

2021. 1. 15



▲ 인터넷/게임

Analyst 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
카카오(035720)	Buy	570,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,200,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	430,000원
넷마블(251270)	Buy	180,000원
펄어비스(263750)	Buy	300,000원
아프리카TV(067160)	Buy	85,000원
NHN(181710)	Buy	110,000원
컴투스(078340)	Buy	220,000원

인터넷/게임

언택트와 시즈널리티가 만나다

- ✓ 4Q20 인터넷 플랫폼의 실적 양호, 게임은 연말 마케팅 집행으로 영업비용 증가
- ✓ NAVER와 카카오의 주요 사업부, 쇼핑/광고/핀테크의 매출 성장성은 '언택트 + 계절적 성수기' 효과로 매우 양호했음. 비용 증가를 충분히 상쇄하는 탑라인 성장
- ✓ 게임섹터는 2021년이 '본게임'. 1Q21 엔씨소프트의 '블레이드앤소울2', 컴투스의 '서머너즈워: 백년전쟁' 출시를 통해 성장성 가속화
- ✓ Top Picks는 카카오, 엔씨소프트임

4Q20 인터넷/게임, 언택트 지속되며 계절적 성수기

4분기 NAVER와 카카오의 광고/쇼핑/페이/웹툰 등의 모든 사업부의 매출 성장성이 언택트 지속과 계절적 성수기 효과 등으로 매우 양호했다. 2021년 미국 바이든 대통령 취임, 유럽연합의 디지털세 논의가 본격화되며 빅테크 기업에 대한 규제 리스크가 부각될 수 있으나, 단기 노이즈에 그칠 가능성이 크다.

1. 스마트채널 vs 비즈보드

NAVER와 카카오는 각각 '스마트채널'과 '비즈보드'라는 성과형 광고상품을 통해 인터넷 광고 시장의 성장세를 주도하고 있다. 20년 5월 출범한 '스마트채널'은 뉴스, 연예, 스포츠 섹션 상단에서 이용자 타겟팅된 배너광고로 시작했으며 최근 그 영역을 '스페셜DA' 등으로 확장, NAVER의 디스플레이 광고 성장을 주도하고 있다. 카카오의 '비즈보드'는 20년 12월 일평균 10억원 매출을 돌파하며 19년말 대비 100% 이상의 성장세를 시현 중이다. 21년에도 양사의 성과형 광고매출 성장이 지속되며 광고주 수, 인벤토리, 광고 단가 등의 P와 Q가 모두 증가하는 사이클에 진입했다.

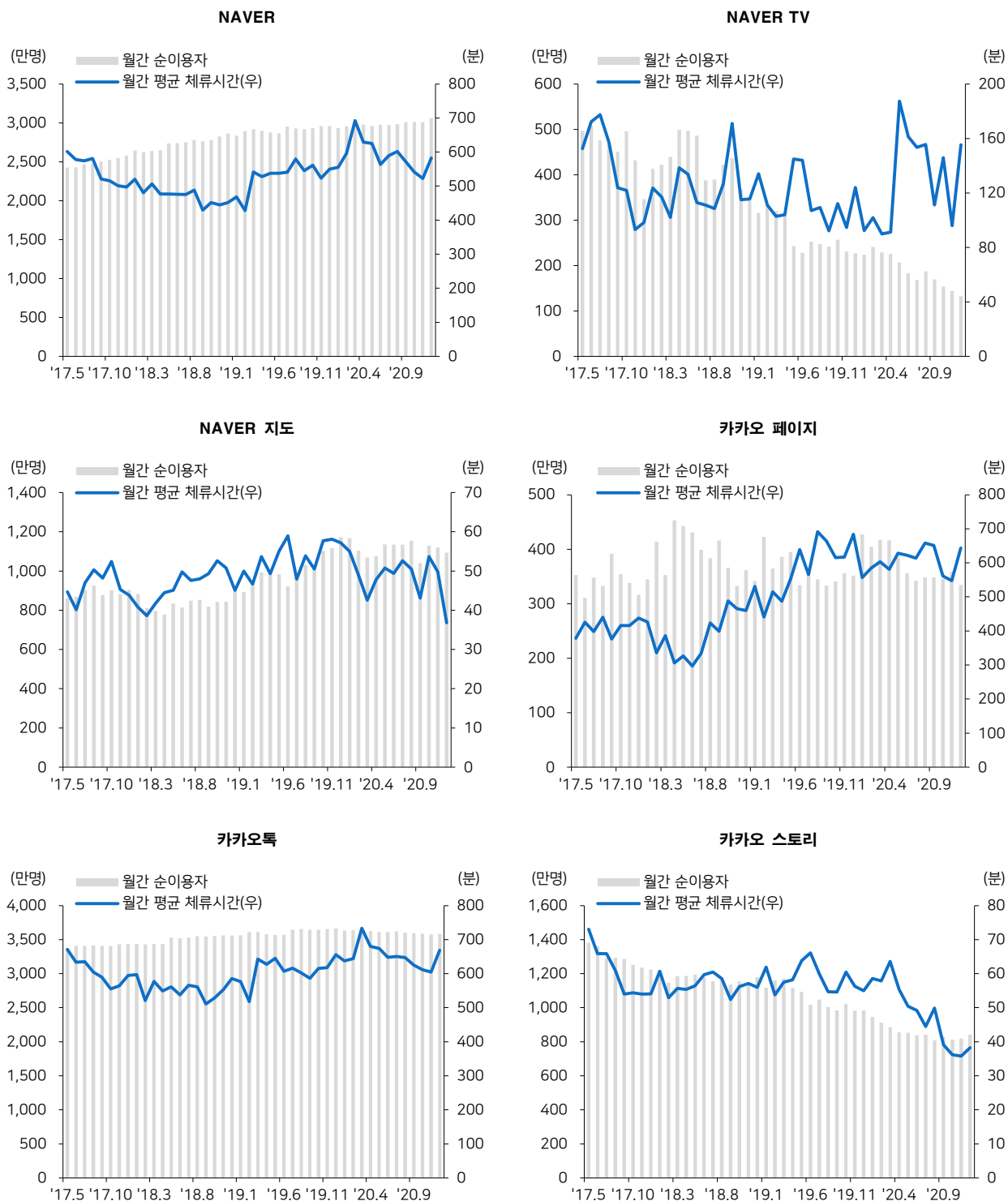
2. 게임, 공급자가 주도하는 성장

2021년 게임산업은 그 어느 때보다 큰 시장일 것이며 1) 20년 코로나19로 확장된 게임 이용자 저변과 2) 클라우드, 콘솔 등의 다양한 플랫폼 진출의 기회, 3) 특히 국내 게임 시장은 대형 IP 신작이 연이어 쏟아져 나오는 공급자 주도의 성장이 기대된다. 실제로 20년 11월 넷마블의 '세븐나이츠2'를 시작으로 12월 크래프톤의 '엘리온', 21년 1분기 엔씨소프트의 '블레이드앤소울2', 컴투스의 '서머너즈워: 백년전쟁'까지 국내외 게이머들을 유인할 기대 게임들의 출시 사이클이 본격화 된다.

3. Top Picks로 카카오, 엔씨소프트 추천

인터넷/게임 주요 Data

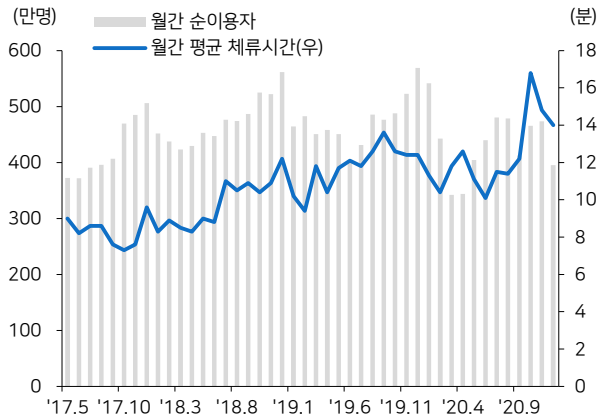
그림1 모바일 이용 리포트



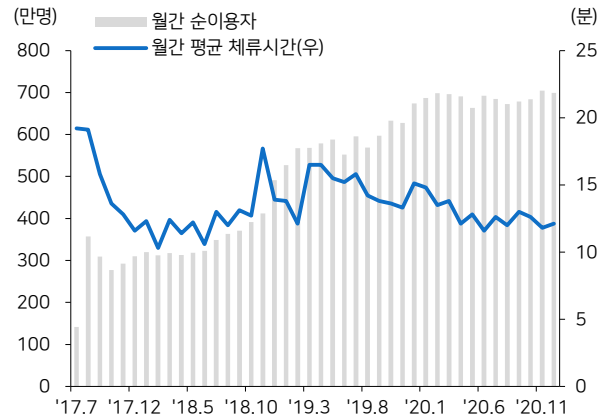
주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스

자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

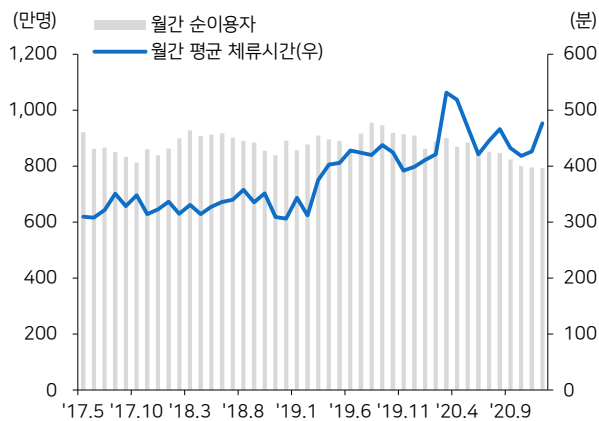
카카오 T



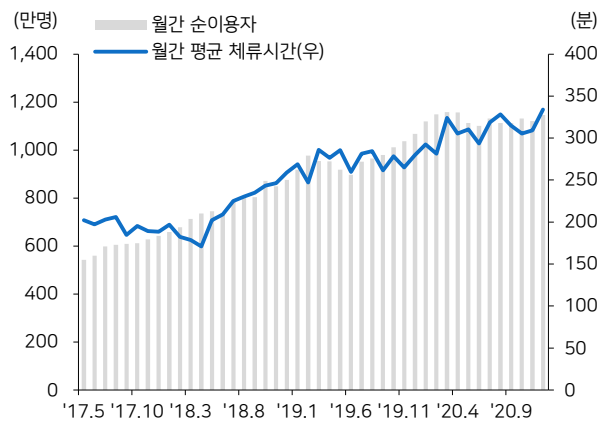
카카오뱅크



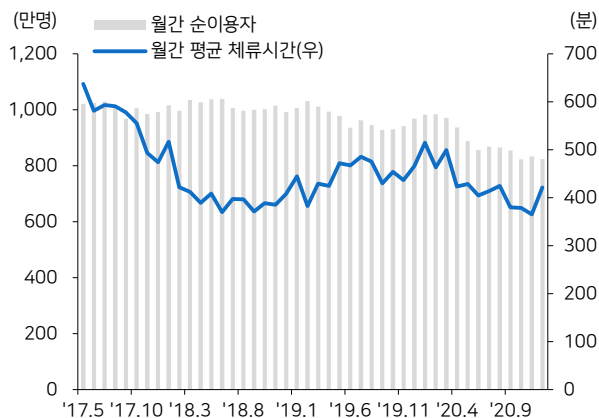
다음



인스타그램



페이스북



Youtube

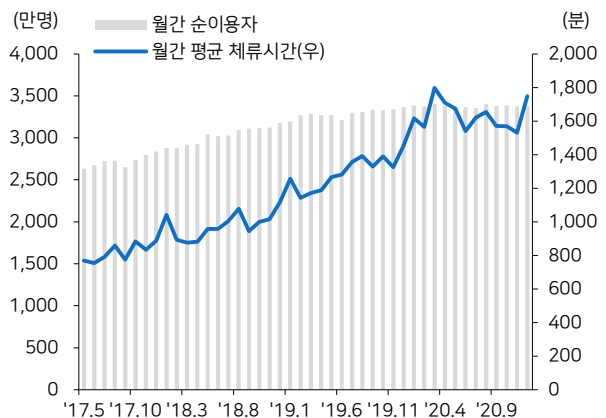
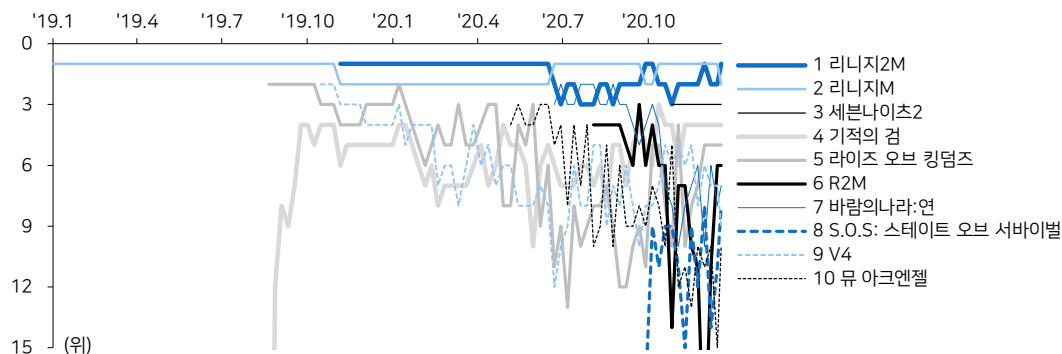
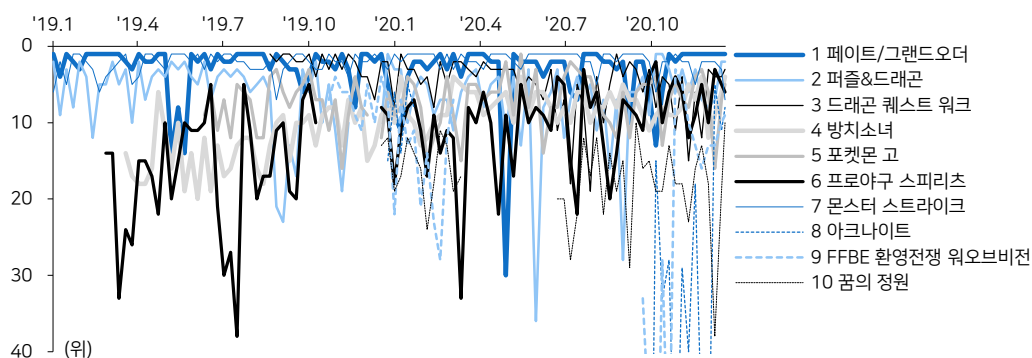


그림2 국가별 게임 매출 순위

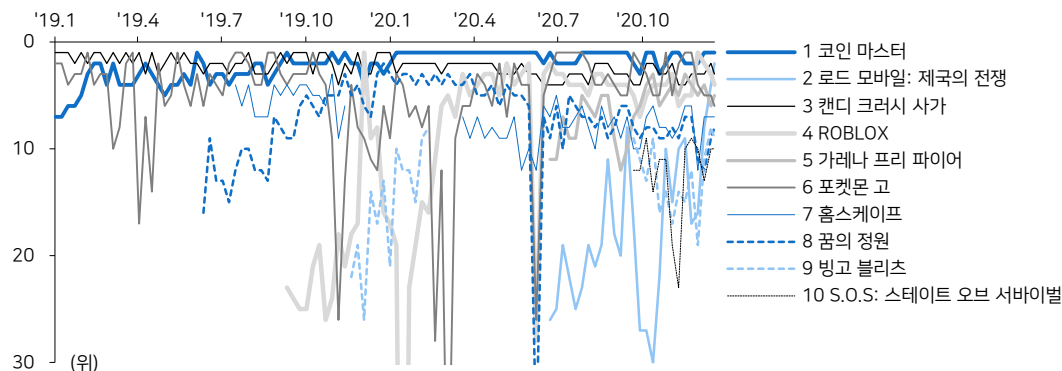
한국



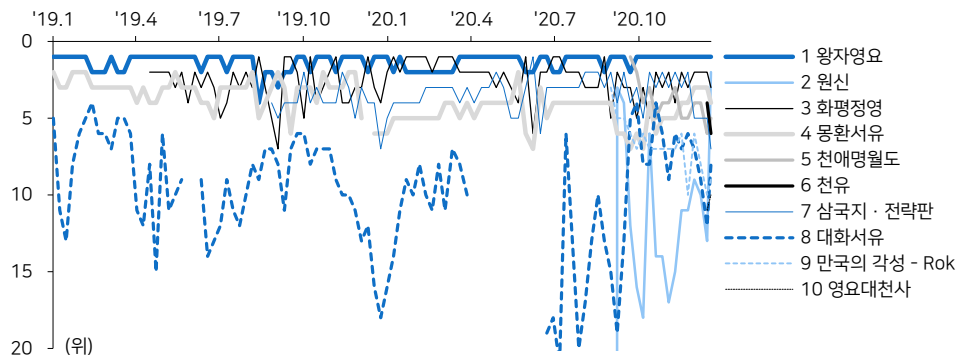
일본



미국

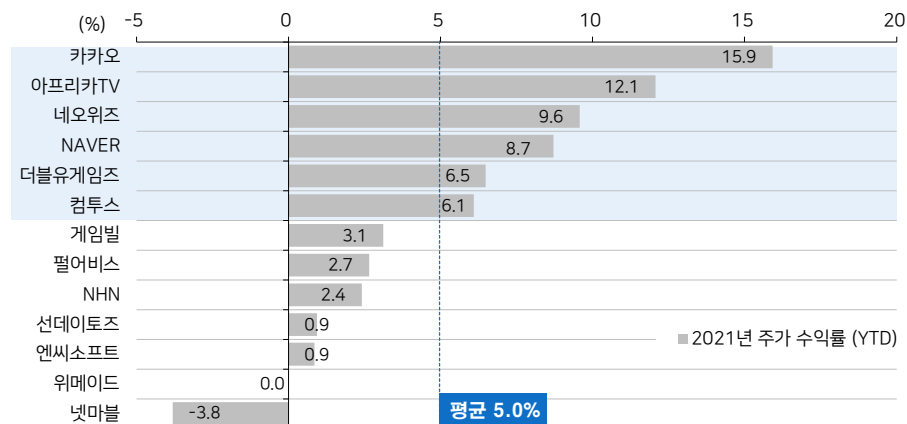


중국
(iOS grossing 기준)



주: 2021.1.14 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

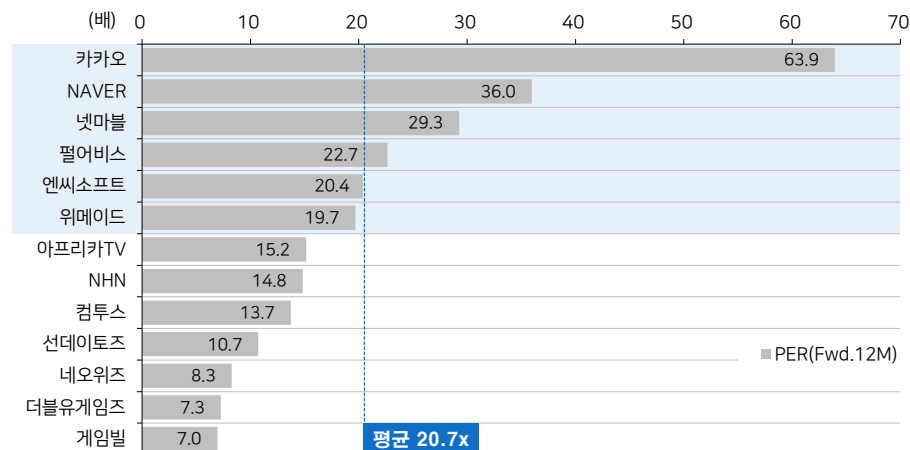
그림3 2021년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2021.1.14 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2021.1.14 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (1.14)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
			2021E	2022E						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
				(조원)	2021E	2022E	(%)	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2022E	2021E	2022E
인터넷	NAVER	51.6	35.8	33.2	22.8	1.6	16.7	5.7	25.6	6,429.8	7,537.8	1,404.0	1,731.3	1,442.9	1,554.0
	카카오	40.2	66.1	49.9	45.7	1.4	9.5	6.0	37.3	5,348.7	6,416.9	755.2	1,049.0	608.5	806.9
	NHN	1.5	15.0	12.6	20.8	0.7	5.8	0.8	4.0	1,923.3	2,181.4	150.1	180.9	99.2	118.5
	아프리카TV	0.8	15.5	12.6	23.7	0.7	28.3	3.7	8.5	233.9	271.6	63.7	78.6	50.5	62.2
게임	엔씨소프트	20.6	21.0	17.0	10.4	2.0	28.2	5.0	13.2	3,177.4	3,670.7	1,320.5	1,588.5	985.1	1,215.2
	넷마블	10.9	29.9	24.4	27.7	1.1	7.5	1.9	18.9	2,984.9	3,305.1	417.1	504.5	364.4	447.2
	펄어비스	3.5	23.8	16.2	47.2	0.5	18.6	3.8	14.9	539.9	709.4	180.6	271.5	147.1	216.6
	컴투스	2.1	13.7	11.9	4.8	2.9	14.2	1.8	6.6	672.7	738.7	184.0	212.5	156.8	179.6
	더블유게임즈	1.1	7.1	6.5	13.2	0.5	17.5	1.1	3.4	720.1	769.8	231.1	256.6	160.7	176.7
	위메이드	0.6	19.8	16.1	24.0	0.8	12.8	2.5	14.3	189.5	203.8	36.3	45.1	32.2	39.5
	게임빌	0.2	7.0	5.7	20.8	0.3	12.3	0.8	5.7	177.7	199.0	51.5	61.2	35.4	42.9
	Average	12.1	23.1	18.7	23.7	1.1	15.6	3.0	13.8	2,036.2	2,364.0	435.8	543.6	371.2	441.8

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (1.14) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
			2021E	2022E						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
인터넷	Google	1,184.4	25.6	21.6	19.8	1.3	17.6	4.6	13.7	179.4	209.9	47.9	56.6	46.8	54.0
	Amazon	1,588.5	53.5	39.6	27.1	2.0	23.2	12.8	23.3	449.7	528.0	29.9	42.6	31.5	43.7
	Facebook	716.7	22.6	18.9	19.1	1.2	21.4	4.7	13.0	104.6	125.3	36.5	45.1	32.7	38.7
	Alibaba	636.6	18.8	15.2	22.6	0.8	17.7	3.7	14.5	140.5	168.6	26.6	33.5	34.8	42.9
	Tencent	776.5	32.7	27.1	19.9	1.6	23.0	7.1	24.0	92.0	110.0	28.1	33.4	24.3	29.6
	Baidu	80.8	23.1	19.5	24.4	0.9	10.9	2.5	15.4	18.9	21.1	2.9	3.9	3.6	4.3
	Twitter	37.6	54.3	40.7	23.5	2.3	6.6	4.3	24.6	4.4	5.1	0.8	1.0	0.7	1.0
	Snap	79.6	282.7	91.5	102.6	2.8	-9.6	33.0	151.2	3.5	4.7	0.3	0.8	0.3	1.0
	Z Holdings	32.8	38.5	29.0	20.4	1.9	10.3	3.0	11.3	13.1	14.3	1.9	2.4	1.0	1.3
	Rakuten	13.4	-	36.7	-	-	-4.1	2.1	-	15.7	17.4	-0.6	0.7	-0.5	0.3
	HUYA	5.1	20.3	15.1	-	-	15.3	2.8	13.9	2.1	2.5	0.2	0.3	0.3	0.4
게임	Nintendo	83.3	21.2	21.6	-5.9	-3.6	21.0	4.0	13.6	14.5	14.4	5.1	4.9	3.7	3.6
	Blizzard	69.4	25.5	22.1	8.8	2.9	16.1	4.0	18.0	8.4	9.3	3.5	4.0	2.8	3.2
	Netease	74.0	24.8	21.3	-	-	17.8	4.6	20.2	13.5	14.8	2.7	3.3	2.9	3.4
	EA	39.5	23.2	20.7	11.8	2.0	19.0	4.6	15.3	6.3	6.6	2.1	2.3	1.7	1.9
	Nexon	29.0	22.6	20.6	1.3	16.9	17.1	3.5	16.0	3.3	3.5	1.4	1.6	1.3	1.4
	Cyberagent	8.8	54.2	42.5	23.8	2.3	17.8	8.2	15.3	5.3	5.6	0.4	0.5	0.2	0.2
Average		320.9	30.7	25.8	16.7	2.5	14.2	4.8	16.8	63.2	74.2	11.2	13.9	11.1	13.6

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스마트채널 vs. 비즈보드

인터넷 광고의 성장 주도

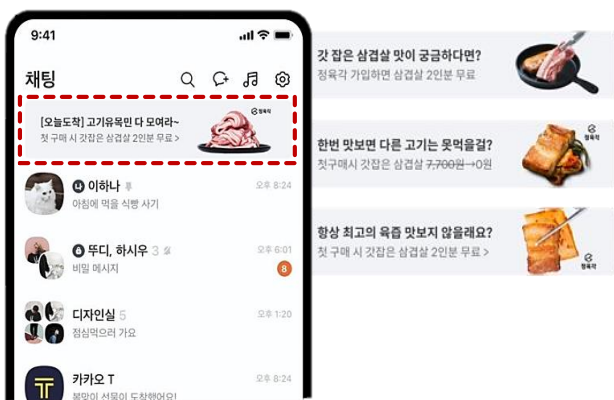
NAVER와 카카오는 각각 '스마트채널'과 '비즈보드'라는 성과형 광고 상품을 통해 국내 인터넷 광고 시장의 성장세를 주도하고 있다. NAVER의 '스마트채널'은 20년 5월 출범하여 초기에는 뉴스, 연예, 스포츠 섹션 최상단에서 노출되는 배너형 광고로 시작했으나 최근 그 영역을 '스페셜DA', 카페, 밴드 등으로 확장 중이며 NAVER의 디스플레이 광고 성장을 주도한다. 카카오의 '비즈보드'는 NAVER보다 1년 앞서 '비즈보드'를 출시하였으며 광고주 수와 일매출 규모 모두 가파른 성장세를 보여주며 카카오톡 광고 매출의 성장을 견인하고 있다.

20년 12월 카카오 '비즈보드' 일평균 매출액은 10억원 수준을 돌파하면서 전년동월 5억원 수준 대비 2배 가까운 성장을 보여준다. NAVER의 '스마트채널'도 일평균 매출액이 3Q20 3~4억원에서 12월 7~8억원 수준까지 올라온 것으로 추정, 디스플레이 광고 비즈니스에 새로운 바람을 일으키고 있다.

광고 매출은 P와 Q의 합수

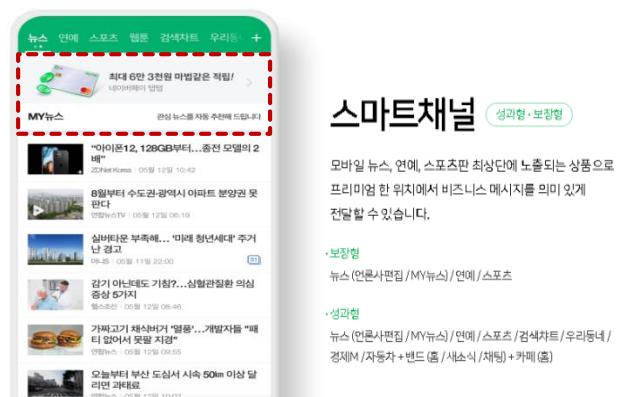
2021년에도 퍼포먼스 광고 매출 성장은 유효하다고 보는데 1) 광고주 수, 인벤토리, Ad Load Rate 등 Q의 지표 증가하고 있으며, 2) 퍼포먼스 광고의 특성상 많은 광고주 수가 들어올수록 비딩 프라이스, 광고 단가의 상승 가능하기 때문이다. 2021년 NAVER의 '스마트채널'과 카카오 '비즈보드' 매출액은 각각 3,239억원, 4,553억원으로 추정, 전년대비 각각 281%, 87% 성장을 예상한다.

그림5 카카오의 비즈보드



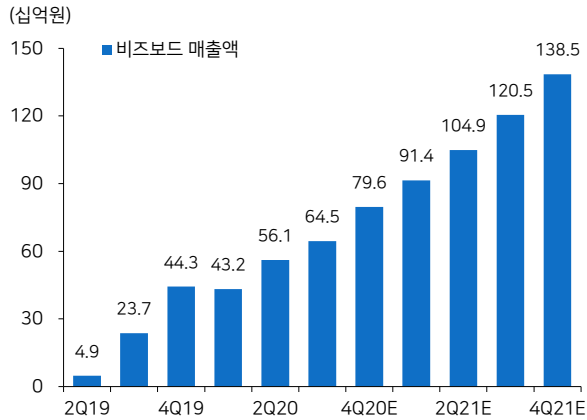
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림6 NAVER의 스마트채널



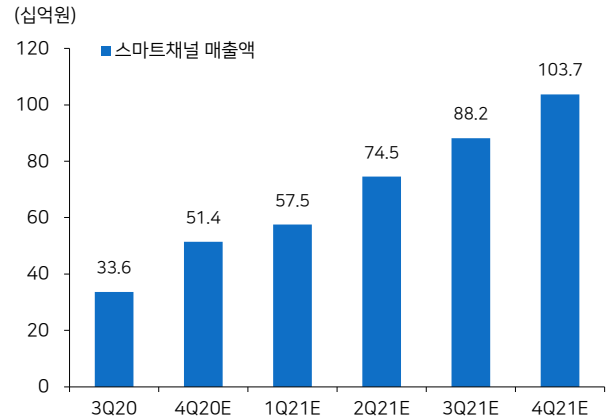
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 카카오의 비즈보드 매출



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 NAVER의 스마트채널 매출



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 추정

표3 국내 광고 시장 규모 - 21년 인터넷 광고 시장은 9.4% 성장 예상

구분 (십억원)	광고비								성장률(%)	구성비(%)
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2021E	2021E
지상파TV	1,964.7	1,932.4	1,745.3	1,551.7	1,421.9	1,244.7	1,164.5	1,119.8	-3.8	7.4
라디오	254.1	256.8	239.9	253.0	207.3	208.5	186.2	183.4	-1.5	1.2
신문	1,833.4	1,855.6	1,867.0	1,858.5	1,903.1	1,939.7	1,843.1	1,806.3	-2.0	11.9
잡지	490.5	474.1	452.4	451.7	444.8	433.3	411.7	425.9	3.4	2.8
4대 매체계	4,542.7	4,518.9	4,304.6	4,115.0	3,977.2	3,826.1	3,605.6	3,535.5	-1.9	23.3
케이블 PP	1,743.2	2,004.9	1,895.1	1,853.7	1,990.2	2,002.1	1,927.2	1,888.6	-2.0	12.5
케이블 SO	127.5	145.2	134.6	139.1	140.8	139.1	122.8	117.2	-4.6	0.8
위성방송	21.2	24.0	28.3	48.0	51.1	50.0	49.7	48.7	-2.0	0.3
IPTV	63.1	90.3	84.6	99.3	116.1	124.3	104.9	109.7	4.5	0.7
DMB	11.5	10.3	7.2	5.3	4.4	2.3	1.6	1.1	-30.7	0.0
온라인(인터넷PC)	2,141.0	2,053.4	2,173.1	1,909.2	2,055.4	1,871.6	1,748.8	1,799.0	2.9	11.9
모바일	909.9	1,374.4	1,981.6	2,865.9	3,661.8	4,650.3	5,524.4	6,157.9	11.5	40.7
뉴미디어계	5,017.4	5,702.6	6,304.6	6,920.5	8,019.8	8,839.8	9,479.5	10,122.2	6.8	66.8
옥외광고	1,172.4	1,061.3	1,088.5	1,305.9	1,329.9	1,256.8	989.9	1,007.7	1.8	6.7
기타광고	435.3	507.9	465.0	412.1	429.0	504.2	474.5	477.1	0.6	3.2
총광고비	11,167.7	11,790.6	12,162.7	12,753.5	13,755.9	14,442.7	14,549.5	15,142.5	4.1	100.0

자료: 한국방송광고진흥공사, 메리츠증권 리서치센터

디지털세, 무엇인가?

수익 발생 국가에
세금 부과하겠다는 것

디지털세는 구글, 아마존, 페이스북 등 온라인/모바일 플랫폼 기업의 자국 내 디지털 매출에 법인세와 별도로 부과한다는 세금이다. 법인이나 서버 운영여부와 상관 없이, 이익이 아닌 매출이 발생한 지역에 세금을 부과하겠다는 것이다. OECD는 2021년 중반 디지털세의 최종 방안을 결정할 계획이나 유럽연합 내에서도 찬반이 분분하며 미국 정부가 보복관세 등을 거론하며 강하게 반발하고 있어 현실화 여부는 불투명하다.

미국 vs 유럽연합

2018년 3월 유럽연합은 처음으로 디지털세(연간 매출액 대비 2~3%) 세제안을 발표했으며 유럽에서 5천만 유로 이상의 수익을 내는 IT 기업인 페이스북, 구글, 애플 등 150여개 기업이 해당된다. 2020년부터 영국, 이탈리아, 터키 등은 디지털세를 부과하기 시작하였으며, 2021년부터 프랑스, 스페인, 오스트리아 등도 도입하려 하나 미국이 보복관세를 매기겠다고 압박하고 있어 갈등이 불가피하다.

그림9 디지털세 도입 논의 History



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 디지털세, 유럽 내에서도 찬성과 반대 엇갈려

	찬성	중립	반대
국가	프랑스, 이탈리아, 스페인, 오스트리아 등	독일, 스웨덴	아일랜드, 룩셈부르크
이유	글로벌 IT 기업의 조세회피 방지	자국 자동차 산업 등에 피해 우려	자국 내 유치한 글로벌 IT 기업의 철수 우려

자료: 메리츠증권 리서치센터

21년 마이데이터 사업 본격화되나?

금융위, 마이데이터 예비인가 허가

금융위원회는 20년 12월과 21년 1월 두차례에 걸쳐 KB국민은행, 신한카드, 네이버파이낸셜, 비바리퍼블리카 등 총 28개사에 마이데이터 예비인가를 부여하였다. 마이데이터 예비허가를 신청한 37개 기업 중 28개 업체가 예비허가를 받았다. 마이데이터 주요 허가 요건은 최소 자본금 5억원 이상, 물적 시설(해킹 방지, 망분리 수행 등 보안설비), 사업계획의 타당성, 대주주 적격성, 신청인의 임원 적격성, 데이터 처리 경험 등이었다. 참고로 현재까지 예비인가 부여받은 주요 업체는 금융 회사(국민은행, 신한카드, SC제일은행 등), 핀테크 기업(레이니스트, 보맵, 비바리퍼블리카, 민앤지 등), 전자상거래 계열 전자금융업자(네이버파이낸셜, NHN페이코 등) 등이다.

최근 카카오페이와 네이버파이낸셜이 마이데이터 인가에 관련해서 관련서류 미비, 대주주 적격성 등의 노이즈 발생 중이나 충분히 해결될 수 있다고 판단된다. 카카오페이는 심사서류 보완을 통해 1월내에 예비인가를 발급받겠다는 계획이며 네이버파이낸셜도 2대 주주인 미래에셋대우의 대주주 적격성 문제를 CPS(전환우선주) 전환 등을 통해 적극 해결할 계획이다.

표5 마이데이터 주요 허가 요건

요건	내용
자본금 요건	최소 자본금 5억원 이상
물적 시설	해킹 방지, 망분리 수행 등을 위한 충분한 보안설비
사업계획의 타당성	서비스 경쟁력·혁신성, 소비자 보호 체계 마련
대주주 적격성	충분한 출자능력, 건전한 재무상태
신청인의 임원 적격성	신청인의 임원에 대한 벌금, 제재 사실 여부
전문성 요건	데이터 처리 경험 등 데이터 산업 이해도

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표6 마이데이터(본인 신용정보 관리업) 예비 허가 주요 내용

구분		내용
예비 허가 신청일		2020.10.12, 2020.11.17
예비 허가 승인일		2020.12.22, 2021.1.14
본인가 예정일		2021.1.27
마이데이터 가이드라인 지정		2021년 2월내
신청 기업		37개
심사 보류 기업		6개
심사 진행 기업		1개
허가심사 진행중 기업(1개)	허가요건 보완 기업	카카오페이
예비허가 승인 기업(28개)	은행	국민 · 농협 · 신한 · 우리 · SC제일은행
	여전	국민 · 우리 · 신한 · 현대 · BC카드, 현대캐피탈
	금융투자	미래에셋대우
	상호금융	농협중앙회
	저축은행	웰컴저축은행
	핀테크	네이버파이낸셜, 민앤지, 보맵, 비바리퍼블리카, 뱅크샐러드 (구. 레이니스트), 쿠콘, 팀윙크, 핀다, 핀테크, 한국금융솔루션, 한국신용데이터, 해빗팩토리, NHN페이코, SK플래닛

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

게임산업, 그 어느 때보다 큰 시장

2021년은 공급자 주도의 성장

2020년 국내 게임시장은 약 17조원으로 19년 대비 9.2% 성장하였다. 코로나19 확산으로 집에 머무는 시간이 길어지며 모바일과 콘솔 게임 시장에 수혜가 있었다. 2021년 게임 시장도 비대면 콘텐츠 소비 지속과 대형 IP 신규 게임 출시로 인해 예상보다 초과 성장이 충분히 가능하다. 특히 2021년은 국내 대표 게임사, 3N사가 콘솔을 비롯한 다양한 플랫폼에 도전하는 원년이다. 넷마블은 2020년 11월 '세븐나이츠: 타임원더러'를 닌텐도 스위치 버전으로 출시하였고, 넥슨은 2021년 1분기 '카트라이더: 드리프트'를 PC와 Xbox One 플랫폼에 출시한다. 엔씨소프트와 펠어비스도 각각 '프로젝트TL'과 '붉은사막'이라는 신규 IP를 PC/콘솔 게임으로 출시할 계획이다.

표7 국내 게임 시장 규모

(십억원, %)	2018		2019		2020E		2021E		2022E	
구분	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률	매출액	성장률
PC 게임	5,023.6	10.6	4,805.8	-4.3	4,877.9	1.5	4,882.7	0.1	4,930.6	1.0
모바일 게임	6,655.8	7.2	7,739.9	16.3	9,392.6	21.4	10,018.1	6.7	11,002.4	9.8
콘솔 게임	528.5	41.5	694.6	31.4	867.6	24.9	1,203.7	38.7	1,354.1	12.5
아케이드 게임	185.4	3.1	223.6	20.6	76.6	-65.7	150.3	96.2	238.2	58.5
PC방	1,828.3	3.9	2,040.9	11.6	1,764.1	-13.6	1,960.5	11.1	2,314.6	18.1
아케이드 게임장	68.6	-12.1	70.3	2.5	30.3	-56.9	53.2	75.6	72.6	36.5
합계	14,290.2	8.7	15,575.0	9.0	17,009.3	9.2	18,268.3	7.4	19,912.5	9.0

자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권 리서치센터

표8 국내 게임사들의 콘솔 도전 빨라진다

회사명	게임	내용
크래프톤	테라	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 4월 북미/유럽 PS4와 Xbox 플랫폼에 출시 2020년 11월 크로스플랫폼 플레이 지원
	배틀그라운드	<ul style="list-style-type: none"> 2017년 12월 Xbox, 2018년 4월 PS4 버전 출시 2019년 10월 크로스 플랫폼 플레이 지원
	엘리온	<ul style="list-style-type: none"> 2021년 하반기 콘솔 플랫폼 출시 예정
펠어비스	검은 사막	<ul style="list-style-type: none"> 2018~2019년 Xbox와 플레이스테이션 출시 2020년 3월 크로스플랫폼 지원
	붉은 사막	<ul style="list-style-type: none"> 2021년 4분기 콘솔 플랫폼 출시 계획
넷마블	세븐나이츠 타임원더러	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 11월 닌텐도 스위치 버전 출시. 인기 게임 랭크
넥슨	카트라이더 드리프트	<ul style="list-style-type: none"> 2021년 첫 멀티 플랫폼 게임. PC/PS4/Xbox 출시
네오위즈	블레스 언리쉬드	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 Xbox, 2020년 10월 PS4 버전 출시
엔씨소프트	퓨저	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 11월 10일 PC/콘솔 출시. 음악게임
	프로젝트 TL	<ul style="list-style-type: none"> 2021년 PC 출시 이후 콘솔 플랫폼 론칭 가시화

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

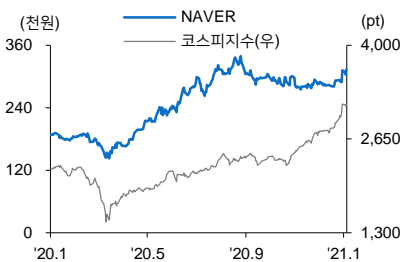
적정주가 (12개월) **430,000 원**
현재주가 (1.14) **318,000 원**
상승여력 **35.2%**

KOSPI 3,149.93pt
시가총액 522,358억원
발행주식수 16,426만주
유동주식비율 78.21%
외국인비중 56.49%
52주 최고/최저가 339,000원/143,000원
평균거래대금 2,649.4억원

주요주주(%)
국민연금공단 11.56
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 11.2 10.8 66.9
상대주가 -2.5 -23.2 18.6

주가그래프



NAVER 035420

타라인 성장은 문제없어

- ✓ 4Q20 NAVER의 쇼핑/광고/페이의 매출 성장 가속화. 다만 수익성보다는 외형 성장과 시장 지배력 확보에 중점. 이익률 반등 시점은 3Q21 이후로 전망
- ✓ 21년 NAVER 검색 서비스의 일본 시장 재도전 성공에 대한 기대감
- ✓ 20년 12월 네이버파이낸셜은 금융위의 마이데이터 예비인가 취득. 21년 1월말 본인가 발급 예상. 쇼핑 데이터에 기반한 개인자산 관리 서비스로 성장 본격화
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 43만원으로 상향. 21년으로 기준연도 변경 기인

타라인 성장은 문제없어

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,912억원(+26.5% YoY), 3,248억원(+17.9% YoY)으로 컨센서스(영업이익 3,106억원)는 무난히 충족시킬 전망이다. 서치 플랫폼 매출액은 12.2% YoY 증가한 7,765억원으로 검색과 디스플레이 광고 매출 모두 전년동기대비 두 자릿 수 성장 가능하다. 특히 디스플레이 광고의 경우 20년 5월 시작한 성과형 광고, '스마트채널'의 성장세가 가파르고 기존 뉴스, 연예, 스포츠 섹션에서 메인 DA 등으로 인벤토리 확장 중이다.

커머스 및 핀테크 매출 역시 각각 3,086억원(+40.9% YoY), 2,038억원(+70.0% YoY)로 고성장세 지속한다. 4Q20 네이버페이 거래액은 7.5조원(+50% YoY)으로 추정한다. 20년 12월 네이버파이낸셜은 금융위원회로부터 마이데이터 예비인가를 허가받아, 최근 미래대우의 대주주적격성 이슈가 있으나, 순조롭게 해결되어 21년 1분기 본인가 발급이 가능할 전망이다. 4Q20 영업이익률은 21.8%로 전분기와 유사한데 쇼핑 포인트 적립 강화와 일본 웹툰 관련 마케팅 지속되었기 때문이다. 참고로 네이버 플랫폼에 대한 충성고객 Lock-In 효과 강화되어 20년 12월 네이버 플러스 멤버십 가입자수는 250만명을 돌파했다.

N검색의 일본 진출, 성공할까?

2021년 NAVER는 일본 검색 시장에 재도전한다. 이는 일본 검색시장에 3번째 도전으로 성공 가능성 높다고 보는데 1) 라인 이용자 기반, 2) 야후재팬과 협업, 3) 엔지니어 수만 8배 증가할 정도로 향상된 검색 기술 등에 기인한다. 2020년 일본 디지털 검색광고 시장 규모는 63억달러로 미국 621억 달러, 중국 337억달러, 영국 113억달러에 이어 글로벌 시장에서 4번째로 큰 시장이다. 참고로 일본 검색 엔진 시장점유율은 모바일의 경우 구글이 76%, 야후 23%로 양분되어 있으며 구글대비 야후재팬의 점유율 격차는 큰 상황이다.

(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	5,282.7	1,216.4	811.9	4,940	73.4	40,246	68.6	8.4	30.5	13.1	110.6
2021E	6,382.6	1,378.4	1,298.0	7,902	85.2	33,275	40.2	9.6	25.5	21.5	168.2
2022E	7,887.9	1,702.6	1,537.5	9,360	18.8	46,236	34.0	6.9	21.2	23.5	139.0

표9 NAVER 4Q20 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,491.2	1,179.0	26.5%	1,360.8	9.6%	1,465.3	1.8%
서치플랫폼	776.5	692.0	12.2%	710.1	9.4%	-	-
커머스	308.6	219.0	40.9%	285.4	8.1%	-	-
핀테크	203.8	119.9	70.0%	174.0	17.1%	-	-
콘텐츠	109.0	83.8	30.0%	115.0	-5.2%	-	-
서치플랫폼	93.3	64.3	45.0%	76.3	22.3%	-	-
영업이익	324.8	275.4	17.9%	291.7	11.3%	310.6	4.6%
세전이익	346.4	445.9	-22.3%	361.6	-4.2%	-	-
지배순이익	234.3	248.7	-5.8%	245.5	-4.6%	228.5	2.5%
영업이익률(%)	21.8%	23.4%	-1.6%p	21.4%	0.3%p	21.2%	0.6%p
순이익률(%)	15.7%	21.1%	-5.4%p	18.0%	-2.3%p	15.6%	0.1%p

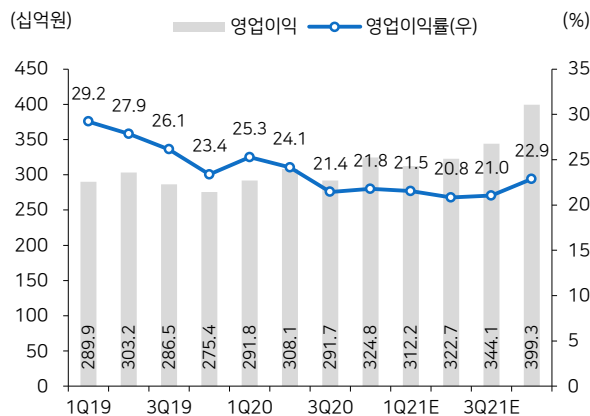
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표10 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,491.2	1,450.6	1,550.3	1,635.8	1,745.9	4,356.2	5,282.7	6,382.6
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	776.5	689.4	709.0	734.8	806.7	2,654.6	2,809.5	2,939.9
커머스	231.2	256.2	285.4	308.6	321.4	351.0	385.3	401.2	792.1	1,081.5	1,458.9
핀테크	137.6	164.7	174.0	203.8	227.1	255.3	261.1	275.1	406.6	680.2	1,018.5
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	109.0	119.5	138.9	140.2	141.7	309.3	430.2	540.3
클라우드	47.7	64.1	76.3	93.3	93.1	96.1	114.4	121.2	193.6	281.4	424.9
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,166.4	1,138.4	1,227.6	1,291.7	1,346.6	3,201.2	4,066.3	5,004.2
개발/운영	282.9	289.7	311.7	327.2	330.2	346.7	364.0	368.0	1,029.0	1,211.4	1,409.0
파트너	377.2	427.5	457.0	500.7	480.2	537.0	566.6	591.3	1,393.0	1,762.4	2,175.1
인프라	110.9	136.1	144.8	155.2	163.0	170.6	179.1	185.3	421.2	547.1	698.0
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.2	165.0	173.3	181.9	202.0	358.0	545.4	722.2
영업이익	291.8	308.1	291.7	324.8	312.2	322.7	344.1	399.3	1,155.0	1,216.4	1,378.4
세전이익	420.1	289.3	361.6	346.4	388.3	400.8	423.9	480.9	1,391.3	1,417.4	1,693.9
지배순이익	184.8	147.3	245.5	234.3	299.3	307.8	324.4	366.5	583.1	811.9	1,298.0

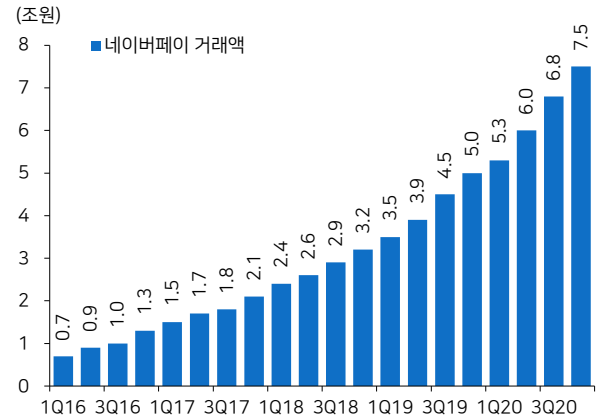
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 NAVER 영업이익률 – 사업 포트폴리오 변화에 기인



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림11 네이버페이 거래액 – 4Q20 7.5조원 추정



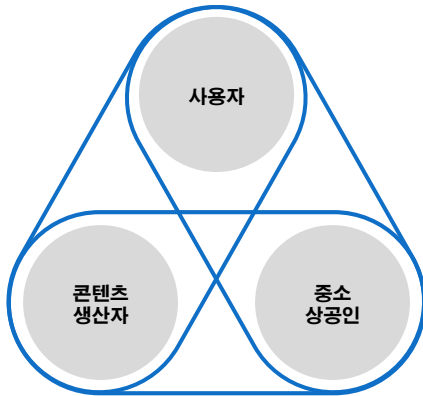
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

다시 이야기하는 ‘검색’

이용자 빅데이터의 출발점

2020년 검색 트래픽은 COVID19 위기로 크게 증가하였으며 2020년 일간 3억건 정도의 네이버 검색이 이루어지고 있다. 검색 서비스는 일종의 거대한 매칭 플랫폼인데 뭔가를 원하는 사람들에게 적합한 것을 연결시켜주는 작업, 필요한 것을 찾아 해매는 사회적 비용을 줄여주는 과정이다. 특히 20~21년은 코로나로 인해 비대면이 사회적 트렌드로 자리잡으며 검색 트래픽이 크게 증가했다. 생활형 정보에 대한 수요 많아지며 관련 블로그와 카페 글도 많이 증가했다. 어떤 서비스든 사용자가 많아지면 광고글이나 어뷰징 문제가 발생하는 것은 자연스러운 현상이며 NAVER는 이미 10년전부터 이 문제와 치열하게 싸워왔다. 고도화된 AI 기술과 머신러닝 기반의 알고리즘을 사용하여 좋은 콘텐츠를 찾아주는 노력을 하고 있다.

그림12 NAVER의 검색 – Many to Many Matching



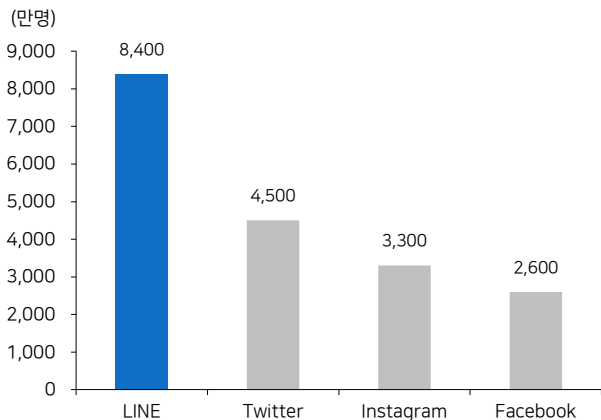
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림13 뭉블까



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림14 일본 내 주요 SNS 월간 이용자수 (1H20)



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림15 검색 시장 재도전

재도전

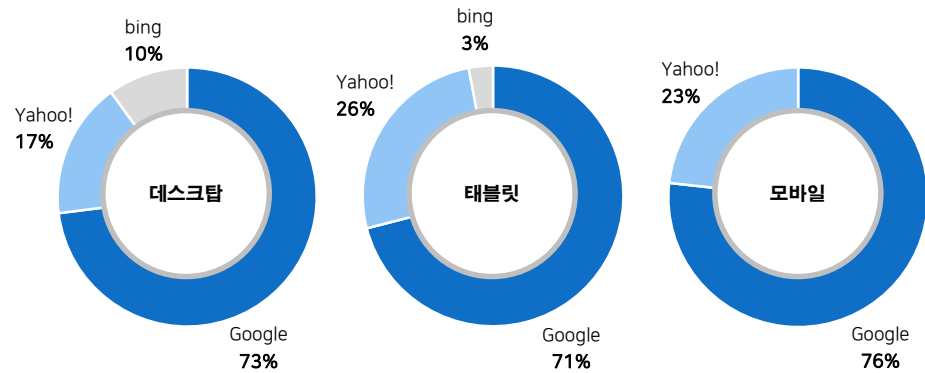
든든한 LINE 사용자 기반
아후재팬의 일본검색 노하우
강력하게 성장한 검색기술
훨씬 많아진 엔지니어
네이버랩스 유럽연구소
...

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

일본 검색 시장, 3번째 출사표

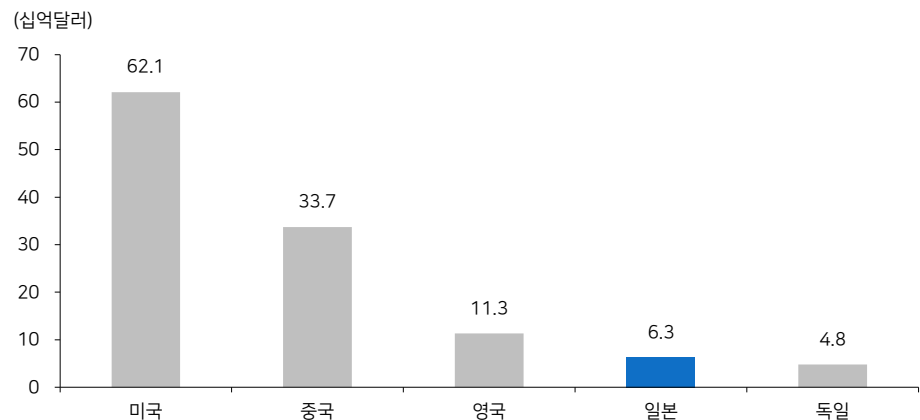
2021년 NAVER은 일본 검색 시장에 재도전한다. 일본 검색시장에 3번째 도전으로 라인 이용자 기반, 야후재팬과 협업을 통해서 성공 가능성이 더욱 높아졌으며 엔지니어 수만 8배 증가, 검색 기술도 많이 향상되어 기대해 볼만 하다. 2020년 일본 디지털 검색광고 시장 규모는 63억달러로 미국 621억 달러, 중국 337억달러, 영국 113억 달러에 이어 글로벌 시장에서 4번째로 큰 시장이다. 참고로 일본 검색 엔진 시장점유율은 모바일의 경우 구글이 76%, 야후 23%로 양분되어 있으며 구글 대비 야후재팬의 점유율 격차는 큰 상황이다. 야후재팬의 연간 검색광고 매출 규모는 1,700억엔(약 1.8조원)으로 네이버의 검색 엔진이 일부 콘텐츠만 제공할수 있어서 양사의 시너지 창출 효과 크며 국내 검색 서비스가 처음으로 해외에서 성공한 사례가 될 가능성이 높다.

그림16 일본 검색시장 점유율 (2020)



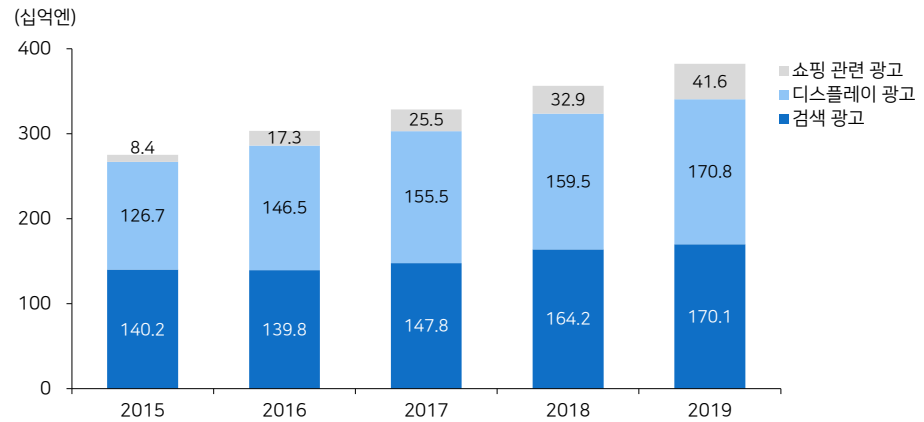
자료: ZoDigital, 메리츠증권 리서치센터

그림17 일본 디지털 검색 광고시장 규모 (2020)



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림18 야후재팬의 연간 검색광고 매출 규모는 1,701억엔(약 1.8조원)



자료: Z Holdings, 메리츠증권 리서치센터

그림19 네이버파이낸셜의 금융 비즈니스 타임라인



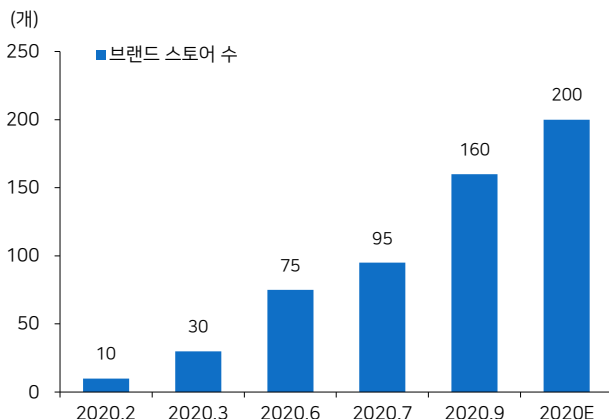
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림20 4Q20 네이버대출 출시



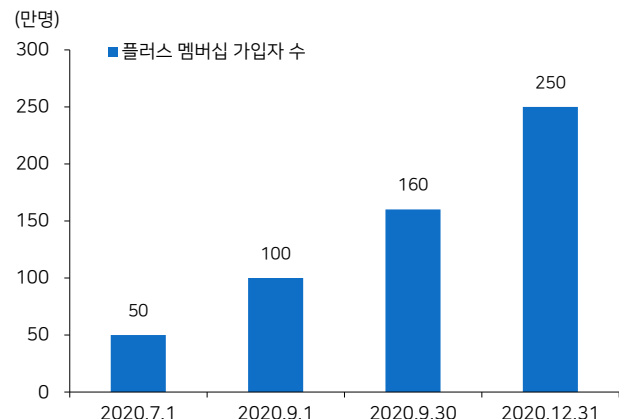
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림21 20년 브랜드 스토어 수 200개 목표



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2020년 플러스 멤버십 가입자 수 250만명 돌파



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표11 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
NAVER (A)	53,893.7	
검색 플랫폼	17,670.3	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	883.5	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
쇼핑	15,411.5	
2021E GMV(거래액)	33.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	0.5	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 30% 할인
파이낸셜	10,389.1	
2021E 매출액	1,038.9	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
웹툰	7,326.0	
네이버웹툰	4,662.0	21E 결제액 대비 PSR 10배/지분율 66.6% 적용
라인망가	2,664.0	21E 결제액 대비 PSR 10배/지분율 66.6% 적용
동영상	2,146.8	네이버TV, V라이브의 가치
네이버TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
V라이브	1,000.0	유료회원 100만명 × 인당가치 10만원 적용
기타	950.0	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)	1,293.4	
자사주 (D)	2,825.0	
총 기업가치 (A+B+C+D)	70,328.7	
적정주가(원)	430,000	
현주가(1/14, 원)	318,000	
상승여력(%)	35.2%	
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	5,282.7	6,382.6	7,887.9
매출액증가율 (%)	19.4	18.0	-19.9	20.8	23.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,586.9	6,593.4	5,282.7	6,382.6	7,887.9
판매관리비	4,644.4	5,883.3	4,066.3	5,004.2	6,185.3
영업이익	942.5	710.1	1,216.4	1,378.4	1,702.6
영업이익률	16.9	10.8	23.0	21.6	21.6
금융손익	52.1	245.6	271.5	145.6	160.2
종속/관계기업손익	-85.1	-64.4	-67.6	-71.0	-74.6
기타영업외손익	202.2	-24.5	-35.0	-96.2	-101.1
세전계속사업이익	1,111.7	866.7	1,417.4	1,693.9	2,011.6
법인세비용	488.8	466.3	447.4	423.5	502.9
당기순이익	627.9	396.8	686.1	1,269.8	1,508.7
지배주주지분 순이익	648.8	583.1	811.9	1,298.0	1,537.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	973.5	1,356.8	3,905.8	2,183.0	2,789.9
당기순이익(손실)	627.9	396.8	686.1	1,269.8	1,508.7
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	-827.2	-1,465.4	-1,563.7
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	862.0	231.0	468.5
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	141.5	34.1	307.0
기초현금	1,907.6	3,322.9	3,740.5	3,882.0	3,916.2
기말현금	3,322.9	3,740.5	3,882.0	3,916.2	4,223.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,385.6	5,643.7	5,404.0	5,544.0	5,973.6
현금및현금성자산	3,322.9	3,740.5	3,882.0	3,916.2	4,223.2
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	6,958.0	7,467.5	8,054.1
유형자산	1,457.3	1,596.3	1,623.6	1,786.0	1,964.6
무형자산	307.0	341.4	138.0	151.8	167.0
투자자산	2,247.7	3,487.4	3,850.6	4,183.8	4,576.7
자산총계	9,881.2	12,299.5	15,420.4	15,040.4	16,895.2
유동부채	2,619.7	3,773.1	6,503.3	7,098.0	7,257.4
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	1,596.4	2,335.3	2,568.8
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	8,099.7	9,433.3	9,826.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,541.0	1,575.3	1,446.1	1,446.1	1,446.1
기타포괄이익누계액	-221.8	-91.1	-91.1	-91.1	-91.1
이익잉여금	5,229.2	5,712.1	6,233.6	4,520.0	5,981.9
비지배주주지분	708.9	698.7	709.8	141.2	-525.9
자본총계	5,949.1	6,503.9	7,320.7	5,607.1	7,068.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,898	40,005	32,143	38,856	48,020
EPS(지배주주)	3,937	3,538	4,940	7,902	9,360
CFPS	7,493	7,702	10,947	12,791	15,131
EBITDAPS	7,303	7,330	10,522	11,608	13,678
BPS	31,795	35,223	40,246	33,275	46,236
DPS	314	376	376	376	376
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	31.0	52.7	68.6	40.2	34.0
PCR	16.3	24.2	31.0	24.9	21.0
PSR	3.6	4.7	10.5	8.2	6.6
PBR	3.8	5.3	8.4	9.6	6.9
EBITDA	1,203.6	1,208.1	1,729.3	1,906.7	2,246.8
EV/EBITDA	14.9	24.3	30.5	25.5	21.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.6	13.1	21.5	23.5
EBITDA 이익률	21.5	18.3	32.7	29.9	28.5
부채비율	66.1	89.1	110.6	168.2	139.0
금융비용부담률	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	68.7	20.4	33.2	35.8	42.2
매출채권회전율(x)	9.3	22.5			
재고자산회전율(x)	119.3	117.2	88.0	90.2	94.6

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 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) **570,000 원**
현재주가 (1.14) **451,500 원**
상승여력 **26.2%**

KOSPI	3,149.93pt
시가총액	399,396억원
발행주식수	8,850만주
유동주식비율	71.69%
외국인비중	33.47%
52주 최고/최저가	457,500원/134,000원
평균거래대금	2,876.2억원

주요주주(%)

김범수 외 29인	25.50
국민연금공단	8.45
MAXIMO PTE	6.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.9	31.6	170.4
상대주가	6.0	-8.7	92.2

주가그래프



카카오 035720

다시 시작되는 재평가

- ✓ 4Q20 실적, 기대치 부합 전망. 톡비즈(광고/커머스)의 수익창출 지속되며 모빌리티, 페이, 웹툰의 수익화 강화. 카카오M 역시 콘텐츠 유료화, 넷플릭스 등과의 협업을 통한 매출 본격화 긍정적. 외형성장이 비용 증가를 압도하는 국면
- ✓ 핵심 금융 자회사들의 기업공개 순조롭게 진행될까? 카카오페이와 카카오뱅크는 각각 마이데이터, 부동산 담보대출의 허들 넘어 성공적인 IPO 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 57만원으로 상향. 인터넷 업종 Top Pick

4Q20 실적, 기대치 부합할 것

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,680억원(+37.8% YoY), 1,417억원(+78.1% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.2조원, 영업이익 1,434억원)에 대체로 부합한다. 톡비즈 매출액은 3,130억원(+41.3% YoY)으로 12월 비즈보드의 일평균 매출 10억원을 돌파하며 전년동월 대비 2배 가까운 성장세를 시현한다. 커머스 매출 역시 톡스토어 거래액 증가로 전자상거래 사업자로 빠르게 변모하고 있다. 4Q 카카오페이 거래액은 21조원으로 55.6% YoY 증가하였는데 대출중개 등의 금융거래가 크게 증가한 것으로 추정된다. 카카오페이는 20년 12월 금융위의 마이데이터 사업자 예비인가에서는 제외되었으나, 1월 예비인가 재심사 준비 중으로 무난히 받게될 가능성이 높다. 4Q20 영업이익률은 12.1%로 1.2%p QoQ 향상되었으며 가파른 외형성장이 비용 증가를 압도한다.

카카오M, 카카오엔터프라이즈 등 신흥 강자들

2021년 카카오TV가 본격적인 과금모델 구상에 나섰다. 1) 시간차 유료: 일부 콘텐츠를 대상으로 무료 선공개 후 시간이 지나면 유료로 전환하는 방식, 2) 넷플릭스/WAVE 등 외부 OTT 사업자에 콘텐츠 판매, 3) 광고/PPL 등의 비즈니스 모델이 구체화된다. 한편 21년 1월 카카오엔터프라이즈는 산업은행으로부터 1천억원의 투자를 유치하며 1.15조원의 기업가치를 인정받았다. 카카오엔터프라이즈는 19년 AI 기반의 B2B IT 플랫폼 사업 진출을 위해 설립, 21년 상반기 클라우드 서비스 론칭을 준비중이다. 카카오엔터프라이즈의 연간 매출 규모는 아직 수백억원 수준으로 크지 않고 19년 순손실 48억원 수준이었으며 국내 클라우드 시장 내 카카오 플랫폼 기반의 성장 잠재력 등에 높은 밸류에이션을 부여받았다.

투자 의견 Buy, 적정주가 57만원 상향(p.25 참조)

(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	4,089.6	447.9	459.6	5,294	흑전	64,014	73.6	6.1	53.4	8.5	51.7
2021E	5,150.8	754.9	705.8	8,125	38.4	70,159	55.6	6.4	39.1	12.1	48.0
2022E	6,057.8	1,071.0	950.3	10,939	35.3	78,428	41.3	5.8	29.1	14.7	43.8

카카오의 신흥 강자들

카카오엔터프라이즈,
국내 클라우드 시장의 신흥 강자

21년 1월 카카오엔터프라이즈는 KDB산업은행으로부터 1,000억원의 투자를 유치받으며 기업가치 1.15조원으로 평가받았다. 2019년 12월 카카오는 인공지능 기반의 기업간거래(B2B) 플랫폼 사업 진출을 위해 카카오엔터프라이즈를 설립하였다. 현재 카카오워크(메신저 기반의 업무협업툴), 카카오킬라우드(기업용 클라우드) 등의 서비스가 오픈되어 21년 상반기 국내 클라우드 시장에 본격 진출한다. 참고로 산업은행은 국내 벤처 투자 확대 및 유망 스타트업 성장을 위해 20년 스케일업 금융실을 신설했으며 14개 기업에 100억원 이상의 투자를 실행했고 카카오엔터프라이즈에 가장 큰 규모의 투자를 결정하였다.

표12 산업은행 스케일업 금융실 2020년 주요 실적

구분	내용
투·융자 지원 금액	4,808억원 → 총 36개사, 회사당 평균 133.5억원 (투자 3,588억원, 대출 1,220억원)
주요 특징	<ul style="list-style-type: none"> 100억원 이상 대규모 투자: 14건, 2,600억원 투·융자 복합금융: 9개사, 1,798억원
주요 기업 지원 사례	<div>  (주)카카오엔터프라이즈 : A기반 B2B 솔루션 제공 투자 1,000억원 </div> <div>  (주)리디 : 콘텐츠 플랫폼 복합금융 300억원 </div> <div>  (주)프레시지 : 밀키트(Mealkit) 제조 복합금융 500억원 </div> <div>  (주)지놈앤컴퍼니 : 마이크로바이옴 기반 신약 개발 투자 200억원 </div>

자료: KDB산업은행, 메리츠증권 리서치센터

카카오TV, 본격 수익모델 가동

2021년 카카오TV가 본격적인 과금모델 구상에 나섰다. 1) 시간차 유료: 일부 콘텐츠를 대상으로 무료 선공개후 시간이 지나면 유료로 전환하는 방식, 2) 넷플릭스/WAVVE 등 외부 OTT 사업자에 콘텐츠 판매, 3) 광고/PPL 등의 비즈니스 모델이 구체화된다. 카카오TV의 콘텐츠 유료화는 일부 드라마 콘텐츠에 해당되며 첫 공개후 일주일만 무료이나 그 이후 회차당 500원(7일간)이 과금된다. 카카오 페이지의 '기다리면 무료'와 유사한 수익화 모델로 이용자 저변 확대와 충성 고객 위주의 수익화 창출이 가능하다.

그림23 카카오TV - 시간차 유료화 방식 선택



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림24 카카오TV 가입자수



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

4Q20 실적, 기대치 부합 전망

외형 성장이 비용 증가를 압도

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,680억원(+37.8% YoY), 1,417억원(+78.1% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.2조원, 영업이익 1,440억원)에 대체로 부합한다. 특비즈 매출액은 3,130억원(+41.3% YoY)으로 12월 비즈보드의 일평균 매출 10억원을 돌파하며 전년동월대비 2배 가까운 성장세 시현한다.

커머스 매출 역시 톡스토어 거래액 증가로 전자상거래 사업자로 빠르게 변모하고 있다. 4Q 카카오페이 거래액은 21조원으로 55.6% YoY 증가하였는데 대출중개 등의 금융거래가 크게 증가한 것으로 추정된다. 카카오페이는 20년 12월 금융위의 마이데이터 사업자 예비인가에서는 제외되었으나, 1월 예비인가 재심사 준비 중으로 무난히 받게될 가능성이 높다.

모빌리티 매출액은 889억원으로 169.8% YoY 증가 예상하며 플랫폼택시 '블루'의 매출 성장은 양호하나 12월 2.5단계 상향으로 대리 매출은 부진했다. 게임 매출액은 가디언테일즈 등의 기존 게임 매출 하향안정화 있었으나 12월 엘리온 출시 효과 반영되었다. 4Q20 영업이익률은 12.1%로 1.2%p QoQ 향상되었으며 가파른 외형성장이 비용 증가를 압도한다. 주요 영업비용은 인건비 2,380억원(+16.1% YoY), 마케팅비 801억원(+92.8% YoY), 매출연동비 4,705억원(+38.2% YoY) 등이다.

표13 카카오 4Q20 Preview – 기대치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,168.0	847.6	37.8%	1,100.4	6.1%	1,205.7	-3.1%
플랫폼 부문	620.5	444.0	39.8%	554.4	11.9%	-	-
특비즈	313.0	221.6	41.3%	284.4	10.1%	-	-
포털비즈	123.2	134.2	-8.2%	121.2	1.6%	-	-
신사업	184.3	88.2	108.9%	148.8	23.9%	-	-
콘텐츠 부문	547.4	403.5	35.7%	546.0	0.3%	-	-
게임 콘텐츠	112.3	105.9	6.0%	150.4	-25.3%	-	-
뮤직 콘텐츠	162.5	153.3	6.0%	155.7	4.3%	-	-
유료 콘텐츠	157.2	49.2	219.7%	148.4	5.9%	-	-
IP비즈니스 기타	115.4	95.1	21.4%	91.5	26.1%	-	-
영업이익	141.7	79.6	78.1%	120.2	17.9%	143.4	-1.2%
세전이익	170.2	-417.2	흑전	179.6	-5.3%	-	-
지배순이익	114.8	-423.0	흑전	127.5	-10.0%	121.7	-5.7%
영업이익률(%)	12.1%	9.4%	2.7%p	10.9%	1.2%p	11.9%	0.2%p
순이익률(%)	9.8%	-49.9%	흑전	11.6%	-1.8%p	10.1%	-0.3%p

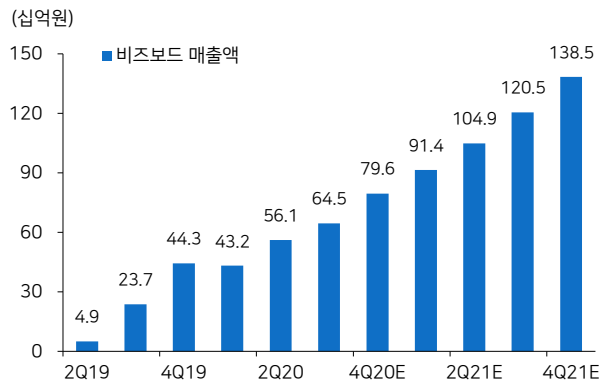
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표14 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	868.4	952.9	1,100.4	1,168.0	1,160.6	1,229.2	1,352.8	1,408.3	3,070.1	4,089.6	5,150.8
플랫폼 부문	441.8	492.7	554.4	620.5	633.0	682.1	718.6	783.0	1,434.7	2,109.4	2,816.8
특비즈	224.7	248.4	284.4	313.0	326.3	350.5	383.4	418.4	649.8	1,070.6	1,478.6
포털비즈	116.6	117.5	121.2	123.2	110.6	118.1	112.5	121.0	523.6	478.4	462.1
신사업	100.5	126.8	148.8	184.3	196.1	213.6	222.7	243.6	261.2	560.4	876.0
콘텐츠 부문	426.6	460.2	546.0	547.4	527.6	547.1	634.2	625.2	1,635.4	1,980.2	2,334.1
게임 콘텐츠	96.8	107.5	150.4	112.3	99.0	107.8	155.0	114.2	397.4	467.0	476.0
뮤직 콘텐츠	150.7	151.0	155.7	162.5	162.8	157.1	165.1	175.5	586.6	620.0	660.5
유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	157.2	169.0	181.8	195.6	210.6	297.2	521.6	756.9
IP비즈니스 기타	81.9	82.7	91.5	115.4	96.8	100.4	118.5	125.0	354.1	371.6	440.7
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,026.2	1,011.5	1,056.6	1,143.9	1,183.9	2,863.3	3,641.7	4,396.0
인건비	198.7	216.5	239.3	238.0	289.3	298.5	308.0	317.8	701.5	892.5	1,213.5
지급수수료	381.7	409.5	463.7	470.5	453.5	465.9	512.7	517.8	1,367.9	1,725.4	1,949.9
광고선전비	29.9	38.5	76.3	80.1	60.2	75.0	85.2	90.2	151.2	224.8	310.6
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	137.7	167.0	134.3	139.3	156.1	172.2	410.9	543.9	601.9
영업이익	88.2	97.8	120.2	141.7	149.1	172.6	208.9	224.4	206.8	447.9	754.9
세전이익	126.6	204.1	179.6	170.2	182.5	208.0	245.8	262.8	-234.3	680.5	899.1
지배순이익	77.5	139.8	127.5	114.8	144.8	164.4	191.8	204.9	-301.0	459.6	705.8

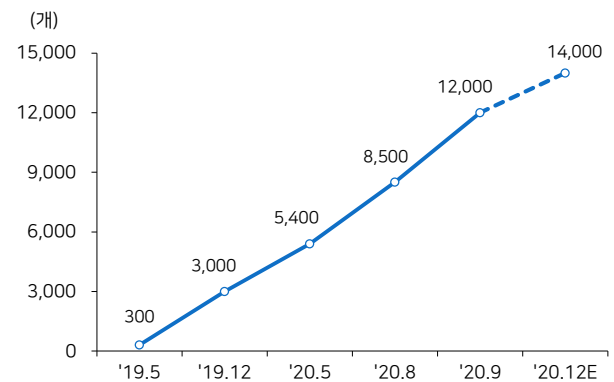
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림25 비즈보드 매출 - 20년 12월 일매출 10억원 돌파



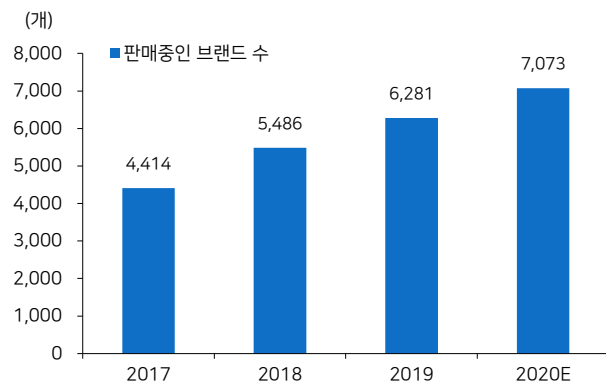
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림26 특보드 광고주 수 - 20년 1.4만개 돌파 예상



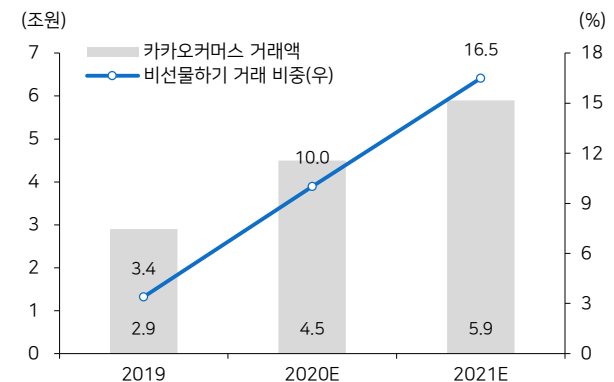
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림27 카카오톡 판매중인 브랜드 수



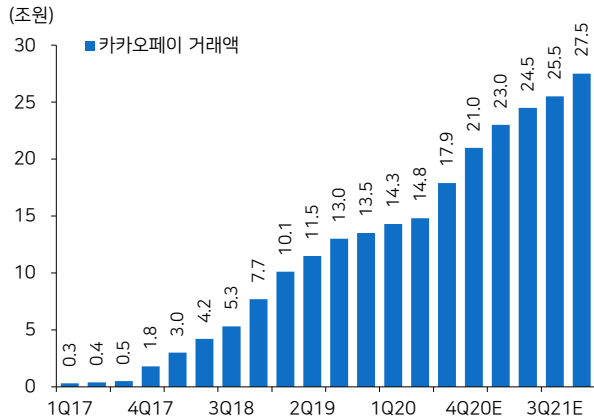
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림28 카카오퍼머스 거래액 - 21년 비선물하기 1조원 예상



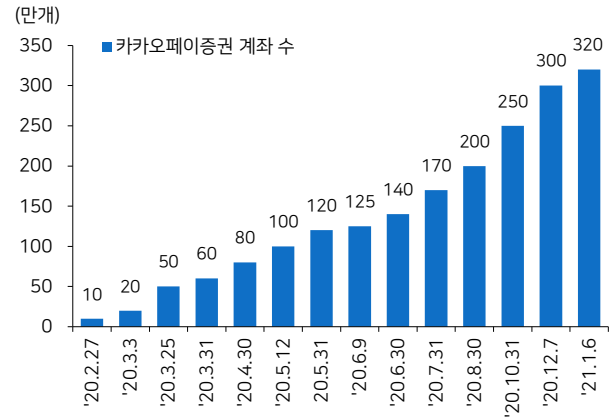
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림29 4Q20 카카오페이 거래액 21조원 추정



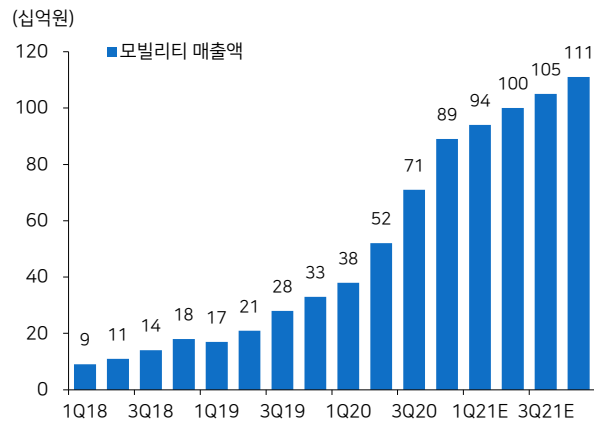
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림30 카카오페이증권 오픈계좌 수 320만개 돌파



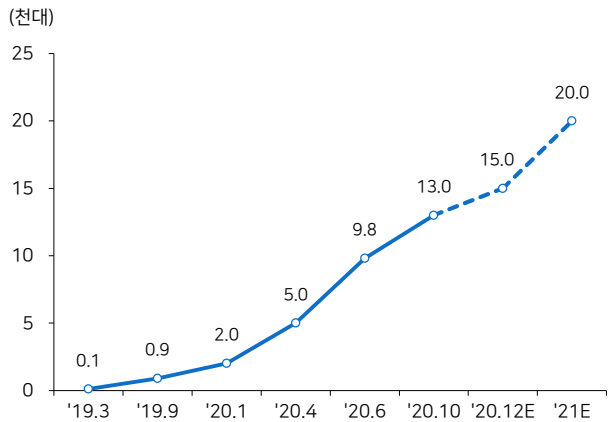
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림31 모빌리티 매출액, 가파른 성장세



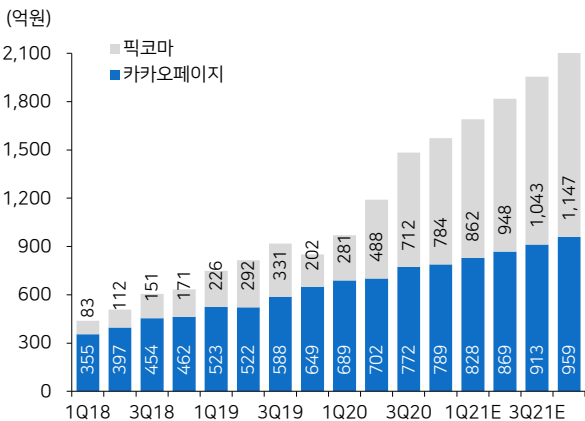
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림32 카카오T블루 운행대수



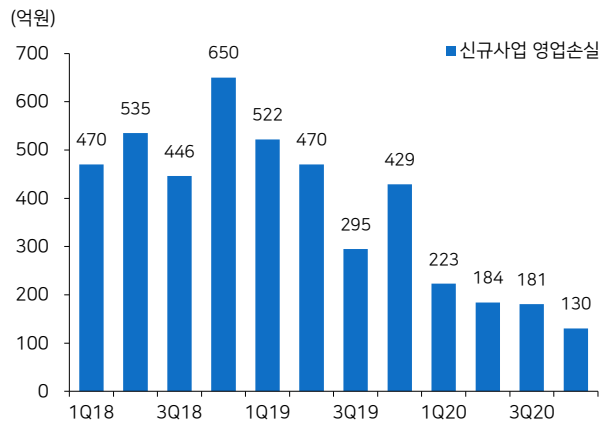
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림33 유료 콘텐츠 - 픽코마 매출의 가파른 성장



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림34 신규사업 영업손실 200억원대 이하로 축소



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오페이 적정가치 9.6조원으로 상향

핵심 금융회사들의 IPO

2020년 카카오페이와 카카오뱅크는 각각 마이데이터, 부동산 담보대출의 허들 넘어 성공적인 IPO가 가능할지 주목한다. 카카오페이 적정가치에 대한 고민이 필요한 시점이다. 2021년 카카오페이 거래액은 100조원(송금 60조원, 결제 20조원, 금융투자 5조원, 대출 10조원, 보험 5조원)으로 추정한다. 카카오페이 기업가치는 9.6조원으로 전망하는데 결제/송금 등의 지급결제 비즈니스 4.6조원, 대출/투자/보험 등의 금융 비즈니스 5.0조원으로 평가하였다. 카카오페이 대출 중개 서비스는 6월말 개시 이후 빠르게 성장, 현재 33개의 금융기관과 제휴하여 대출 중개 1위 업체로 도약하였다. 2021년 카카오페이는 1)대출: 중신용자 위한 중금리 신용대출, 2) 보험: 디지털 보험 라이선스 취득과 일상생활 소액보험 출시, 3) 투자: 국내/해외 주식거래 시스템 론칭, 4) 결제: 후불 교통카드 등의 사업을 준비중이다. 카카오페이의 금융포트폴리오 성장에 따라 기업가치 재평가도 가속화된다.

표15 카카오페이 적정가치가 중요한 시점

(단위: 십억원)

2021E	Volume mix	Transaction volume	비고
카카오페이 거래액	100.0%	80,000	
결제액	20.0%	20,000	
송금액	60.0%	60,000	
금융상품 투자 누적잔고	5.0%	5,000	
대출 잔고	10.0%	10,000	
보험 비즈니스	5.0%	5,000	
2021E	Change rate	Revenue	
카카오페이 결제	0.39%	312.0	
단순결제	1.50%	300.0	
송금	0.02%	12.0	
금융상품 채널링	0.20%	10.0	
대출	1.00%	100.0	
보험	1.50%	75.0	
전체 영업수익		497.0	
SOTP			
결제/송금	15x CY21 EV/EBITDA	4,635	Paypal Valuation 반영
대출/투자/보험	2.5x CY21 P/BV	5,000	Wealth Mgt/인슈어테크 Peer 반영.
전체 기업가치		9,635	

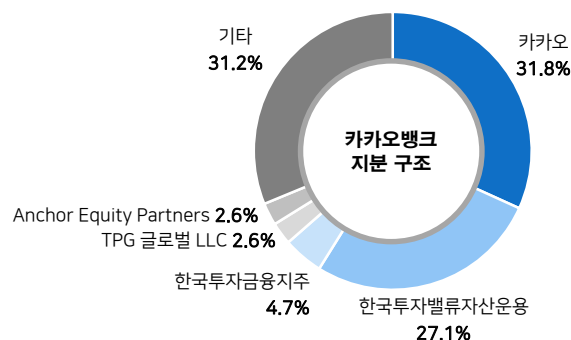
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 카카오뱅크 장외 기업가치 추이



주: 2021.1.14 기준
자료: 증권플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림36 카카오뱅크 지분구조 (20년 10월 증자 이후)



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권 리서치센터

인터넷업종 Top Pick

재평가, 이제 다시 시작이다

카카오에 대한 투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 카카오페이 가치 상향과 카카오프라이즈 가치 반영에 기인하여 기존 50만원 대비 14% 상향한 57만원으로 상향 조정한다. 2021년 영업레버리지가 강화되며 주요 자회사들의 가치 재평가 지속되는 카카오에 대한 비중확대 전략이 유효하다.

표16 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치 (A)	23,680.4	
광고(카카오톡 + 다음)	20,378.1	21E NPM 35% 가정, PER 30배 적용
뮤직(멜론)	3,302.3	21E NPM 25% 가정, PER 20배 적용
자회사 가치 (B)	23,869.1	
카카오페이	5,405.1	지분율 56.1%, 기업가치 9.6조원 반영
카카오게임즈	1,656.4	지분율 45.8%, 시가총액 3.6조원 가정
카카오모빌리티	4,255.6	지분율 69.3%, 6.1조원(21E Sales × PSR 15배) 가정
카카오페이지	3,841.5	지분율 63.5%, 6.0조원(21E Sales × PSR 8배) 가정
카카오뱅크	2,955.5	지분율 31.8%, 9.3조원(자본금 2.55조원 × PBR 3.6배) 가정
카카오M	1,728.0	지분율 77.3%, 2.2조원(21E NP × PER 25배) 가정
카카오커머스	2,850.0	지분율 99.7%, 2.9조원(21E NP × PER 15배) 가정
카카오엔터프라이즈	1,031.6	지분율 89.7%, 1.15조원 가정
기타 자회사	145.5	기타 관계기업 투자자산 가치(카카오키즈, 두나무, 엔터프라이즈 등) 반영
순현금 (C)	2,553.6	
NAV (A+B+C)	50,103.1	
적정주가 (원)	570,000	
현주가 (원, 1/14)	451,500	
상승여력 (%)	26.2%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,417.0	3,070.1	4,089.6	5,150.8	6,057.8
매출액증가율 (%)	22.5	27.0	33.2	25.9	17.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,417.0	3,070.1	4,089.6	5,150.8	6,057.8
판매관리비	2,344.0	2,863.3	3,641.7	4,396.0	4,986.8
영업이익	73.0	206.8	447.9	754.9	1,071.0
영업이익률	3.0	6.7	11.0	14.7	17.7
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	198.5	134.5	152.1
세전계속사업이익	130.7	-234.3	680.5	899.1	1,216.0
법인세비용	114.8	107.7	180.6	206.8	279.7
당기순이익	15.9	-341.9	499.9	692.3	936.3
지배주주지분 순이익	47.9	-301.0	459.6	705.8	950.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	491.5	752.7	836.9	1,129.7	1,392.0
당기순이익(손실)	15.9	-341.9	499.9	692.3	936.3
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	1,121.0	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	300.9	374.4	555.5
기초현금	1,116.8	1,247.0	1,918.2	2,219.1	2,593.5
기말현금	1,247.0	1,918.2	2,219.1	2,593.5	3,149.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859.0	2,829.7	3,477.6	3,833.2	4,373.0
현금및현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,219.1	2,593.5	3,149.0
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	9,253.1	9,869.7	10,685.4
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	578.4	588.3	598.5
사채	39.9	40.0	45.0	45.0	45.0
장기차입금	2.7	7.4	7.4	7.4	7.4
부채총계	2,332.4	2,997.1	3,152.9	3,201.5	3,253.2
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	508.2	1,076.3	1,840.2
비지배주주지분	490.3	514.8	539.0	573.2	618.8
자본총계	5,627.2	5,740.1	6,100.2	6,668.3	7,432.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	30,944	36,567	47,110	59,291	69,730
EPS(지배주주)	613	-3,585	5,294	8,125	10,939
CFPS	2,099	4,200	9,682	12,061	15,418
EBITDAPS	2,663	5,069	7,731	11,310	15,001
BPS	61,602	60,603	64,014	70,159	78,428
DPS	127	127	127	127	127
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	168.0	N/A	73.6	55.6	41.3
PCR	49.1	36.5	40.2	37.4	29.3
PSR	3.3	4.2	8.3	7.6	6.5
PBR	1.7	2.5	6.1	6.4	5.8
EBITDA	208.0	425.6	671.1	982.5	1,303.2
EV/EBITDA	36.3	29.0	53.4	39.1	29.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-5.8	8.5	12.1	14.7
EBITDA 이익률	8.6	13.9	16.4	19.1	21.5
부채비율	41.4	52.2	51.7	48.0	43.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	7.8	16.1	36.2	67.8	106.9
매출채권회전율(x)	13.0	17.5	15.6	14.3	17.7
재고자산회전율(x)	84.2	72.0	81.5	99.6	113.8

Industry Brief
2021. 1. 15

엔씨소프트 036570

빨라진 발걸음

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4Q20 실적은 쉬어가는 분기. '리니지M'은 3Q 높은 기저로 인해 15.6% QoQ 감소, '리니지2M'은 출시 1주년 업데이트로 구글플레이 매출 순위 1위 탈환하며 안정화. 영업이익률은 32.2%(-5.0%p QoQ)로 추정. 크리스마스 및 한국시리즈 우승에 따른 야구단 상여 등의 인건비 및 마케팅비 증가에 기인
- ✓ 2021년 빨라진 움직임. 1월 8일 '리니지2M'의 대만과 일본 사전예약을 시작으로 1분기 B&S2 쇼케이스와 글로벌 엔터 플랫폼 '유니버스' 출시 예상
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 상향. 게임 업종 Top Pick

Buy

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**
현재주가 (1.14) **939,000 원**
상승여력 **27.8%**

KOSPI	3,149.93pt
시가총액	206,148억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.76%
외국인비중	49.13%
52주 최고/최저가	995,000원/530,000원
평균거래대금	934.1억원

주요주주(%)

김택진 외 9인	12.10
국민연금공단	12.00
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.1	-0.7	53.9
상대주가	-7.0	-31.2	9.4

주가그래프



4Q20 실적, 예상치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,170억원(-3.2% YoY), 1,665억원(+18.0% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 5,461억원, 영업이익 1,724억원)에 대체로 부합한다. '리니지M'은 전분기 높은 기저로 인해 15.6% QoQ 감소한 2,070억원(일매출 22억원), '리니지2M'은 출시 1주년 업데이트로 구글플레이 매출 순위 1위 탈환하며 1,380억원(일매출 15억원)으로 안정화되었다. 영업이익률은 32.2%로 5.0%p QoQ 하락할 것으로 추정하는데 외형 감소와 인건비(크리스마스 및 한국시리즈 우승에 따른 인센티브 지급)와 '트릭스터M', '유니버스' 등 사전예약 관련 마케팅비가 증가하였기 때문이다.

빨라진 발걸음

2021년 신규 게임 출시와 포트폴리오 다변화를 위한 움직임이 빨라졌다. 1월 8일 '리니지2M'의 대만과 일본 사전예약 시작되어 3월 출시를 예상한다. 'B&S2' 역시 1월 쇼케이스 및 사전예약을 통해 1분기 출시한다는 기존 목표는 변함없다. 게임 이외의 엔터 비즈니스에 대한 신사업 진출에 대한 의지도 강한데, 1분기 글로벌 엔터 플랫폼 '유니버스'가 출시된다. 21년 1월 유니버스앱에 탑재될 K-POP 스타 IP를 확보하고자 CJ ENM과 제휴를 결정한바 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120만원으로 상향

적정주가 상향은 21E EPS 기준 Target PER 24.7배를 적용한 수준이며 이는 글로벌 대형 게임사의 평균 PER를 적용한 값이다. 21년 1월 엔씨소프트는 '리니지2M'의 대만/일본 출시를 시작으로 해외 시장성장성이 확대되고 'B&S2' 출시를 통해 모바일 IP 다변화에 성공하는 메가 성장사이클 초입에 위치한다.

(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	2,371.8	834.6	634.5	28,901	76.6	133,801	31.6	6.8	20.7	23.3	30.3
2021E	2,962.1	1,327.8	1,047.5	47,712	65.0	167,193	19.7	5.6	13.5	31.7	25.6
2022E	3,757.4	1,783.0	1,355.8	61,756	29.4	210,417	15.2	4.5	9.8	32.7	21.4

표17 엔씨소프트 4Q20 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	517.0	533.8	-3.2%	585.2	-11.7%	546.1	-5.3%
PC	107.1	117.7	-9.1%	122.4	-12.5%	-	-
리니지	40.5	51.4	-21.2%	49.9	-18.8%	-	-
리니지2	23.4	27.8	-15.8%	26.3	-11.2%	-	-
아이온	8.0	8.1	-0.4%	8.5	-5.0%	-	-
블레이드앤소울	19.5	18.0	8.5%	17.2	13.4%	-	-
길드워2	14.3	11.3	25.8%	18.8	-24.3%	-	-
로열티	53.1	44.3	19.9%	58.8	-9.7%	-	-
모바일	345.0	362.9	-4.9%	389.6	-11.5%	-	-
리니지M	207.0	214.7	-3.6%	245.2	-15.6%	-	-
리니지2M	138.0	143.9	-	144.5	-4.5%	-	-
기타	11.8	8.9	32.1%	13.3	-11.3%	-	-
영업이익	166.5	141.2	18.0%	217.7	-23.5%	172.4	-3.4%
세전이익	178.4	97.6	82.8%	212.2	-15.9%	-	-
지배순이익	128.3	54.2	136.6%	152.5	-15.9%	127.8	0.4%
영업이익률(%)	32.2%	26.4%	5.8%p	37.2%	-5.0%p	31.6%	0.6%p
순이익률(%)	24.8%	10.2%	14.7%p	26.1%	-1.3%p	23.4%	1.4%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표18 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	731.1	538.6	585.2	517.0	617.8	676.1	816.0	852.1	1,701.2	2,371.8	2,962.1
PC	114.4	105.9	122.4	107.1	103.4	104.0	161.4	171.3	462.5	449.7	540.2
리니지	44.8	34.3	49.9	40.5	40.5	40.5	40.6	40.6	174.1	169.4	162.2
리니지2	26.4	25.8	26.3	23.4	22.9	22.8	22.6	22.5	93.6	101.9	90.8
아이온	10.1	8.2	8.5	8.0	7.9	7.9	7.8	7.7	46.0	34.8	31.3
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	19.5	19.4	19.3	19.4	19.5	83.9	76.2	77.6
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.3	11.6	11.3	11.1	10.9	58.7	61.2	44.9
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	68.2	78.4	-	-	146.6
로열티	52.8	62.3	58.8	53.1	50.5	49.5	48.1	46.1	197.5	227.1	194.2
모바일	553.2	357.1	389.6	345.0	451.6	509.9	583.7	611.5	998.8	1,644.9	2,156.7
리니지M	212.0	159.9	245.2	207.0	213.4	218.0	197.8	216.2	834.7	824.1	845.5
리니지2M	341.1	197.3	144.5	138.0	193.2	172.2	211.1	202.1	143.9	820.9	778.6
아이온2	-	-	-	-	-	-	64.4	55.2	-	-	119.6
B&S2	-	-	-	-	45.0	119.6	110.4	138.0	-	-	413.0
기타	10.7	13.3	14.3	11.8	12.2	12.7	22.8	23.2	42.3	50.1	71.0
영업비용	489.7	329.6	367.5	350.4	385.4	395.3	432.9	420.7	1,222.2	1,537.2	1,634.3
인건비	102.2	84.3	76.5	83.1	93.2	95.9	104.0	97.3	327.3	346.1	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	108.7	96.0	114.7	125.6	148.5	152.0	346.9	487.1	540.8
광고선전비	39.5	12.5	29.7	32.5	34.5	26.5	32.5	20.2	106.2	114.2	113.7
기타	35.1	35.8	55.6	38.9	40.1	41.3	38.7	38.8	132.2	165.4	158.9
영업이익	241.4	209.0	217.7	166.5	232.3	280.9	383.1	431.4	479.0	834.6	1,327.8
세전이익	255.6	216.4	212.2	178.4	247.3	302.8	398.8	447.6	496.2	862.6	1,396.5
지배순이익	195.5	158.2	152.5	128.3	185.5	227.1	299.1	335.7	358.2	634.5	1,047.5

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표19 엔씨소프트 2021년 게임 라인업

	1Q21		2H21	
	게임명 (IP)	국가	게임명 (IP)	국가
모바일	리니지2M	대만, 일본	리니지2M	북미/유럽
	트릭스터M	국내	아이온2	국내
	블레이드앤소울2	국내		
PC/콘솔			프로젝트TL	국내

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

표20 엔씨소프트, 신사업 육성 의지

시기	이벤트	내용
20년 7월	엔터테인먼트 자회사 클럽(KLAP) 설립	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 대표이사로 김택헌 부사장 선임 ▪ 8억원 투자, 지분율 66.7% ▪ 영상, 웹툰, 온라인 음악, 인터넷 방송 등 각종 엔터 사업 목적
20년 8월	KB증권과 AI 투자자문사 설립	▪ 인공지능 기반 투자 합작사
20년 11월	유니버스(Universe) 사전예약 개시	▪ K-POP 엔터테인먼트 앱의 글로벌 출시
21년 1월	CJ E&M와 합작법인 설립 발표	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 팬 플랫폼 유니버스 론칭 앞두고 파트너십 구축 ▪ 콘텐츠 확보 비롯 비대면 콘서트 등 강화

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 적정주가 120만원으로 상향

	단위	2021E
매출액	(십억원)	2,962.1
순이익률	(%)	35.36%
순이익	(십억원)	1,047.5
EPS (a)	(원)	47,712
3yrs EPS CAGR ('20~'23)	(%)	31.62%
적정 PER (b)	(배)	24.7
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	1,200,000
적정 시가총액	(십억원)	26,344.8

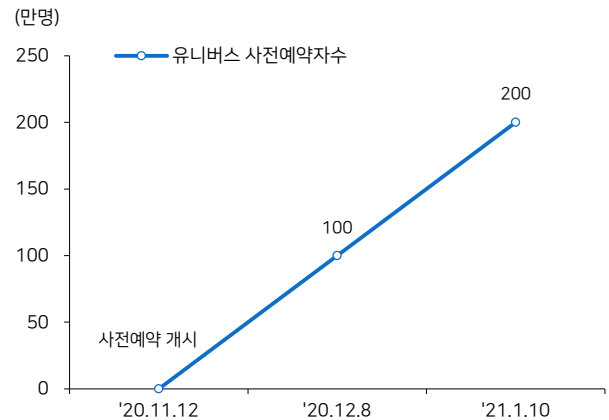
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 유니버스 - K팝 엔터테인먼트 플랫폼



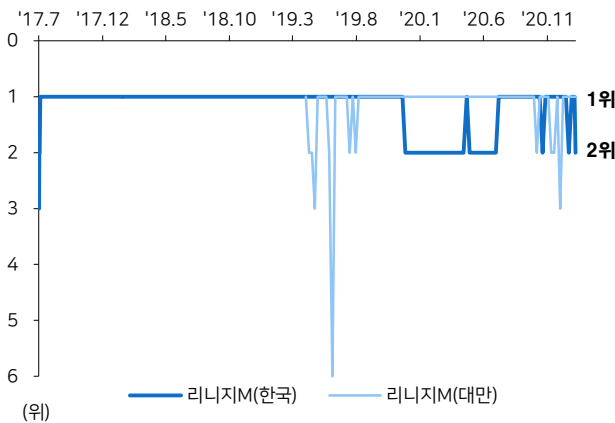
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림38 유니버스 사전 예약자수 추이



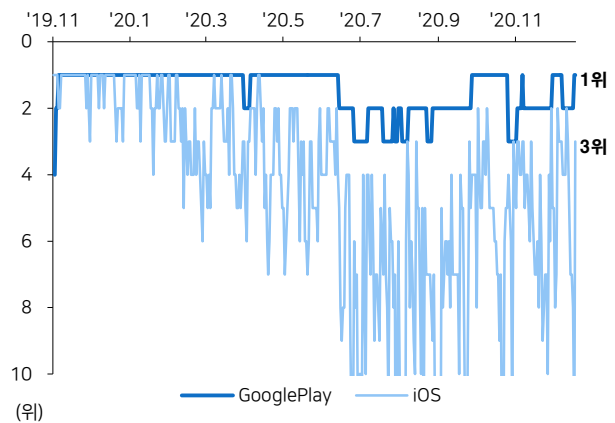
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림39 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



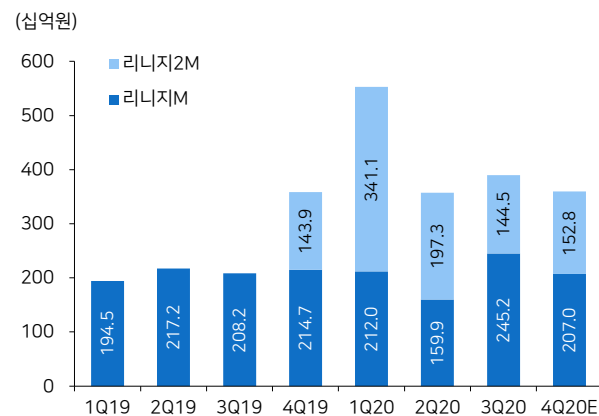
주: 2021.1.13 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림40 '리니지2M' 매출 순위 (한국)



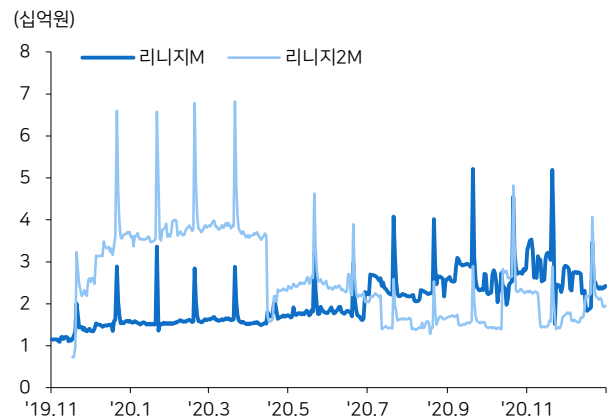
주: 2021.1.13 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림41 '리니지M'과 '리니지2M' 분기매출 추이



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림42 '리니지2M'과 '리니지M' 일매출 추이 (한국)



주: 2021.1.11 구글플레이 기준
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,715.1	1,701.2	2,371.8	2,962.1	3,757.4
매출액증가율 (%)	-2.5	-0.8	39.4	24.9	26.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,371.8	2,962.1	3,757.4
판매관리비	1,100.2	1,222.2	1,537.2	1,634.3	1,974.4
영업이익	614.9	479.0	834.6	1,327.8	1,783.0
영업이익률	35.9	28.2	35.2	44.8	47.5
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	862.6	1,396.5	1,842.8
법인세비용	215.9	137.0	228.0	349.1	487.2
당기순이익	421.5	359.2	634.6	1,047.4	1,355.7
지배주주지분 순이익	418.2	358.3	634.5	1,047.5	1,355.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	352.8	392.3	710.4	1,126.0	1,434.4
당기순이익(손실)	421.5	359.2	634.6	1,047.4	1,355.7
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
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.7	-51.0	-52.6	-54.1	-55.8
투자자산의 감소(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	43.9	242.8	360.4
기초현금	187.3	185.6	303.4	347.4	590.1
기말현금	185.6	303.4	347.4	590.1	950.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,312.3	2,840.3	3,532.2
현금및현금성자산	185.6	303.4	347.4	590.1	950.5
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	3,845.8	4,625.3	5,624.7
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	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	249.4	249.4	249.4	249.4
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	2,826.2	3,559.5	4,508.5
비지배주주지분	11.3	13.0	13.3	13.2	13.1
자본총계	2,379.0	2,512.2	2,950.8	3,683.8	4,632.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	78,177	77,514	108,035	134,920	171,148
EPS(지배주주)	19,061	16,327	28,901	47,712	61,756
CFPS	29,813	25,497	39,248	61,844	83,501
EBITDAPS	29,301	24,216	40,478	63,017	83,825
BPS	107,923	113,837	133,801	167,193	210,417
DPS	6,050	5,220	9,243	12,717	16,460
배당수익률(%)	1.3	1.0	1.0	1.4	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.5	33.1	31.6	19.7	15.2
PCR	15.6	21.2	23.2	15.2	11.2
PSR	6.0	7.0	8.4	7.0	5.5
PBR	4.3	4.8	6.8	5.6	4.5
EBITDA	642.8	531.5	888.7	1,383.5	1,840.3
EV/EBITDA	14.0	19.7	20.7	13.5	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	14.7	23.3	31.7	32.7
EBITDA 이익률	37.5	31.2	37.5	46.7	49.0
부채비율	23.6	33.2	30.3	25.6	21.4
금융비용부담률	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	184.7	56.9	96.6	149.3	189.9
매출채권회전율(x)	10.0	8.4	8.6	9.5	10.9
재고자산회전율(x)	2,260.8	1,105.6	979.6	915.9	869.8

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 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 (1.14) **126,500 원**
상승여력 **42.3%**

KOSPI	3,149.93pt
시가총액	108,594억원
발행주식수	8,585만주
유동주식비율	24.33%
외국인비중	22.78%
52주 최고/최저가	197,500원/87,000원
평균거래대금	496.7억원

주요주주(%)	
방준혁 외 13 인	24.84
씨제이이엔엠	21.81
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-6.3	28.7
상대주가	-12.3	-35.0	-8.5

주가그래프



넷마블 251270

강한 넷마블이 되기 위한 청사진 필요

- ✓ 4Q20 실적, 예상치 하회 전망. 기존 게임 매출은 자연 감소하나 11월 '세븐나이츠2'의 성과 반영하여 4Q 매출액은 17.5% YoY 증가, 영업이익률은 12.4% 추정
- ✓ 4분기 출시된 A3와 '마블렐름오브챔피언스'의 초기 성과 부진. 4Q20 '세븐나이츠' 매출액은 315억원으로 일평균 7억원 추정
- ✓ 21년 방준혁 의장은 신년사를 통해 '강한 넷마블'에 대한 의지 표명. 중장기 회사 성장 전략과 방향성에 대한 구체화 필요한 시점
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

4Q20 실적, 예상치 하회 전망

4Q20 매출액과 영업이익은 각각 6,521억원(+17.5% YoY), 806억원(+57.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,864억원, 영업이익 876억원) 대비 소폭 하회한다. '일곱개의 대죄'를 비롯한 기존 게임 매출액은 자연 감소하나 11월 출시된 '세븐나이츠2'의 국내 출시 성과는 양호했다. 국내 구글플레이 매출 순위 3위를 꾸준히 유지하며, 4Q20 매출액은 315억원, 일평균 7억원 수준으로 추정한다. 그 밖에 11월 'A3: 스틸얼라이브'와 12월 '마블렐름오브챔피언스'의 글로벌 출시 성과는 기대보다 부진했다. 4분기 영업이익률은 12.4%로 주요 영업비용은 인건비 1,406억원(+14.0% YoY), 지급수수료 2,678억원(+10.4% YoY), 마케팅비 1,020억원(+38.5% YoY)으로 신규게임 출시 관련 마케팅비가 증가하였다.

'강한 넷마블'이 되기 위한 청사진 필요

1월 2일 방준혁 의장은 '강한 넷마블, 건강한 넷마블'에 대한 의지를 표명하였다. 강한 넷마블은 재미있는 게임을 개발해서 세계 시장에서 흥행하는 것이며 전략, 차별화, 혁신적 콘텐츠 등으로 이용자와 시장을 선도해야 한다고 언급하였다. 21년에는 NTP(넷마블 투게더 워드 프레스) 등의 행사를 통해 중장기 회사의 성장 전략과 방향성에 대한 구체화 작업이 필요하다.

투자 의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

넷마블의 적정 기업가치는 15.2조원으로 게임사업부의 가치 10.3조원(21E 순이익 × Target PER 30.2배)와 투자자산 가치 5.0조원(코웨이 1.4조원, 빅히트 1.2조원, 엔씨소프트 1.8조원)등을 합산한 값이다. 21년은 게임 비즈니스의 성장을 통한 가치 재평가를 기대한다.

(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	2,513.0	270.2	246.2	2,869	64.2	63,984	55.1	2.5	31.3	5.0	27.5
2021E	2,856.3	441.1	340.3	3,965	32.4	67,007	31.9	1.9	17.3	6.1	28.0
2022E	3,227.7	462.2	404.8	4,716	16.6	70,654	26.8	1.8	16.7	6.9	28.3

표22 넷마블 4Q20 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	652.1	555.0	17.5%	642.3	1.5%	686.4	-5.0%
리니지2레볼루션	36.7	71.7	-48.8%	48.0	-23.5%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	66.5	93.8	-29.1%	79.9	-16.8%	-	-
마블퓨처파이트	21.6	22.1	-2.2%	16.0	35.0%	-	-
쿠키잼	20.5	27.6	-25.8%	21.3	-4.0%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	17.3	22.1	-21.8%	26.6	-35.2%	-	-
블소레볼루션	45.1	38.6	16.7%	42.6	5.7%	-	-
일곱개의 대죄	78.2	49.7	57.5%	90.6	-13.7%	-	-
A3:스틸얼라이브	24.5	-	-	16.0	53.2%	-	-
세븐나이츠2	31.5	-	-	-	-	-	-
기타	310.3	229.4	35.2%	301.2	3.0%	-	-
영업이익	80.6	51.1	57.8%	87.4	-7.7%	87.6	-8.0%
세전이익	86.0	9.5	804.7%	91.7	-6.1%	-	-
지배순이익	56.3	-1.2	흑전	60.6	-7.1%	65.0	-13.3%
영업이익률(%)	12.4%	9.2%	3.2%p	13.6%	-1.2%p	12.8%	-0.4%p
순이익률(%)	8.6%	-0.2%	8.8%p	9.4%	-0.8%p	9.5%	-0.8%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표23 넷마블 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	532.9	685.7	642.3	652.1	661.7	721.0	741.6	732.0	2,178.7	2,513.0	2,856.3
리니지2레볼루션	58.6	42.6	48.0	36.7	34.9	33.1	32.2	32.2	306.0	185.9	132.4
마블컨테스트오브챔피언	74.6	69.3	79.9	66.5	65.2	63.9	62.6	61.4	331.6	290.4	253.1
마블퓨처파이트	16.0	26.6	16.0	21.6	19.4	17.5	17.5	16.6	123.4	80.2	70.9
쿠키잼	26.6	21.3	21.3	20.5	20.1	19.7	19.3	18.9	123.0	89.7	77.9
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	21.3	26.6	17.3	15.5	14.0	12.9	12.4	93.3	86.5	54.8
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	90.6	78.2	74.3	70.6	67.0	63.7	159.9	344.7	275.6
A3:스틸얼라이브	16.0	32.0	16.0	24.5	18.5	18.1	17.8	17.4	-	88.4	71.8
세븐나이츠2	-	-	-	31.5	46.0	41.4	37.3	33.5	-	31.5	158.2
기타	213.2	312.7	297.9	310.3	323.6	399.4	432.7	434.4	834.8	1,134.0	1,590.1
영업비용	512.5	604.0	554.9	571.5	574.5	609.9	610.2	620.6	1,976.0	2,242.8	2,415.2
인건비	124.4	131.2	137.8	140.6	144.8	152.0	155.1	162.8	462.0	534.0	614.6
지급수수료	227.2	287.7	263.8	267.8	271.8	296.1	298.5	288.7	971.6	1,046.5	1,155.1
마케팅비	95.0	124.9	85.7	102.0	95.0	96.9	90.7	102.0	292.4	407.6	384.6
기타	65.9	60.2	67.6	61.1	63.0	64.9	66.0	67.0	250.0	254.7	260.9
영업이익	20.4	81.7	87.4	80.6	87.2	111.1	131.4	111.4	202.7	270.2	441.1
세전이익	54.1	84.6	91.7	86.0	97.9	123.3	145.3	127.1	218.4	316.4	493.6
지배순이익	53.9	75.3	60.6	56.3	65.4	85.0	101.9	88.0	156.0	246.2	340.3

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표24 넷마블 Valuation

	단위	2021E
게임사업 가치 (A)	(십억원)	10,277.7
2021E NP	(십억원)	340.3
Target PER multiple	(배)	30.2
투자자산 가치 (B)	(십억원)	4,966.8
코웨이 (지분율 25.5%, 시가총액 6.0조원)	(십억원)	1,378.1
빅히트 (지분율 19.9%, 시가총액 5.4조원)	(십억원)	1,194.5
엔씨소프트 (지분율 8.9%, 시가총액 20.6조원)	(십억원)	1,832.5
기타 (카카오게임즈, 카카오뱅크 등)	(십억원)	561.6
총 기업가치 (A+B)	(십억원)	15,244.5
12개월 적정주가	(원)	180,000

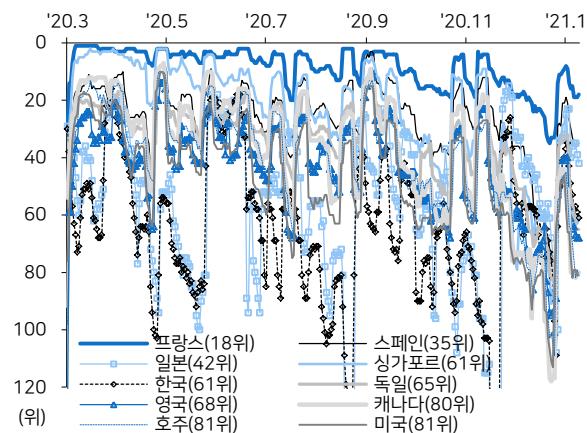
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표25 신규 주요게임 라인업

시기	게임명	장르	출시국가	개발사	내용
1Q21	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	글로벌	체리벅스	■ 원작 PC게임 '블레이드 앤 소울' IP 재해석 작업을 선택하여 즐기는 방대한 세계관과 무공 액션
1H21	제2의 나라	MMORPG	한국, 일본, 대만	넷마블 네오	■ 레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사미시조 음원 상당수 사용 개발중 ■ 지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용한 카툰 렌더링 3D 그래픽
	세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	한국, 일본	넷마블 넥서스	■ 나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화 ■ 세븐나이츠2와 비교했을 때 비주얼 스타일과 유저의 아바타 유무가 가장 큰 차별점
2H21	마블 퓨처 레볼루션	RPG	글로벌	넷마블 몬스터	■ 마블코믹스 작가가 시나리오 작성. 슈퍼 빌런에 대항하는 3D 액션 게임 ■ 글로벌 팬층 타겟으로 팩스 이스트 2020에서 공개
미정	원탁의 기사	MMORPG	한국	넷마블	■ 영국 로맨스 시대 고전 명작인 '아서왕과 원탁의 기사'를 활용한 게임 ■ 명확한 역할 기반 공격대 레이드, 모든 유저가 함께 체험하는 월드시나리오 오픈월드 구현
	리치그라운드	퍼즐	글로벌	넷마블엔투	■ '모두의마블'의 후속 글로벌 버전으로 19년 4월 소프트 런칭
	쿵야 야채부락리	캐주얼	한국	넷마블	■ PC 캐주얼 그림 퀴즈 게임 '쿵야 캐치마인드' 후속작. '야채부락리'를 모바일로 재탄생

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

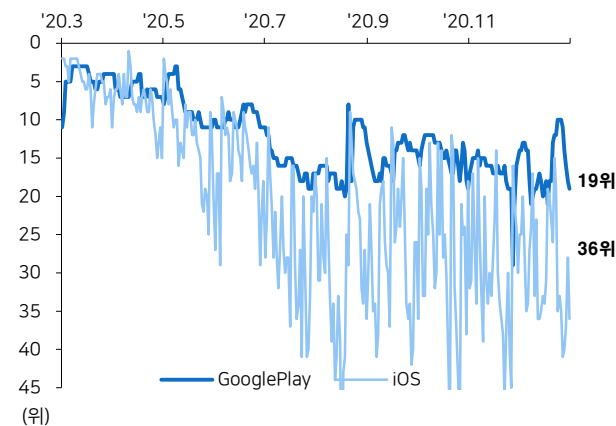
그림43 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)



주: 2021.1.13 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

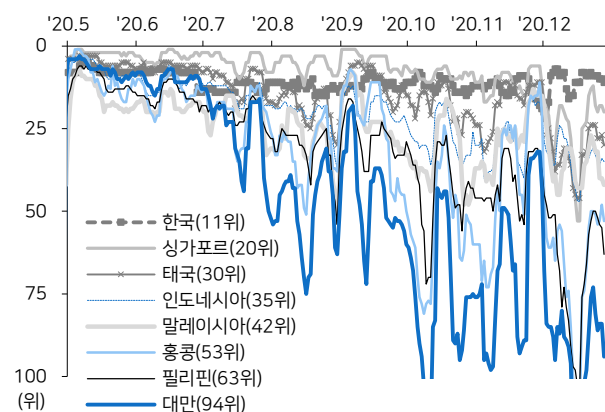
그림44 'A3:스틸 얼라이브' 매출 순위 (한국)



주: 2021.1.13 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

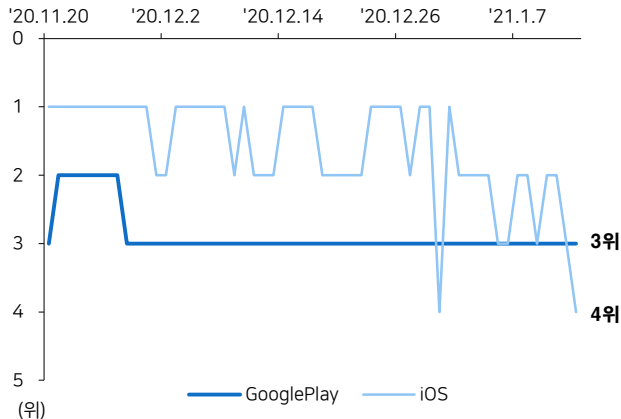
그림45 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)



주: 2021.1.13 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림46 '세븐나이츠2' 매출 순위 (한국)



주: 2021.1.13 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,513.0	2,856.3	3,227.7
매출액증가율 (%)	-16.6	7.8	15.3	13.7	13.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,513.0	2,856.3	3,227.7
판매관리비	1,779.6	1,976.0	2,242.8	2,415.2	2,765.5
영업이익	241.7	202.7	270.2	441.1	462.2
영업이익률	12.0	9.3	10.8	15.4	14.3
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	316.4	493.6	525.7
법인세비용	75.5	48.6	36.9	113.5	120.9
당기순이익	214.9	169.8	279.6	370.4	431.8
지배주주지분 순이익	189.6	156.0	246.2	340.3	404.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	235.3	381.3	706.0	491.8	571.9
당기순이익(손실)	214.9	169.8	279.6	370.4	431.8
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	-219.6	-125.1	39.8
기초현금	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,355.3	1,230.2
기말현금	1,548.7	1,574.8	1,355.3	1,230.2	1,270.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	2,277.2	2,198.2	2,286.4
현금및현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,355.3	1,230.2	1,270.0
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	7,302.5	7,708.8	8,193.1
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	1,117.8	1,415.2	1,777.1
비지배주주지분	177.1	196.5	234.0	272.0	320.8
자본총계	4,551.5	4,648.3	5,725.6	6,023.0	6,384.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	23,734	25,464	29,290	33,280	37,607
EPS(지배주주)	2,227	1,823	2,869	3,965	4,716
CFPS	4,023	3,899	4,670	5,934	6,645
EBITDAPS	3,777	3,750	4,608	6,616	6,859
BPS	51,303	51,919	63,984	67,007	70,654
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	50.1	50.7	55.1	31.9	26.8
PCR	27.7	23.7	33.8	21.3	19.0
PSR	4.7	3.6	5.4	3.8	3.4
PBR	2.2	1.8	2.5	1.9	1.8
EBITDA	321.7	320.8	395.4	567.8	588.7
EV/EBITDA	24.1	19.9	31.3	17.3	16.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.5	5.0	6.1	6.9
EBITDA 이익률	15.9	14.7	15.7	19.9	18.2
부채비율	19.4	24.9	27.5	28.0	28.3
금융비용부담률	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	417.0	23.1	29.9	47.4	48.2
매출채권회전율(x)	8.5	13.2	15.8	16.4	17.6
재고자산회전율(x)	714.0	516.9	458.4	457.3	453.5

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 인터넷/게임

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

Buy

적정주가 (12개월) 300,000 원
 현재주가 (1.14) 267,200 원
 상승여력 12.3%

KOSDAQ	980.29pt
시가총액	34,949억원
발행주식수	1,308만주
유동주식비율	41.16%
외국인비중	23.69%
52주 최고/최저가	280,000원/157,600원
평균거래대금	133.5억원

주요주주(%)

김대일 외 10 인 50.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	24.0	34.1
상대주가	-2.1	-1.5	-7.2

주가그래프



펠어비스 263750

기다림의 미학

- ✓ 4Q20 실적, 예상치 부합 전망. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,198억원 (-1.5% YoY), 367억원(+28.8% YoY)으로 컨센서스 부합 예상
- ✓ 4분기 PC/콘솔 게임의 계절적 성수기이나 11월 PS5 출시, 12월 22일 '검은사막 M' 노바 업데이트 진행하며 프로모션 진행 시점 지연됨
- ✓ 21년 2월 20일부터 '검은사막(PC)'의 북미/유럽 게임 퍼블리싱 이관. 1월 사전 프로모션 진행되며 스팀 판매량 3위 기록하는 등의 이용자 반응 양호
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 30만원으로 상향

4Q20 실적, 예상치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,198억원(-1.5% YoY), 367억원(+28.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,216억원, 영업이익 406억원) 대비 부합한다. '검은사막'의 플랫폼별 매출액은 PC 358억원(+35.1% YoY), 콘솔 109억원(-31.2% YoY), 모바일 506억원(-24.4% YoY)으로 추정한다. 원래 PC/콘솔의 경우 4분기가 북미/유럽 지역의 계절적 성수기이나 20년 11월 PS5 출시와 맞물려 마케팅 시점이 뒤로 밀렸고, 모바일게임도 12월 22일 '검은사막M' 노바(NOVA) 업데이트가 진행되며 4Q20보다는 1Q21 실적에 기여한다. 영업이익률은 30.6%(-3.6%p QoQ)로 추정, TGA(The Game Awards) 참여 등의 마케팅비가 증가하였다.

기다림의 미학

2020년 12월 쇼케이스를 통해 공개된 '붉은사막'은 오픈월드 액션 어드벤처라는 측면에서 콘솔에 더 적합, 업그레이드된 자체엔진에 기반하여 탁월한 그래픽과 UI를 시현하였다. 당사가 추정하는 '붉은사막'의 2022년 매출액은 1,095억원으로, 1) 전작 '검은 사막'의 성과(2020E '검은사막' IP 매출액은 4,321억원)와 2) PC/콘솔 플랫폼에 동시에 출시하는 크로스플레이 콘텐츠라는 점을 감안하면 초과 달성 가능성은 매우 높다.

투자 의견 Buy, 적정주가 30만원으로 상향

성공 가능성이 높은 글로벌 IP 개발사인 펠어비스에 대한 중장기 투자 전략 유효하다. 적정주가 30만원의 21E Target PER은 24.7배 수준으로 글로벌 대표 게임사의 평균 밸류에이션이다.

(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	503.0	174.0	124.3	9,511	-21.5	55,278	27.2	4.7	15.8	18.9	42.8
2021E	547.9	191.6	157.1	12,007	26.3	66,385	22.3	4.0	14.8	19.7	39.9
2022E	729.4	282.9	248.4	18,990	58.2	84,475	14.1	3.2	9.7	25.2	35.5

표26 펠어비스 4Q20 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	119.8	121.6	-1.5%	118.3	1.3%	121.6	-1.5%
PC	35.8	26.5	35.1%	33.1	8.2%	-	-
모바일	50.6	66.9	-24.4%	52.1	-2.9%	-	-
콘솔	10.9	15.8	-31.2%	11.8	-8.0%	-	-
CCP게임즈	22.5	12.4	81.7%	21.3	5.8%	-	-
영업이익	36.7	28.5	28.8%	40.5	-9.4%	40.6	-9.5%
세전이익	30.7	56.3	-45.5%	34.7	-11.5%	-	-
지배순이익	24.6	48.1	-48.9%	27.8	-11.5%	32.2	-23.6%
영업이익률(%)	30.6%	23.4%	7.2%p	34.3%	-3.6%p	33.4%	-2.7%p
순이익률(%)	20.5%	39.5%	-19.0%p	23.5%	-3.0%p	26.5%	-6.0%p

자료: 펠어비스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표27 펠어비스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	133.2	131.7	118.3	119.8	117.1	134.7	134.6	161.4	536.0	503.0	547.9
PC	32.3	39.0	33.1	35.8	36.7	55.6	58.1	86.8	105.6	140.3	237.1
모바일	71.9	56.6	52.1	50.6	45.4	44.9	43.9	42.5	325.9	231.2	176.7
콘솔	14.7	17.1	11.8	10.9	13.5	12.4	11.3	10.2	48.0	54.5	47.3
CCP게임즈	14.3	18.9	21.3	22.5	21.5	21.8	21.3	22.0	56.4	77.0	86.7
영업비용	87.0	81.1	77.8	83.1	81.7	86.0	87.6	101.1	385.4	328.9	356.3
인건비	32.0	30.9	30.6	32.3	33.0	34.2	35.4	38.5	119.2	125.8	141.0
지급수수료	32.7	29.3	25.3	25.6	25.0	28.8	28.8	34.5	143.9	112.9	117.1
광고선전비	9.4	9.2	9.2	12.2	10.2	9.1	9.1	13.2	78.3	40.0	41.6
주식보상비용	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	0.5	0.4
감가상각비	2.9	3.3	3.5	3.6	3.8	4.0	4.2	4.4	9.1	13.3	16.3
기타	9.7	8.4	9.1	9.3	9.6	9.9	10.1	10.4	33.9	36.5	40.0
영업이익	46.2	50.6	40.5	36.7	35.5	48.7	47.0	60.4	150.6	174.0	191.6
세전이익	58.4	49.6	34.7	30.7	36.5	49.8	48.1	61.5	181.3	173.3	196.0
지배순이익	48.3	23.6	27.8	24.6	29.3	39.9	38.6	49.3	157.7	124.3	157.1

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표28 2021년 이후 신작 라인업

구분	게임명	장르	개발사	출시시기	진출국가	비고
PC	검은사막 (중국)	MMO	펠어비스	-	중국	▪ 한국 게임에 대한 판호발급 재개시 출시 성공 기대감
모바일	검은사막M (중국)	MMORPG	펠어비스	-	중국	▪ 2019년 3월 중국 퍼블리셔와 계약, 현지화 작업 후 판호신청
PC/콘솔	붉은사막	오픈월드 액션 어드벤처	펠어비스	4Q21	글로벌	▪ 광대한 파이널 대륙의 용병들이 생존을 위해 싸우는 이야기
	도깨비	가족형 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

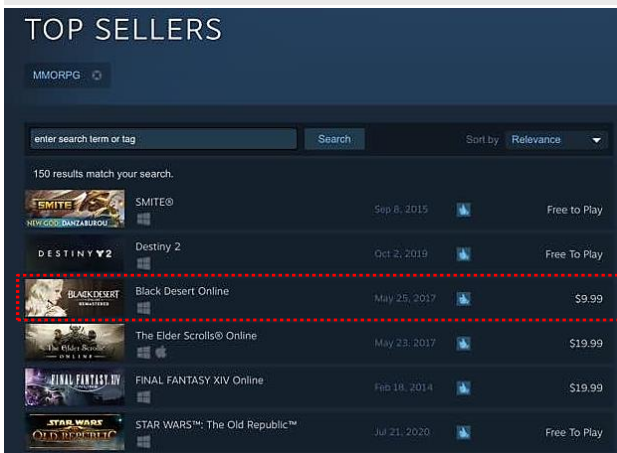
자료: 펠어비스, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표29 펠어비스 Valuation

	단위	2021E	비고
매출액	(십억원)	547.9	
순이익률	(%)	28.7%	
순이익	(십억원)	157.1	
EPS (a)	(원)	12,007	
적정 PER (b)	(배)	24.7	글로벌 대표 게임사 평균 밸류에이션
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	300,000	
적정 시가총액	(십억원)	3,906.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림47 21년 1월 '검은사막' 스팀 판매량 급증



자료: STEAM, 메리츠증권 리서치센터

그림48 20년 12월 22일 '검은사막' NOVA update



자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림49 펠어비스의 '붉은사막' - 4Q21 출시 예정



자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표30 '붉은사막' 쇼케이스 Review

구분	내용
게임 장르	<ul style="list-style-type: none"> 오픈월드 액션 어드벤처
게임 플레이	<ul style="list-style-type: none"> 싱글플레이 기반으로 선택적 커뮤니티 구성, 같이 즐길 수 있는 콘텐츠 싱글과 멀티플레이 유기적 연결
액션 및 전투	<ul style="list-style-type: none"> 태권도, 레슬링 선수들의 모션 캡처 방식 통해 실제 기술이나 타격감을 생생하게 넣고자 노력
엔진	<ul style="list-style-type: none"> 자체 신형 엔진 사용 원하는 기능, 표현 등을 연출 할 때 퍼포먼스 빠름
향후 일정	<ul style="list-style-type: none"> 21년말 PC 및 콘솔 2개 플랫폼 동시 출시 목표

자료: 메리츠증권 리서치센터

펼어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	404.8	535.9	503.0	547.9	729.4
매출액증가율 (%)	672.7	32.4	-6.2	8.9	33.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	404.8	535.9	503.0	547.9	729.4
판매관리비	236.7	385.3	328.9	356.3	446.4
영업이익	168.1	150.6	174.0	191.6	282.9
영업이익률	41.5	28.1	34.6	35.0	38.8
금융손익	7.5	30.0	31.5	33.1	34.7
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	0.6	6.9	0.6	0.6
세전계속사업이익	175.4	181.3	173.3	196.0	318.2
법인세비용	28.9	23.6	49.0	38.9	70.1
당기순이익	146.5	157.7	124.3	157.1	248.4
지배주주지분 순이익	146.5	157.7	124.3	157.1	248.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	159.3	168.4	117.5	148.8	238.6
당기순이익(손실)	146.5	157.7	124.3	157.1	248.4
유형자산상각비	2.8	9.1	13.2	11.6	8.8
무형자산상각비	2.0	8.3	7.6	3.7	3.6
운전자본의 증감	-22.9	24.5	-7.1	9.8	11.5
투자활동 현금흐름	-305.0	-180.1	-64.4	-72.7	-82.3
유형자산의증가(CAPEX)	-10.7	-37.0	-21.8	-50.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
재무활동 현금흐름	138.6	-41.8	50.7	51.1	51.6
차입금의 증감	203.6	-53.5	7.6	0.8	0.9
자본의 증가	11.1	8.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-11.5	-52.6	102.1	109.7	197.7
기초현금	240.5	229.0	176.4	278.4	388.1
기말현금	229.0	176.4	278.4	388.1	585.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	354.5	450.1	572.8	705.1	926.9
현금및현금성자산	229.0	176.4	278.4	388.1	585.8
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	452.1	498.7	555.3
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	20.2	20.9	21.7
자산총계	712.5	867.4	1,032.1	1,214.7	1,497.0
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	30.0	30.0	30.0
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	108.7	108.7	108.7
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	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	231.6	389.2	521.4	652.0	785.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	408.0	589.0	723.0	868.3	1,104.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	32,037	41,203	38,485	41,889	55,761
EPS(지배주주)	11,591	12,120	9,511	12,007	18,990
CFPS	14,855	14,392	15,696	17,084	23,754
EBITDAPS	13,686	12,914	14,906	15,817	22,574
BPS	31,525	45,229	55,278	66,385	84,475
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.9	15.3	27.2	22.3	14.1
PCR	14.0	12.9	16.5	15.6	11.2
PSR	6.5	4.5	6.7	6.4	4.8
PBR	6.6	4.1	4.7	4.0	3.2
EBITDA	172.9	168.0	194.8	206.9	295.3
EV/EBITDA	15.1	13.0	15.8	14.8	9.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	42.9	31.6	18.9	19.7	25.2
EBITDA 이익률	42.7	31.3	38.7	37.8	40.5
부채비율	74.6	47.3	42.8	39.9	35.5
금융비용부담률	0.4	1.2	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	104.1	23.9	46.9	57.3	84.6
매출채권회전율(x)	14.2	10.5	7.2	6.4	7.4
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 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 (1.14) **67,800 원**
상승여력 **25.4%**

KOSDAQ	980.29pt
시가총액	7,793억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.65%
외국인비중	40.34%
52주 최고/최저가	68,500원/40,200원
평균거래대금	88.7억원

주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 4 인	25.53
JF Asset Management Limited 외 1 인	7.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.5	3.8	15.5
상대주가	10.5	-17.6	-20.0

주가그래프



아프리카 TV⁰⁶⁷¹⁶⁰

주가와 실적은 '동행'해야

- ✓ 4Q20, 기대치 충족하는 호실적 기대. 12월 코로나 2.5단계로 상향되며 아프리카TV의 이용자 트래픽 증가. 페이징 유저와 객단가 모두 상승
- ✓ 4분기 광고 매출도 게임 콘텐츠광고 증가로 15.7% QoQ 성장한 81억원 예상
- ✓ 21년 1분기 아프리카TV의 오픈 광고솔루션 공개. 광고주 저변 확대 및 광고단가 상승을 통한 광고매출 증가에 기여할 것
- ✓ 21E PER은 14.8배 수준, 글로벌 가장 저평가된 동영상 주식
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 85,000원 유지

4Q20, 또 한번의 호실적 기대

4Q20 매출액과 영업이익은 각각 547억원(+26.2% YoY), 149억원(+104.0% YoY)으로 컨센서스(매출액 541억원, 영업이익 148억원) 대비 부합할 전망이다. 기부 경제 매출액은 430억원(+42.2% YoY)으로 12월 코로나 2.5단계 상향되며 트래픽 증가, 페이징 유저와 객단가 등의 모든 지표가 양호했다. 광고 매출액은 4분기 신규 대작 게임 출시 많아지며 콘텐츠광고 증가, 전년 동기 수준을 거의 회복하였다. 현대홈쇼핑, 티켓몬스터 등과의 라이브 커머스 콜라보 방송은 지속되고 있으며 21년 수익모델 다변화에 기여한다. 영업이익률은 27.2%로 외형화 대에도 불구하고 전분기와 유사했는데 프리콘, BJ대상 시상식으로 약 10억원의 비용 발생, e스포츠 리그 콘텐츠 제작비 증가 때문이다.

올해는 광고도 좋아질 것

2021년 광고 매출액도 92.0% YoY 증가한 455억원으로 추정. 1) 올해 코로나 완화시 광고 경기 회복, 2) 대작 신규게임 출시가 지속되는 효과, 3) 1Q21 오픈 광고 솔루션을 출시하며 광고주 저변 및 광고단가 상승 가능하기 때문이다. 향후 라이브 방송에도 중간광고 편성을 가능케 하는 인벤토리 증가를 계획하고 있어 광고집중도 측면에서 단가 상승이 기대된다.

결국 실적을 따라갈 주가

20년 아프리카TV 주가는 약 12% 하락하며 양호한 실적과 무관한 주가흐름을 시현했다. 아프리카TV 시청자 저변이 확대되고 유튜브 슈퍼챗 등의 크리에이터 후원 문화 보편화되는 등 국내 동영상 시장의 성장세는 유효하다. 21E PER 14.8배 수준의 주가는 글로벌 가장 저평가된 동영상 기업을 매수할 기회이다.

(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	191.7	47.6	38.7	3,368	12.2	13,913	17.7	4.3	9.5	27.8	68.7
2021E	252.2	66.8	52.7	4,587	36.7	18,061	14.8	3.8	8.2	28.7	55.6
2022E	301.9	93.7	73.3	6,373	39.3	24,011	10.6	2.8	5.7	30.3	43.9

표31 아프리카TV 4Q20 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	54.7	43.4	26.2%	50.2	8.9%	54.1	1.1%
플랫폼	45.0	32.1	40.2%	41.5	8.4%	-	-
별풍선	43.0	30.2	42.2%	39.5	8.7%	-	-
아이템	1.5	1.5	5.0%	1.5	3.0%	-	-
기타	0.5	0.4	22.2%	0.5	3.0%	-	-
광고	8.1	8.7	-6.1%	7.0	15.7%	-	-
플랫폼	1.8	1.7	8.3%	1.8	-1.3%	-	-
콘텐츠	4.7	4.8	-2.5%	3.7	29.0%	-	-
기타	1.6	2.2	-25.3%	1.6	4.0%	-	-
멀티플랫폼	0.8	2.0	-59.4%	0.9	-11.7%	-	-
기타	0.8	0.6	23.6%	0.8	-1.2%	-	-
영업이익	14.9	7.3	104.0%	13.9	6.9%	14.8	0.6%
세전이익	15.0	6.9	116.4%	13.8	8.9%	-	-
지배순이익	11.8	7.3	63.2%	11.1	6.9%	11.9	-0.8%
영업이익률(%)	27.2%	16.8%	10.4%p	27.7%	-0.5%p	27.4%	-0.2%p
순이익률(%)	21.6%	16.7%	4.9%p	22.0%	-0.4%p	22.0%	-0.4%p

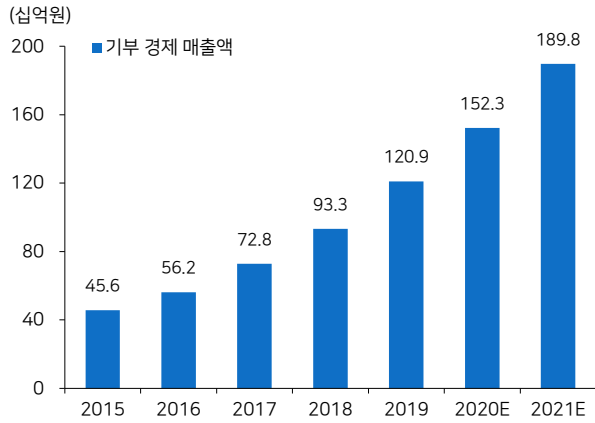
자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표32 아프리카TV 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	41.5	45.3	50.2	54.7	57.3	61.1	64.8	69.0	167.9	191.7	252.2
플랫폼	34.5	39.1	41.5	45.0	46.3	48.5	50.8	52.7	128.5	160.1	198.4
별풍선	32.7	37.1	39.5	43.0	44.3	46.4	48.6	50.5	120.9	152.3	189.8
아이템	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	5.9	6.0	6.6
기타	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.7	1.7	2.0
광고	4.2	4.3	7.0	8.1	9.0	10.5	11.9	14.0	28.8	23.7	45.5
플랫폼	1.3	1.2	1.8	1.8	2.1	2.4	3.5	4.5	7.9	6.1	12.4
콘텐츠	1.9	1.9	3.7	4.7	5.7	6.8	7.0	8.1	15.6	12.2	27.6
기타	1.0	1.3	1.6	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5	5.4	5.4	5.5
멀티플랫폼	1.9	1.0	0.9	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3	7.6	4.6	4.8
기타	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	3.0	3.3	3.6
영업비용	33.4	34.6	36.3	39.8	42.1	44.8	47.7	50.8	131.1	144.2	185.4
인건비	11.2	10.9	11.1	11.8	12.0	12.3	12.5	12.8	39.1	45.1	49.6
지급수수료	4.1	3.6	3.7	3.8	4.1	4.4	4.6	5.0	18.3	15.2	18.1
과금수수료	4.0	4.3	4.8	5.0	5.1	5.3	5.4	5.6	16.2	18.0	21.3
회선사용료	2.6	3.2	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	9.3	11.9	13.2
BJ지원금	1.2	1.9	1.2	2.1	2.4	2.6	2.9	3.1	5.8	6.4	11.0
콘텐츠제작비	1.3	1.7	2.4	3.4	3.7	3.8	4.2	4.3	9.3	8.7	16.0
유무형감가상각비	3.1	3.7	3.8	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	10.7	14.4	16.6
지급임차료	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.8	0.8
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	5.9	6.4	7.1	8.6	10.0	11.7	21.4	22.7	37.4
영업이익	8.1	10.7	13.9	14.9	15.2	16.3	17.1	18.2	36.7	47.6	66.8
세전이익	6.8	11.9	13.8	15.0	15.2	16.3	17.2	18.2	41.9	47.6	66.9
지배순이익	5.5	10.3	11.1	11.8	12.0	12.8	13.5	14.4	34.4	38.7	52.7

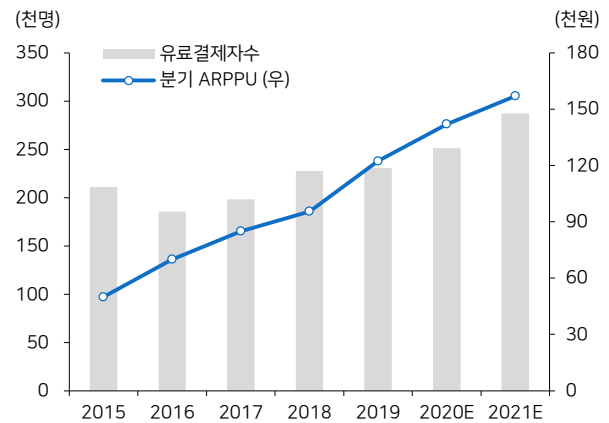
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림50 기부경제 매출 꾸준한 성장



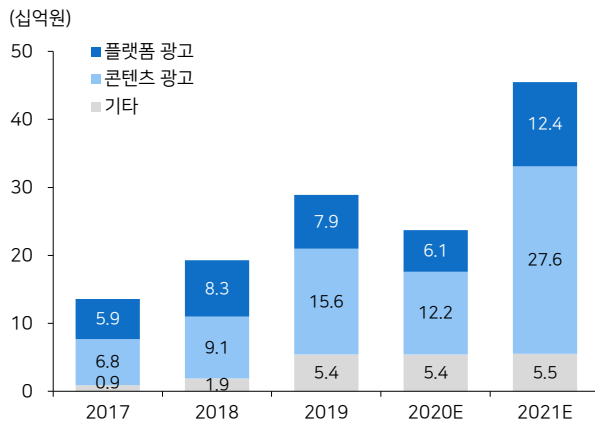
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림51 유료 결제자수와 분기 ARPPU 상승



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림52 광고 매출 추이 및 전망



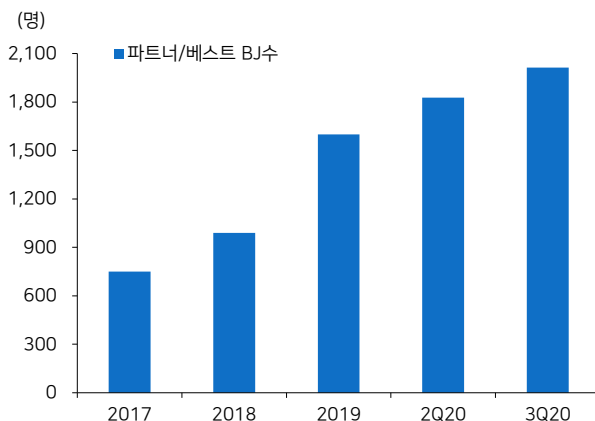
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림53 외국인 지분율 증가 - 글로벌 저평가된 동영상 주식



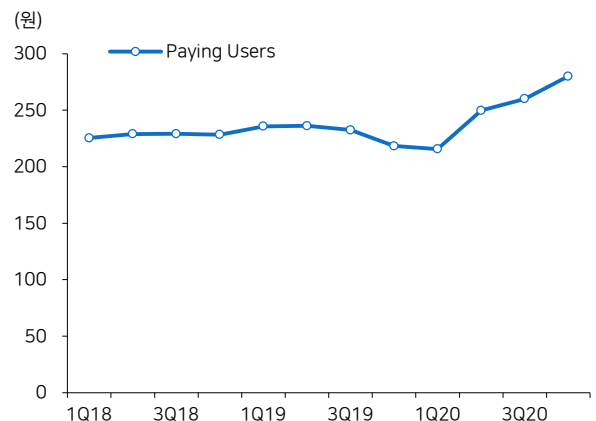
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림54 파트너/베스트 BJ수 꾸준히 증가



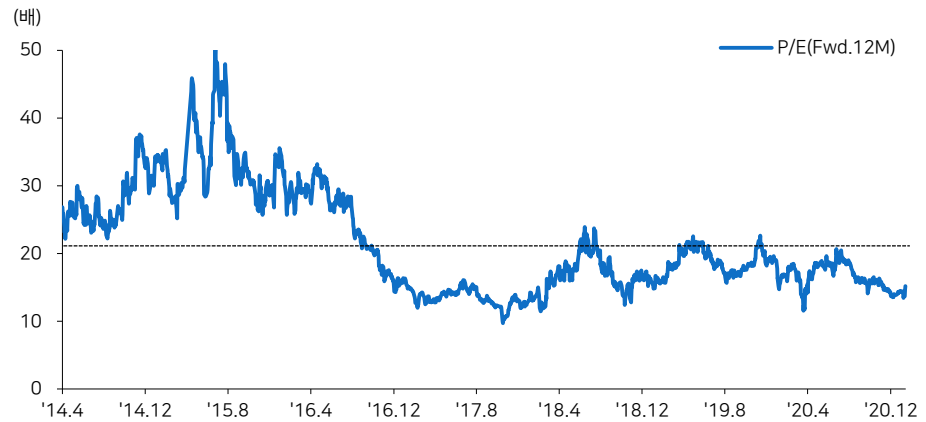
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림55 Paying Users - 20년 언택트 동영상 소비로 증가세



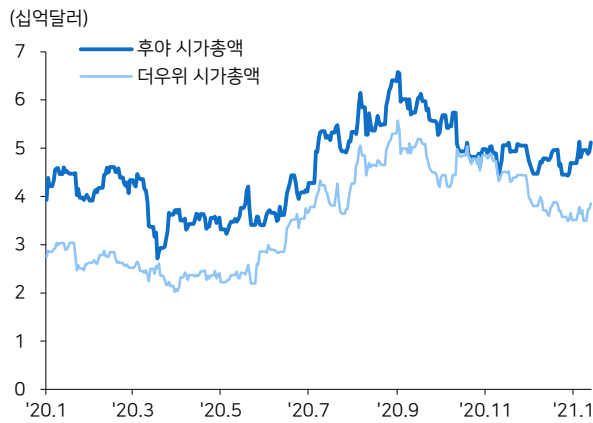
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림56 아프리카TV Historical PER – 평균 21배 수준에서 거래



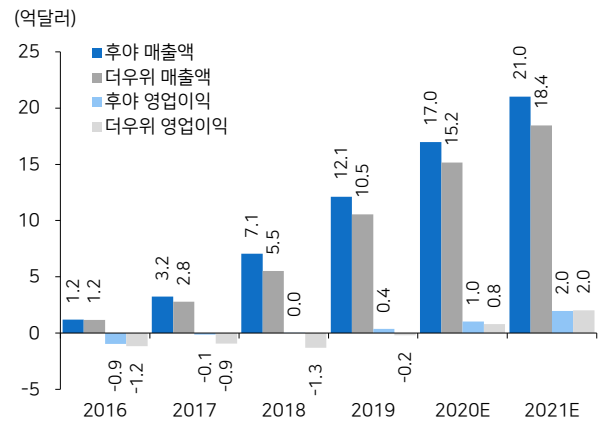
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림57 더우위, 후야 기업가치 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림58 더우위, 후야 매출액과 영업이익



자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표33 글로벌 동영상 Peer Valuation

국가	회사	주가(1/14) (달러)	PER(x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG(x) 2021E	ROE(%) 2021E	PBR(x) 2021E	EV/EBITDA(x) 2021E
			2021E	2022E					
미국	Alphabet	1,747.3	25.6	21.6	19.8	1.3	17.6	4.6	13.7
	Amazon	3,165.9	53.5	39.6	27.1	2.0	23.2	12.8	23.3
	Netflix	507.8	53.3	40.1	27.8	1.9	29.9	15.1	37.0
중국	Huya	21.8	20.3	15.1	22.9	0.9	15.3	2.8	13.9
	Douyu TV	12.1	19.7	15.4	37.9	0.5	17.2	2.6	11.6
한국	아프리카TV	61.8	16.4	13.9	18.1	0.9	28.6	4.0	9.6
Global Average		919.4	31.5	24.3	25.6	1.2	22.0	7.0	18.2

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	126.6	167.9	191.7	252.2	301.9
매출액증가율 (%)	33.9	32.6	14.2	31.5	19.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	126.6	167.9	191.7	252.2	301.9
판매관리비	99.5	131.1	144.2	185.4	208.2
영업이익	27.1	36.7	47.6	66.8	93.7
영업이익률	21.4	21.9	24.8	26.5	31.0
금융손익	0.3	6.4	0.9	2.5	2.5
종속/관계기업손익	-0.7	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	26.6	41.9	47.6	66.9	92.2
법인세비용	5.3	7.8	9.0	13.8	19.0
당기순이익	21.3	34.2	38.3	52.4	72.9
지배주주지분 순이익	21.6	34.4	38.7	52.7	73.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.8	60.8	43.2	57.4	78.2
당기순이익(손실)	21.3	34.2	38.3	52.4	72.9
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	34.4	40.5	60.5
기초현금	23.0	35.7	27.3	61.7	102.2
기말현금	35.7	27.3	61.7	102.2	162.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	95.8	145.0	150.8	194.4	258.2
현금및현금성자산	35.7	27.3	61.7	102.2	162.7
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	273.8	325.9	398.7
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	109.2	156.3	223.9
비지배주주지분	0.5	2.9	2.4	1.8	1.0
자본총계	92.9	121.8	162.3	209.4	277.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	11,124	14,604	16,679	21,941	26,266
EPS(지배주주)	1,894	2,990	3,368	4,587	6,373
CFPS	2,915	4,845	5,709	6,375	8,052
EBITDAPS	2,736	4,127	5,356	6,741	8,774
BPS	8,041	10,346	13,913	18,061	24,011
DPS	470	550	550	550	550
배당수익률(%)	1.2	0.8	0.9	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	20.8	23.0	17.7	14.8	10.6
PCR	13.5	14.2	10.5	10.6	8.4
PSR	3.5	4.7	3.6	3.1	2.6
PBR	4.9	6.7	4.3	3.8	2.8
EBITDA	31.1	47.4	61.6	77.5	100.9
EV/EBITDA	13.0	15.2	9.5	8.2	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.6	32.5	27.8	28.7	30.3
EBITDA 이익률	24.6	28.3	32.1	30.7	33.4
부채비율	69.6	87.7	68.7	55.6	43.9
금융비용부담률	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	3,668.8	88.5	87.9	119.1	225.2
매출채권회전율(x)	23.5	28.6	40.8	46.9	53.5
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 인터넷/게임

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

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

Buy

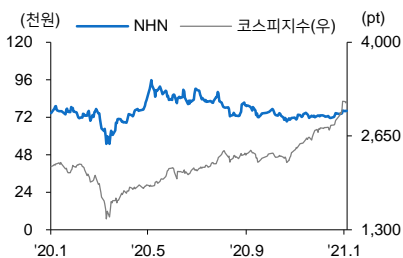
적정주가 (12개월) **110,000 원**
현재주가 (1.14) **76,400 원**
상승여력 **44.0%**

KOSPI	3,149.93pt
시가총액	14,948억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	47.15%
외국인비중	11.76%
52주 최고/최저가	95,900원/54,900원
평균거래대금	65.3억원

주요주주(%)	
이준호 외 17 인	47.65
국민연금공단	8.04
한국투자신탁운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-11.6	-1.2
상대주가	-8.6	-38.7	-29.8

주가그래프



NHN181710

빠아픈 게임사업 부진

- ✓ 4Q20 실적, 예상치 하회 전망. 외형은 계절적 성수기 효과 있었으나 전반적인 영업비용(인건비, 마케팅비) 증가. 영업외에선 박스, 여행박사 관련 무형자산 평가손실 발생 가능성. 순이익은 전분기대비 적자전환 예상
- ✓ 4Q20 출시된 신규 게임들의 성과 부진. 10월 '크리티컬 오프: 리로디드' '용비불 패M', 11월 '한게임 승부 예측', 'AIMS' 등의 성과 예상치 하회
- ✓ 4Q 페이코 거래액은 2.0조원으로 코로나로 인한 긍정과 부정의 효과 혼재

4Q20 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,422억원(+10.5% YoY), 274억원(+56.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(매출액 4,592억원, 영업이익 323억원) 대비 하회할 전망이다. 웹보드게임은 10월 추석효과와 겨울로 인한 이용량 증가가 있었으나, 코로나가 심해지면서 PC방 영업제한에 따른 부정적 영향도 존재했다. 결제/광고, 커머스, 기술 등의 사업부는 계절적 성수기 효과가 있었다. 다만, Accommate의 경우 광군제를 2번에 나눠서 진행하며 효과가 분산되었고, PNP 시큐어는 코로나로 대면 영업이 부재했기에 매출 증가폭이 제한적이었다. 영업이익률은 6.2%로 전분기와 유사하다. 인건비는 게임사업 성과 부진에 따른 임원들 해임으로 위로금 발생, 마케팅비는 'AIMS' 관련 일본 TV광고 진행으로 증가하였다. 순이익은 박스, 여행박사 관련 무형자산 평가손실 발생으로 적자 전환된다.

1월 마이데이터 본인이 취득 기대

1월 27일 금융위원회는 마이데이터 관련 본인가를 발급할 예정으로 NHN의 페이코는 무난히 취득 가능하다. 다만 라이선스를 받는다고 해서 바로 BM 추가 되는 것은 아니며, 1~2개 분기 동안 금융기관들과 API를 연동하는 기술적 프로세스를 구축하여 3분기부터 마이데이터 관련 광고, 수수료, 이용자 리포팅 구축 등의 수익모델이 구현될 수 있다.

코로나 끝나면 페이코의 빠른 회복 가능

20년 페이코 거래액은 20% YoY 증가하며 경쟁사 대비 부진, 코로나로 인한 부정적 영향이 더 컸었다. 21년 COVID19 종로시 높은 오프라인 침투율에 근거, 페이코오더/캠퍼스존 등의 성장이 기대. 코로나 종로에 따른 수혜가 가능하다.

(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	1,661.4	109.5	56.5	2,889	190.1	84,095	26.1	0.9	7.1	3.5	39.0
2021E	1,907.1	147.0	112.2	5,736	82.8	89,831	13.3	0.9	6.1	6.6	40.3
2022E	2,227.8	192.5	148.0	7,565	29.1	97,301	10.1	0.8	4.7	8.1	41.1

표34 NHN 4Q20 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	442.2	400.1	10.5%	419.4	5.4%	459.2	-3.7%
게임	105.8	99.9	5.8%	100.4	5.4%	-	-
결제&광고	180.8	140.5	28.7%	168.9	7.1%	-	-
콘텐츠	42.1	44.8	-5.9%	42.5	-0.9%	-	-
커머스	77.8	70.8	9.9%	73.9	5.2%	-	-
기술	39.9	43.0	-7.1%	39.2	1.9%	-	-
기타	3.2	6.4	-49.8%	2.0	60.0%	-	-
영업이익	27.4	17.5	56.7%	27.4	0.0%	32.3	-15.2%
세전이익	-1.5	-33.9	적지	35.1	적전	-	-
지배순이익	-3.7	-30.8	적지	29.7	적전	14.4	적전
영업이익률(%)	6.2%	4.4%	1.8%p	6.5%	-0.3%p	7.0%	-0.8%p
순이익률(%)	-0.8%	-7.7%	6.9%p	7.1%	-7.9%p	3.1%	-4.0%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표35 NHN 분기별 실적 – 21년 점진적 회복 기대

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	394.6	405.1	419.4	442.2	456.7	465.8	484.7	499.9	1,488.6	1,661.4	1,907.1
게임	104.7	105.5	100.4	105.8	109.7	112.9	113.8	115.4	417.7	416.3	451.8
결제&광고	151.3	156.9	168.9	180.8	185.8	188.5	201.6	208.6	518.4	658.0	784.5
콘텐츠	39.4	39.6	42.5	42.1	43.4	44.7	46.0	47.4	187.8	163.7	181.5
커머스	63.7	66.8	73.9	77.8	80.1	82.5	85.0	87.5	222.8	282.1	335.0
기술	36.6	39.6	39.2	39.9	41.1	42.4	43.6	45.0	130.2	155.3	172.1
기타	4.9	2.1	2.0	3.2	3.9	2.3	2.2	3.4	38.6	12.2	11.8
영업비용	366.3	378.7	392.0	414.8	423.9	429.3	447.7	459.3	1,402.0	1,551.8	1,760.2
인건비	85.2	86.4	85.8	90.2	92.9	95.7	98.6	101.5	354.5	347.6	388.7
지급수수료	231.5	241.5	252.3	267.4	272.1	273.2	289.2	296.4	827.6	992.7	1,130.8
광고선전비	15.0	18.2	20.7	23.0	23.7	24.2	22.5	23.0	62.4	76.9	93.3
감가상각비	16.5	16.5	16.4	16.9	17.4	17.9	18.5	19.0	70.0	66.3	72.8
통신비	6.5	6.4	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	26.7	25.3	27.1
기타	11.6	9.7	10.7	11.0	11.4	11.7	12.0	12.4	60.8	43.0	47.5
영업이익	28.3	26.4	27.4	27.4	32.8	36.5	37.1	40.5	86.7	109.5	147.0
세전이익	31.0	33.6	35.1	-1.5	40.3	44.2	44.9	28.1	65.5	98.3	157.5
지배순이익	14.1	16.4	29.7	-3.7	28.9	31.8	32.3	19.2	12.3	56.5	112.2

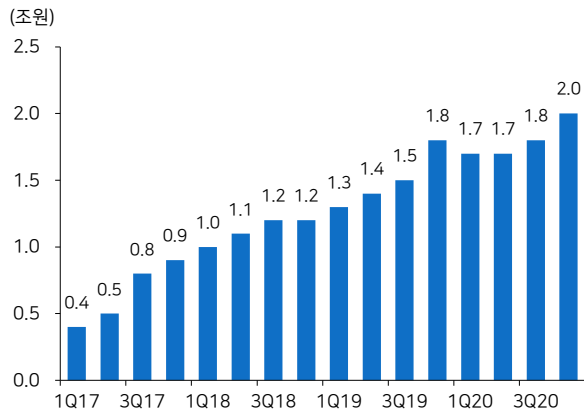
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표36 2020년 출시된 NHN 게임 라인업 - 예상보다 부진한 성과

게임명	장르	개발사	출시 일정	국가	특징
디즈니 프루프무 스타디움	퍼즐	NHN	2020.9.29	아시아 (6개국)	<ul style="list-style-type: none"> 최대 50명이 즐기는 실시간 경쟁 서바이벌 퍼즐 신작 일본, 홍콩, 마카오, 대만, 싱가포르, 태국 6개국 출시
크리티컬 옴스: 리로드	FPS	NHN, 크리티컬포스	2020.10.8	아시아 (12개국)	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 다운로드 5천만회 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 12개국 출시
용비불패M	액션 RPG	게임투게더	2020.10.20	한국	<ul style="list-style-type: none"> 유명 무협만화 '용비불패' IP의 풍부한 원작 스토리 시나리오 탄탄한 컨트롤 조작, 화려한 타격감, PvP리그, 모바일 2D 횡스크롤 게임 20.7.30-8.2 CBT 완료. 8월 13일부터 사전예약중
스포츠 승부예측 게임	웹게임	NHN빅풋	2020.11.10	한국	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 스포츠 커버리지로 한 스포츠 경기 결과 베팅 게임 향후 모바일 어플리케이션 출시 준비중
A.I.M.\$- All you need Is Money	FPS	NHN PlayArt	2020.11.17	일본	<ul style="list-style-type: none"> 50여명이 싸우는 대규모 배틀로얄 대전 모바일 게임. 20.10.5 사전예약 시작 간편한 조작감으로 베타테스트에서 높은 재방문률 기록

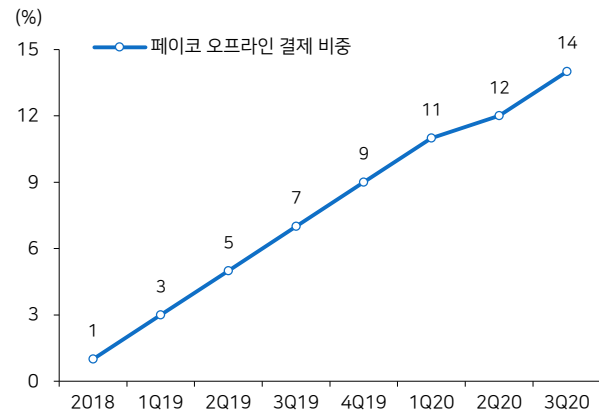
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림59 4Q20 페이코 거래액 2.0조원 (+11% YoY)



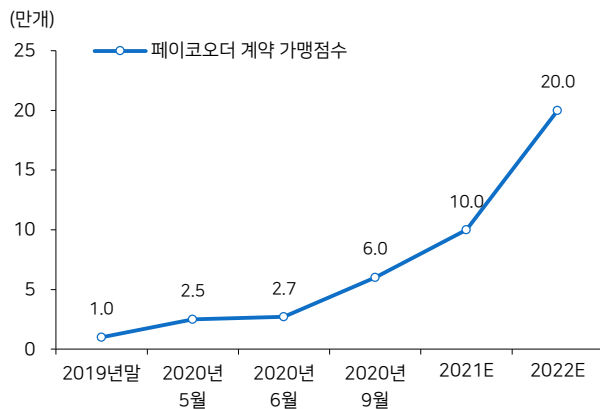
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림60 페이코 오프라인 비중 꾸준히 확대



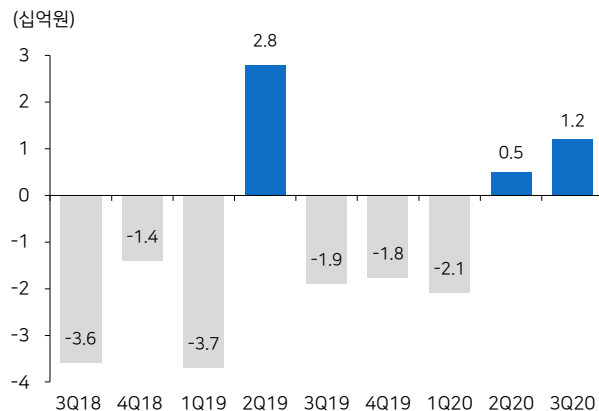
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림61 페이코오더 계약 가맹점수 - 21년 10만개 목표



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림62 페이코 관련 영업손익



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,264.6	1,488.6	1,661.4	1,907.1	2,227.8
매출액증가율 (%)	39.1	17.7	11.6	14.8	16.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,264.6	1,488.6	1,661.4	1,907.1	2,227.8
판매관리비	1,195.9	1,401.9	1,551.8	1,760.2	2,035.2
영업이익	68.6	86.7	109.5	147.0	192.5
영업이익률	5.4	5.8	6.6	7.7	8.6
금융손익	76.9	10.1	5.1	20.2	20.9
종속/관계기업손익	8.1	-0.1	-2.3	-1.8	-1.8
기타영업외손익	0.2	-31.2	6.3	7.8	8.0
세전계속사업이익	153.8	65.5	98.3	157.5	203.4
법인세비용	49.1	42.4	31.1	34.7	44.8
당기순이익	104.8	23.2	67.2	122.9	158.7
지배주주지분 손익	89.4	12.3	56.5	112.2	148.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	38.1	107.7	140.2	203.7	246.8
당기순이익(손실)	104.8	23.2	67.2	122.9	158.7
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	-3.7	-4.0	-4.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-74.0	-57.2	-60.1	-63.1	-66.2
투자자산의 감소(증가)	83.5	30.8	32.3	33.9	35.6
재무활동 현금흐름	-44.3	-17.0	39.8	43.7	47.2
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	11.6	64.0	96.0
기초현금	368.1	385.5	457.4	469.0	532.9
기말현금	385.5	457.4	469.0	532.9	629.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,006.3	1,058.7	1,318.7	1,434.7	1,587.2
현금및현금성자산	385.5	457.4	469.0	532.9	629.0
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	2,634.7	2,831.5	3,071.4
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	1,895.9	2,018.8	2,177.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	64,634	76,085	84,915	97,476	113,865
EPS(지배주주)	4,567	631	2,889	5,736	7,565
CFPS	6,603	9,177	8,596	10,832	12,548
EBITDAPS	5,775	8,012	8,625	9,807	11,711
BPS	80,873	80,696	84,095	89,831	97,301
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	105.9	26.1	13.3	10.1
PCR	8.7	7.3	8.8	7.1	6.1
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	168.7	191.9	229.1
EV/EBITDA	8.4	6.6	7.1	6.1	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	0.8	3.5	6.6	8.1
EBITDA 이익률	8.9	10.5	10.2	10.1	10.3
부채비율	37.1	36.7	39.0	40.3	41.1
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	53.4	16.5	19.8	25.4	31.6
매출채권회전율(x)	6.5	8.9	7.8	6.5	7.2
재고자산회전율(x)	46.6	39.3	41.7	44.1	47.4

Industry Brief
2021. 1. 15

▲ 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) **220,000 원**
현재주가 (1.14) **169,000 원**
상승여력 **30.2%**

KOSDAQ	980.29pt
시가총액	21,744억원
발행주식수	1,287만주
유동주식비율	64.02%
외국인비중	29.28%
52주 최고/최저가	169,000원/71,100원
평균거래대금	248.3억원
주요주주(%)	
게임빌 외 4 인	29.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.9	31.5	56.2
상대주가	6.1	4.4	8.1

주가그래프



컴투스 078340

지금도 비싸지 않다

- ✓ 4Q20 실적, 예상치 부합 전망. 외형은 18.2% YoY 증가하나 영업이익은 연말 상여 및 OOTP 연결 인식의 영향 등으로 6.1% YoY 성장에 그칠 전망
- ✓ '서머너즈워: 백년전쟁'은 1월말 대만 게임쇼에서 공개되며 사전예약 개시. 2분기 '크로니클' 출시도 예정대로 진행될 것
- ✓ 동사의 3개월 추가상승률 51%에 달하나 21E PER 15.7배로 게임업종 평균 24.7배 대비로는 36% 저평가. 적정주가 22만원 상향. 21E Target PER 20.7배 수준

4Q20 실적, 예상치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,433억원(+18.2% YoY), 342억원(+6.1% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,407억원, 영업이익 329억원)에 대체로 부합한다. 해외 매출액은 1,150억원(+21.7% YoY)으로 11월 SWC파이널, 12월 크리스마스 패키지 등의 연말 효과로 양호했다. 국내 매출액은 283억원(+5.6% YoY)으로 20년 코로나로 야구시즌이 장기화되며 안정적으로 매출 유지되었다. 영업이익률은 23.9%(-2.7%p YoY)로 연말 상여 및 OOTP(독일 야구게임사) 인수로 인건비가 증가한다. 순이익은 228억원(+130.3% YoY)으로 무형자산 평가손실 및 외환환산 손실 등의 컨센서스 대비 하회한다.

'서머너즈워' 판호 발급 그 이후

20년 12월 '서머너즈워'는 한국게임으로서 4년만에 처음으로 중국 외자판호 획득에 성공하였으며 1) 현재 중국 애플 앱스토어의 판호가 미발급된 게임들이 퇴출되고 있는데 그 리스크가 제거되었고, 2) 중국 주요 안드로이드 마켓(텐센트 마이앱, 화웨이 앱마켓, 오포 소프트웨어 스토어 등)과 개별 접촉을 통해 '서머너즈워'를 커스터마이제이션하고 수수료 등의 계약을 맺는 과정이 진행 중이다. 21년 '서머너즈워'의 중국 안드로이드 마켓 정식 진출에 따른 매출 본격화 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 22만원으로 상향

컴투스는 지난 3개월간 51%의 추가상승률 시현했음에도 21E PER 15.7배로 게임업종 평균 PER 24.7배 대비 36% 저평가된 수준이다. 21년 1월 대만 게임쇼에서 '서머너즈워: 백년전쟁' 공개되며 사전예약 개시, 1분기 출시되며 단일게임 사로서 받아온 밸류에이션 할인율 역시 축소되어야 한다.

(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	517.4	122.2	103.2	8,020	-8.7	77,913	17.3	1.8	8.3	10.7	8.1
2021E	747.8	199.5	138.1	10,735	35.2	87,098	15.7	1.9	6.9	13.0	7.4
2022E	843.7	241.6	168.7	13,112	22.8	98,617	12.9	1.7	5.4	14.1	6.7

표37 컴투스 4Q20 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	143.3	121.3	18.2%	128.2	11.7%	140.7	1.8%
국내 모바일	28.3	26.8	5.6%	25.5	11.0%	-	-
해외 모바일	115.0	94.5	21.7%	102.7	11.9%	-	-
영업이익	34.2	32.2	6.1%	26.4	29.6%	32.9	4.0%
세전이익	29.8	23.8	25.2%	25.0	34.5%	-	-
지배순이익	22.8	9.9	130.3%	19.2	33.3%	28.5	-20.1%
영업이익률(%)	23.9%	26.5%	-2.7%p	20.6%	3.3%p	23.4%	0.5%p
순이익률(%)	15.9%	8.2%	7.7%p	15.0%	2.9%p	20.3%	-4.4%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표38 컴투스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	98.3	147.5	128.2	143.3	156.3	179.3	204.3	208.0	469.3	517.4	747.8
국내 모바일	23.8	27.3	25.5	28.3	31.7	33.9	36.0	37.8	96.6	104.9	139.3
해외 모바일	74.5	120.2	102.7	115.0	124.6	145.4	168.4	170.2	372.7	412.5	608.5
영업비용	74.7	109.5	101.9	109.2	119.1	131.2	146.7	151.4	343.3	395.2	548.4
마케팅비	8.2	21.1	21.5	22.0	24.0	25.8	27.6	29.4	61.6	72.8	106.8
인건비	16.4	20.3	18.4	20.0	18.0	19.0	21.0	20.0	65.1	75.1	78.0
지급수수료	37.2	53.5	45.9	51.3	56.2	64.5	73.5	74.8	170.7	187.9	268.9
로열티	3.7	4.2	5.6	5.5	2.7	2.7	2.7	2.7	14.0	19.0	10.8
기타	9.2	10.3	10.5	10.3	18.2	19.3	21.9	24.5	31.8	40.3	83.8
영업이익	23.6	38.0	26.4	34.2	37.2	48.0	57.6	56.6	126.0	122.2	199.5
세전이익	40.7	41.1	25.0	29.8	32.7	43.4	52.8	51.6	148.0	136.5	180.5
지배순이익	30.0	31.2	19.2	22.8	25.2	33.2	40.3	39.4	111.8	103.2	138.1

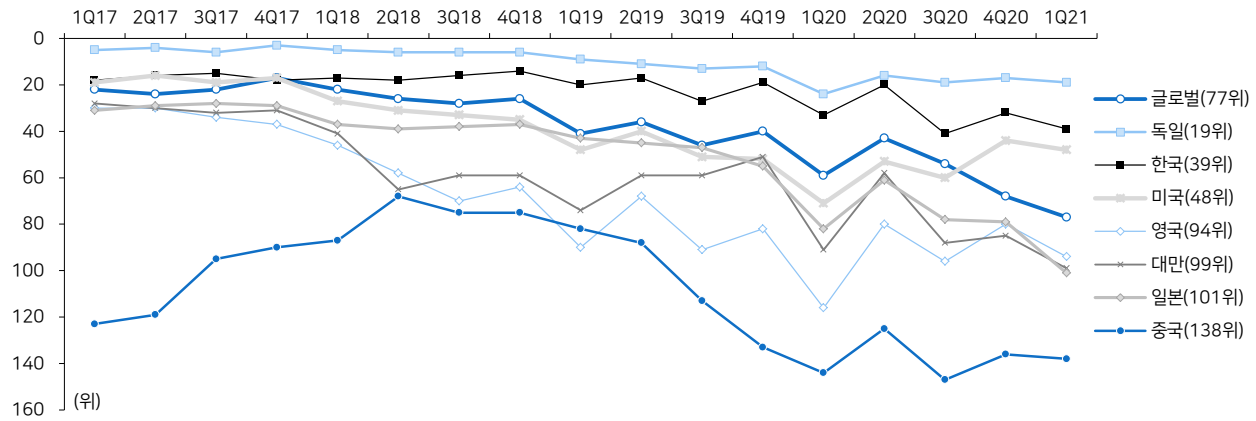
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표39 2021년 컴투스 신규 게임 라인업

게임명	장르	개발사	시기	국가	특징
서머너즈워: 백년전쟁	RTS	자체개발	21년 2월	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 (노바코스)	2021	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 퍼즐, 전략시뮬레이션, 방치형 요소 등 다양한 장르가 결합된 게임 ▪ 20년 1월 미국 스카이라운드와 전략적 투자 및 사업 제휴 계약 체결

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

그림63 '서머너즈워' 주요 국가별 분기 매출 순위



주: 2021.1.14 구글플레이&iOS 게임 매출순위 기준. 중국은 iOS 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림64 '서머너즈워: 백년전쟁' 홈페이지 오픈



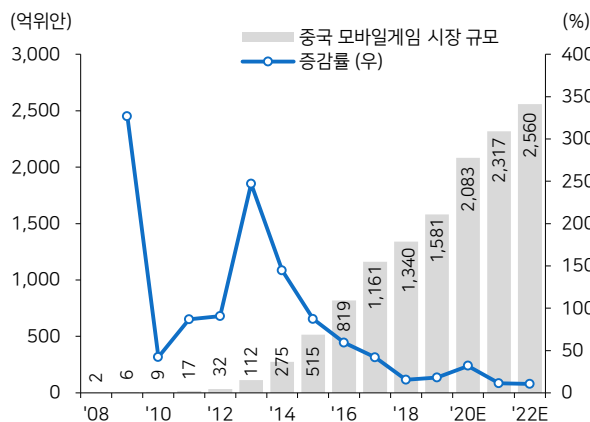
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표40 '서머너즈워: 백년전쟁' CBT Review

구분	내용
그래픽	<ul style="list-style-type: none"> 최소 기기 사양은 갤럭시 S6 저사양 게임 많은 유저 포용 가능하나 다소 아쉬운 그래픽 퀄리티
유저 플레이	<ul style="list-style-type: none"> 생각보다 기대 이상의 재미 전략과 컨트롤에 자신있다면 재미있음 싱글 아닌 대전에 포커스 맞추어 게임 몰입도 높음
게임 시스템	<ul style="list-style-type: none"> 실시간 전략 PvP를 통해 서머너즈워 백년전쟁 색깔 살림 기존의 모바일 턴제 RPG 게임과 달리 턱을 만들고 카드 배틀의 색채 강화
보완 사항	<ul style="list-style-type: none"> 카운터의 의존도가 너무 높고 캐릭터 밸런싱 필요 자동전투를 선호하거나 실시간 전투에 약한 유저들은 호불호 갈릴 수 있음

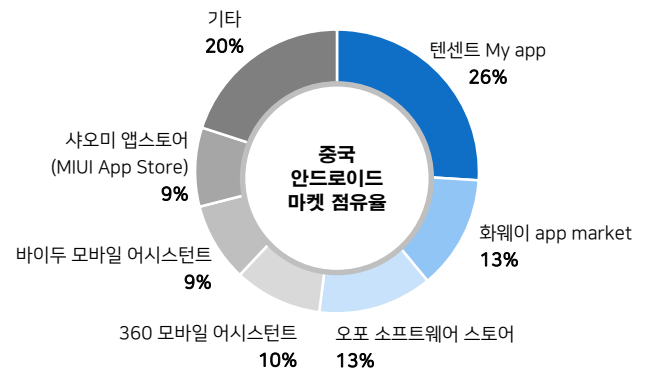
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

그림65 중국 모바일 게임 시장 규모



자료: 중국음수협게임공단, Analysys(易观), 메리츠증권 리서치센터

그림66 중국 안드로이드 마켓 점유율



자료: Statcounter, 메리츠증권 리서치센터

표41 Valuation – 적정주가 22만원으로 상향

	단위	2021E
매출액	(십억원)	747.8
순이익률	(%)	18.1%
순이익	(십억원)	135.4
EPS (a)	(원)	10,735
3yrs EPS CAGR	(%)	22.5%
Target PEG	(배)	0.9
Target PER (b)	(배)	20.7
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	220,000
적정 시가총액	(십억원)	2,806.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표42 컴투스 실적 추정치 조정 내역

(십억원)		2020E	2021E	2022E
매출액	수정후	517.4	747.8	843.7
	수정전	526.6	668.0	753.4
	% diff	-1.8%	12.0%	12.0%
영업이익	수정후	122.2	199.5	241.6
	수정전	120.8	171.9	206.4
	% diff	1.2%	16.0%	17.1%
순이익	수정후	100.1	135.4	166.3
	수정전	106.5	142.9	168.8
	% diff	-6.0%	-5.3%	-1.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	481.8	469.3	517.4	747.8	843.7
매출액증가율 (%)	-5.2	-2.6	10.2	44.5	12.8
매출원가	58.9	68.9	85.0	125.5	141.6
매출총이익	422.9	400.4	432.4	622.4	702.1
판매관리비	276.3	274.5	310.2	422.9	460.5
영업이익	146.6	126.0	122.2	199.5	241.6
영업이익률	30.4	26.8	23.6	26.7	28.6
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	136.5	180.5	221.7
법인세비용	41.2	38.4	36.4	45.1	55.4
당기순이익	129.7	109.6	100.1	135.4	166.3
지배주주지분 순이익	129.6	111.8	103.2	138.1	168.7

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	22.4	30.7	54.4
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	1,087.2	1,203.5	1,349.6
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	849.6	1,010.2	1,155.9
비지배주주지분	0.5	5.8	3.6	0.1	-3.6
자본총계	844.5	925.4	1,006.1	1,120.7	1,265.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	128.6	129.8	107.3	143.6	174.8
당기순이익(손실)	129.7	109.6	100.1	135.4	166.3
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	-13.3	8.3	23.7
기초현금	25.8	32.8	35.7	22.4	30.7
기말현금	32.8	35.7	22.4	30.7	54.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,443	36,474	40,210	58,124	65,572
EPS(지배주주)	10,075	8,693	8,020	10,735	13,112
CFPS	11,470	11,001	10,434	13,349	15,698
EBITDAPS	11,601	10,313	10,145	15,959	19,087
BPS	65,600	71,478	77,913	87,098	98,617
DPS	1,400	1,400	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.1	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.8	12.4	17.3	15.7	12.9
PCR	11.2	9.8	13.3	12.7	10.8
PSR	3.4	2.9	3.4	2.9	2.6
PBR	2.0	1.5	1.8	1.9	1.7
EBITDA	149.3	132.7	130.5	205.3	245.6
EV/EBITDA	6.5	5.3	8.3	6.9	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	12.7	10.7	13.0	14.1
EBITDA 이익률	31.0	28.3	25.2	27.5	29.1
부채비율	7.7	8.6	8.1	7.4	6.7
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	6,125.8	439.3	280.7	376.1	446.0
매출채권회전율(x)	7.6	9.2	9.8	12.9	14.3
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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.11	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-26.2	-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	-27.1	-21.4	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-	-	

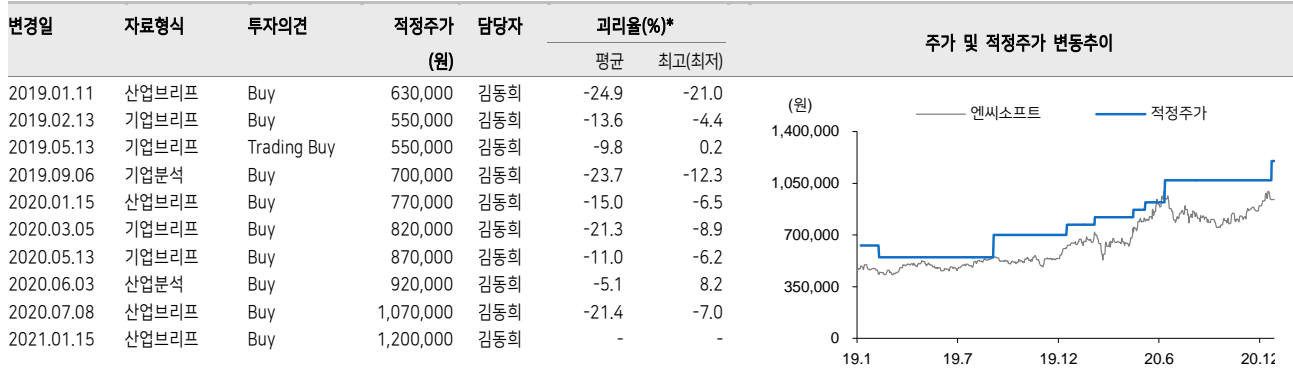
카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

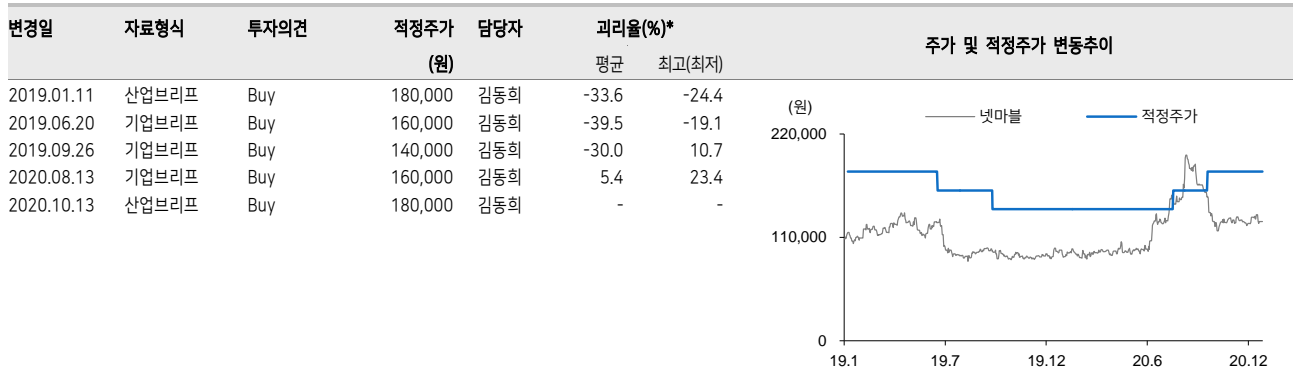
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-44.5	-43.1	
2019.02.15	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-30.2	-16.3	
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-22.4	-11.2	
2019.11.07	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-14.2	-7.2	
2020.01.15	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.7	-10.5	
2020.02.14	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	-20.7	-15.2	
2020.11.06	기업브리프	Buy	500,000	김동희	-23.9	-8.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	570,000	김동희	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

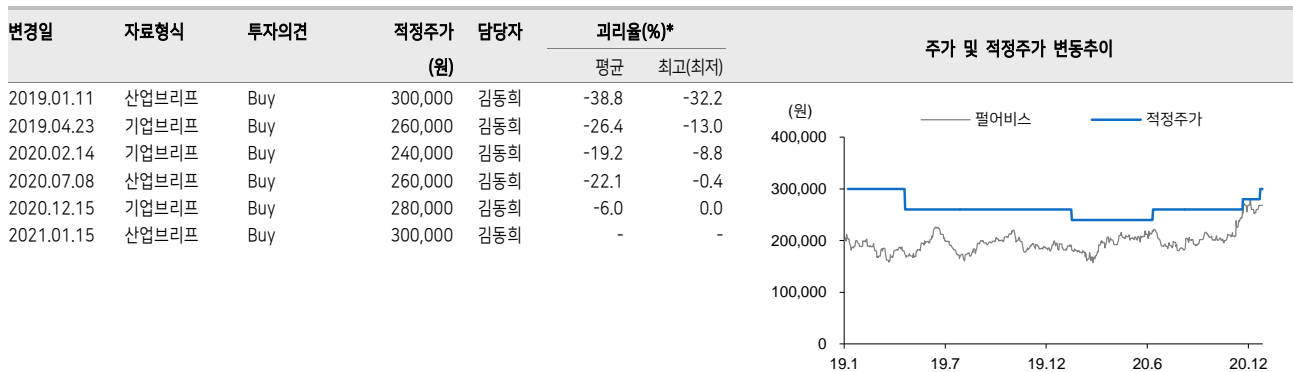
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

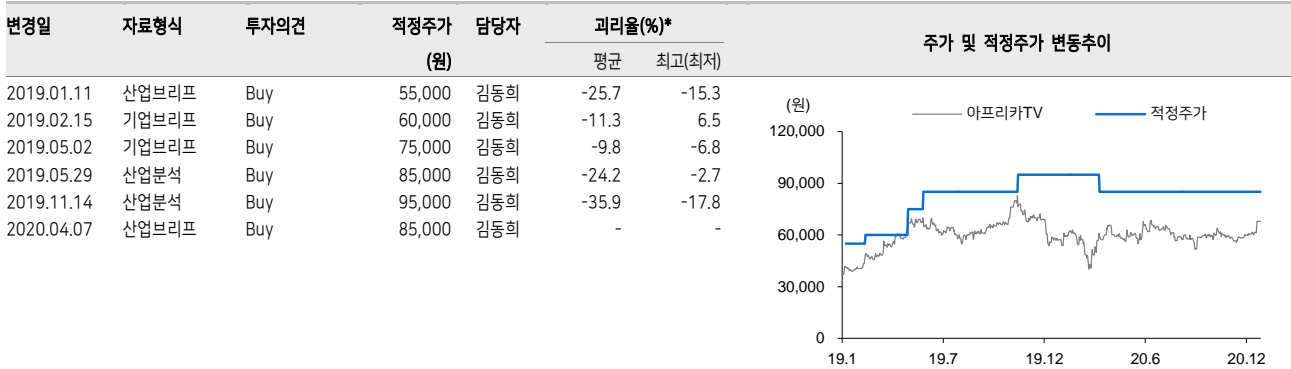
**펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



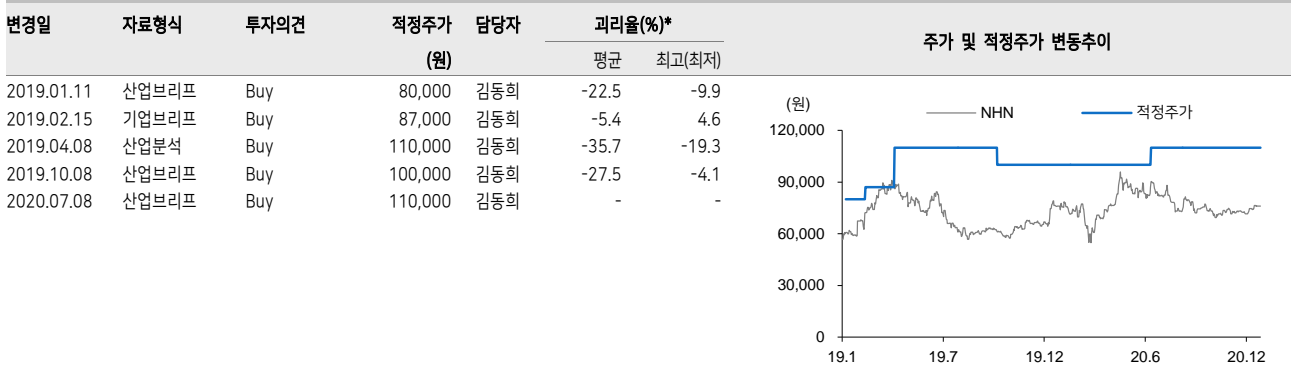
아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 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

