

2021년 하반기 산업전망

Focused on Historical Valuation

인터넷/게임(Internet/Game)

Analyst 이민아 mina.lee@daishin.com

Research Center



인터넷/게임(Internet/Game)

Analyst 이민아 mina.lee@daishin.com

- 인터넷 업황은 현재가 peak, 앞으로도 더 좋아질 것으로 예상
- 광고 시장 안정적 성장, 이커머스 시장 고성장 지속 전망
- 펀테크, 웹툰 등 신규 성장 동력 장착
- 네이버, 카카오의 밸류에이션은 최근 들어 부담 완화 중
- 게임 업황은 2017년 peak 시점 지나 현재는 이익 정체 중
- 밸류에이션은 업체별로 상이. 향후 출시할 신작 흥행 여부가 중요

I. 주요 인터넷/게임 업체 historical valuation

인터넷 업황은 현재가 peak, 앞으로도 더 좋아질 것으로 예상

네이버, 카카오 실적 꾸준한 성장

국내 대표 인터넷 업체인 네이버, 카카오의 매출은 지난 10년간 꾸준한 성장세를 이어왔다. 스마트폰의 보급으로 캐시카우인 광고 사업이 모바일에서 가파른 성장을 기록했고, 이커머스와 디지털 콘텐츠 등 주요 사업 역시 온라인 침투율이 꾸준히 높아지며 성장해 왔기 때문이다.

신규 사업도 실적 기여 본격화

최근에는 신규 사업도 실적에 기여 중이다. 소위 '페이' 서비스로 불리는 간편결제 서비스가 결제, 송금 기능에서 나아가 다양한 금융 상품을 중개하고 추천하는 서비스로 비즈니스 모델을 확장 중이고, 이외에도 모빌리티, 클라우드, 해외 사업 등의 신규 사업 수익화도 본격적으로 진행되고 있다.

회계적 이슈를 제외하면 네이버와 카카오 매출은 감소 사례 없음

네이버의 경우 게임 사업(구 한게임)이 분할되었던 2012년(2013년 분할, 2012년 소급 적용)과 일본 자회사 라인이 연결에서 제외된 2019년(3Q20 연결 제외, 1Q19~3Q20 소급 적용) 일시적으로 매출 감소가 나타났다. 그러나 이는 회계적 내용으로, 2011년 이래 매출은 예외 없이 매년 성장이 이어졌다. 카카오도 마찬가지다.

영업이익은 비용 지출에 따라 등락 반복

반면 영업이익은 등락이 반복됐다. 네이버의 경우 자회사 라인의 적자가 확대됐던 2018년 영업이익이 전년대비 20% 감소했다. 카카오의 영업이익 등락은 더욱 크게 반복됐다. 카카오톡 가입자 확보를 위해 대규모 마케팅비를 지출했던 2015년 영업이익이 전년대비 49% 감소했으며, 카카오페이, 카카오재팬 등 주요 자회사 적자가 확대됐던 2017년 영업이익은 전년대비 56% 급감하기도 했다.

**최근 영업이익은
안정적인 성장 중**

최근에는 네이버, 카카오 모두 안정적인 영업이익 성장을 기록 중이다. 네이버의 경우 적자가 커던 라인이 연결 실적에서 제외됐고, 광고, 커머스 등 캐시카우 사업의 안정적인 성장으로 2020년 영업이익은 1.2조원까지 성장했다. 2021년에도 광고, 커머스의 성장이 이어지는 가운데 페이, 웹툰 등 신사업 매출이 본격적으로 발생하면서 영업이익은 1.5조원까지 개선될 것으로 기대된다.

**카카오 영업이익,
유례 없는 성장 중**

카카오의 영업이익은 최근 들어 유례 없는 큰 폭의 성장을 기록 중이다. 톡보드 광고, 선물하기 등 카카오 본사의 성장이 지속되는 가운데 페이, 모빌리티, 유료 콘텐츠 등 주요 신사업 수익화가 본격적으로 진행되면서 자회사 영업적자가 큰 폭으로 축소되고 있기 때문이다. 특히 자회사들의 경우 2021년부터 본격적으로 이익 구간에 진입하면서 전사 이익 성장에 기여할 것으로 전망된다. 카카오의 영업이익은 2020년 4,560억원으로 전년대비 117% 성장했으며, 2021년 영업이익 역시 8,045억원으로 전년대비 76% 성장할 전망이다.

Earnings–인터넷

(단위: 십억원, 배)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
035420 NAVER	매출액	2,121	1,799	2,312	2,758	3,254	4,023	4,678	5,587	4,356	5,304	6,590	8,048
	영업이익	660	521	524	758	830	1,102	1,179	943	1,155	1,215	1,487	1,866
	순이익	452	544	1,895	452	517	759	770	628	397	845	1,502	1,959
	자본총계	1,578	1,904	1,475	1,797	2,270	4,130	5,305	5,949	6,504	8,255	9,686	12,278
	시가총액	10,155	10,925	23,865	23,469	21,689	25,546	28,678	20,107	30,738	48,047	62,913	62,913
	PER	22.6	20.0	15.9	51.6	41.8	34.1	37.1	31.0	52.7	48.0	41.9	32.1
	PBR	5.9	5.2	14.7	11.7	9.0	6.2	5.4	3.4	4.7	5.9	6.5	5.1
035720 카카오	PSR	4.8	6.1	13.1	8.5	6.7	6.4	6.1	3.6	7.1	9.1	9.5	7.8
	매출액	421	453	211	499	932	1,464	1,972	2,417	3,070	4,157	5,590	6,806
	영업이익	117	102	66	176	89	116	165	73	207	456	805	1,140
	순이익	108	77	61	150	79	65	125	16	-342	167	614	872
	자본총계	456	520	177	2,463	2,585	3,703	4,463	5,627	5,740	7,414	6,480	7,310
	시가총액	1,614	1,230	1,139	7,132	6,959	5,206	9,303	8,589	13,234	34,446	43,930	43,930
	PER	14.9	16.1	18.5	20.2	91.2	88.2	85.5	168.0	n.a.	228.1	71.6	50.4
합산	PBR	3.5	2.4	6.3	2.9	2.7	1.5	2.3	1.6	2.4	4.6	6.8	6.0
	PSR	3.8	2.7	5.4	6.1	7.4	3.5	4.7	3.3	4.2	8.2	7.9	6.5
	매출액	2,543	2,252	2,523	3,257	4,186	5,487	6,651	8,004	7,426	9,461	12,179	14,854
	영업이익	777	623	590	935	919	1,218	1,345	1,015	1,362	1,671	2,291	3,006
	순이익	560	621	1,957	602	596	825	895	644	55	1,012	2,115	2,831
	자본총계	2,034	2,424	1,653	4,261	4,855	7,833	9,768	11,576	12,244	15,669	16,166	19,588
	시가총액	11,769	12,155	25,004	30,601	28,649	30,752	37,981	28,696	43,972	82,493	106,843	106,843
	PER	21.0	19.6	12.8	50.9	48.1	37.3	42.4	44.6	n.a.	81.5	50.5	37.7
	PBR	5.8	5.0	15.1	7.2	5.9	3.9	3.9	2.5	3.6	5.3	6.6	5.5
	PSR	4.6	5.4	9.9	9.4	6.8	5.6	5.7	3.6	5.9	8.7	8.8	7.2

자료: Quantwise, 대신증권 Research center

모바일 게임 시장 성장이 지난 10년간 게임주 실적을 견인
엔씨소프트, 넷마블 모바일 MMORPG가 실적 견인

게임 업종의 경우 업체별로 실적 등락에 차이가 있지만, 2010년대 초부터 개화한 모바일 게임 시장 성장을 기반으로 지난 10년간 큰 폭의 실적 성장을 이어왔다. 엔씨소프트의 경우 2017년 출시한 ‘리니지M’이 대규모 흥행에 성공하며 실적 역시 대폭 성장했고 2019년 말 출시한 ‘리니지2M’의 흥행으로 2020년 실적은 다시 한 번 계단식으로 성장했다. 넷마블은 모바일 게임 시장 성장 초기 ‘세븐나이츠’, ‘모두의 마블’ 등을 연이어 흥행시키며 매출이 성장했다. 2016년 말에는 모바일 MMORPG ‘리니지2 레볼루션’의 흥행에 성공하며 실적은 또 한번 큰 폭 성장했으나 최근에는 신작 흥행 성과 부진으로 영업이익은 2천억원대에 머물러 있는 모습이다.

펄어비스와 컴투스, 최근 이익 정체 상태

2017년 상장한 펄어비스는 ‘검은사막’ IP의 모바일, 콘솔 등 플랫폼 확장으로 실적 성장을 이어왔다. 그러나 최근에는 글로벌 전 지역에서 모든 플랫폼에 ‘검은사막’ 출시가 완료되어 영업이익은 정체 상태다. 컴투스 역시 ‘서머너즈워’의 글로벌 흥행으로 2014~2015년 실적 개선세가 두드러졌으나, 최근 출시한 신작들의 흥행은 크게 성공하지 못하며 매출은 정체, 마케팅비 등 비용 증가로 영업이익은 과거 대비 낮아진 수준을 유지하고 있다.

인터넷 업종, 현재가 실적과 업황 peak. 게임 업종, peak를 지나 매출과 이익 성장 정체

종합하여 인터넷 업종은 과거 10년래 현재가 실적과 업황 모두 peak이며, 향후에도 더 좋아질 여지가 충분히 남아있다고 판단한다. 반면 게임 업종의 경우 모바일 게임 시장이 개화하던 시기에 실적 성장이 두드러졌으며, 모바일 MMORPG가 흥행하던 시기가 업황 peak, 실적도 peak였다고 판단한다. 현재는 peak 시점을 지나 매출과 이익 모두 성장이 정체된 상태다.

Earnings-게임

(단위: 십억원, 배)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
036570 엔씨 소프트	매출액	609	754	757	839	838	984	1,759	1,715	1,701	2,416	2,711
	영업이익	136	151	205	278	237	329	585	615	479	825	1,051
	순이익	118	154	159	228	166	271	444	421	359	587	809
	자본총계	868	1,021	1,159	1,376	1,789	1,896	2,729	2,379	2,512	3,145	3,637
	시가총액	6,718	3,296	5,446	3,991	4,671	5,427	9,818	10,235	11,877	20,439	20,659
	PER	55.6	21.1	34.3	17.4	28.2	19.9	22.3	24.5	33.2	34.8	25.5
	PBR	7.1	3.0	4.3	2.7	2.6	2.8	3.5	4.1	4.5	6.5	5.7
251270 넷마블	PSR	11.0	4.4	7.2	4.8	5.6	5.5	5.6	6.0	7.0	8.5	7.6
	매출액	8	67	133	362	1,073	1,500	2,425	2,021	2,179	2,485	2,708
	영업이익	-2	-11	18	89	225	295	510	242	203	272	376
	순이익	-2	-21	-7	42	169	209	361	215	170	339	350
	자본총계	64	84	75	613	1,181	1,310	4,465	4,552	4,648	5,257	5,853
	시가총액						16,027	9,507	7,923	11,289	10,607	10,607
	PER						48.4	50.1	50.7	36.0	30.3	23.9
	PBR						3.7	2.1	1.7	1.7	1.8	1.6
	PSR						6.2	4.7	3.6	4.5	3.9	3.4

자료: Quantwise, 대신증권 Research center

Earnings-게임(계속)

(단위: 십억원, 배)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
	매출액				22	34	52	405	536	489	473	676
	영업이익				12	28	22	168	151	157	138	276
	순이익				11	24	15	146	158	99	104	214
263750	자본총계				3	22	275	408	589	646	749	964
펄어비스	시가총액						2,988	2,691	2,412	3,405	3,969	3,969
	PER						191.5	17.9	15.3	34.3	38.3	18.5
	PBR						10.1	6.1	3.8	3.8	5.3	4.1
	PSR						53.8	6.5	4.5	7.0	8.4	5.9
	매출액	36	77	81	235	434	513	508	482	469	509	659
	영업이익	3	16	8	101	166	192	195	147	126	113	182
	순이익	4	20	19	79	126	152	142	130	110	75	150
078340	자본총계	70	91	108	211	509	635	761	845	925	982	1,109
컴투스	시가총액	222	489	254	1,367	1,525	1,122	1,751	1,660	1,383	2,050	1,918
	PER	53.5	23.9	13.0	17.2	11.2	7.4	12.3	12.8	12.4	25.9	12.8
	PBR	3.0	5.2	2.3	6.3	3.0	1.7	2.2	1.9	1.4	2.1	1.7
	PSR	6.1	6.4	3.1	5.8	3.3	2.2	3.5	3.5	3.0	4.0	2.9
	매출액	653	898	971	1,436	2,366	3,030	4,744	4,623	4,885	5,899	6,551
	영업이익	137	156	231	468	640	844	1,311	1,171	958	1,367	1,747
	순이익	120	153	171	349	472	657	962	913	796	1,100	1,412
합산	자본총계	1,003	1,196	1,341	2,199	3,482	3,862	8,231	8,183	8,675	10,030	11,348
	시가총액	6,940	3,785	5,700	5,358	6,196	6,549	30,584	24,092	23,595	37,182	37,153
	PER	58.1	24.7	33.2	15.4	13.1	10.0	31.8	26.4	29.6	33.8	26.3
	PBR	6.9	3.2	4.2	2.4	1.8	1.7	3.7	2.9	2.7	3.7	3.3
	PSR	10.6	4.2	5.9	3.7	2.6	2.2	6.4	5.2	4.8	6.3	5.7

자료: Quantwise, 대신증권 Research center

업체별 밸류에이션은 차이. 카카오의 밸류에이션 매력도가 가장 높음

네이버, 과거 대비
이익 성장률과
밸류에이션 동반 상승

네이버 실적이 가장 크게 성장했던 시기는 2016년으로, 2016년 네이버의 EPS는 전년대비 47% 성장했다. 당시 네이버의 PER은 34배였다. 2020년, 2021년 네이버의 EPS 성장률은 각각 113%, 78%이고 PER은 각각 48배, 41.9배에 해당한다. 과거 대비 PER 배수는 높아졌지만 이익 성장이 더욱 가파르게 나타나고 있는 점을 고려하면 정당한 밸류에이션 상승이라고 판단한다.

카카오는 현재가 업황
peak, 밸류에이션은
과거 대비 높지 않음

카카오의 경우, 2017년 EPS가 전년대비 91% 성장하며 지난 10년래 가장 강한 성장을 기록했다. 당시 2017년 카카오의 PER은 85.5배에 달했는데, EPS 성장률은 높았지만 대부분의 신사업이 적자 상태로 이익 규모가 크지 않았기 때문이다. 2020년 카카오의 순이익은 일회성 영업권 상각비 발생으로 전년대비 큰 폭의 감소를 기록했다. 그러나 카카오의 영업이익은 2019년을 기점으로 빠르게 개선되기 시작해 2018년 730억원에서 2020년 4,560억원으로 6배 이상 증가했으며, 영업이익 성장률 역시 2020년 121%, 2021년 76%로 높은 수준이 유지되고 있다. 반면 2021년 기준 PER은 71.6배로 과거 대비 높지 않은 레벨이다.

엔씨소프트, 과거
대비 밸류에이션
매력은 떨어짐

엔씨소프트의 업황 peak 시점은 모바일 MMORPG가 흥행했던 2016~2017년이었다. 당시 EPS 성장률은 각각 63%, 64%를 기록했고 PER은 19.9배, 22.3배에 형성되었다. 2020년 EPS 성장률은 63%로 과거 peak 시점과 유사한 반면 PER은 34.8배로 다소 높아져 있는 상황이다.

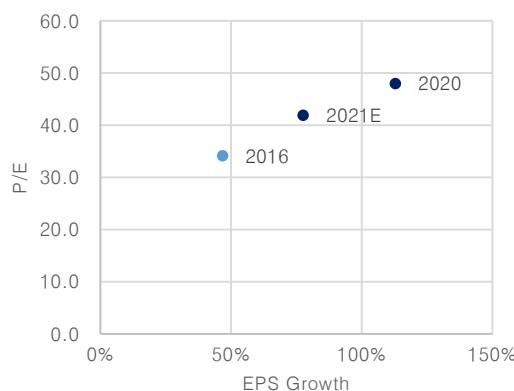
넷마블, 과거 대비
밸류에이션 매력 높음

넷마블 역시 ‘리니지2 레볼루션’이 흥행했던 2017년이 peak 시기였다. 넷마블의 2017년 EPS 성장률은 72%, PER은 48.4배 수준이었다. 2020년 넷마블의 EPS 성장률은 99%를 기록해 과거 peak 시점 대비 성장이 가속화된 반면 PER은 36배로 peak 시점 대비 낮아져 밸류에이션 매력도가 높아졌다고 판단한다.

업황도 좋고
밸류에이션 매력도
높아진 카카오가
Top-pick

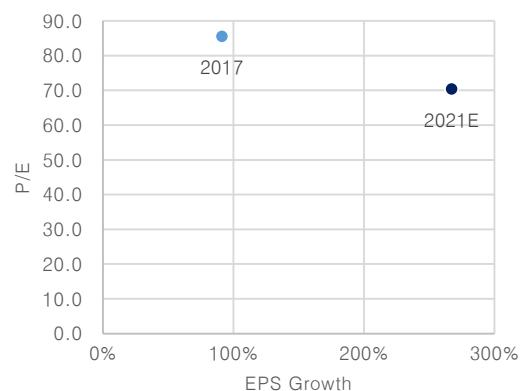
결론적으로 업황도 좋고 밸류에이션 매력도도 높아진 카카오를 업종 Top-pick으로 추천 한다. 네이버, 카카오의 경우 현재가 업황 peak인 점은 동일하다. 네이버의 PER은 과거 대비 높은 수준에 형성되어 있으나 이익 성장 역시 높아진 점을 고려하면 정당하다고 판단한다. 카카오는 이익 성장은 더욱 가팔라진 반면 PER은 과거 대비 낮아져 있어 밸류에이션 매력도가 높다. 엔씨소프트는 이익 성장률은 낮아진 반면 밸류에이션은 과거 대비 높아 매력도는 떨어진다. 넷마블은 이익 성장률도 개선되었고, 밸류에이션도 낮아져 과거 대비 밸류에이션 매력도는 높아졌으나 업종 peer 대비로는 여전히 높은 수준이다.

그림 1. NAVER peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



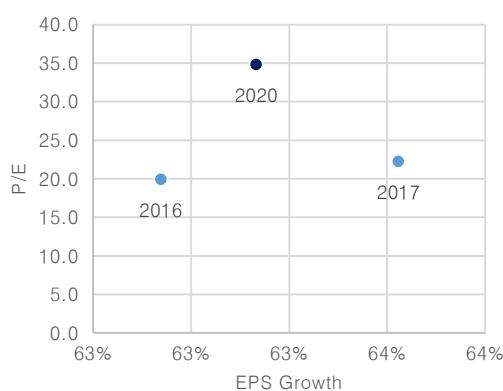
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 2. 카카오 peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



주: 2020년 대규모 영업권 상각 비용 발생. 이에 2021년을 현재 시점으로 비교
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 3. 엔씨소프트 peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 4. 넷마블 peak 시점 vs. 현재 밸류에이션



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

II. 인터넷, 현재가 업황 peak

캐시카우인 광고, 신규 광고 상품 출시로 안정적 성장 전망

디지털 광고 시장, 향후 10% 내외 안정적 성장 전망

인터넷 업체들의 캐시카우는 검색 광고와 디스플레이 광고, 성과형 광고 등으로 구성된 디지털 광고 매출이다. 2020년 국내 전체 광고 시장은 12조원, 이 중 디지털 광고 시장은 5.7조원으로 디지털 광고의 침투율은 48% 수준인 것으로 파악된다. 성장 초기 대비 디지털 광고 시장의 성장은 둔화됐지만, 아직 침투율이 48%인 점을 고려하면 여전히 성장 여력은 남아있다고 판단된다. 2021년 국내 디지털 광고 시장은 6.2조원 규모로 전년 대비 9% 증가할 것으로 전망되며, 향후 10% 내외의 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

네이버 점유율 낮아졌으나 신규 광고 상품 '스마트 채널'이 점유율 하락 방어 전망

2020년 국내 디지털 광고 시장 내 네이버, 카카오의 점유율은 각각 49%, 17% 수준이었다. 네이버의 경우, PC 온라인 광고가 디지털 광고의 주 매체였던 시기에 점유율 60% 이상을 기록했으나 현재는 낮아진 수준이다. 모바일로 디지털 광고 환경이 변화하면서 유튜브, 페이스북 등 타 서비스로 점유율을 잃었기 때문인 것으로 분석된다. 그럼에도 불구하고, 광고 매출의 성장세는 꾸준히 이어졌다. 최근에는 성과형, 타겟팅 광고 상품인 '스마트 채널'을 출시하고 광고 시장 점유율 회복을 모색 중이다. 페이스북과 같은 타 모바일 광고 플랫폼이 정교한 타겟팅 기능으로 광고주들의 예산을 끌어모은 만큼 '스마트 채널'이 향후 네이버의 디지털 광고 시장 내 점유율 하락을 방어해줄 것으로 전망한다.

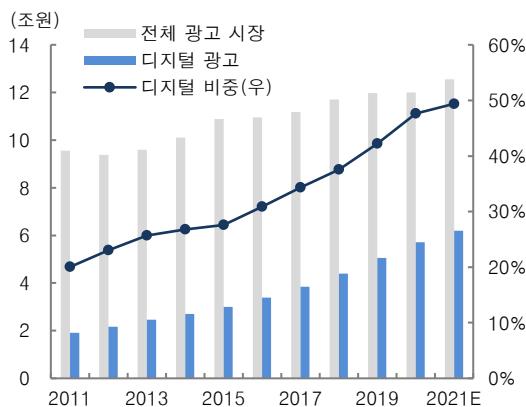
카카오 점유율은 낮아졌다가 최근 반등 추세

카카오의 디지털 광고 시장 내 점유율은 2010년대 초반 20% 내외에서 한 때 15% 수준으로 낮아졌으나, 최근에는 점유율이 다시 상승 중이다. 카카오 역시 기존 PC 온라인 광고 시장에서는 20% 내외의 점유율을 꾸준히 유지해 왔으나 모바일 광고 시장에서는 타 매체에 점유율을 잃은 것으로 추정된다.

톡보드 광고 출시로 카카오 광고 매출 증가 전망

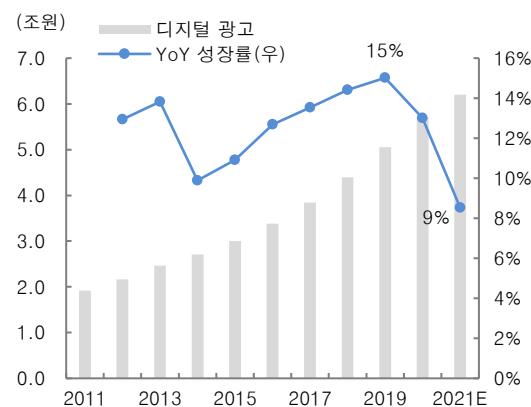
그러나 최근에는 카카오톡 내 '톡보드 광고'를 출시하고 점유율이 다시 상승 중이다. 톡보드 광고 역시 중소형, 성과형 광고주가 활용할 수 있는 타겟팅 광고 상품이자 국민 메신저 카카오톡의 대화창 목록 상단에 노출되어 매출이 빠르게 증가하고 있다. 2020년에는 '톡보드 광고'의 노출 지면을 카카오페이지, 다음 웹툰, 카카오톡 내 샵탭 등으로 확대했다. 지면 확대와 점진적인 광고 단가 상승으로 톡보드 광고의 매출 성장세는 지속될 것으로 전망되며, 이에 따른 카카오의 디지털 광고 시장 내 점유율 상승도 기대된다.

그림 5. 전체 광고 시장 내 디지털 광고 시장 비중 추이



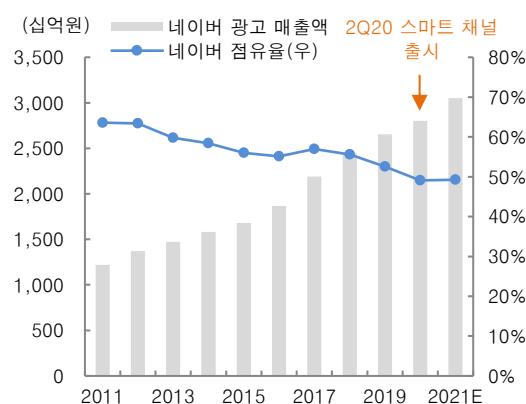
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 6. 디지털 광고 시장 규모 및 성장률 추이



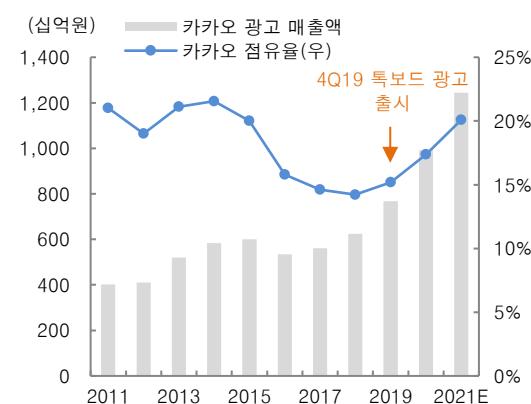
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 7. 네이버 광고 매출액 및 점유율 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 8. 카카오 광고 매출액 및 점유율 추이



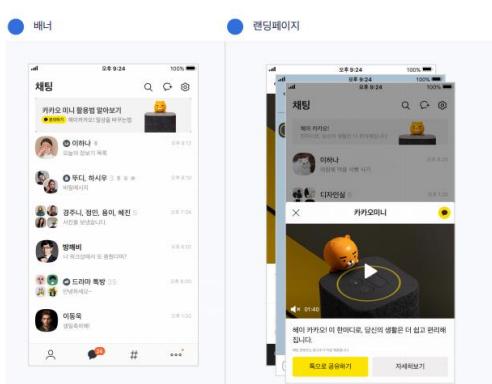
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 9. 네이버 신규 광고 상품 '스마트 채널'



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 10. 카카오 신규 광고 상품 '톡보드 광고'



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

이커머스, 시장 성장 여력과 점유율 확대 가능성 충분

코로나19 영향으로 이커머스 시장 성장 가속화

2020년 국내 이커머스 시장은 161조원 규모로 전년대비 20% 성장했다. 전년과 성장률은 유사한 수준으로 보이지만, 코로나19 영향으로 문화 및 레저, 여행 및 교통 서비스 등의 매출이 급감한 것을 고려하면 이외 품목 거래액 성장은 코로나19 발생 이전 대비 가속화 되었을 것으로 추정한다. 특히 2020년에는 음식 서비스와 음·식료품, 생활용품의 거래대금 성장이 두드러졌다.

이커머스 침투율 고려하면 추가 성장 여력 충분

2020년 말 국내 이커머스 시장의 전체 소매시장 침투율은 38% 수준이다. 전 세계에서 이커머스 침투율이 가장 높은 중국의 1, 2선 도시가 이커머스 침투율 89%, 2, 3선 도시가 침투율 62% 수준을 기록하고 있는 점을 고려하면 국내 이커머스 침투율 상승 여력은 충분한 것으로 판단한다.

네이버 쇼핑, 쿠팡 합산 점유율 아직 낮은 수준

한편 국내 이커머스 시장의 1, 2위 사업자인 네이버 쇼핑과 쿠팡의 점유율은 각각 17%, 14%, 합산 31%로 아직 낮은 편이다. 네이버 쇼핑 가격 비교 서비스를 통해 쿠팡으로 이어지는 중복 거래대금을 제외할 경우 합산 점유율은 30% 미만인 것으로 추정된다.

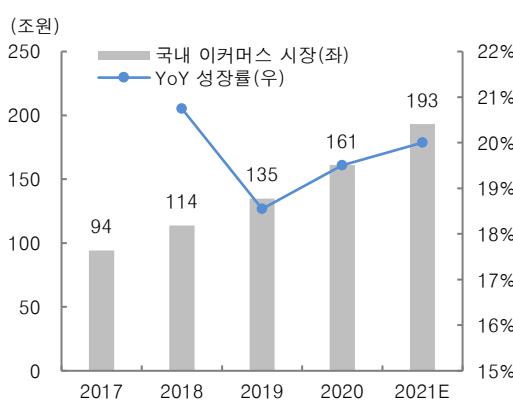
네이버 쇼핑과 쿠팡만이 점유율 확대 중

국내 이커머스 시장에서 점유율을 높여가고 있는 서비스는 네이버 쇼핑과 쿠팡, 카카오톡 선물하기 정도에 불과하다. G마켓, 11번가, 옥션, 위메프 등 오픈마켓 사업자와 소셜커머스 업체들은 점유율을 잊고 있는 것으로 추정된다.

네이버 쇼핑, 쿠팡의 동반 성장 지속 전망

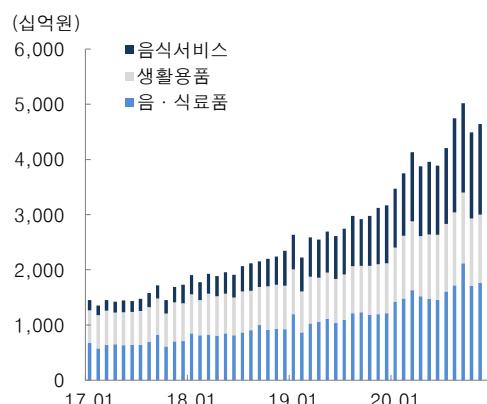
네이버 쇼핑은 최근 CJ대한통운, 신세계/이마트 등과 협업하여 다양한 배송 옵션을 판매자에게 제공하고, 판매자들이 활용할 수 있는 다양한 멀천트 솔루션을 제공하며 공격적으로 점유율 확대에 나서고 있다. 쿠팡 역시 뉴욕 시장 상장을 성공적으로 마치고, 그간 진행해 온 대규모 물류 투자를 더욱 더 강화해 나갈 것으로 전망된다. 이에 향후에도 국내 이커머스 시장 내 네이버 쇼핑과 쿠팡의 점유율 확대는 이어질 것으로 전망된다.

그림 11.연간 이커머스 시장 규모 추이 및 전망



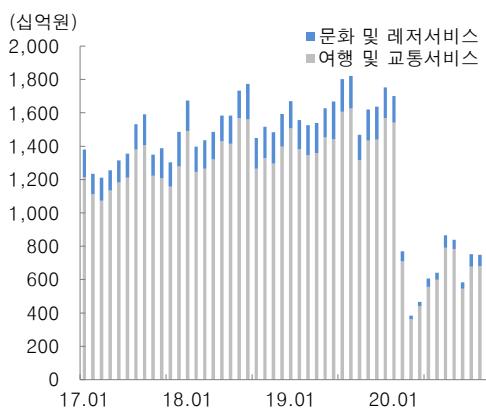
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 12.음식서비스, 생활용품, 음식료품 고성장세



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 13. 문화 및 레저, 여행 및 교통은 코로나 직격탄



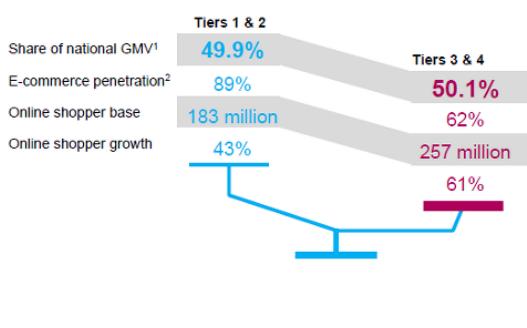
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 14. 2020년 말 이커머스 침투율 아직 38% 수준



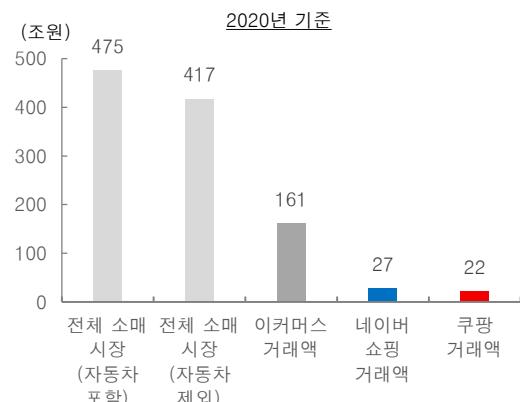
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 15. 중국의 이커머스 침투율



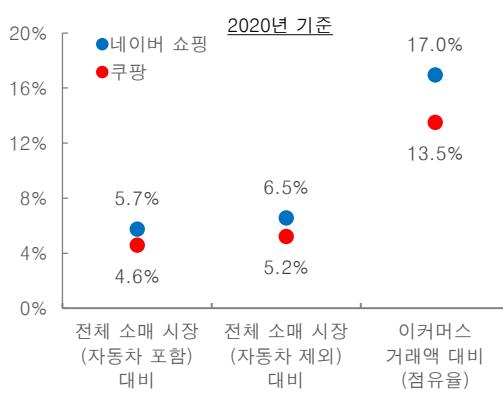
자료: McKinsey Consumer China 2018 Survey, 대신증권 Research Center

그림 16. 소매시장 내 네이버, 쿠팡 점유율 아직 미미



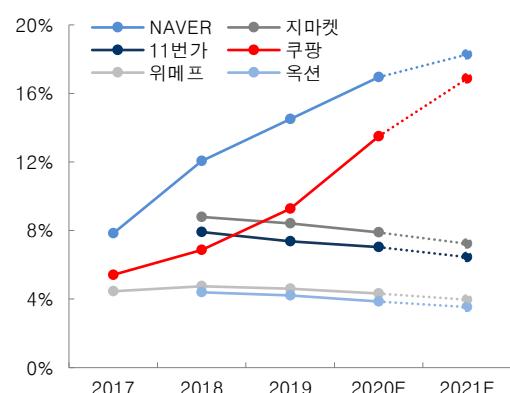
자료: 통계청, 네이버, 쿠팡, 대신증권 Research Center

그림 17. 소매시장 내 네이버, 쿠팡 점유율(2020년)



자료: 통계청, 네이버, 쿠팡, 대신증권 Research Center

그림 18. 주요 이커머스 사업자 점유율 추이 및 전망



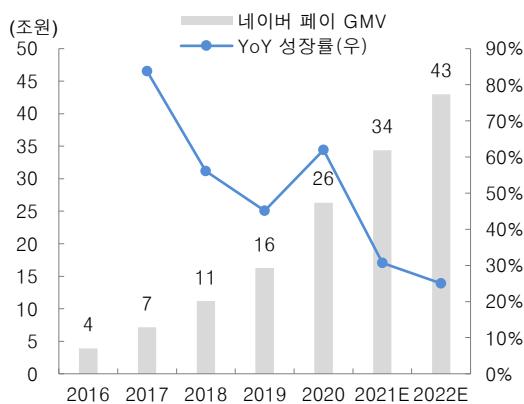
자료: 각 사, 언론 자료, 대신증권 Research Center

새로운 성장 동력으로 핀테크 급부상

네이버페이와 카카오페이 등 간편결제 거래대금 고성장 추세

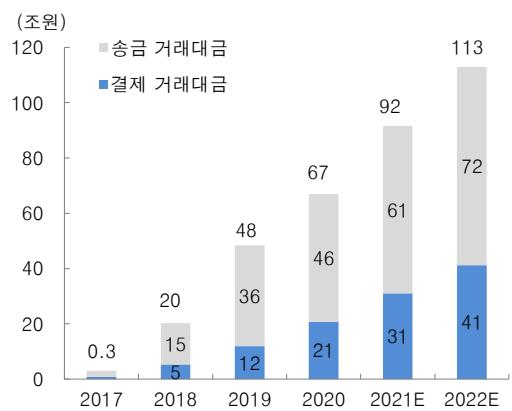
네이버페이와 카카오페이는 중장기적으로 네이버와 카카오에 새로운 수익원이 될 것으로 전망한다. 2020년 네이버페이의 거래대금은 26조원 규모로 전년대비 62% 성장했으며, 네이버 쇼핑 거래대금 성장과 함께 고성장 추세를 이어갈 전망이다. 2020년 카카오페이의 거래대금은 67조원으로 전년대비 40% 성장했다. 이 중 송금 거래대금은 46조원, 결제 거래대금은 21조원으로 결제 거래대금은 전년대비 75% 성장했다. 카카오톡 선물하기와 쇼핑하기, 카카오 T 택시/대리운전 등 자사 주요 서비스와 외부 가맹점 모두 거래대금 성장세가 이어지고 있으며, 주요 서비스 사용률이 점차 높아지고 있는 점을 고려하면 향후에도 카카오페이 결제 거래대금의 고성장세는 이어질 것으로 전망된다.

그림 19.네이버 페이 거래대금 추이 및 전망



자료: 네이버, 대신증권 Research Center

그림 20.카카오 페이 거래대금 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

핀테크 서비스는 최근 금융 서비스로 사업 영역 확장 중

네이버페이, 카카오페이, 페이코와 토스 등 핀테크 서비스는 최근 금융 서비스로 사업 영역을 확장 중이다. 카카오는 인터넷 전문은행 카카오뱅크를 비롯해 카카오페이 산하에 키카오페이증권(舊 바로투자증권) 출범을 완료했고 근시일 내 디지털 손보사도 설립할 계획이다. 네이버페이를 운영하는 네이버파이낸셜의 경우 미래에셋캐피탈과의 제휴를 통해 자사 스마트스토어 판매자들에게 사업자 대출 서비스를 제공하고 있다. 네이버 쇼핑을 통해 확보한 비금융 데이터로 '대안신용평가 시스템'을 개발하고 씽파일러(Thin Filer, 금융거래 정보가 거의 없는 사람) 사업자 대상 대출 실행을 확대하겠다는 계획이다.

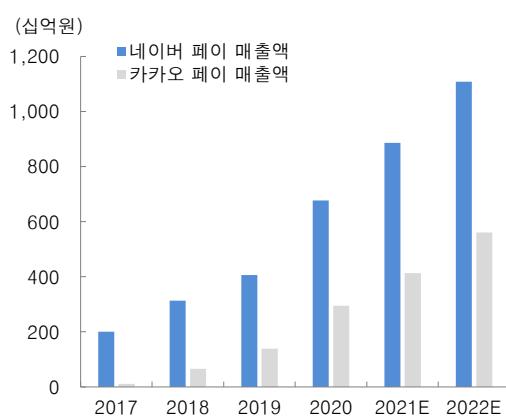
マイ데이터 사업으로 금융 시장 진출 더욱 본격화 전망

핀테크 서비스의 금융 시장 진출은 마이데이터 사업으로 본격화될 수 있다. 최근 네이버파이낸셜은 마이데이터 사업자 본인기를 받았고 카카오페이는 2대 주주인 앤트파이낸셜의 대주주 적격성 심사 문제로 본인가 보류 상태이나 장기적으로는 모든 핀테크 사업자들이 마이데이터 업체로 발전할 것으로 전망한다.

マイ데이터 사업은 네이버와 카카오의 새로운 성장 동력

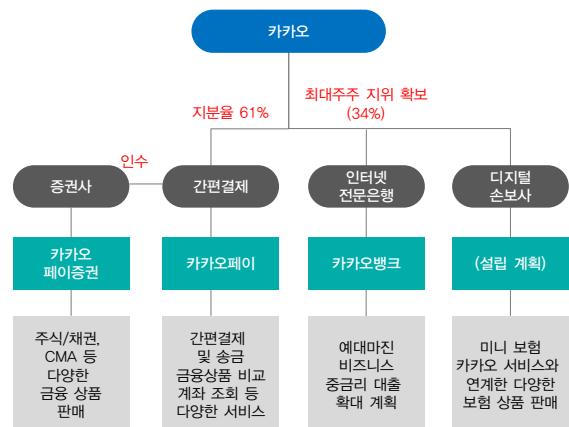
마이데이터 사업자는 여러 금융 회사에 흩어진 개인의 신용 정보를 통합해 분석하고 이를 기반으로 맞춤형 금융 상품을 추천·비교하거나 판매할 수 있는 사업자다. 궁극적으로는 은행, 증권사와 보험사 등 금융 회사의 판매 채널을 대체하는 플랫폼으로 발전할 수 있다. 이 과정에서 핀테크 업체들은 금융 회사들의 판매 수수료를 일부 가져올 수 있고, 장기적으로는 직접 금융 상품을 제조 및 판매하는 비즈니스 모델도 구축할 것으로 전망한다. 이는 네이버와 카카오의 새로운 성장 동력이자 수익 모델로 자리잡을 것이다.

그림 21. 네이버 페이, 카카오 페이 매출액 추이 및 전망



자료: 네이버, 카카오, 대신증권 Research Center

그림 22. 카카오 금융 계열사 현황



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 23. 네이버파이낸셜 스마트스토어 사업자 대출



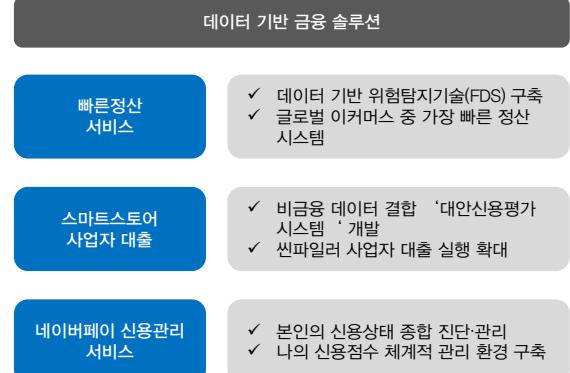
자료: 네이버, 대신증권 Research Center

그림 25. 마이데이터 도입 시 금융 산업의 변화



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

그림 24. 네이버파이낸셜의 '데이터 기반 금융 솔루션'



자료: 네이버, 대신증권 Research Center

그림 26. 마이데이터 사업자 인가 현황

업권	회사명
은행 (5개사)	국민은행, 농협은행, 신한은행, 우리은행, SC제일은행
여전 (6개사)	국민카드, 우리카드, 신한카드, 현대카드, BC 카드, 현대캐피탈
금융투자(1개사)	미래에셋대우
상호금융(1개사)	농협중앙회
저축은행(1개사)	웰컴저축은행
핀테크(14개사)	네이버파이낸셜, 비비리파블리카, 뱅크샐러드, 민앤지, 보맵, 핀다, 쿠콘, 팀윙크, 한국금융솔루션, 한국신용데이터, NHN 페이코, 해빗팩토리, SK플레닛, 핀테크

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

웹툰, 웹소설 수익화도 이제 시작, 성장 초입 단계

글로벌 만화 시장, 디지털 만화 침투율 높아지며 성장 중

글로벌 만화 시장은 2020년 기준 85억 달러(약 9.6조원) 규모를 형성하고 있다. 전년대비로는 5% 성장한 수준인데, 최근 들어 디지털 만화 및 웹툰 콘텐츠의 침투율이 높아지며 향후 성장이 가속화될 것으로 기대된다. 전 세계에서 가장 큰 만화 시장인 일본에서는 이미 변화가 시작됐다. 2020년 기준 전체 일본 만화 시장은 6,126억엔(약 6조원)을 기록했으며, 이 중 디지털 전자 만화는 56%를 차지하며 전체 시장 성장을 견인했다.

한국형 웹툰 콘텐츠가 전세계 만화 시장 대체

웹툰 콘텐츠는 한국이 콘텐츠의 종주국으로 스마트폰에 최적화된 형태의 한국형 웹툰 콘텐츠가 전 세계 만화 시장을 대체하며 성장할 것으로 전망한다. 네이버 웹툰과 라인 망가, 카카오페이지와 픽코마 등 웹툰, 웹소설 서비스도 수익화 초기 단계다.

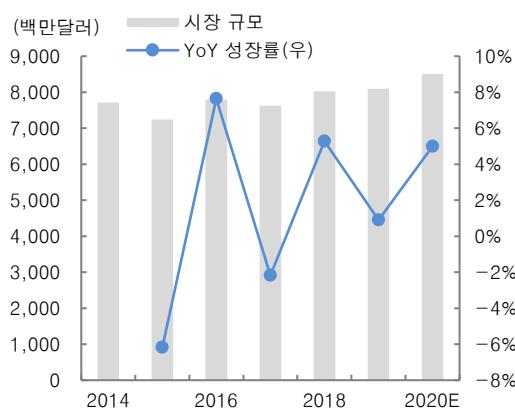
네이버 웹툰과 라인 망가, 아직 본격적인 수익화 전

네이버 웹툰과 라인 망가의 합산 거래대금은 2019년 5,640억원에서 2020년 8,003억원으로 42% 성장했고, 글로벌 MAU는 7,200만명까지 증가했다. 네이버 웹툰이 아직 본격적인 수익화 단계가 아니라는 점을 고려하면 향후 수익화 시 거래대금은 더욱 빠르게 증가할 것으로 전망된다.

카카오페이지와 픽코마 거래대금은 고성장세 지속

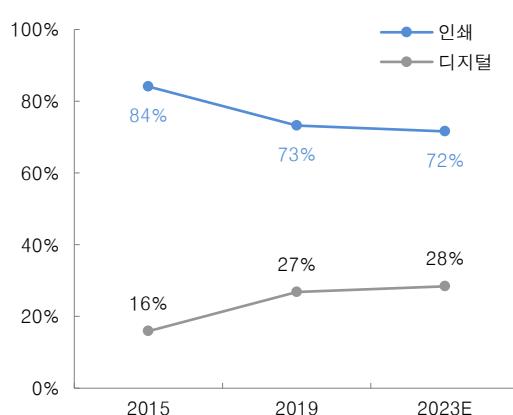
카카오페이지와 픽코마의 합산 거래대금은 더욱 성장이 가파르다. 2019년 4,230억원에서 2020년 8,050억원으로 90% 성장했다. 카카오의 경우 특히 일본에서 서비스 중인 픽코마의 성장이 가파르다. 2020년 2분기 국내 인기 웹툰인 ‘나혼자만 레벨업’을 픽코마에 이식한 뒤 거래대금과 이용자 수 성장이 더욱 가팔라졌다. 픽코마의 전체 콘텐츠 중 한국 카카오페이지의 콘텐츠 양은 아직 1% 수준에 불과한데, 픽코마 전체 거래대금 중 카카오페이지 IP 비중은 무려 20%에 달하는 수준이다. 인기 있는 카카오페이지의 한국 웹툰을 지속적으로 픽코마에 이식한다면 글로벌 만화 시장 1위인 일본 시장에서 향후 더욱 큰 거래대금 성장을 모색할 수 있다.

그림 27. 글로벌 34개국 만화 시장 규모 추이



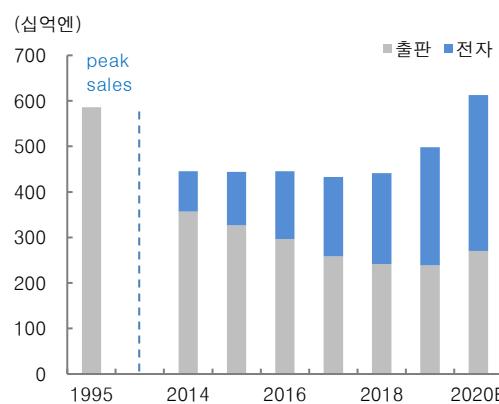
주: 글로벌 전체 시장 규모가 아닌 PwC 조사 34개국 시장 규모
자료: 한국콘텐츠진흥원, 대신증권 Research Center

그림 28. 글로벌 만화 포맷 비중 변화



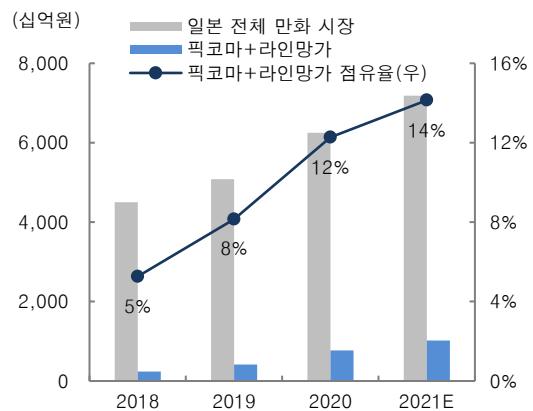
자료: 한국콘텐츠진흥원, 대신증권 Research Center

그림 29. 일본 출판/전자 만화 시장 규모 추이



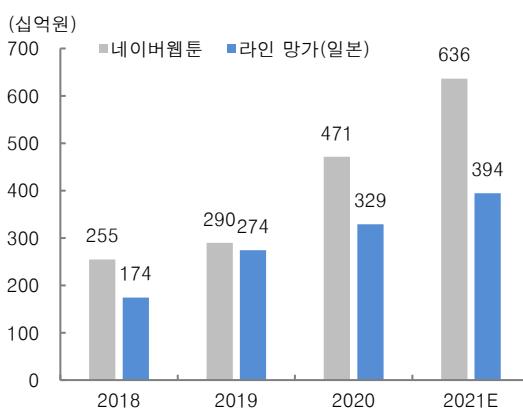
주: 글로벌 전체 시장 규모가 아닌 PwC 조사 34개국 시장 규모
자료: 한국콘텐츠진흥원, 대신증권 Research Center

그림 30. 일본 만화 시장 내 픽코마, 라인 망가 점유율



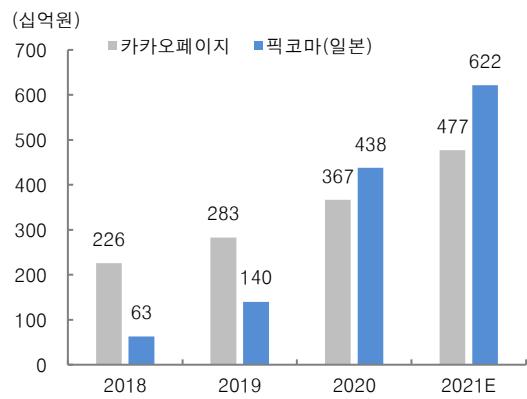
자료: 한국콘텐츠진흥원, 대신증권 Research Center

그림 31. 네이버 웹툰과 라인 망가 거래대금 추이



자료: 네이버, 대신증권 Research Center

그림 32. 카카오페이지와 픽코마 거래대금 추이



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

게임, 업황 peak는 모바일 MMORPG 시장이 개화했던 2017년

글로벌 모바일 게임 시장 성장 둔화

글로벌 모바일 게임 시장은 2020년 기준 360억 달러(약 41조원) 규모로, 최근 들어서는 연간 10% 내외로 성장이 둔화된 것으로 판단된다. PC 온라인 게임 시장이 모바일 게임으로 대체되면서 지난 10년간 모바일 게임 시장 성장이 가팔랐으나, 최근 들어서는 모바일 게임 시장 역시 성장이 둔화되고 있다. 시장조사기관 Statista에 따르면, 모바일 게임 시장 성장세는 앞으로 더욱 둔화되어 2023~2024년 모바일 게임 매출 증가율은 중국이 0.4~1.1%, 미국이 0.8~1.2%, 일본은 -0.7~-0.5%에 그칠 것이라는 전망이다.

국내 게임 시장 역시 다르지 않음

국내 게임 시장도 다르지 않다. 2020년 국내 전체 게임 시장 규모는 17조원으로 전년대비 10% 성장했으며, 향후 높은 한 자리 수의 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 국내 역시 모바일 게임 시장 성장이 둔화된 상황인데, 특히 모바일 게임 이용자 수의 경우 2020년 2,050만명, 2021년 2,100만명까지 증가 후 더 이상의 큰 폭의 성장은 없을 전망이다.

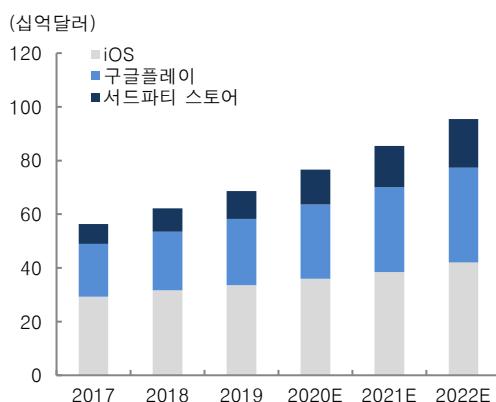
2017년이 국내 모바일 게임 시장 peak

국내 모바일 게임 시장의 peak 시점은 2017년이라고 판단한다. 모바일 게임 시장에서 MMORPG가 흥행에 성공하며 단일 모바일 게임의 매출이 크게 증가하던 시기였다. 2017년 6월 출시된 리니지M은 초기 일매출 100억원 이상을 기록하며 전체 시장 규모를 크게 키웠고, 이후 출시된 모바일 MMORPG들 역시 과거 흥행 게임 대비 매출액 규모가 컸다. 2017년 국내 전체 게임 시장 규모도 전년대비 21%의 고성장세를 보였으나, 이후 성장률은 다시 10%대로 수렴한 모습이다.

향후 신작 흥행 여부에 따라 게임주 실적 성장세 차이 발생 전망

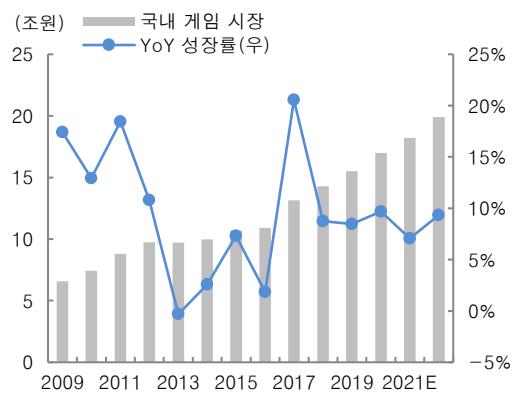
국내 모바일 게임 시장의 매출 1, 2위는 여전히 2017, 2019년 출시된 엔씨소프트의 ‘리니지M’과 ‘리니지2M’이 차지하고 있다. 이외 2021년 출시된 ‘쿠키런 킹덤’, ‘삼국지 전략판’, ‘월편맨’ 등도 상위 10위권에 안착했으나 매출 순위 최상위권은 약 2~3년 동안 바뀌지 않는 모습이다. 이에 게임 업체들의 경우, 시장 성장에 따른 실적 성장이 동반하여 나타나기보다는 신작 흥행 여부에 따라 실적 성장세에 차이가 발생할 것으로 전망된다.

그림 33. 글로벌 모바일 게임 시장 규모 추이 및 전망



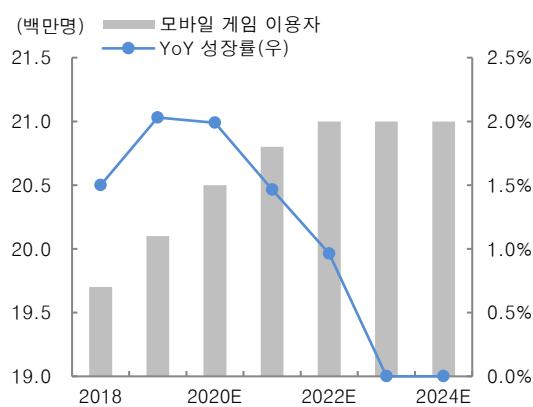
자료: DMC미디어, Statista, 대신증권 Research Center

그림 34. 국내 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: DMC미디어, Statista, 대신증권 Research Center

그림 35. 국내 모바일 게임 이용자 추이 및 전망



자료: DMC미디어, Statista, 대신증권 Research Center

그림 36. 국내 구글플레이 매출 순위 Top 10 게임

No.	게임명	퍼블리셔	출시 시기	장르
1	리니지 M	엔씨소프트	2017	MMORPG
2	리니지 2M	엔씨소프트	2019	MMORPG
3	쿠키런 킹덤	데브시스터즈	2021	RPG + SNG
4	기적의 검	4399 코리아	2019	RPG
5	V4	넥슨	2019	MMORPG
6	삼국지 전략판	Qookka	2021	전략
7	원펀맨	GAMENOW	2021	RPG
8	L2R	넷마블	2016	MMORPG
9	그랑사가	엔피셀	2021	MMORPG
10	이카루스 이터널	라인게임즈	2021	MMORPG

자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

III. 현재와 PEAK 시점 비교

과거 밸류에이션 peak 와 현재 밸류에이션, 업황 비교시 카카오가 탑픽

1) NAVER: ① 실적 추정

네이버 매출 성장 지속 전망

네이버의 2021년 매출액은 6.6조원(YoY 24%), 영업이익은 1.5조원(YoY 22%)으로 전망 한다. 서치 플랫폼의 경우 신규 광고 상품 '스마트 채널' 출시로 2020년 3분기부터 매출 성장이 가팔라졌고, 2021년에도 '스마트 채널' 지면 확대와 단가 상승으로 성장이 이어질 것으로 전망한다. 커머스 역시 국내 이커머스 시장 성장에 따른 매출 증가가 기대되고, 이에 따른 핀테크(네이버 페이) 매출 성장도 동반될 것이다. 콘텐츠 부문에 포함된 웹툰 서비스는 글로벌 플랫폼 수익화가 본격적으로 시작되며 매출 성장이 이어질 전망이다. 클라우드 역시 퍼블릭 클라우드 서비스 확대, 2022년 이후 세종 제2 데이터센터 완공 등의 효과로 성장이 지속될 것이다.

매출은 감소한 적 없음, 영업이익은 일시적 부진

네이버의 과거 10년간 매출은 꾸준한 성장세를 이어왔다. 라인이 연결 실적에서 제외된 2019년(소급 적용) 일시적 매출 감소, 한계임 사업이 분할됐던 2012년(소급 적용) 일시적 매출 감소를 제외하면 매출은 단 한 차례도 감소하지 않았다. 반면 영업이익은 유일하게 2018년 감소세를 겪었는데, 자회사 라인의 페이 관련 마케팅비 증가가 주 요인이었다. 현재는 라인이 연결 실적에서 빠진 상태고, 인건비와 마케팅비 등 주요 비용도 매출 성장이 충분히 상쇄할 수 있는 수준이므로 2018년과 같은 감익 추세는 나타나지 않을 것으로 전망한다.

향후 마케팅 비용은 과도하게 확대되지 않을 것

특히 마케팅비의 경우, 2020년 1분기 919억원에서 4분기 1,837억원으로 2배 가량 증가했는데, 이에 포함된 네이버 페이 포인트 비용과 네이버 웹툰의 글로벌 마케팅비가 과거 만큼 더욱 큰 폭으로 증가하지는 않을 것으로 전망한다. 네이버 페이 포인트 비용의 경우 점진적으로 지급률을 낮춰갈 가능성이 높다고 판단하며, 네이버 웹툰의 경우 이미 글로벌 MAU 7,200만명을 확보해 마케팅비 지출 규모를 더욱 크게 늘릴 필요는 없다고 판단하기 때문이다.

밸류에이션은 오히려 최근 부담 완화

한편 네이버의 밸류에이션은 현재가 peak 시점은 아니다. 2021년 PER은 41.9배, 2022년 PER은 32.1배로 본격적인 이익 개선이 밸류에이션 부담을 과거 대비 오히려 낮춰주고 있다. PSR 밸류에이션도 마찬가지다. 2021년 PSR은 9.5배, 2022년 PSR은 7.8배로 과거 고점이었던 2013년 PSR 13.1배와 비교하면 밸류에이션 부담이 높지 않다.

표 1. NAVER 연결 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	1,154.6	1,276.1	1,360.8	1,512.6	1,475.7	1,595.9	1,668.5	1,849.7	4,356.4	5,304.0	6,589.8
서치 플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	719.0	747.4	759.8	826.2	2,654.7	2,803.2	3,052.3
검색	519.6	527.7	542.0	565.4	543.5	551.7	566.5	590.7	2,100.7	2,154.7	2,252.4
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	175.5	195.7	193.3	235.5	554.0	648.5	799.9
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	313.3	346.3	360.9	396.3	792.1	1,089.6	1,416.9
쇼핑 검색	131.8	135.8	145.5	153.5	151.6	165.7	174.6	187.3	418.0	566.7	679.2
증개 수수료	98.2	113.7	115.9	136.5	131.6	147.8	150.7	170.6	332.2	464.3	600.7
멤버십 및 기타	1.1	6.7	24.0	26.8	30.1	32.8	35.6	38.4	41.8	58.6	137.0
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	194.4	218.0	222.7	251.4	406.6	677.4	886.4
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	152.8	175.7	204.7	241.9	318.9	460.1	775.1
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	96.2	108.4	120.4	133.9	184.1	273.7	458.9
YoY Growth rate	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	27.8%	25.1%	22.6%	22.3%		21.8%	24.2%
서치 플랫폼	2.9%	-0.3%	8.2%	11.3%	11.5%	10.2%	7.0%	7.3%		5.6%	8.9%
검색	3.5%	-1.4%	3.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%		2.6%	4.5%
디스플레이	0.6%	3.9%	26.3%	35.0%	40.3%	30.0%	15.0%	15.0%		17.1%	23.4%
커머스	30.3%	32.7%	40.9%	44.7%	35.5%	35.2%	26.5%	25.1%		37.6%	30.0%
쇼핑 검색	38.7%	39.1%	28.4%	37.0%	15.0%	22.0%	20.0%	22.0%		35.6%	19.9%
증개 수수료	35.8%	37.0%	40.0%	45.0%	34.0%	30.0%	30.0%	25.0%		39.8%	29.4%
핀테크	57.6%	72.5%	67.5%	67.7%	41.3%	32.3%	28.0%	25.0%		66.6%	30.9%
콘텐츠	55.3%	44.4%	31.8%	48.7%	63.7%	55.7%	78.1%	74.1%		44.3%	68.5%
클라우드	14.4%	53.7%	66.2%	56.2%	101.8%	69.2%	57.8%	56.4%		48.7%	67.7%
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,150.6	1,238.8	1,294.3	1,419.1	3,201.1	4,088.9	5,102.8
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	324.7	340.3	350.4	369.9	1,028.9	1,196.7	1,385.3
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	497.0	538.7	566.9	630.2	1,393.1	1,796.6	2,232.8
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	154.8	168.3	176.8	197.0	421.2	549.7	696.8
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	174.1	191.5	200.2	222.0	358.0	545.9	787.8
매출 대비 영업비용	74.7%	75.9%	78.6%	78.6%	78.0%	77.6%	77.6%	76.7%	73.5%	77.1%	77.4%
개발/운영	24.5%	22.7%	22.9%	20.7%	22.0%	21.3%	21.0%	20.0%	23.6%	22.6%	21.0%
파트너	32.7%	33.5%	33.6%	35.4%	33.7%	33.8%	34.0%	34.1%	32.0%	33.9%	33.9%
인프라	9.6%	10.7%	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%	9.7%	10.4%	10.6%
마케팅	8.0%	9.0%	11.4%	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	8.2%	10.3%	12.0%
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	325.2	357.0	374.2	430.6	1,155.1	1,215.2	1,487.0
영업이익률	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	22.0%	22.4%	22.4%	23.3%	26.5%	22.9%	22.6%
순이익	134.8	90.7	235.3	375.3	249.8	388.5	407.4	456.0	396.9	836.1	1,501.6
순이익률	11.7%	7.1%	17.3%	24.8%	16.9%	24.3%	24.4%	24.7%	9.1%	15.8%	22.8%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 37.NAVER 매출액, 영업이익 추이 및 전망

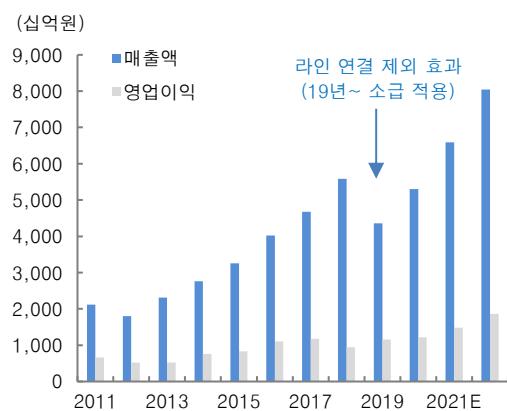
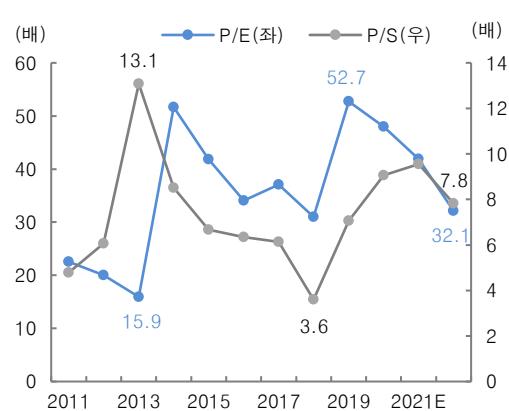


그림 38.NAVER P/E, P/S 배수 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

1) NAVER: ② 밸류에이션

SoTP 방식으로
목표주가 산출

네이버의 목표주가는 SoTP 방식으로 산출하고 있다. 펀테크, 웹툰, 클라우드 등 주요 신사업이 아직 정상 이익 레벨이 아니기 때문에 전사 이익에 Target PER을 적용하는 방식보다는 밸류에이션 방법을 각기 달리 해줘야 하기 때문이다.

서치 플랫폼
적정가치는 21.3조원

서치 플랫폼의 경우 2021년 영업이익률과 세후 영업이익을 가정하고, 알파벳의 2021년 PER을 Target PER로 적용하여 21.3조원으로 산출했다. 커머스의 경우 최근 미국 시장에 상장된 쿠팡의 거래대금 대비 기업 가치를 일정 수준 할인해주는 방식으로 적정가치를 28.7조원으로 산출했다.

핀테크 적정 가치
7.3조원, 지분 가치
5.1조원

핀테크의 경우, 아직까지 적자 상태인 점과 현재 확보한 유저 베이스를 활용하면 향후 매출 성장 가능성이 아직 풍부하게 남아있다는 점에서 MAU당 가치 밸류에이션을 적용했다. 주요 peer로 꼽을 수 있는 토스가 평가 받은 MAU당 가치 약 31만원을 30% 할증하여 40.3만원을 적용했다. 토스 대비 할증 이유는 네이버 포털과 쇼핑 등 플랫폼 파워가 네이버 페이 성장에 강력한 기반이 될 것으로 전망하기 때문이다. 이에 따라 산출한 핀테크 부문 적정 가치는 7.3조원, 지분율 70%를 적용한 지분 가치는 5.1조원이다.

웹툰 적정 가치
8.3조원, 지분가치
5.5조원

웹툰은 2021년 네이버 웹툰과 라인 망가의 합산 거래대금에 최근 인수한 캐나다 웹소설 플랫폼 왓패드의 매출을 더해주고, 거래대금 대비 기업가치 승수 6.4배를 적용하여 적정 가치 8.3조원으로 산출했다. 거래대금 대비 기업가치 승수는 중국의 1위 웹소설 플랫폼 차이나 리터러쳐의 2018년 PSR 수준이다. 2018년은 차이나 리터러쳐의 거래대금과 매출이 빠르게 성장하던 시기다. 지분율 66%를 적용하여 산출한 지분가치는 5.5조원이다.

클라우드 적정 가치
3.2조원

클라우드의 경우 2021년 예상 매출액에 글로벌 주요 퍼블릭 클라우드 업체인 알파벳, 아마존, 마이크로소프트의 2021년 PSR 평균을 10% 할인하여 Target PSR을 7배로 적용했다. 이에 따라 산출된 적정 가치는 3.2조원 수준이다.

Z Holdings는 시총으로
지분 가치 산출.
향후 상향 여력 있음

끝으로 Z Holdings 지분 가치의 경우 기존의 라인 시총과 Z Holdings의 현재 시총을 합산하고, 지분율과 할인율 20%를 적용하여 11.1조원으로 산출했다. 향후 두 회사의 시너지 효과로 주가 상승 시 지분 가치 상향을 기대할 수 있는 부분이다.

목표주가 50만원,
추후 상향 가능성
높음

순현금과 자사주를 가산하여 결과적으로 산출된 네이버의 목표주가는 50만원으로 현재 주가 대비 32%의 상승 여력이 있다고 판단한다. 광고 매출과 커머스 거래대금, 핀테크, 웹툰, 클라우드 모두 2022년 이후에도 꾸준히 성장할 가능성이 충분하므로, 시간이 지날 수록 적정 가치와 목표 주가는 추가 상향될 가능성이 높다.

표 2. NAVER SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용	주요 가정
(1) 서치 플랫폼	2021년 매출액 3,052.3	
	2021년 영업이익 1,068.3	영업이익률 35% 가정
	2021년 세후 영업이익 774.5	유효법인세율 27.5% 가정
	Target PER 27.5x	알파벳 2021년 PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a) 21,299.6	
(2) 커머스	2021년 스마트스토어 거래대금 21,042.0	당사 추정
	거래대금 대비 기업가치 승수 1.2	쿠팡의 거래대금 대비 기업가치 승수 0.9~1.5배 평균 적용
	스마트스토어 적정가치 25,800.4	
	2021년 가격비교 거래대금 14,293.2	당사 추정
	2021년 가격비교 매출액 285.9	거래대금의 2% 수준
	2021년 가격비교 영업이익 100.1	영업이익률 35% 가정
	2021년 가격비교 세후 영업이익 72.5	유효법인세율 27.5% 가정
	Target PER 40.4x	아마존, 알리바바의 2021년 PER 평균 적용
	가격비교 적정가치 2,926.9	
	커머스 적정가치 (b) 28,727.3	
(3) 펍테크	2021년 네이버 페이 MAU(천명) 18,000	
	MAU당 가치(원) 403,000	토스가 평가 받은 MAU당 가치 30% 할증
	네이버 파이낸셜(네이버 페이) 적정 가치 7,254.0	
	지분율 70.0%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
	네이버 파이낸셜(네이버 페이) 지분 가치 (c) 5,077.8	
(4) 웹툰	2021년 거래대금 + 왓패드 예상 매출액 1,290.0	2021년 거래대금은 2020년 8,200억원에서 50% 성장 가정
	거래대금 대비 기업 가치 승수 6.4x	차이나 리터러처의 2018년 valuation 적용
	웹툰 적정 가치 8,256.0	
	지분율 66.0%	
	웹툰 지분 가치 (d) 5,449.0	
(5) 클라우드	2021년 매출액 458.9	
	Target PSR 7.0x	알파벳, 아마존, 마이크로소프트의 2021년 PSR 평균 10% 할인
	클라우드 적정 가치 (e) 3,216.3	
(6) Z Holdings	라인 + Z홀딩스 합산 시총(십억엔) 4,228.7	
	라인 + Z홀딩스 합산 시총(십억원) 42,709.6	
	NAVER 합작법인 지분율 50.0%	
	합작법인의 Z홀딩스 지분율 64.7%	
	할인율 20.0%	
	라인-야후 합작법인 지분가치 (f) 11,053.3	
(5) 기타	순현금 (g) 350.0	3분기 말 별도 기준 순현금
	자사주 (h) 6,219.3	CJ그룹주 지분 취득 소요 금액, 왓패드 인수 소요금액 차감
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h)	82,392.5	
주식 수 (천주)	164,263.4	
적정 주가(원)	495,500	
목표 주가(원)	500,000	반올림 적용
현재 주가(원)	379,500	
상승 여력	31.8%	

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

PEAK 시점과 현재의 주요 Key Indicator, 실적, Valuation 비교

2) 카카오: ① 실적 추정

카카오 주요 사업부문 성장 지속 전망

선물하기, 유저 수와 선물 횟수, 객단가 상승 중. 특보드 광고 노출 지면 확대, 단가 상승 중

카카오의 2021년 매출액은 5.6조원(YoY 35%), 영업이익은 8,045억원(YoY 76%)으로 추정한다. 2020년에 이어 2021년에도 톡비즈 내 선물하기, 광고, 신사업 내 모빌리티, 페이, 유료콘텐츠 내 페이지, 픽코마의 고성장세가 지속될 전망이다.

선물하기의 경우 최근까지도 이용자 수와 이용자당 선물 횟수, 객단가 상승이 지속되고 있다. 2020년 거래대금은 5.5조원을 기록한 것으로 추정되며, 최근의 성장 추세를 고려하면 2021년 거래대금은 8.6조원까지 성장할 것으로 전망된다. 신규로 선물하기를 이용하는 유저 수가 코로나19 영향으로 최근 크게 늘어난 점을 고려하면 향후에도 성장 가능성은 충분하다. 특보드 광고는 지면 확대와 단가 상승이 동시에 진행 중이다. 기존에는 카카오톡 대화창 목록 상단에만 노출되었으나 최근에는 카카오페이지, 다음웹툰, 카카오 톡의 샵탭 등에도 노출이 확대되고 있다. 또한 데이터가 쌓일수록 점차 정교한 타겟팅이 가능해지고, 이는 광고 단가 상승으로도 이어지고 있다.

모빌리티 수익화 본격화

모빌리티의 경우 최근 택시 수익화가 본격적으로 진행되고 있다. 2020년에는 T 블루 택시 대수가 증가하면서 모빌리티 매출이 크게 증가했는데, 아직까지 T 블루 택시 대수는 1.6만대(4Q20 기준)에 불과해 국내 전체 택시 대수(약 25만대)를 고려하면 추가적으로 증가할 여력이 충분하다고 판단한다. 최근에는 택시 기사들을 대상으로 월 9.9만원의 '프로 멤버십' 서비스를 출시하고 카카오 T 주차 서비스의 수익화도 시작했다. 2021년 이후 매출은 꾸준한 성장이 예상된다.

페이 거래대금 성장 지속. 마이데이터 사업자로 발전 기대

선물하기, 모빌리티 등 주요 서비스의 성장은 카카오페이의 결제 거래대금 증가로도 이어지고 있다. 카카오페이는 2018년 금융 상품 중개 서비스도 제공하고 있으며, 2020년에는 카카오페이증권 출범을 통해 펀드 상품 판매도 개시했다. 중장기적으로 마이데이터 사업자로 발전해 금융 상품 중개 및 판매 서비스 더욱 확대할 것으로 기대된다.

카카오페이지, 영상 콘텐츠로 사업 영역 확장. 픽코마 일본 거래대금 성장 지속

유료 콘텐츠의 경우, 카카오페이지는 카카오M과 함께 '카카오엔터테인먼트'를 설립, 웹툰/웹소설 IP를 드라마/영화 콘텐츠로 확장할 수 있는 발판을 마련했다. 카카오의 영상 콘텐츠 서비스는 2020년 서비스가 개시된 카카오TV를 기반으로 이제 막 시작 단계에 있어 향후 본격적인 사업 확장이 기대된다. 픽코마의 경우 2020년 일본에서 성장이 두드러졌는데, 일본 웹툰 시장의 성장 잠재력과 점유율 1위 지위를 고려하면 역시 매출 고성장세가 이어질 것이다.

매출 증가가 비용 증가 상쇄. 이익 고성장세 지속 전망

2020년에도 카카오의 비용은 전년대비 다소 증가했으나, 견조한 매출 성장이 이를 모두 상쇄하고 이익 성장을 이끌었다. 2021년에도 이러한 추세는 지속될 것으로 전망된다. 2020년 4분기 기준 카카오의 영업이익률은 아직 12%에 불과한 수준으로, 주요 플랫폼 사업자 대비로 낮다. 본업 성장과 자회사 이익 텐어라운드를 고려하면 2021년 영업이익률 14.4%, 영업이익 8,045억원 달성을 가능성은 충분하다.

표 3. 카카오 상세 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	868.3	952.9	1,100.3	1,235.1	1,262.5	1,351.7	1,434.6	1,540.8	3,069.4	4,156.6	5,589.6
플랫폼 부문	441.8	492.7	554.3	657.0	663.8	721.7	767.9	843.8	1,434.2	2,145.8	2,997.2
톡비즈	224.7	248.4	284.4	360.3	365.7	402.7	431.6	477.3	650.0	1,117.8	1,677.2
카카오톡(채널/샵탭/톡스토어 등)	56.7	60.5	66.4	84.0	83.2	91.5	95.3	99.1	179.8	267.7	369.1
카카오톡 선물하기/메이커스	116.8	124.9	134.8	173.7	181.2	203.4	221.2	256.1	360.4	550.2	861.9
카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘	12.5	12.8	13.2	15.2	15.7	16.1	16.6	17.1	45.9	53.7	65.5
신규특 BM(톡비즈보드/챗봇 등)	38.7	50.1	69.9	87.4	85.7	91.6	98.4	104.9	63.9	246.1	380.6
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	115.9	116.6	118.5	125.1	523.6	478.0	476.2
다음 PC 광고	45.9	45.8	45.8	47.7	41.3	41.3	42.2	44.2	219.1	185.2	169.0
다음 모바일 광고	42.5	42.4	44.9	43.1	41.3	40.7	40.2	43.3	197.5	172.9	165.6
카카오스토리/스타일/페이지 및 기타	28.2	29.3	30.4	31.9	33.3	34.7	36.1	37.7	106.9	119.9	141.7
신사업	100.5	126.8	148.8	174.0	182.2	202.4	217.8	241.4	260.7	550.1	843.7
카카오모빌리티	36.1	54.4	70.3	85.5	87.8	101.0	107.9	122.2	97.3	246.3	419.0
카카오페이지	62.2	70.1	76.0	86.0	91.7	98.5	106.9	116.1	139.4	294.3	413.2
기타(기타 연결 자회사)	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	24.1	9.5	11.6
콘텐츠 부문	426.6	460.2	546.0	578.1	598.8	630.0	666.7	697.0	1,635.5	2,010.8	2,592.5
게임	96.8	107.5	150.4	140.8	138.0	144.9	159.4	167.3	397.5	495.5	609.6
모바일 게임	44.5	47.3	91.7	71.8	98.1	96.2	103.4	102.0	187.2	255.4	399.7
PC 게임	42.6	45.1	43.6	52.1	20.6	28.5	34.8	43.1	170.5	183.5	127.0
카카오 VX	9.7	15.0	15.0	16.9	19.2	20.2	21.2	22.2	39.8	56.7	82.8
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	150.7	151.0	155.7	155.1	157.2	159.4	161.7	163.9	586.6	612.6	642.2
유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	163.6	180.9	198.9	214.5	230.1	297.2	528.0	824.4
카카오페이지	68.9	70.2	77.2	81.0	86.0	91.6	96.5	100.3	224.9	297.3	374.3
픽코마 및 다음 웹툰	28.1	48.8	71.2	82.6	94.9	107.3	118.0	129.8	72.3	230.7	450.0
IP 비즈니스 및 기타	81.9	82.7	91.5	118.6	122.6	126.8	131.2	135.7	354.2	374.7	516.3
YoY Growth rate	22.9%	30.0%	40.6%	45.7%	45.4%	41.9%	30.4%	24.7%	27.0%	35.4%	34.5%
플랫폼 부문	41.1%	50.8%	58.3%	47.9%	50.3%	46.5%	38.5%	28.4%	38.0%	49.6%	39.7%
톡비즈	77.1%	78.7%	75.0%	62.6%	62.7%	62.1%	51.8%	32.5%	54.4%	72.0%	50.1%
카카오톡(플친/샵탭/톡스토어 등)	58.9%	55.4%	50.2%	38.0%	46.6%	51.2%	43.5%	18.0%	38.9%	48.9%	37.9%
카카오톡 선물하기/메이커스	45.4%	45.8%	56.2%	60.6%	55.1%	62.8%	64.1%	47.5%	43.8%	52.7%	56.7%
카카오톡 브랜드/B2C 이모티콘	14.7%	14.7%	12.6%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	12.6%	12.1%	17.1%	22.0%
신규특 BM(톡비즈보드/챗봇 등)	148.9%	245.3%	115.9%	121.3%	83.1%	40.8%	20.0%		285.2%	54.7%	
포털비즈	-7.8%	-14.2%	-3.9%	-8.6%	-0.6%	-0.7%	-2.2%	2.0%	5.7%	-8.7%	-0.4%
다음 PC 광고	-16.0%	-21.4%	-11.7%	-12.4%	-9.9%	-9.8%	-8.0%	-7.3%	-8.3%	-15.5%	-8.7%
다음 모바일 광고	-12.5%	-18.9%	-3.1%	-14.3%	-2.6%	-4.0%	-10.4%	0.3%	6.0%	-12.4%	-4.3%
카카오스토리/스타일/페이지 및 기타	21.4%	10.9%	9.5%	8.3%	17.8%	18.2%	18.7%	17.9%	52.3%	12.1%	18.2%
신사업	68.0%	149.1%	141.2%	97.1%	81.3%	59.6%	46.4%	38.7%	112.4%	111.0%	53.4%
카카오모빌리티	126.6%	177.8%	212.4%	117.6%	143.3%	85.8%	53.5%	43.0%	98.4%	153.1%	70.1%
카카오페이지	133.0%	144.8%	104.9%	83.2%	47.5%	40.5%	40.7%	34.9%	110.8%	111.2%	40.4%
기타(기타 연결 자회사)	-87.2%	-14.3%	15.8%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	217.2%	-60.6%	21.6%
콘텐츠 부문	8.5%	13.3%	26.3%	43.3%	40.4%	36.9%	22.1%	20.6%	18.7%	23.0%	28.9%
게임	3.0%	9.0%	51.9%	33.0%	42.5%	34.8%	6.0%	18.8%	-4.7%	24.7%	23.0%
모바일 게임	12.8%	12.9%	97.2%	21.1%	120.3%	103.5%	12.7%	42.1%	-7.1%	36.4%	56.5%
PC 게임	-9.4%	-7.7%	13.0%	44.7%	-51.5%	-36.9%	-20.2%	-17.3%	-8.6%	7.6%	-30.8%
카카오 VX	28.7%	93.2%	8.5%	59.4%	98.5%	34.1%	40.9%	31.7%	37.1%	42.5%	46.2%
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	9.8%	4.5%	2.8%	1.1%	4.3%	5.6%	3.8%	5.7%	10.1%	4.4%	4.8%
유료 콘텐츠	30.0%	46.0%	61.5%	232.7%	86.4%	67.2%	44.5%	40.6%	36.1%	77.6%	56.1%
카카오페이지	31.8%	34.6%	31.2%	31.4%	24.8%	30.5%	25.0%	23.8%	34.9%	32.2%	25.9%
픽코마 및 다음 웹툰	25.6%	66.3%	115.3%	-760%	237.4%	119.9%	65.7%	57.2%	39.8%	219.0%	95.1%
IP 비즈니스 및 기타	-6.1%	1.2%	1.6%	24.7%	49.7%	53.4%	43.4%	14.4%	69.1%	5.8%	37.8%
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.2	1,101.7	1,165.1	1,220.6	1,297.7	2,863.3	3,700.6	4,785.1
인건비	198.7	216.5	239.3	265.5	269.0	276.3	287.9	303.0	701.5	920.0	1,136.2
매출연동비	381.7	409.5	463.7	491.6	506.6	540.5	564.0	597.0	1,368.0	1,746.4	2,208.0
외주/인프라	92.1	106.6	113.9	145.1	152.4	160.0	168.0	176.4	360.1	457.7	656.7
마케팅	29.9	38.5	76.3	87.5	75.8	87.9	97.6	115.6	151.2	232.3	376.7
상각비	58.7	61.6	66.8	78.2	79.8	81.4	83.0	84.6	220.6	265.3	328.8
기타 영업비용	19.1	22.3	20.3	17.4	18.3	19.2	20.1	21.1	61.8	79.0	78.7
영업이익	88.1	97.8	120.2	149.8	160.8	186.6	214.0	243.1	206.8	456.0	804.5
영업이익률	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.7%	13.8%	14.9%	15.8%	6.7%	11.0%	14.4%
세전이익	126.5	204.1	179.6	-101.8	163.8	189.4	218.1	246.9	-234.4	408.5	818.3
순이익	79.8	145.2	143.7	-201.8	122.9	142.0	163.6	185.2	-347.0	166.9	613.6
순이익률	9.2%	15.2%	13.1%	-16.3%	9.7%	10.5%	11.4%	12.0%	-11.3%	4.0%	11.0%

주: 톡비즈, 포털비즈, 신사업 내 부문별 매출은 대신증권 추정

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

2) 카카오: ② 벨류에이션

**특비즈, 포털비즈,
뮤직 합산 사업가치
26.2조원**

카카오의 목표주가 역시 SoTP 방식으로 산출하고 있다. 우선 본사 비즈니스에 해당하는 톡 비즈니스, 포털 비즈니스, 뮤직 비즈니스는 영업이익과 세후영업이익을 산출하고 글로벌 주요 peer의 2021년 PER을 Target PER로 적용하여 각각 21.2조원, 2조원, 2.5조원으로 산출하고 있다. 이를 모두 합한 사업가치는 25.8조원으로 산출된다.

**카카오페이지 10조원,
카카오뱅크 12조원**

자회사 지분가치는 각각 다른 벨류에이션 방법을 적용했다. 카카오페이지의 경우 네이버페이와 동일하게 MAU당 가치 40.3만원을 적용해 10조원 수준으로 산출했다. 카카오뱅크는 장기적인 성장 가능성을 고려해 Target PBR 5배를 적용, 12조원으로 산출하고 있다. 지분율을 고려해 산출한 카카오페이지와 카카오뱅크의 지분 가치는 각각 6.1조원, 4.1조원 수준이다.

**모빌리티 3.4조원,
페이지 3.8조원,
픽코마 8조원**

카카오모빌리티는 우버, 리프트 등 글로벌 주요 카 헤일링 업체의 벨류에이션을 차용해 Target PSR을 8배로 적용하고, 적정가치를 3.4조원으로 산출했다. 지분 가치는 2.3조원 수준이다. 카카오페이지, 카카오재팬(픽코마)는 차이나리터리처의 2018년 벨류에이션을 차용하여 각각 3.8조원, 8조원의 가치로 산출했고, 지분 가치는 각각 2.4조원, 7.4조원이다.

**이외 자회사 사업
가치 가정**

이외 카카오게임즈와 카카오IX는 Target PER을, 카카오M과 카카오엔터프라이즈의 적정 가치는 최근 투자 유치 시점 벨류에이션을 적용하여 산출했다.

**목표주가 60만원,
추후 상향 가능성
높음**

순현금을 가산해 산출한 카카오의 목표주가는 60만원이고, 현재 주가 대비 상승 여력은 19.8%이다. 카카오의 목표주가 역시 시간이 갈수록 전 사업부 성장이 반영되며 더욱 상향될 것이다.

**자회사 적자 확대로
2018년 감익. 대부분
자회사 이익 턴어라운
드로 향후 이익 감소
가능성 제한적**

카카오의 과거 매출은 꾸준히 상승 추세를 이어왔고, 영업이익은 한 차례 등락이 있었다. 카카오페이지, 카카오재팬 등 자회사 적자가 크게 확대되었던 2018년 영업이익이 730억원으로 전년대비 56% 감소했었으나, 이후 본업 성장과 함께 자회사 적자가 점차 축소되며 이익이 개선됐다. 현재는 본업 성장이 꾸준히 이어지고 있는 가운데 대부분의 자회사가 BEP 수준까지 이익이 개선되어 과거와 같은 이익 감소 가능성은 제한적이라고 판단한다. 오히려 2021년부터는 자회사의 이익 기여가 본격화되며 이익의 고성장세가 지속될 것으로 전망한다.

**과거 대비 벨류에이션
부담은 오히려 축소**

이익이 안정적으로 성장하면서, 벨류에이션 역시 과거 대비로는 안정화된 모습이다. PER은 2021년 71.6배에서 2022년 50.4배로 낮아질 것으로 전망되고, PSR 역시 2021년 7.9배, 2022년 6.5배로 과거 peak 시점 대비 부담스럽지 않은 수준이다.

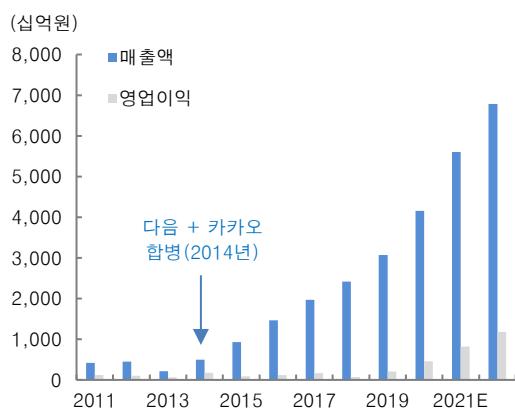
표 4. 카카오 목표주가 산출

(단위: 십억원)

1) 사업 가치						비고
(21년 기준)	매출액	영업이익	NOPLAT	Multiple	적정 가치	
특 비즈니스	1,677.2	587.0	469.6	45.2x	21,238.7	OPM 35% 가정, 텐센트의 2021년 PER 20% 할증
포털 비즈니스	476.2	119.1	95.2	21.0x	2,003.9	OPM 25% 가정, 알파벳의 2021년 PER 20% 할인
뮤직	642.2	96.3	77.1	32.8x	2,524.7	OPM 15% 가정, 텐센트뮤직의 2021년 PER 10% 할인
사업 가치 합계 (a)					25,767.3	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	지분 가치			비고
카카오게임즈	1,792.0	60.6%	1,086.0	2021년 매출액 6,662억원, 영업이익 950억원, 순이익 896억원, PER 20배 적용		
카카오페이지	3,813.4	63.6%	2,425.3	2021년 거래대금 대비 기업가치 승수 8배 적용		
카카오M	1,700.0	78.2%	1,329.4	투자 유치 시점 Valuation 적용		
카카오 IX	278.8	100.0%	278.8	2021년 매출액 1,775억원, 영업이익 177억원, 순이익 142억원, Target PER 15배 적용		
카카오모빌리티	3,351.7	69.3%	2,322.7	2021년 Target PSR 8배 적용		
카카오페이지	10,075.0	60.9%	6,135.7	MAU 2,500만명, MAU 당 가치 40만원(토스 대비 30% 할증) 적용		
카카오재팬(픽코마)	7,952.0	92.7%	7,373.1	2021년 거래대금 대비 기업가치 승수 8배 적용		
카카오뱅크	12,250.0	33.5%	4,107.4	자본총계 2,45조원(7,500억원 추가 유증 가정), PBR 5배 적용		
카카오엔터프라이즈	1,150.0	89.7%	1,031.6	한국산업은행 투자 유치 시점 valuation 적용		
지분 가치 합계 (b)			26,090.0			
3) 순현금 (c)			992.8			4분기 말 별도 기준 순현금
총 합계 (a) + (b) + (c)			52,850.1			
주식 수(천주)			88,436			
적정 주가(원)			597,608			
목표 주가(원)			600,000			반올림 적용
현재 주가(원)			501,000			
상승 여력			19.8%			

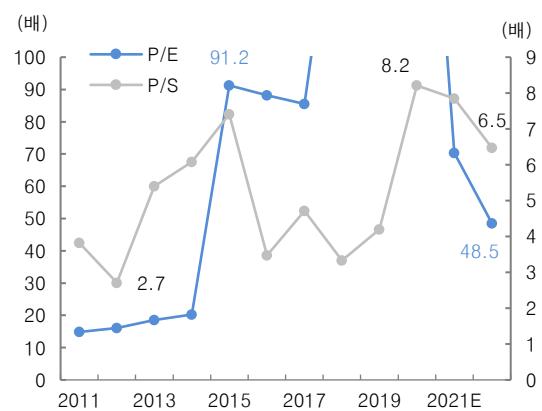
자료: 대신증권 Research Center

그림 39. 카카오 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 40. 카카오 P/E, P/S 배수 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

PEAK 시점과 현재의 주요 Key Indicator, 실적, Valuation 비교

3) 엔씨소프트: ① 실적 추정

2017년 리니지M,
2019년 리니지2M
출시로 실적 계단식
성장

2021년 엔씨소프트의 매출액은 2.7조원(YoY 12.2%), 영업이익은 1.1조원(YoY 27.5%)으로 예상된다. 게임주 실적의 경우, 신작 출시 여부에 따라 당해년도 실적 변동이 큰 편이다. 과거 10년래 엔씨소프트 실적을 살펴보면, 2017년 '리니지M' 출시 시기에 매출과 영업이익이 계단식으로 증가했다. 이후 2019년 11월 '리니지2M' 출시로 2020년 실적이 또 한번 증가했고, 2021년에는 '블레이드&소울2' 출시가 예정되어 있어 다시 한번 실적의 계단식 성장이 기대된다.

영업이익은 비용
지출에 따라 등락
반복

엔씨소프트 영업이익의 경우, 비용 지출에 따라 등락이 반복됐다. 특히 엔씨소프트는 신작 흥행에 성공할 경우 대규모 인센티브 지급으로 인건비가 크게 증가하는 시기가 있고, 마케팅비 또한 연도별로 증감이 큰 편이다. '리니지M'의 흥행으로 2017년 영업이익은 5,849억원(YoY 77.9%)으로 대폭 개선되었고, 2018년, 2019년에도 매출은 유사한 수준이 유지됐으나 각종 비용 증가로 2019년 영업이익은 4,789억원(YoY -22.1%)으로 감소했다. 이후 2020년 실적에는 '리니지2M' 흥행 성과가 온기로 반영되며 매출액과 영업이익 모두 큰 폭으로 반등했다.

2021년
블레이드&소울2
출시로 실적 성장
전망

2021년에도 신작 '블레이드&소울2'가 5월 출시를 앞두고 있으므로 실적은 성장할 것으로 전망된다. 또한 '리니지2M'의 대만과 일본 출시가 3월 24일 마무리 되어 실적에 일부 기여할 것으로 기대된다. 2021년 연말과 2022년에는 '블레이드&소울2'의 해외 출시와 이외 공개되지 않은 신작 출시 가능성이 있다. 신작 출시에 따라 엔씨소프트 실적은 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다.

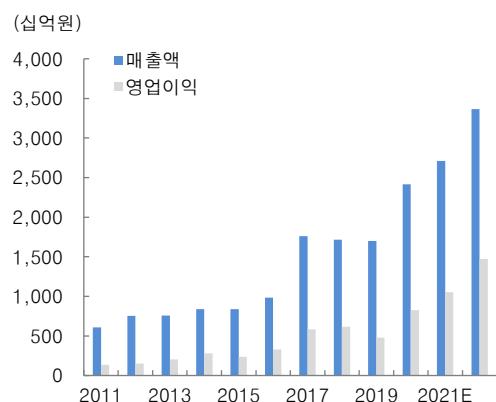
표 5. 엔씨소프트 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	731.0	538.6	585.2	561.3	522.6	683.7	741.9	762.8	1,701.2	2,416.1	2,710.9
게임 매출액	678.2	476.3	526.3	517.2	475.9	638.9	700.5	718.6	1,503.8	2,198.0	2,534.0
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	43.0	46.1	43.7	48.1	174.1	175.7	181.0
리니지 II	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	25.7	25.9	25.7	93.6	104.5	103.5
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	17.9	17.0	17.3	17.7	46.0	45.6	69.8
블레이드&소울	19.6	19.8	17.2	15.6	15.7	15.8	15.9	16.1	83.9	72.2	63.6
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	14.1	14.0	13.9	13.7	58.6	61.2	55.7
모바일 게임	553.1	357.2	389.7	378.4	340.7	501.2	558.6	571.0	994.6	1,678.4	1,971.6
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	186.3	186.3	241.5	204.7	848.4	828.8	818.8
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	154.4	194.9	188.3	211.8	143.9	849.6	749.4
블소2					0.0	120.0	128.8	154.6			403.4
기타	11.6	15.5	16.0	17.4	18.3	19.2	25.1	26.3	53.1	60.5	88.8
로열티 매출액	52.8	62.3	58.9	44.1	46.7	44.8	41.4	44.1	197.5	218.2	0.0
리니지M 대만	17.6	20.5	17.5	16.0	15.8	16.6	16.5	17.3	59.9	60.2	64.2
IP 대여	10.1	9.5	9.0	6.8	7.6	7.2	6.8	6.4	50.5	44.6	42.0
기타	25.1	32.3	32.4	21.3	23.2	21.0	18.1	20.5	87.1	88.1	97.3
영업비용	489.7	329.6	367.5	404.6	381.2	415.8	426.1	436.6	1,222.3	1,591.4	1,659.6
인건비	211.8	162.3	159.1	184.9	203.3	180.6	183.0	188.5	555.1	718.2	755.3
지급수수료	182.3	102.3	124.2	136.1	105.5	154.0	171.4	175.1	331.1	544.9	606.0
로열티	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8	1.1	1.2	1.2	4.1	3.7	4.2
마케팅비	39.6	12.9	29.7	44.8	33.3	41.5	31.5	32.3	107.2	127.0	138.7
기타 영업비용	54.8	51.3	53.6	37.9	38.3	38.7	39.1	39.5	224.9	197.6	155.5
영업이익	241.3	209.0	217.7	156.7	141.4	267.9	315.8	326.2	478.9	824.7	1,051.3
영업이익률	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	27.1%	39.2%	42.6%	42.8%	28.2%	34.1%	38.8%
순이익	195.3	158.4	152.5	80.3	108.8	206.1	243.1	251.0	359.2	586.6	809.0
순이익률	26.7%	29.4%	26.1%	14.3%	20.8%	30.2%	32.8%	32.9%	21.1%	24.3%	29.8%

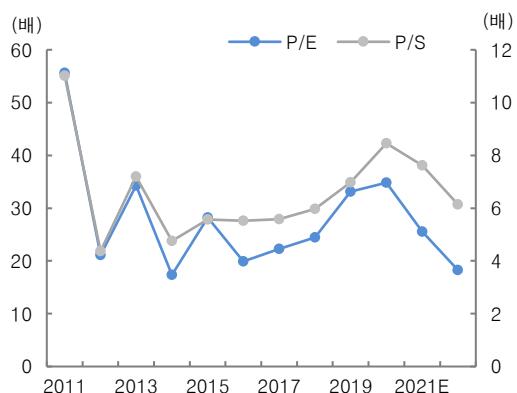
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 41. 엔씨소프트 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 42. 엔씨소프트 P/E, P/S 배수 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

3) 엔씨소프트: ② 벨류에이션

현재 벨류에이션은
과거 평균과 유사한
수준

엔씨소프트의 과거 PER은 20~30배 내외에서 안정적으로 유지되어 온 편이다. 2018년과 2019년에는 일시적인 이익 감소로 PER이 40배 내외까지 증가하기도 하였으나, 2021년, 2022년에는 신작 흥행 성과가 반영되며 벨류에이션은 안정화될 것으로 전망한다. 현재 벨류에이션은 과거 평균과 유사한 수준이며, 신작 흥행으로 매출이 다변화될 경우 글로벌 peer 수준으로 벨류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다. Target PER은 글로벌 주요 게임 peer들의 PER 평균을 적용하여 29.7배로 산출했다. 목표주가는 110만원이다.

표 6. 엔씨소프트 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2021년 지배주주지분 순이익(십억원)	812.1	액티비전블리자드, EA, 닌텐도 등 글로벌 게임 8개사
Target PER(x)	29.7x	2021년 PER 평균
목표 시총(십억원)	24,150.3	
주식 수(천주)	21,939.0	
적정 주가(원)	1,100,794	
목표 주가(원)	1,100,000	반올림 적용
현재 주가(원)	886,000	
상승 여력	24.2%	

자료: 대신증권 Research Center

3) 넷마블: ① 실적 추정

최근 영업이익 과거
대비 개선, 800억원
대에서 안정화

넷마블의 2021년 매출액은 2.7조원(YoY 9.0%), 영업이익은 3,756억원(YoY 38.1%)으로 예상한다. 넷마블 실적 역시 신작 출시 성과에 따라 매년 등락이 반복됐다. 신작 흥행 성과 부진과 기존 게임 매출이 감소하면서 2020년 1분기 영업이익은 204억원까지 감소했는데, 이후 ‘일곱개의 대죄’, ‘A3’, ‘세븐나이츠2’ 등이 연이어 흥행에 성공하며 최근 분기 영업이익은 800억원 대에서 안정화된 모습이다.

2021년 '제2의 나라'
등 신작 흥행으로
실적 개선 전망

2021년 실적 역시 신작 흥행 여부에 좌우될 전망이다. 우선 1분기에는 2020년 11월 18일 출시한 ‘세븐나이츠2’의 흥행 성과가 온기로 반영되며 영업이익은 955억원으로 개선될 것으로 전망된다. 2분기에는 ‘제2의 나라’ 출시가 예정되어 있고, 하반기에는 ‘세븐나이츠 레볼루션’ 등의 신작 출시가 계획되어 있다. 아직 정확한 출시 시점을 예상하기는 어려우나, ‘제2의 나라’는 2분기 말 출시되어 3분기부터 실적 기여도가 높아질 것으로 전망되고, 하반기에도 다수의 신작 흥행 성과가 반영되며 실적 개선 추세가 지속될 것으로 전망된다.

표 7. 넷마블 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	532.9	685.7	642.3	623.9	618.2	644.3	699.1	746.3	2,178.7	2,484.8	2,708.0
리니지2 레볼루션	58.6	54.9	57.8	49.9	46.4	48.3	44.9	45.8	300.7	221.3	185.4
쿠키잼	26.6	27.4	25.7	25.0	23.7	22.5	21.4	20.3	123.6	104.7	88.0
마블 콘테스트 오브 챔피언	74.6	89.1	96.3	93.6	98.3	103.2	108.3	111.6	326.3	353.6	421.4
모두의 마블	10.7	10.2	9.7	9.4	8.9	8.4	8.0	7.6	58.5	39.9	33.0
세븐나이츠	5.3	5.0	4.8	8.1	7.7	7.3	7.0	6.6	55.0	23.2	28.6
해리포터: 호그와트 미스터리	21.3	27.4	32.1	31.2	29.0	27.9	26.8	25.4	94.2	112.0	109.0
블레이드&소울 레볼루션	42.6	61.7	51.4	32.4	36.5	35.0	33.6	31.9	207.3	188.1	137.0
킹오브파이터즈 올스타	21.3	20.5	19.7	8.1	7.5	7.2	6.9	6.6	76.2	71.2	70.6
BTS World	10.7	9.7	9.4	7.5	7.0	6.7	6.4	6.1	41.3	37.3	26.2
일곱개의 대죄	63.9	144.0	109.2	74.9	72.9	66.3	60.4	63.4	162.9	392.0	263.0
A3: 스틸 얼라이브	16.0	41.1	19.3	22.2	23.3	22.1	23.2	22.1		98.6	90.8
세븐나이츠 2				77.4	76.5	63.7	61.2	64.2		77.4	265.6
기타	197.3	194.6	207.0	184.3	180.6	225.6	291.0	334.6	732.5	783.1	1,031.8
영업비용	512.5	604.0	554.9	541.4	522.7	569.4	602.8	637.5	1,964.8	2,212.8	2,332.4
인건비	124.5	131.2	137.8	137.8	137.0	144.3	147.4	154.3	477.0	531.3	583.1
지급수수료	227.2	287.7	263.8	246.4	231.2	250.2	278.0	297.9	953.5	1,025.1	1,057.3
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	83.5	103.1	104.9	111.9	292.4	392.4	403.4
기타	65.8	60.2	67.6	70.4	71.1	71.8	72.5	73.3	241.9	264.0	288.7
매출 대비 영업비용 비중	96.2%	88.1%	86.4%	86.8%	84.5%	88.4%	86.2%	85.4%	90.2%	89.1%	86.1%
인건비	23.4%	19.1%	21.5%	22.1%	22.2%	22.4%	21.1%	20.7%	21.9%	21.4%	21.5%
지급수수료	42.6%	42.0%	41.1%	39.5%	37.4%	38.8%	39.8%	39.9%	43.8%	41.3%	39.0%
마케팅비	17.8%	18.2%	13.3%	13.9%	13.5%	16.0%	15.0%	15.0%	13.4%	15.8%	14.9%
기타	12.3%	8.8%	10.5%	11.3%	11.5%	11.1%	10.4%	9.8%	11.1%	10.6%	10.7%
영업이익	20.4	81.7	87.4	82.5	95.5	74.9	96.3	108.8	202.6	272.0	375.6
영업이익률	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	15.5%	11.6%	13.8%	14.6%	9.3%	10.9%	13.9%
순이익	57.4	85.2	92.5	103.3	88.5	73.2	89.5	99.0	169.7	338.4	350.2
순이익률	10.8%	12.4%	14.4%	16.6%	14.3%	11.4%	12.8%	13.3%	7.8%	13.6%	12.9%
지배주주지분 순이익	53.9	75.3	83.7	100.5	86.1	71.2	87.0	96.4	156.0	313.4	340.7

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

4) 넷마블: ② 밸류에이션

사업가치 5.7조원,
자회사 지분가치는
현재 시총에 지분율과
할인율 적용

넷마블의 밸류에이션은 SoTP 방식으로 산출하고 있다. 사업 가치는 2021년 EBITDA에 글로벌 게임 peer의 2021년 EB/EBITDA 평균을 20% 할인 적용해 5.7조원으로 산출했다. 투자자산 가치의 경우 빅히트, 엔씨소프트, 코웨이, 카카오게임즈, 카카오뱅크 등의 현재 시총과 적정 시총에 지분율과 할인율 20%를 적용하여 산출했다. 순현금을 가산해 산출한 목표주가는 12만원이며, 목표주가는 현재 주가와 유사한 수준이다.

밸류에이션은 과거
대비 부담 축소

넷마블의 밸류에이션은 과거 대비 부담이 축소되었다. 상장 이후 모바일 MMORPG '리니지2 레볼루션'의 흥행에 크게 성공했던 2017년 실적 대비 2018, 2019년에는 신작 흥행 성과가 부진했고, 이에 따른 밸류에이션 부담도 확대되었던 시기였다. 2018, 2019년 넷마블의 PER은 약 50배 내외에 달했다.

신작 흥행에 따라
밸류에이션 안정화
전망

그러나 이후 신작 hit ratio가 점차 개선되며 최근 밸류에이션은 과거 대비 한 층 낮아진 수준이 유지되고 있다. 2020년 PER은 36배였으며, 2021년과 2022년 신작 흥행 성과가 반영되면 PER은 30.3배, 23.9배로 점차 안정화될 것으로 전망된다.

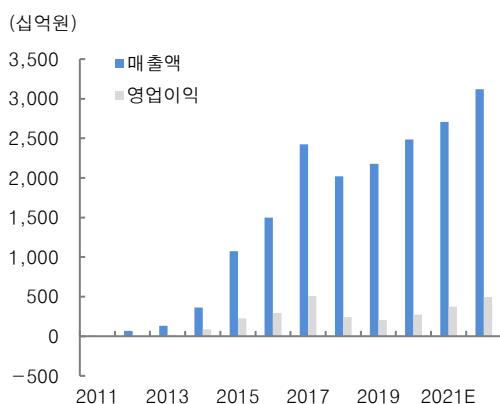
표 8. 넷마블 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 사업 가치		
2021년 영업이익	375.6	
유·무형자산 감가상각비	110.9	
2021년 EBITDA	486.5	Activision Blizzard, EA, Nintendo 등 글로벌 peer 9 개사의 2021년 EV/EBITDA 평균을 20% 할인
Target EV/EBITDA	11.8	
적정 가치	5,759.9	
(2) 투자자산 가치		
빅히트 적정가치	8,389.4	현재 주가 기준
지분율	25.7%	
할인율	20.0%	
빅히트 지분가치 (a)	1,724.9	
엔씨소프트 적정가치	24,149.4	엔씨소프트 목표주가 120만원 기준
지분율	8.9%	
할인율	20.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	1,719.4	
코웨이 적정가치	4,819.1	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	20.0%	
코웨이 지분가치 (c)	966.9	
이외 투자자산 가치 (d)	669.9	카카오뱅크(4%), 카카오게임즈(6%) 등
적정 가치 (a) + (b) + (c) + (d)	5,081.1	
(3) 순현금	-484.5	별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	10,356.5	
발행 주식 수(천주)	85,842	
적정 주가(원)	120,647	
목표 주가(원)	120,000	
현재 주가(원)	129,000	
상승 여력	-7.0%	

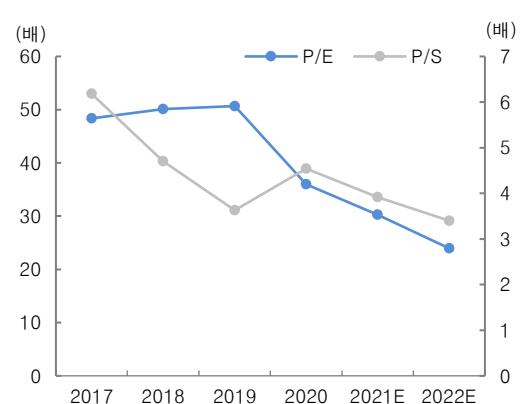
자료: 대신증권 Research Center

그림 43. 넷마블 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

그림 44. 넷마블 P/E, P/S 배수 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:리서치센터)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.2%	1.0%

(기준일자: 20210407)