7	44.5	78.0	124.4

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	44.5	78.0	124.4
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	22.8	22.8	22.8
투자자산	100.7	167.6	201.1	241.4	289.6
자산총계	909.3	1,005.0	1,109.3	1,250.8	1,419.6
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	1.1	1.1	1.1
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	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	675.2	769.7	871.7	1,010.2	1,155.9
비지배주주지분	0.5	5.8	3.6	0.1	-3.6
자본총계	844.5	925.4	1,028.2	1,168.0	1,335.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,443	36,474	41,087	50,931	57,442
EPS(지배주주)	10,075	8,693	9,799	12,816	14,988
CFPS	11,470	11,001	12,152	15,307	17,463
EBITDAPS	11,601	10,313	10,831	14,382	17,108
BPS	65,600	71,478	79,631	90,774	104,058
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	12.8	12.4	12.1	9.3	7.9
PCR	11.2	9.8	9.8	7.8	6.8
PSR	3.4	2.9	2.9	2.3	2.1
PBR	2.0	1.5	1.5	1.3	1.1
EBITDA	149.3	132.7	139.4	185.1	220.1
EV/EBITDA	6.5	5.3	5.8	3.9	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	12.7	13.0	15.0	15.4
EBITDA 이익률	31.0	28.3	26.4	28.2	29.8
부채비율	7.7	8.6	7.9	7.1	6.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	6,125.8	439.3	301.0	337.8	399.0
매출채권회전율(x)	7.6	9.2	10.0	11.3	12.5
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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.10	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-40.3	-35.5	
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	산업브리프	Buy	320,000	김동희	-5.0	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-	-	

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.10	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-43.0	-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	산업브리프	Buy	340,000	김동희	-0.4	9.0	
2020.08.07	기업브리프	Buy	420,000	김동희	-9.2	-1.9	
2020.09.18	기업브리프	Buy	450,000	김동희	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.10	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	산업브리프	Buy	1,070,000	김동희	-	-	

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.10	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-48.2	-42.7	
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	-30.0	10.7	
2020.08.13	기업브리프	Buy	160,000	김동희	5.4	23.4	
2020.10.13	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-	

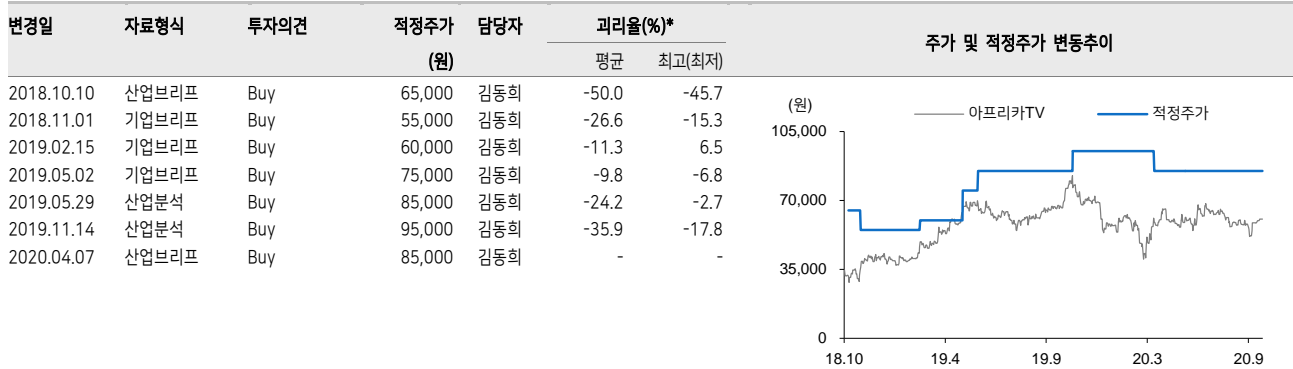
펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.10	산업브리프	Buy	300,000	김동희	-36.6	-27.4	
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	산업브리프	Buy	260,000	김동희	-	-	

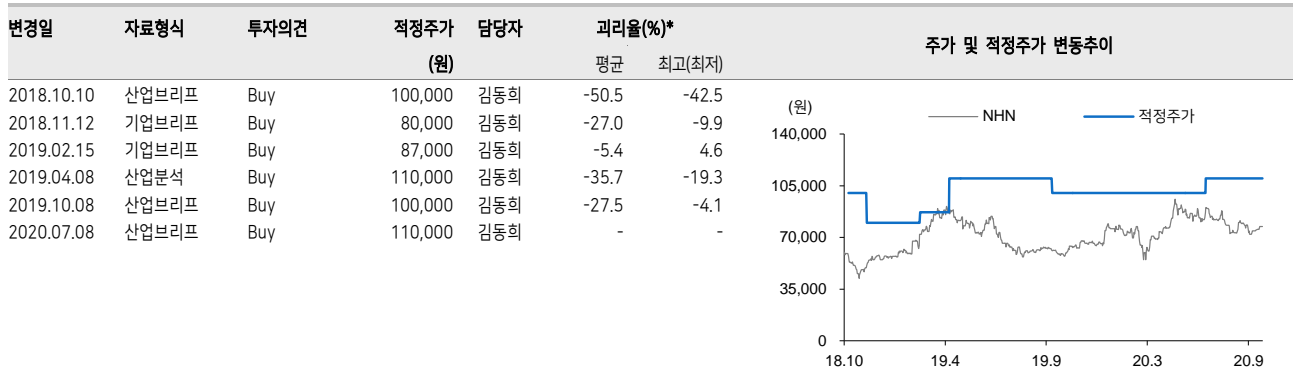
아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

