

# 한국 빅테크의 주인공은 '나야 나'

2021년 하반기 전망 시리즈 **11**  
**인터넷/게임**  
(Overweight)

# 한국 빅테크의 주인공은 '나야 나'



**인터넷/게임**

Analyst **김동희**

02. 6454-4869

[donghee.kim@meritz.co.kr](mailto:donghee.kim@meritz.co.kr)

Top Picks	투자판단	적정주가
카카오 (035720)	Buy	150,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	1,200,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	520,000원
넷마블 (251270)	Buy	180,000원
아프리카TV (067160)	Buy	120,000원

## Contents

### 산업분석

Part I	Prologue – 숨고르기	09
Part II	게임화 세상(Gamification)	15
Part III	슈퍼 웹툰 YEAR	31
Part IV	마이데이터發 금융혁명	45
Part V	게임산업 – 논란과 규제에도 ‘성장’	67

### 기업분석

	카카오 (035720) 카카오에 카카이를 더하다	78
	NAVER (035420) 한국 쇼핑 시장의 강자	88
	엔씨소프트 (036570) 끊임없는 신작 모멘텀	94
	넷마블 (251270) 제 2의 성장 스토리 임박	100
	아프리카TV (067160) 별풍선 대중화 시대	105

Summary

한국 빅테크의 주인공은 ‘나야 나’

Overweight

Prologue  
숨고르기

- I
- 글로벌 빅테크 시장지배력은 코로나19를 계기로 더욱 강화. 구글, MS, 애플, 페이스북 등 IT 기업들의 점유율을 과반 넘어
- 빅테크에 대한 규제 움직임(디지털세금, 인수합병 금지, 반독점 과징금) 있으나 기업의 성장과 혁신 인센티브 억제할 위험
- 국내 네이버와 카카오는 플랫폼 빅뱅을 통해 경쟁력 배가. 네이버와 카카오의 시가총액 차이 미미. 누가 국내 No.1 소프트웨어 기업이 될지 주목할 시점

게임화 세상(Gamification)

- II
- 게이미피케이션을 토대로 신기술을 융합해 대중성을 갖춘 다채로운 콘텐츠를 순차적으로 선보일 것. 우리 일상 자체가 게임이 되는 시대. 글로벌 게임화 시장은 2025년에 약 350억달러로 추정. 19년 대비 5배 규모로 성장하는 것
- 국내 메타버스의 대표 Player는 네이버제트. 제페토의 수익모델은 아이템 결제, 광고와 커머스로 다변화
- 2021년 네이버제트 매출액은 전년대비 약 5배 증가한 500억원 추정. 예상 기업가치는 0.6~1.0조원 추산

슈퍼 웹툰 YEAR

- III
- 과거 만화방이나 만화잡지, 만화책과 같은 기존 만화생태계는 숙련된 작가가 예측된 매체에 공개해 판매수익 올리는 구조였다면 웹툰은 구조적으로 많은 유저들이 PC나 모바일을 통해 구독하며 사용자 경험 확대되는 구조
- 열린 구조와 커뮤니케이션 하는 상호작용성. 진입장벽이 낮은 무한경쟁으로 양질의 콘텐츠 선순환되어 공급
- 세계 디지털 만화 시장 규모는 2022년까지 연평균 8.1% 성장해 135억 달러에 달할 것으로 분석
- 2021년 네이버와 카카오는 국내외 원천IP 기업들을 경쟁적으로 인수합병하며 영향력 키우고 있어. 네이버는 왓패드에서 이어 문피아까지. 카카오는 타파스와 래디쉬를 인수합병하며 외형과 기업가치의 레벨업 진행 중

Summary

한국 빅테크의 주인공은 ‘나야 나’

Overweight

마이데이터發 금융혁명

IV

- 빅테크 기업들의 금융경쟁력 강화. 카카오페이는 증권계좌 출범 1년만에 400만 계좌 돌파. 21년 MTS 출시 준비
- 네이버는 미래금융그룹과의 협업 하에 CMA, 소상공인 신용대출 서비스. 보험업 강화 위해 NF보험서비스 설립
- 비바리퍼블리카는 토스증권 첫 계좌개설 고객에게 주식 1주 선물받기 이벤트 진행하며 300만 계좌 돌파
- 21년 8월 핀테크 기업들의 궁극적인 지향점인 ‘마이데이터’ 정식 시행. 금융자산 관리 플랫폼으로 성장 본격화

게임산업 – 논란과 규제에도 ‘성장’

V

- 21년 1분기 확률형 아이템 관련 게임 규제리스크 재부각. 엔씨소프트는 유·무료 확률형 아이템까지 자율규제 준수 발표
- 개발 인력에 대한 투자는 중장기 성장을 위해 필수적. 인건비 증가로 연간 이익 추정치 하향 조정
- 본게임은 아직 시작전. 2분기부터 기대 신규게임들이 국내외에서 연이어 출시될 전망
- 게임은 공급자 주도의 흥행산업.  
5월 엔씨소프트의 ‘트릭스터M’을 시작으로 6월 넷마블의 ‘제2의 나라’, 엔씨소프트의 ‘블레이드앤소울2’, 크래프톤의 ‘배틀그라운드:뉴스테이트’ 등의大作들이 연이어 오픈
- 하반기 IPO 대어인 크래프톤의 상장 임박.  
20년 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(+53.6% YoY), 7,739억원(+115.4% YoY) 기록. 장외 기업가치는 22.2조원으로 연초대비 48% 상승. 글로벌 IP ‘배틀그라운드’의 성장 스토리 여전히 유효하고 신규라인업들의 경쟁력 확인에 따라 리레이팅 될 것

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 인터넷 광고	<ul style="list-style-type: none"> <li>전자상거래의 성장</li> <li>소비경기</li> <li>광고 상품의 고도화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>둔화</li> <li>둔화</li> <li>성장 지연</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>온라인 소비 증가세 지속</li> <li>회복</li> <li>퍼포먼스 광고의 성장 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>성장 가속화</li> <li>성장</li> <li>기대 이상의 성장</li> </ul>
	2. 게임의 흥행	<ul style="list-style-type: none"> <li>출시 일정</li> <li>중국 판호 재개</li> <li>콘솔/클라우드 게임 시장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지연</li> <li>한한령 개선 안됨</li> <li>대중화 지연</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일정 부합</li> <li>점진적 개선</li> <li>예상 수준</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>예상보다 빠른 출시</li> <li>전면 개방</li> <li>예상보다 빠른 성장</li> </ul>
	3. 테크핀	<ul style="list-style-type: none"> <li>마이데이터 시행</li> <li>MTS 출시로 리테일 경쟁</li> <li>카카오페이/뱅크 IPO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지연</li> <li>일정 지연 혹은 주가 부진</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일정 부합</li> <li>점진적 성장</li> <li>공모가와 유사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>예상보다 빠른 성장</li> <li>금융업에 유의미한 변화</li> <li>상장 이후 가파른 기업가치 상승</li> </ul>
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> <li>매크로 변화에 따른 영향 적은 회사</li> <li>기존 수익원으로 안정적 수익창출 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>온라인 쇼핑, 콘텐츠 소비 증가세 지속</li> <li>신규 게임 흥행과 새로운 플랫폼에 적극 도전하는 회사</li> <li>그동안의 투자가 이익으로 회수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>디지털 변화 더욱 가속화</li> <li>카카오페이, 카카오뱅크의 성공적인 기업공개. IPO 이후 리레이팅 확대</li> </ul>
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> <li>NAVER, 엔씨소프트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>카카오, 엔씨소프트</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>카카오</li> </ul>

## 기업분석

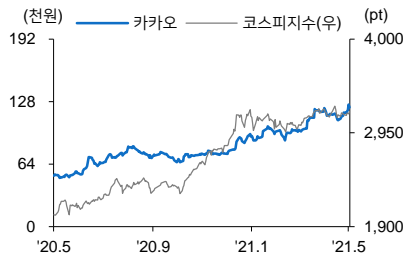
종목	투자판단	적정주가
카카오 (035720)	Buy	150,000원
NAVER (035420)	Buy	520,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	1,200,000원
넷마블 (251270)	Buy	180,000원
아프리카TV (067160)	Buy	120,000원

# 카카오(035720) 카카오에 카카오를 더하다

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

## Buy

적정주가 (12개월)	150,000원		
현재주가 (5.31)	123,000원		
상승여력	22.0%		
KOSPI	3,203.92pt		
시가총액	545,944억원		
발행주식수	44,386만주		
유동주식비율	72.92%		
외국인비중	33.12%		
52주 최고/최저가	125,000원/49,900원		
평균거래대금	3,546.1억원		
<b>주요주주(%)</b>			
김범수 외 65인	24.30		
국민연금공단	8.42		
MAXIMO PTE	6.31		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	8.4	67.1	133.4
상대주가	6.5	35.2	47.9
<b>주가그래프</b>			



## 공격적인 성장의 속도

- 카카오 기업집단의 리레이팅은 자회사들의 성장과 가치 현실화를 통해 가속화
- 카카오엔터테인먼트는 타파스, 래디쉬 인수를 통해 북미 콘텐츠 시장 공략을 위한 본격 거점 마련. 카카오 커머스는 지그재그 인수 통해 국내 전자상거래 시장 내 경쟁력 제고
- 카카오 모빌리티는 대리, 블루 등의 성장과 더불어 주차, 퀵서비스, 팻택시 등 사물과 사람의 이동을 포용하는 플랫폼으로 성장의 파이 넓혀. 2021년 페이와 은행의 기업공개는 국내 핀테크 시장의 역사를 쓰게 될 것

## 빅테크에 '종속' 있다

- 카카오는 구독 및 지갑서비스 등을 통해 이용자의 로열티 높이고 자회사와 같이 성장하는 플랫폼 구축
- 2021년 카카오는 지갑 서비스 출시하며 1천만 이용자 돌파. 연내 구독 서비스 출시 예정
- 구독 서비스는 비즈 파트너에게는 상품 구독, 백오피스 등 다양한 기능 제공. 또한 콘텐츠 구독 서비스는 창작자와 구독자 연결, 이용자가 관심에 맞는 콘텐츠를 구독 가능

## 투자이견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향

- 멜론컴퍼니 분사와 5월 카카오재팬(픽코마)의 투자유치로 인한 가치 상향 반영하였음

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,070.1	206.8	-301.0	-3,585	적전	60,603	N/A	2.5	29.0	-5.8	52.2
2020	4,156.8	455.9	155.6	1,777	흑전	71,173	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021E	5,533.1	787.6	802.9	1,833	-0.3	16,026	67.1	7.7	48.6	12.0	47.3
2022E	6,733.6	1,324.4	927.3	2,117	14.4	18,099	58.1	6.8	31.5	12.3	43.6
2023E	7,738.6	1,730.7	1,231.8	2,812	31.0	20,860	43.7	5.9	24.4	14.3	39.5

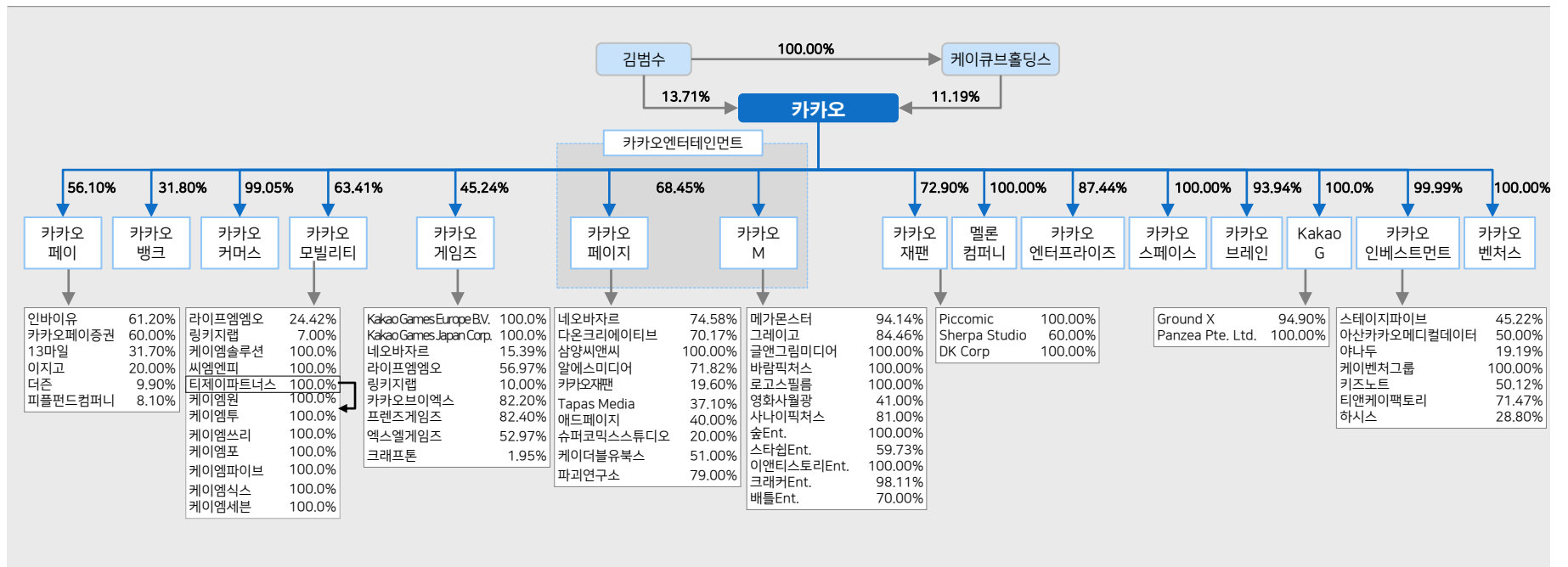


# 카카오 기업집단의 재평가

## 자회사 IPO와 공격적 M&A를 통해 가속화

- 2021년 카카오는 핵심 금융 자회사(페이, 은행)의 기업공개를 앞두고 있음
- 카카오 기업군의 재평가는 영업가치의 성장, 지분구조의 변화(투자 유치 혹은 IPO)를 통해 진행 중
- 2021년 3월 카카오엔터테인먼트 출범. 5월 카카오커머스의 지그재그 인수합병
- 카카오엔터테인먼트의 타파스와 래디쉬 인수. 매도가능증권 '두나무'의 성장과 기업가치 재평가도 긍정적
- 2021년 페이와 은행의 기업공개는 국내 핀테크 시장의 역사를 쓰게 될 것

## 카카오 지배구조



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

# 나를 위한 선물 플랫폼

## 카카오커머스

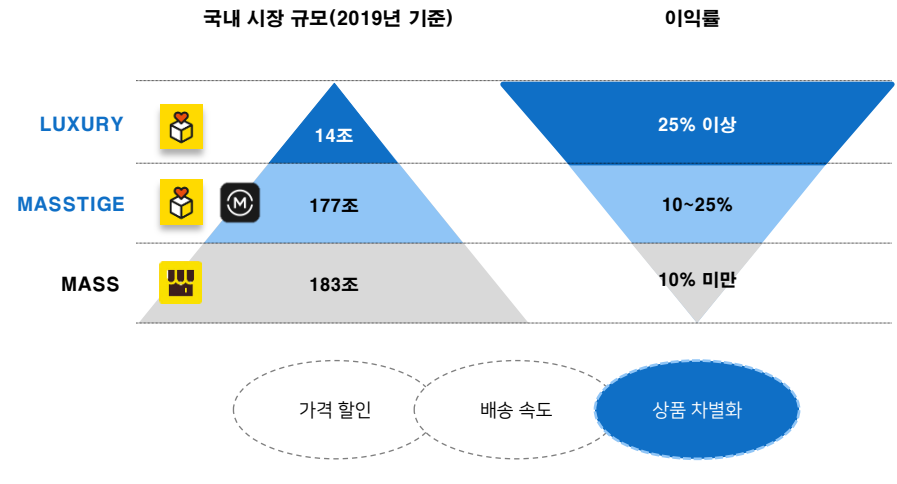
- 2020년 카카오커머스의 영업수익은 5,735억원(+93.7% YoY), 영업이익은 1,595억원(+110.8% YoY) 기록. 27.8%의 높은 영업마진 확인
- 2020년 카카오커머스 거래액 4.6조원에서 선물하기는 약 4조원, 87% 비중으로 추정
- 21년 톡스토어 거래액은 1조원 목표. 톡스토어, 메이커스, 톡딜, 라이브커머스 등이 빠르게 성장
- 카카오커머스의 거래액 대비 take rate은 10% 안팎으로 추정. 결제수수료 3.5% + 마케팅 수수료 6.5%
- 배송선물의 경우 명품 브랜드 및 뷰티 상품의 자기구매 비중은 약 50% 수준. 전자상거래 성장의 청신호

### 카카오커머스 손익계산서 - 높은 수익성 확인

(십억원)	2018	2019	2020	2021E
영업수익	22.7	296.2	573.5	766.2
(% YoY)	-	-	93.7	33.6
영업비용	18.5	220.5	414.0	545.2
인건비	2.3	22.5	36.2	45.2
지급수수료	9.1	121.1	194.1	259.3
상품판매원가	4.6	61.7	164.0	219.1
광고대행수수료	1.4	7.5	2.6	2.9
기타	6.2	7.7	17.0	18.7
영업이익	4.2	75.7	159.5	221.0
(% YoY)	-	-	110.8	38.6
OPM(%)	18.4	25.6	27.8	28.8
기타손익	0.6	-2.1	-0.7	-0.7
금융손익	0.1	2.6	3.9	4.5
지분법손익	-	-	0.3	0.3
세전이익	4.8	76.2	163.1	225.1
법인세비용	0.2	18.7	39.8	49.5
당기순이익	4.6	57.5	123.3	175.6
(% YoY)	-	-	114.4	42.4
NPM(%)	20.3	19.4	21.5	22.9

주: 2018년 손익은 12월 법인 분사후 1개월치 수익만 반영  
자료: 카카오커머스, 메리츠증권 리서치센터

### 카카오커머스가 지향하는 마켓 - 럭셔리 매스티지



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오모빌리티

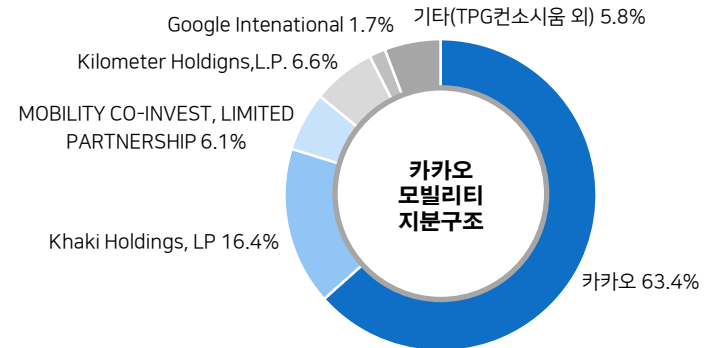
- 2020년 매출액은 2,801억원(+167.1% YoY), 영업손실은 130억원으로 적자폭 축소
- 20년 코로나19로 대리운전 비즈니스 부진했으나 카카오T블루의 가맹사업 확대가 외형 성장 견인
- 2017년 평가받은 기업가치는 1.63조원, 2021년 구글 투자를 통해 기업가치 3.4조원으로 상승
- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 4,063억원(+45.0% YoY), 561억원(흑자전환) 기대
- 대리, 블루 뿐 아니라 주차장 운영대행, 퀵서비스, 펫택시, 꽃배달 등의 사람과 사물의 이동을 책임지는 모빌리티 플랫폼으로 성장 기대. 최근 칼라일, 구글 등으로 투자받은 2,800억원의 자본력 기반한 투자

### 카카오모빌리티 연결손익계산서 - 2021년 턴어라운드 기대

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
<b>영업수익</b>	<b>16.7</b>	<b>53.6</b>	<b>104.9</b>	<b>280.1</b>	<b>406.3</b>
(% YoY)	-	221.0	95.5	167.1	45.0
<b>영업비용</b>	<b>27.3</b>	<b>74.7</b>	<b>127.0</b>	<b>293.1</b>	<b>350.2</b>
인건비	8.7	21.1	38.3	50.4	80.0
보험료	3.3	9.7	14.3	13.9	20.2
지급수수료	6.4	25.0	54.8	127.3	180.0
광고선전비	6.5	11.2	6.3	26.2	30.0
기타	2.5	7.8	13.3	75.3	40.0
<b>영업이익</b>	<b>-10.6</b>	<b>-21.1</b>	<b>-22.1</b>	<b>-13.0</b>	<b>56.1</b>
(% YoY)	적지	적지	적지	적지	흑전
OPM(%)	-63.7	-39.3	-21.1	-4.6	13.8
기타손익	0.0	-0.3	-4.1	-23.9	-4.1
금융손익	0.5	2.9	1.3	-0.2	1.3
지분법손익	-	0.0	-0.6	-0.5	-0.6
<b>세전이익</b>	<b>-10.1</b>	<b>-18.5</b>	<b>-25.5</b>	<b>-37.6</b>	<b>52.7</b>
법인세비용	-	-	0.0	-	10.5
<b>당기순이익</b>	<b>-10.1</b>	<b>-18.5</b>	<b>-25.5</b>	<b>-37.6</b>	<b>42.2</b>
(% YoY)	-	적지	적지	적지	흑전
NPM(%)	-60.7	-34.6	-24.4	-13.4	10.4

자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

### 카카오모빌리티 지분구조



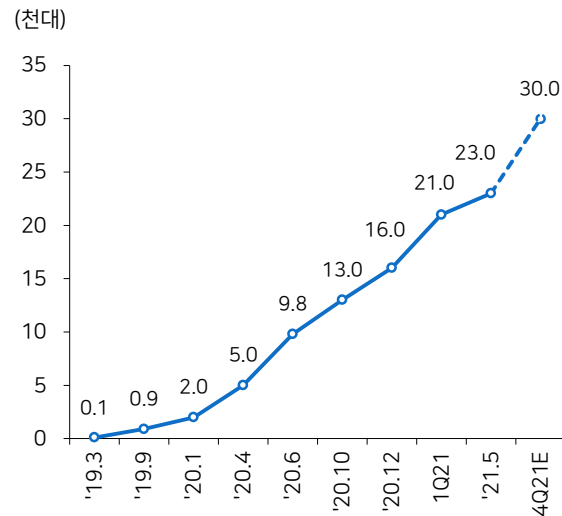
자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

# 국내 No.1 모빌리티 플랫폼으로 자리매김

## 카카오모빌리티

- 카카오T블루 운행대수는 20년 1월 2천대에서 21년 현재 2만 3천대로 10배 이상 증가
- 대리운전의 경우 코로나 백신 접종 상황에 따라 회복 기대. 국내 대리운전 시장은 약 4~5조원 규모로
- 카카오의 시장점유율은 아직 10~15% 수준에 불과해 성장 잠재력 여전히 많이 남아있는 상황
- 21년 코엑스, 에버랜드 등의 주차장 운영대행 서비스 시작. 연간 500억원 규모로 국내 주차장 시장이 약 1조원이라는 점 감안하면 5%에 불과
- 마이발렛(발레파킹 서비스), 딜카(렌터카 공유 플랫폼), 펫미업(반려동물 택시 서비스) 등 인수하며 영역 확장

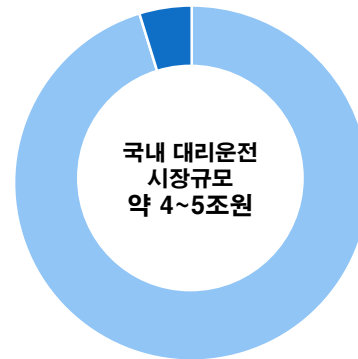
### 카카오T블루 운행대수



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

### 국내 대리운전 시장 규모 vs 카카오 점유율

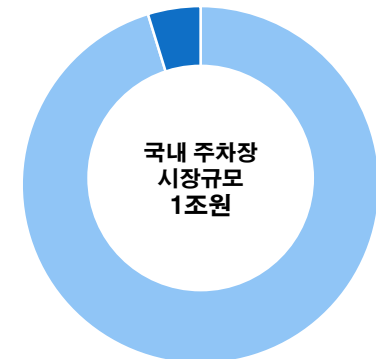
카카오 시장점유율은 10~15% 수준



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

### 국내 주차 시장 규모

카카오 모빌리티의  
2021E 주차장 운영 수익은 500억원



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터

# 최고의 미디어 콘텐츠 기업을 목표

## 카카오M (카카오엔터테인먼트)

- 2020년 연결 영업수익은 4,647억원, 영업이익은 160억원, 영업이익률 3.4% 기록
- 음원 유통 매출액은 연간 1,000억원 수준으로 추정. 스타쉽엔터 568억원, 숲엔터 265억원, BH엔터 249억원, 레디엔터 185억원 등 100억원 이상의 연결 자회사 총 19개
- 연결 자회사 합산 매출액은 2,307억원, 전체 매출 대비 49.6% 비중
- 20년 카카오M은 콘텐츠 제작역량 강화 위해 글앤그림미디어, 로고스필름, 바람픽처스 등 인수
- 21년 5월 영상 스트리밍 기술 업체 '아이앤아이소프트'를 250억원에 인수하며 OTT 플랫폼 역량 강화

### 카카오M 컴퍼니 연결손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020
영업수익	54.0	353.0	464.7
(% YoY)	-	553.9	31.6
영업비용	51.2	331.9	448.7
인건비	5.1	49.2	65.8
홍보비	17.7	125.9	168.8
인세	12.6	97.5	120.5
지급수수료	7.5	22.1	27.1
무형자산상각비	1.6	16.3	28.8
기타	6.7	20.7	37.7
영업이익	2.8	21.2	16.0
(% YoY)	-	649.6	-24.5
OPM(%)	5.2	6.0	3.4
기타손익	-0.9	-6.3	-30.8
금융손익	-0.5	0.8	-0.3
지분법손익	-0.5	0.3	1.1
세전이익	1.0	16.0	-14.1
법인세비용	0.9	7.1	4.9
당기순이익	0.1	8.9	-19.0
(% YoY)	-	14,979.2	적전
NPM(%)	0.1	2.5	-4.1

주: 2018년 실적은 11월 회사 설립 이후 2개월치만 반영  
자료: 카카오M, 메리츠증권 리서치센터

### 카카오M의 연결 자회사 손익

(십억원)	자산	부채	자본	매출	당기순이익
스타쉽 Ent.	63.7	40.7	23.0	56.8	-7.5
숲 Ent.	9.1	7.9	1.3	26.5	1.1
비에이치Ent.	23.0	17.5	5.6	24.9	0.8
래디 Ent.	18.1	5.0	13.0	18.5	1.4
플레이엠	15.2	7.2	8.0	16.1	-1.2
메가몬스터	12.6	0.7	11.9	14.6	-2.6
글앤그림미디어	16.0	12.2	3.8	12.1	1.4
어썬이엔티	9.8	6.2	3.6	11.3	0.4
제이와이드컴퍼니	8.7	5.6	3.2	11.2	0.3
영화사 월광	12.1	9.2	2.9	10.8	-0.2
크라커	7.3	5.0	2.3	10.6	0.6
브이에이에스티	9.4	6.9	2.5	9.9	1.5
그레이고	10.9	1.5	9.4	3.0	-2.1
사나이픽처스	2.2	1.2	1.0	1.9	-0.9
이엔티스토리 Ent.	2.4	1.8	0.7	1.7	0.0
로고스필름	16.8	9.7	7.1	0.6	-0.4
플렉스엠	2.1	1.4	0.7	0.2	-1.3
PT. Path Mobile Indonesia	1.9	-	1.9	0.1	-1.0
바람픽처스	32.3	35.7	-3.3	-	-1.1
합계	273.5	175.2	98.4	230.7	-10.8

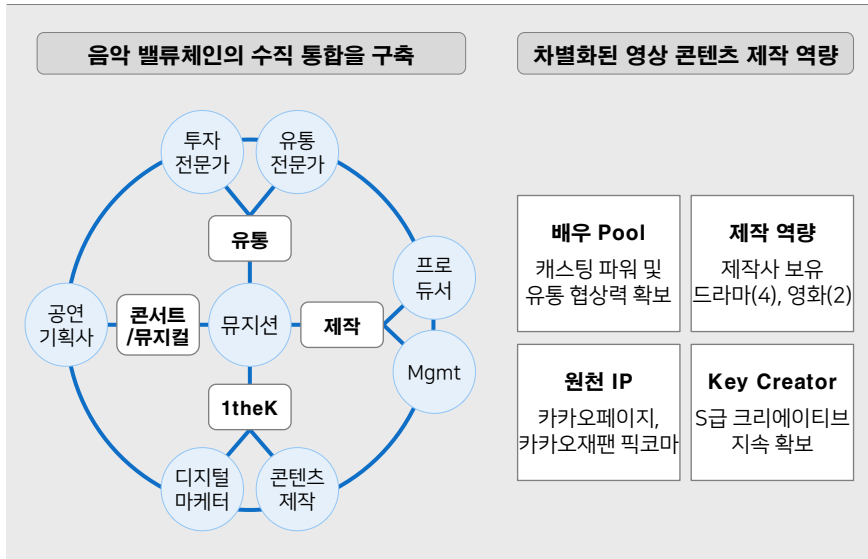
주: 음영 표시 기업의 매출액, 당기순이익은 20년 지배력 획득일 이후 발생한 금액  
자료: 카카오M, 메리츠증권 리서치센터

# M&A를 통한 몸집 불리기

## 카카오M

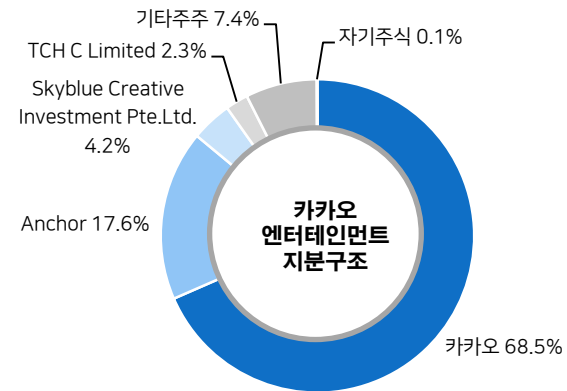
- 카카오M은 4개의 뮤직 레이블, 최대의 배우 Pool, 제작 역량(드라마 4개, 영화 2개), 카카오페이지의 원천 IP 등에 기반하여 국내 최대 미디어 콘텐츠 기업으로 도약 준비 중
- 20년 10월 카카오TV 출시를 통해 영상 제작 역량 가시화. VOD 유료화, 넷플릭스 등에 콘텐츠 판매, 광고/PPL 등으로 수익화 노력
- 21년 5월 영상 스트리밍 기술업체 '아이앤아이소프트'를 250억원에 인수. SM엔터 지분 인수 가능성 제기되며 경쟁력 강화를 위한 인수 합병 본격화

## 카카오M의 콘텐츠 밸류체인



자료: 카카오M, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오엔터테인먼트 지분구조(합병법인)



자료: 카카오M, 메리츠증권 리서치센터

# 카카오 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 11

인터넷/게임

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>868.4</b>	<b>952.9</b>	<b>1,100.4</b>	<b>1,235.1</b>	<b>1,258.0</b>	<b>1,317.0</b>	<b>1,417.6</b>	<b>1,540.6</b>	<b>3,070.1</b>	<b>4,156.8</b>	<b>5,533.1</b>
(% YoY)	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	38.2	28.8	24.7	27.0	35.4	33.1
<b>플랫폼 부문</b>	<b>441.8</b>	<b>492.7</b>	<b>554.4</b>	<b>657.0</b>	<b>668.8</b>	<b>704.6</b>	<b>754.8</b>	<b>815.2</b>	<b>1,434.7</b>	<b>2,145.9</b>	<b>2,943.4</b>
특비즈	224.7	248.4	284.4	360.3	361.5	365.1	408.9	438.3	649.8	1,117.8	1,573.8
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	114.5	108.7	117.1	523.6	477.9	457.8
신사업	100.5	126.8	148.8	174.0	189.8	225.0	237.2	259.8	261.2	550.1	911.8
<b>콘텐츠 부문</b>	<b>426.6</b>	<b>460.2</b>	<b>546.0</b>	<b>578.1</b>	<b>589.2</b>	<b>612.4</b>	<b>662.8</b>	<b>725.4</b>	<b>1,635.4</b>	<b>2,010.8</b>	<b>2,589.7</b>
게임 콘텐츠	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	123.1	162.6	177.5	397.4	495.5	593.5
뮤직 콘텐츠	150.7	151.0	155.7	155.1	156.8	157.1	158.9	158.2	586.6	612.6	631.0
유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	199.9	213.7	226.7	297.2	528.0	815.0
IP비즈니스 기타	81.9	82.7	91.5	118.6	127.4	132.3	127.6	163.0	354.1	374.7	550.3
<b>영업비용</b>	<b>780.2</b>	<b>855.1</b>	<b>980.2</b>	<b>1,085.5</b>	<b>1,100.4</b>	<b>1,145.7</b>	<b>1,208.3</b>	<b>1,291.1</b>	<b>2,863.3</b>	<b>3,701.0</b>	<b>4,745.5</b>
(% YoY)	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	34.0	23.3	18.9	22.2	29.3	28.2
인건비	198.7	216.5	239.3	238.0	274.3	294.7	303.6	331.5	701.5	892.5	1,204.1
지급수수료	381.7	409.5	463.7	491.6	506.3	521.5	537.1	553.2	1,367.9	1,746.4	2,118.2
광고선전비	29.9	38.4	75.6	87.5	67.2	92.2	99.2	123.2	151.2	231.5	381.9
무형자산상각비	18.0	18.0	18.0	18.0	18.9	19.8	20.8	21.9	72.0	72.0	81.4
외주가공비	42.0	42.8	43.7	44.5	45.2	46.6	48.0	49.4	159.8	173.0	189.1
기타	110.0	129.8	139.9	205.9	188.5	170.9	199.6	211.8	410.9	585.6	770.8
<b>영업이익</b>	<b>88.2</b>	<b>97.8</b>	<b>120.2</b>	<b>149.7</b>	<b>157.5</b>	<b>171.3</b>	<b>209.3</b>	<b>249.5</b>	<b>206.8</b>	<b>455.9</b>	<b>787.6</b>
(% YoY)	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	75.2	74.1	66.7	183.5	120.4	72.8
OPM(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	13.0	14.8	16.2	6.7	11.0	14.2
<b>세전이익</b>	<b>126.6</b>	<b>204.1</b>	<b>179.6</b>	<b>-96.0</b>	<b>318.7</b>	<b>292.8</b>	<b>259.6</b>	<b>277.2</b>	<b>-234.3</b>	<b>414.3</b>	<b>1,148.3</b>
<b>지배순이익</b>	<b>77.5</b>	<b>139.8</b>	<b>127.5</b>	<b>-189.1</b>	<b>224.5</b>	<b>205.1</b>	<b>180.0</b>	<b>193.3</b>	<b>-301.0</b>	<b>155.6</b>	<b>802.9</b>
(% YoY)	181.6	260.4	128.9	-55.3	189.9	46.7	41.2	-202.2	적전	흑전	415.9
NPM(%)	8.9	14.7	11.6	-15.3	17.8	15.6	12.7	12.5	-9.8	3.7	14.5

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,  
적정주가 15만원 상향

- 2021년 주요 자회사들의 가치 재평가 지속. 카카오페이와 카카오뱅크 기업공개 예정
- 콘텐츠 산업이 웹툰, 영화/드라마, 음악 등이 유기적으로 결합하고 있어 멜론 컴퍼니를 분사
- 카카오톡 가치 21.3조원, 자회사 가치 41.2조원 등을 합산한 66.1조원으로 평가
- 핵심 자회사들의 상장으로 카카오 모회사의 투자메리트 약화 가능성 해소 위해
- 카카오 플랫폼 로열티 강화, 자회사 성장을 함께하는 카카오 플랫폼 밸류 제고 방안이 구독경제로 구체화될 것

## 카카오 Valuation

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치 (A)</b>	<b>21,331.5</b>	
광고(카카오톡 + 다음)	21,331.5	21E NPM 35% 가정, PER 30배 적용
<b>자회사 가치 (B)</b>	<b>41,212.6</b>	
카카오페이	5,405.1	지분율 56.1%, 기업가치 9.6조원 반영
카카오게임즈	1,764.4	지분율 45.2%, 시가총액 3.9조원 가정
카카오모빌리티	2,155.6	지분율 63.4%, 3.4조원(21E Sales × PSR 7배) 가정
카카오엔터테인먼트	7,471.3	카카오페이지 4.1조원, 카카오M 2.2조원, 래디쉬/타파스 1.1조원 가치 합산
멜론컴퍼니	3,154.8	21E NP 1,577억원 × PER 20배 적용, 지분율 100%
픽코마	8,800.0	지분율 72.9%, 8.8조원(거래액 0.7조원 × PSR 8배) 가정
카카오뱅크	2,955.5	지분율 31.8%, 9.3조원(자본금 2.55조원 × PBR 3.6배) 가정
카카오커머스	5,943.0	지분율 99.1%, 6.0조원(21E 거래액 × PER 10배) 가정
카카오엔터프라이즈	1,005.6	지분율 87.4%, 1.15조원 가정
기타 자회사	2,531.4	기타 관계기업 투자자산 가치(카카오키즈, 두나무 등) 반영
<b>순현금 (C)</b>	<b>3,567.2</b>	
<b>NAV (A+B+C)</b>	<b>66,085.4</b>	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>150,000</b>	
현주가 (원, 5/31)	123,000	
상승여력 (%)	22.0%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터



# 카카오 (035720)

2021년 하반기 전망 시리즈 11

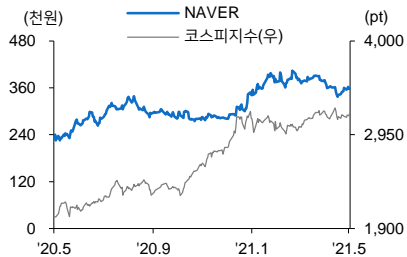
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,070.1	4,156.8	5,533.1	6,733.6	7,738.6
매출액증가율(%)	27.0	35.4	33.1	21.7	14.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,070.1	4,156.8	5,533.1	6,733.6	7,738.6
판매비와관리비	2,863.3	3,701.0	4,745.5	5,409.2	6,007.9
영업이익	206.8	455.9	787.6	1,324.4	1,730.7
영업이익률(%)	6.7	11.0	14.2	19.7	22.4
금융손익	26.4	143.4	136.3	129.5	123.0
종속/관계기업관련손익	-19.8	8.7	388.9	167.9	176.3
기타영업외손익	-447.7	-193.7	-203.4	-213.6	-224.3
세전계속사업이익	-234.3	414.3	1,148.3	1,318.2	1,726.7
법인세비용	107.7	240.9	284.0	329.5	431.7
당기순이익	-341.9	173.4	864.3	988.6	1,295.0
지배주주지분 손이익	-301.0	155.6	802.9	927.3	1,231.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	4,462.9	4,770.0	5,412.4	6,339.9
현금및현금성자산	1,918.2	2,877.5	3,395.6	4,102.9	5,092.0
매출채권	157.2	247.4	443.7	421.5	400.4
재고자산	49.5	45.8	47.2	48.6	50.1
비유동자산	5,907.6	6,987.4	7,339.1	7,712.3	8,108.6
유형자산	349.8	430.7	443.6	456.9	470.6
무형자산	3,548.4	3,351.6	3,452.1	3,555.7	3,662.3
투자자산	1,627.7	2,598.4	2,890.3	3,216.3	1,005.8
자산총계	8,737.3	11,954.0	12,109.1	13,124.7	14,448.5
유동부채	2,133.8	2,627.6	2,859.1	2,969.5	2,853.7
매입채무	29.0	37.7	44.6	52.3	0.0
단기차입금	11.2	130.3	123.8	130.3	130.3
유동성장기부채	0.2	40.2	40.2	40.2	40.2
비유동부채	563.8	1,166.1	1,193.2	1,221.1	1,250.0
사채	40.0	321.8	321.8	321.8	321.8
장기차입금	7.4	5.3	5.5	5.8	6.1
부채총계	2,997.1	4,526.2	3,888.5	3,986.9	4,088.9
자본금	43.2	44.3	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	5,043.2	5,833.1	5,833.1	5,833.1	5,833.1
기타포괄이익누계액	-16.4	86.6	86.6	86.6	86.6
이익잉여금	148.2	316.3	1,109.2	1,910.7	1,834.6
비지배주주지분	514.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8
자본총계	5,740.1	7,427.7	8,220.6	9,137.8	10,359.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	752.7	971.1	2,033.3	2,130.3	2,383.1
당기순이익(손실)	-341.9	173.4	864.3	988.6	1,295.0
유형자산감가상각비	139.1	175.7	193.3	212.6	233.9
무형자산상각비	79.7	90.7	99.8	109.8	120.8
운전자본의 증감	370.8	183.3	376.5	420.5	-2,851.3
투자활동 현금흐름	-414.2	-1,260.7	-280.3	-169.4	-190.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-106.4	-183.2	-188.6	-194.3	-200.1
투자자산의 감소(증가)	-831.5	-962.0	-1,058.2	-1,164.0	-1,280.4
재무활동 현금흐름	322.2	1,305.4	729.2	731.8	734.5
차입금증감	111.2	208.6	100.1	104.6	-45.5
자본의증감	397.1	791.0	814.8	839.2	864.4
현금의증가(감소)	671.2	976.1	501.3	707.3	989.1
기초현금	1,247.0	1,918.2	2,894.3	3,395.6	4,102.9
기말현금	1,918.2	2,894.3	3,395.6	4,102.9	5,092.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,567	47,451	12,632	15,373	17,668
EPS(지배주주)	-3,585	1,777	1,833	2,117	2,812
CFPS	4,200	6,857	1,984	1,789	3,113
EBITDAPS	5,069	8,245	2,467	3,760	4,761
BPS	60,603	71,173	16,026	18,099	20,860
DPS	127	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	219.3	67.1	58.1	43.7
PCR	36.5	56.8	62.0	68.7	39.5
PSR	4.2	8.2	9.7	8.0	7.0
PBR	2.5	5.5	7.7	6.8	5.9
EBITDA	425.6	722.3	1,080.7	1,646.8	2,085.4
EV/EBITDA	29.0	45.5	48.6	31.5	24.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.8	2.7	12.0	12.3	14.3
EBITDA이익률	13.9	17.4	19.5	24.5	26.9
부채비율	52.2	60.9	47.3	43.6	39.5
금융비용부담률	0.4	0.5	1.8	1.5	1.1
이자보상배율(x)	16.1	24.1	8.0	13.1	20.3
매출채권회전율(x)	17.5	20.5	16.0	15.6	18.8
재고자산회전율(x)	72.0	87.3	119.0	140.6	156.9

## Buy

적정주가 (12개월)	520,000원		
현재주가 (5.31)	362,500원		
상승여력	43.4%		
KOSPI	3,203.92pt		
시가총액	595,455억원		
발행주식수	16,426만주		
유동주식비율	80.48%		
외국인비중	56.46%		
52주 최고/최저가	403,500원/225,500원		
평균거래대금	2,775.4억원		
<b>주요주주(%)</b>			
국민연금공단	9.99		
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	30.6	60.4
상대주가	-0.9	5.7	1.6
<b>주가그래프</b>			



## 쇼핑 경쟁력 제고 중

- 네이버 커머스 매출액은 1.5조원(+37.7% YoY), 네이버페이 거래액 역시 40조원으로 56% YoY 성장 목표
- 쇼핑 내 스마트스토어 거래액 비중 확대. 이마트/신세계 등과의 제휴로 신선식품, 장보기 물류 강화와 다크 스토어에 기반한 소규모 물류 거점 확대로 신선식품/생필품 배송 경쟁력 확보
- 21년 3월 쿠팡의 기업공개 이후 기업가치는 여전히 80조원 수준. 네이버쇼핑이 국내 최대 거래 플랫폼이며 물류/배송 경쟁력이 협업으로 강화되고 있다는 점 감안하면 할인을 과도한 상황
- 네이버쇼핑의 재평가는 지속되어야 할 것으로 쇼핑 밸류가 47~65조원 평가시 기업가치 100조원 상회 가능

## '협업'이라는 강력한 무기

- 왓패드, 이마트/신세계 등과 다양한 지분투자 및 협업 구축하여 콘텐츠, 쇼핑 경쟁력 강화는 진행형
- 2분기 이후 라인커머스 진출, 장보기 오픈, 렌탈/구독 서비스 등으로 쇼핑 비즈니스 확장

## 투자의견 Buy, 적정주가 52만원 유지

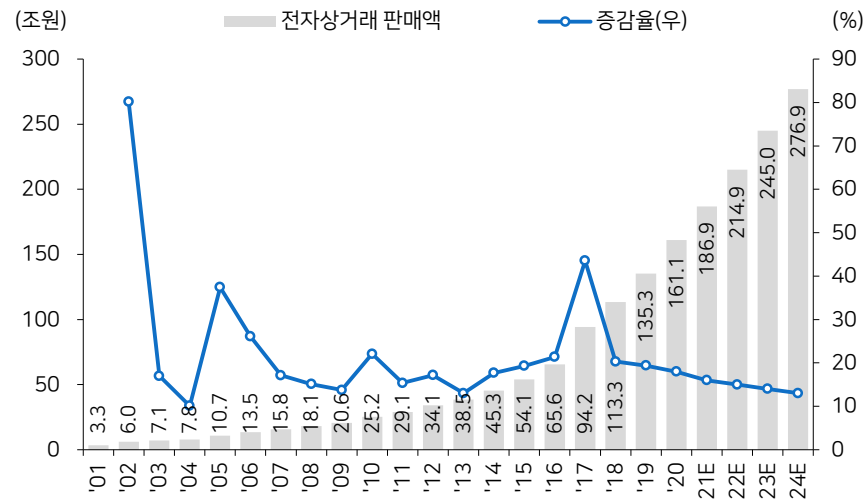
- 숫자로 보여줄 수 밖에. 커머스의 이익 레버리지 강화와 중장기 해외매출 비중 30% 목표에 대한 기대 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,356.2	1,155.0	583.1	3,538	-36.8	35,223	52.7	5.3	17.8	10.6	89.1
2020	5,304.2	1,215.3	1,002.1	6,097	113.5	44,850	48.0	6.5	27.5	15.2	106.1
2021E	6,649.6	1,380.4	16,315.1	99,323	1,833.4	138,990	3.6	2.6	30.7	108.1	34.1
2022E	7,889.7	1,755.9	1,574.7	9,587	-90.3	149,379	37.8	2.4	25.2	6.6	35.2
2023E	9,345.3	2,324.4	1,876.0	11,421	19.0	160,571	31.7	2.3	19.8	7.4	36.1

## 국내 e커머스 시장 리더

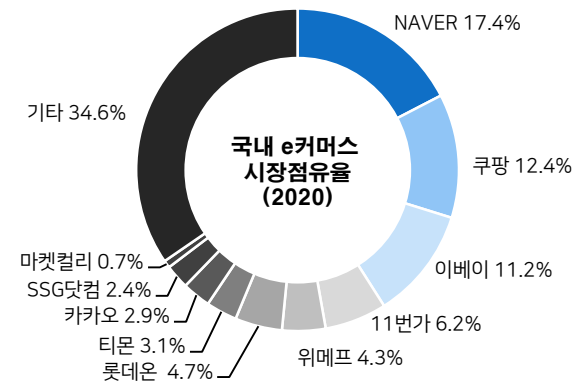
- 국내 전자상거래 시장규모는 글로벌 5위 수준, 소매 유통 시장에서 차지하는 비중은 글로벌 가장 높은 수준
- 업체별 시장 점유율은 네이버 17.4%, 쿠팡 12.4%, 이베이 11.2%, 11번가 6.2%, 위메프 4.3% 순임
- 한국의 테크 기술력과 높은 인터넷 이용률에 기반하여 전자상거래 비즈니스 모델의 성숙도 또한 높아
- 2021년 국내 전자상거래 시장 규모는 187조원(+16% YoY) 규모로 추정, 침투율은 39% 수준 전망
- 높은 모바일 이용률, 경쟁하며 성장 강화, 라이프 스타일 변화 빠르게 캐치업, 테크 기반의 리테일 혁신

## 한국 전자상거래 시장 규모 및 증감율 - 21년 16% 성장 전망



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

## 국내 e커머스 시장점유율 (2020)



자료: 각 사, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

## 네이버쇼핑의 재평가

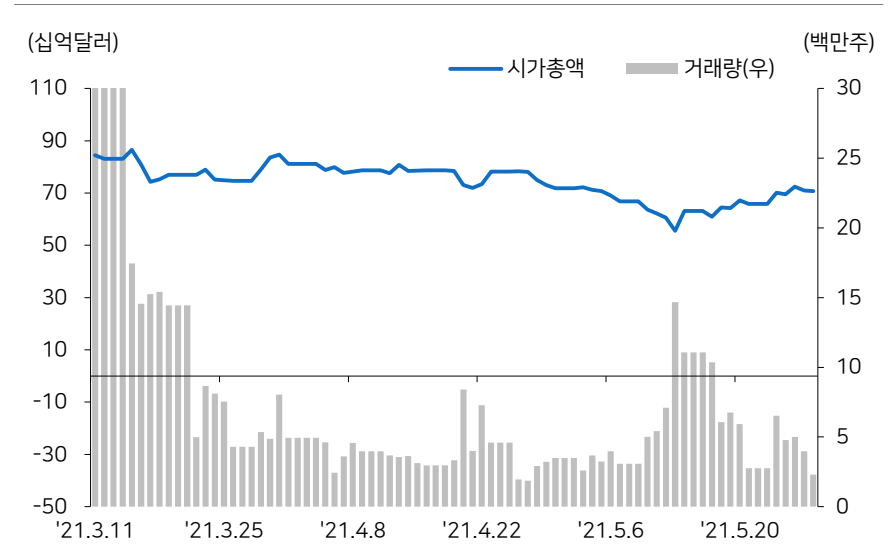
- 당사는 네이버쇼핑의 가치를 28.0조원으로 제시하며 21E 거래액 대비 PSR 0.7배 수준
- 쿠팡의 21E PSR 2.7배 대비 70% 할인된 수준. 30~50%로 축소시 네이버쇼핑의 가치는 46.7~65.3조원 상향. NAVER 전체 기업가치도 103.7조원~122.3조원으로 상향될 수 있음
- 쿠팡은 Addressable Market(진출 가능한 시장)으로 유통, 요식업, 여행업, 광고업 등을 제시
- 한국의 전자상거래는 금융(쿠팡페이, 네이버페이), 콘텐츠(쿠팡플레이, 네이버웹툰/TV), 모빌리티(쿠롱, 네이버예약) 등과 결합되며 슈퍼 플랫폼으로 성장 전망

## 네이버쇼핑의 Re-rating 필요한 시점

구분	기업가치 (조원)	2021E 총매출액 (조원)	2021E PSR (배)
쿠팡	80.0	30.0	2.7
이베이코리아	5.0	18.0	0.3
마켓컬리	3.0	1.5	2.0
11번가	3.0	14.0	0.2
위메프	2.8	7.0	0.4
티켓몬스터	1.7	4.0	0.4
평균	15.9	12.4	1.0
<b>네이버쇼핑</b>	<b>28.0</b>	<b>40.0</b>	<b>0.7</b>

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## 쿠팡의 시가총액 및 거래량



# NAVER 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 11  
인터넷/게임

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,154.7</b>	<b>1,276.0</b>	<b>1,360.8</b>	<b>1,512.6</b>	<b>1,499.1</b>	<b>1,603.9</b>	<b>1,675.9</b>	<b>1,870.7</b>	<b>4,356.2</b>	<b>5,304.2</b>	<b>6,649.6</b>
(% YoY)	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	25.7	23.2	23.7	18.6	21.8	25.4
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	761.0	778.7	837.6	2,654.6	2,803.2	3,130.0
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	353.5	385.3	437.2	792.1	1,089.6	1,500.4
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	247.0	257.6	293.6	406.6	677.4	1,007.7
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	155.9	155.2	191.0	309.3	460.2	632.8
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	86.5	99.2	111.3	193.6	273.7	378.6
<b>영업비용</b>	<b>862.9</b>	<b>968.0</b>	<b>1,069.1</b>	<b>1,188.9</b>	<b>1,210.3</b>	<b>1,275.0</b>	<b>1,325.4</b>	<b>1,458.5</b>	<b>3,201.2</b>	<b>4,088.9</b>	<b>5,269.2</b>
(% YoY)	22.8	23.3	32.1	31.6	40.3	31.7	24.0	22.7	29.2	27.7	28.9
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	385.5	397.1	413.5	1,029.0	1,196.7	1,570.4
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	537.3	562.8	642.0	1,393.0	1,796.6	2,252.1
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	159.7	164.4	178.5	421.2	549.7	657.6
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	192.5	201.1	224.5	358.0	545.9	789.1
<b>영업이익</b>	<b>291.8</b>	<b>308.1</b>	<b>291.7</b>	<b>323.8</b>	<b>288.8</b>	<b>329.0</b>	<b>350.5</b>	<b>412.2</b>	<b>1,155.0</b>	<b>1,215.4</b>	<b>1,380.4</b>
(% YoY)	0.7	1.6	1.8	17.6	-1.0	6.8	20.2	27.3	-3.5	5.2	13.6
OPM(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.5	20.9	22.0	26.5	22.9	20.8
<b>세전이익</b>	<b>420.1</b>	<b>289.3</b>	<b>361.6</b>	<b>562.6</b>	<b>16,539.6</b>	<b>417.4</b>	<b>440.2</b>	<b>503.0</b>	<b>1,391.3</b>	<b>1,633.6</b>	<b>17,900.2</b>
<b>지배순이익</b>	<b>184.8</b>	<b>147.3</b>	<b>245.5</b>	<b>424.6</b>	<b>15,310.5</b>	<b>307.4</b>	<b>324.9</b>	<b>372.3</b>	<b>583.1</b>	<b>1,002.2</b>	<b>16,315.1</b>
(% YoY)	42.5	86.0	95.7	70.7	8,184.9	108.7	32.3	-12.3	-10.1	71.9	1,527.9
NPM(%)	16.0	11.5	18.0	28.1	1,021.3	19.2	19.4	19.9	13.4	18.9	245.4

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

# 투자의견 Buy, 적정 주가 52만원 유지

## 적정 기업가치 84.9조원으로 평가

- NAVER의 적정가치는 국내 NAVER 67.5조원  
(검색플랫폼 18.4조원 + 쇼핑 28.0조원  
+ 파이낸셜 10.6조원 + 웹툰 8.0조원  
+ 동영상 1.6조원) + Z홀딩스 12.3조원  
= 84.9조원으로 산정
- 쇼핑 사업부의 가치는 국내 전자상거래 기업의 평균  
PSR. 쿠팡 대비 70% 할인한 0.7배를 적용
- 21년 하반기 수익성 개선 + 해외 성장성 부각될  
NAVER에 대한 비중확대 의견

## Valuation

(십억원)	2021E	비고
<b>NAVER (A)</b>	<b>67,531.5</b>	
검색 플랫폼	18,437.3	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	921.9	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
<b>네이버쇼핑</b>	<b>28,000.0</b>	
2021E GMV(거래액)	40.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	0.7	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 70% 할인
<b>네이버파이낸셜</b>	<b>10,606.2</b>	
2021E 매출액	1,060.6	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
<b>네이버웹툰</b>	<b>7,979.3</b>	
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
왓패드	653.3	지분 100% 인수한 가치
<b>동영상</b>	<b>1,558.7</b>	<b>네이버TV, V라이브의 가치</b>
네이버TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9조원, 지분율 49% 반영
<b>기타</b>	<b>950.0</b>	<b>스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인</b>
<b>Z홀딩스 (B)</b>	<b>12,316.5</b>	<b>NAV대비 30% 할인</b>
Z홀딩스 시가총액	54,138.4	Z홀딩스 합병 후 기업가치 472억달러, 54조원 가정
지분율(%)	32.5	
<b>현금성자산 (C)</b>	<b>1,145.0</b>	
<b>자사주 (D)</b>	<b>3,897.3</b>	왓패드 인수금액 제외, 30% 할인
<b>총 기업가치 (A+B+C+D)</b>	<b>84,890.3</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>520,000</b>	
현재가(5/31, 원)	362,500	
상승여력(%)	43.4%	

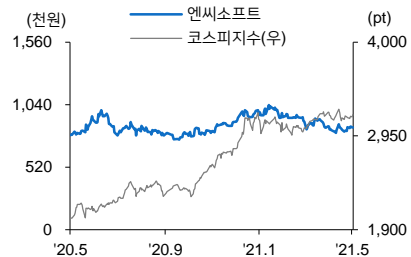
자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.2	6,649.6	7,889.7	9,345.3
매출액증가율(%)	-22.0	21.8	25.4	18.6	18.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.2	6,649.6	7,889.7	9,345.3
판매비와관리비	3,201.2	4,088.8	5,269.2	6,133.8	7,020.8
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,380.4	1,755.9	2,324.4
영업이익률(%)	26.5	22.9	20.8	22.3	24.9
금융손익	237.2	378.1	14,967.2	170.2	275.4
종속/관계기업관련손익	18.4	115.6	12.8	16.9	15.2
기타영업외손익	-19.4	-75.5	-145.5	-163.8	-146.6
세전계속사업이익	1,391.3	1,633.6	17,900.2	1,757.6	2,448.4
법인세비용	470.6	492.5	1,636.0	530.6	563.1
당기순이익	396.8	845.0	16,329.0	1,583.8	1,885.2
지배주주지분 손이익	583.1	1,002.1	16,315.1	1,574.7	1,876.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	5,835.2	5,491.9	6,032.4
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	1,942.6	2,418.7	2,919.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	55.1	4.3	5.2	6.1	0.0
비유동자산	6,655.8	6,469.6	6,687.4	6,924.3	6,995.4
유형자산	1,596.3	1,684.6	1,853.0	2,038.3	2,079.1
무형자산	341.4	105.1	115.7	127.2	139.9
투자자산	3,487.4	4,346.5	4,385.3	4,425.4	4,443.0
자산총계	12,299.5	17,014.2	31,609.5	33,949.7	36,671.7
유동부채	3,773.1	7,911.8	3,558.9	3,914.7	4,306.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	509.6	481.2	481.2	481.2	481.2
유동성장기부채	50.0	95.0	95.0	95.0	95.0
비유동부채	2,022.5	847.4	4,473.8	4,921.1	5,413.2
사채	752.3	5.7	5.7	5.7	5.7
장기차입금	50.0	145.0	145.0	145.0	145.0
부채총계	5,795.6	8,759.1	8,032.6	8,835.9	9,719.4
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3	1,793.3
기타포괄이익누계액	-91.1	106.4	106.4	106.4	106.4
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	22,936.9	24,473.9	26,312.2
비지배주주지분	698.7	887.9	746.0	576.4	576.4
자본총계	6,503.9	8,255.1	23,576.9	25,113.8	26,952.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,356.8	1,447.2	15,598.4	3,613.2	4,059.8
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,329.0	1,583.8	1,885.2
유형자산감가상각비	460.3	465.3	479.3	493.7	508.5
무형자산상각비	37.7	30.0	30.9	31.8	32.7
운전자본의 증감	566.5	227.1	25.2	27.0	-185.6
투자활동 현금흐름	-1,078.1	-2,503.2	-14,899.7	-2,597.2	-3,247.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-435.9	-759.4	-782.2	-805.7	-829.8
투자자산의 감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-18,836.5	-2,302.5	-2,023.6
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	-3,657.1	455.4	478.5
차입금증감	923.4	-1,197.6	-282.6	-290.7	-385.0
자본의증가	34.3	218.0	224.5	231.2	238.2
현금의증가(감소)	417.6	-2,140.2	342.3	476.0	500.5
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	1,942.6	2,418.7
기말현금	3,740.5	1,600.3	1,942.6	2,418.7	2,919.2
Key Financial Data					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	40,481	48,031	56,892
EPS(지배주주)	3,538	6,097	99,323	9,587	11,421
CFPS	7,702	11,041	106,426	13,881	10,537
EBITDAPS	10,030	10,409	11,509	13,888	17,445
BPS	35,223	44,850	138,990	149,379	160,571
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	3.6	37.8	31.7
PCR	24.2	26.5	3.4	26.1	34.4
PSR	7.1	9.1	9.0	7.5	6.4
PBR	5.3	6.5	2.6	2.4	2.3
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,890.6	2,281.3	2,865.7
EV/EBITDA	17.8	27.5	30.7	25.2	19.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	108.1	6.6	7.4
EBITDA이익률	37.9	32.3	28.4	28.9	30.7
부채비율	89.1	106.1	34.1	35.2	36.1
금융비용부담률	0.4	0.4	1.1	1.0	0.6
이자보상배율(x)	69.8	56.1	18.5	22.6	39.5
매출채권회전율(x)	14.9				
재고자산회전율(x)	77.4	178.4	1,397.0	1,404.9	3,085.8

## Buy

적정주가 (12개월)	1,200,000원		
현재주가 (5.31)	868,000원		
상승여력	38.2%		
KOSPI	3,203.92pt		
시가총액	190,561억원		
발행주식수	2,195만주		
유동주식비율	81.87%		
외국인비중	52.09%		
52주 최고/최저가	1,038,000원/750,000원		
평균거래대금	843.5억원		
<b>주요주주(%)</b>			
김택진 외 8인	11.99		
국민연금공단	9.97		
넷마블	8.88		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.6	7.2	9.9
상대주가	2.7	-13.3	-30.4
<b>주가그래프</b>			



## '트릭스터M'으로 시작된 신작 모멘텀

- 21년 5월 20일 '트릭스터M' 출시되며 첫 날 매출 20억 이상, 국내 구글플레이 매출 순위 3위 이내 랭크
- 2021년 '트릭스터M' 매출액은 736억원, 일평균 3억원으로 추정했는데 예상치 상회할 가능성 높아
- 6월 '블레이드앤소울2' 출시 기대감 유효. 하반기 이후 '프로젝트TL'과 '아이온2' 등의 신작 모멘텀 강화
- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 2.8조원, 9,099억원, 22년 영업이익은 1.4조원으로 55.3% YoY 증가 기대

## 현 주가는 Bottom Value

- 2021년 엔씨소프트 주가는 확률형 아이템 규제, '리니지M' 문양롤백 사태, 신규게임 출시 등이 충분히 반영
- 이제는 '트릭스터M', '블레이드앤소울2', '프로젝트TL'과 '아이온2' 등의 기대 신작들의 성과와 그에 따른 실적 및 기업가치 리레이팅에 주목해야
- 2022E PER은 17.3배에 불과하여 하반기 진입할수록 밸류에이션 메리트 부각될 것

## 투자의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

- 12개월 forward EPS 기준 target PER 27.4배 적용하여 산출. 연초대비 8.5% 하락한 주가는 비중확대 기회

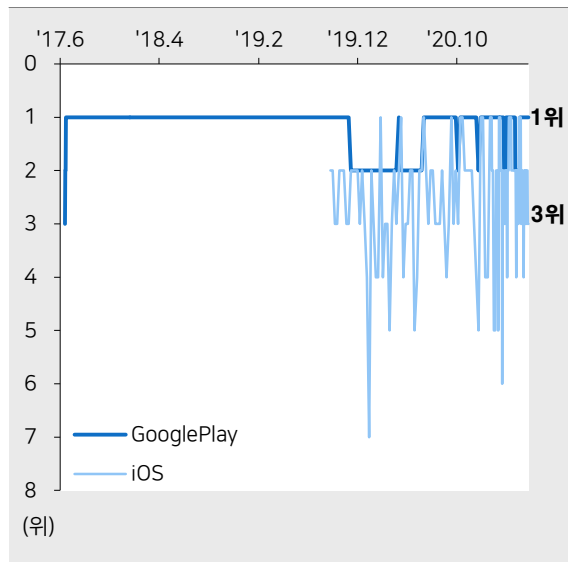
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,701.2	479.0	358.3	16,327	-14.8	113,837	33.1	4.8	19.7	14.7	33.2
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021E	2,768.8	909.9	725.4	33,041	23.5	168,340	26.3	5.2	17.4	21.2	29.0
2022E	3,606.3	1,413.1	1,102.6	50,221	52.2	206,267	17.3	4.2	11.3	26.8	25.6
2023E	3,879.3	1,604.3	1,239.2	56,445	12.4	249,052	15.4	3.5	9.9	24.8	22.9



## 엔씨소프트의 경쟁력

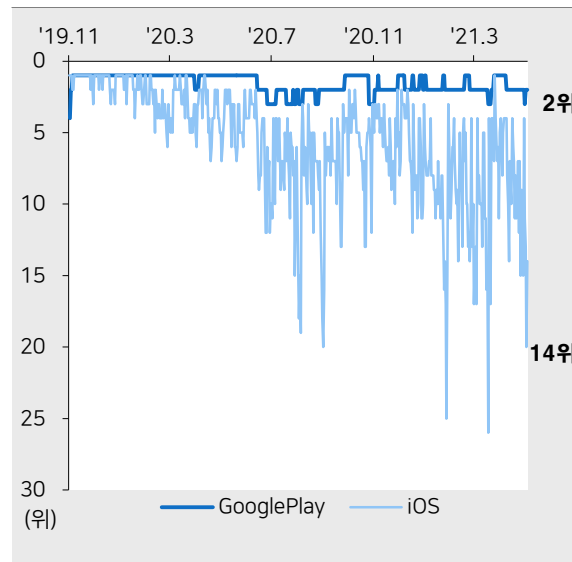
- 2017년 6월 ‘리니지M’, 2019년 11월 ‘리니지2M’, 2021년 5월 ‘트릭스터M’, 그리고 6월 ‘블레이드앤소울2’까지 흥행 게임 출시 사이클 축소되며 매출과 이익 레버리지 레벨업 국면
- ‘리니지M’은 출시 4주년으로 국내 매출 순위 1위 유지하며 일매출 20억원 수준 견조
- ‘리니지2M’ 역시 19년 출시 이후 안정적 Top 2. ‘트릭스터M’은 캐주얼MMO로 기대감 크지 않았는데 선전
- 국내 게임 시장에서의 경쟁력 재입증. 21년 하반기 IP와 플랫폼 다변화가 추가된다면 금상첨화

‘리니지M’ 매출 순위 (한국)



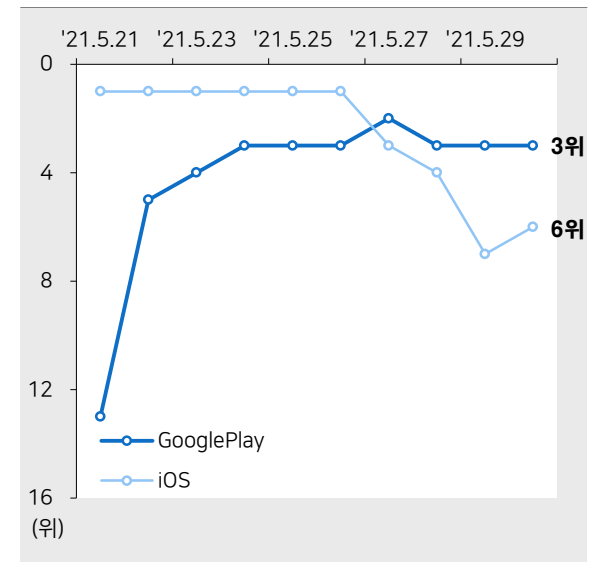
주: 2021.5.30 GooglePlay, iOS 게임 매출 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

‘리니지2M’ 매출 순위 (한국)



주: 2021.5.30 GooglePlay, iOS 게임 매출 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

‘트릭스터M’ 매출 순위 (한국)



주: 2021.5.30 GooglePlay, iOS 게임 매출 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 빠르고 더 풍부해졌다

- 2021년 신규 게임 출시와 포트폴리오 다변화를 위한 움직임이 빨라짐
- 3월 24일 ‘리니지2M’의 해외(대만/일본) 출시
- 5월 20일 트릭스터M 출시되어 사전예약자수 500만명 기록하며 국내 구글플레이 매출 Top 3 기록
- ‘B&S2’ 출시는 2월 9일 사전예약 개시, 4월 22일부터 사전캐릭터 생성 진행 중. 6월 출시 전망
- PC/콘솔 게임 ‘프로젝트 TL’ 은 2021년 별도의 외부 CBT 없이 정식 서비스 전망

## 2021년 게임 라인업

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

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

# 엔씨소프트 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 11

인터넷/게임

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>731.1</b>	<b>538.6</b>	<b>585.2</b>	<b>561.3</b>	<b>512.5</b>	<b>581.2</b>	<b>781.2</b>	<b>893.9</b>	<b>1,701.2</b>	<b>2,416.2</b>	<b>2,768.8</b>
(% YoY)	103.8	31.1	47.1	5.2	-29.9	7.9	33.5	59.3	-0.8	42.0	14.6
<b>PC</b>	<b>114.4</b>	<b>105.9</b>	<b>122.4</b>	<b>122.7</b>	<b>130.1</b>	<b>100.0</b>	<b>89.1</b>	<b>174.0</b>	<b>462.5</b>	<b>465.4</b>	<b>493.2</b>
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	40.5	40.5	40.4	174.1	175.7	170.4
리니지2	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	22.8	22.6	22.4	93.6	104.5	94.0
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	23.4	7.0	6.9	6.8	46.0	45.6	44.0
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	15.6	14.1	16.2	16.3	16.3	83.9	72.2	62.9
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	16.3	11.3	11.1	10.9	58.7	61.2	49.6
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	-	85.4	-	-	85.4
<b>로열티</b>	<b>52.8</b>	<b>62.3</b>	<b>58.8</b>	<b>44.1</b>	<b>45.5</b>	<b>48.6</b>	<b>47.1</b>	<b>45.2</b>	<b>197.5</b>	<b>218.0</b>	<b>186.5</b>
<b>모바일</b>	<b>553.2</b>	<b>357.1</b>	<b>389.6</b>	<b>378.4</b>	<b>324.9</b>	<b>417.2</b>	<b>619.9</b>	<b>647.3</b>	<b>987.1</b>	<b>1,678.4</b>	<b>2,009.3</b>
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	172.6	179.4	188.6	197.8	834.7	828.7	738.4
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	152.2	190.4	228.9	219.5	143.9	849.6	791.1
트릭스터M	-	-	-	-	-	29.4	46.0	27.6	-	-	103.0
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	55.2	-	-	55.2
B&S2	-	-	-	-	-	18.0	156.4	147.2	-	-	321.6
<b>기타</b>	<b>10.7</b>	<b>13.3</b>	<b>14.3</b>	<b>16.1</b>	<b>12.0</b>	<b>15.3</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>	<b>54.0</b>	<b>54.4</b>	<b>79.8</b>
<b>영업비용</b>	<b>489.7</b>	<b>329.6</b>	<b>367.5</b>	<b>404.6</b>	<b>455.8</b>	<b>421.8</b>	<b>472.4</b>	<b>509.0</b>	<b>1,222.2</b>	<b>1,591.4</b>	<b>1,859.0</b>
(% YoY)	75.4	17.1	37.4	2.7	-6.9	28.0	28.5	25.8	11.1	30.2	16.8
인건비	102.2	84.3	78.5	138.1	123.2	107.6	110.7	118.3	327.3	403.2	459.9
경상연구개발비	130.5	97.0	99.5	54.6	128.1	103.0	96.0	98.9	309.7	381.5	426.0
지급수수료	182.3	100.0	122.9	134.9	121.2	137.5	181.1	203.1	346.9	540.1	642.9
광고선전비	39.5	12.5	29.6	44.7	45.6	35.0	47.0	50.0	106.2	126.3	177.6
기타	35.1	35.8	37.0	32.4	37.6	38.7	37.5	38.7	132.2	140.3	152.6
<b>영업이익</b>	<b>241.4</b>	<b>209.0</b>	<b>217.7</b>	<b>156.7</b>	<b>56.7</b>	<b>159.3</b>	<b>308.8</b>	<b>385.0</b>	<b>479.0</b>	<b>824.8</b>	<b>909.9</b>
(% YoY)	203.6	61.5	68.9	11.0	-76.5	-23.8	41.9	145.7	-22.1	72.2	10.3
OPM(%)	33.0	38.8	37.2	27.9	11.1	27.4	39.5	43.1	112.5	136.9	121.1
<b>세전이익</b>	<b>255.6</b>	<b>216.4</b>	<b>212.2</b>	<b>119.1</b>	<b>92.8</b>	<b>158.4</b>	<b>301.2</b>	<b>377.3</b>	<b>496.2</b>	<b>803.3</b>	<b>929.7</b>
<b>지배순이익</b>	<b>195.5</b>	<b>158.2</b>	<b>153.2</b>	<b>80.6</b>	<b>80.9</b>	<b>122.0</b>	<b>231.9</b>	<b>290.5</b>	<b>358.2</b>	<b>587.4</b>	<b>725.4</b>
(% YoY)	163.5	35.9	35.1	48.6	-58.6	-22.9	51.4	260.6	-14.4	64.0	23.5
NPM(%)	26.7	29.4	26.2	14.4	15.8	21.0	29.7	32.5	21.1	24.3	26.2

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

# 투자의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

Forward EPS 기준  
적정 PER 27.4배 적용

- 엔씨소프트에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가 120만원 유지
- 적정주가의 21E Target PER은 27.4배, 글로벌 게임사 평균 PER 적용
- 5월 20일 ‘트릭스터M’ 출시를 시작으로 6월 ‘B&S2’ 출시 전망. 하반기로 갈수록 신작 모멘텀 강화될 것

## 엔씨소프트의 적정주가 산출 내역

	단위	2021E	2022E
매출액	(십억원)	2,768.8	3,606.3
순이익률	(%)	26.20%	30.57%
순이익	(십억원)	725.4	1,102.6
EPS	(원)	33,041	50,221
3yrs EPS CAGR ('20~'23)	(%)	31.87%	31.87%
Forward EPS (a)	(원)		41,631
적정 PER (b)	(배)		27.4
12개월 적정주가 (a*b)	(원)		1,200,000
적정 시가총액	(조원)		26.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 엔씨소프트 (036570)

2021년 하반기 전망 시리즈 11  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,768.8	3,606.3	3,879.3
매출액증가율(%)	-0.8	42.0	14.6	30.2	7.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,768.8	3,606.3	3,879.3
판매비와관리비	1,222.2	1,591.4	1,859.0	2,193.3	2,275.0
영업이익	479.0	824.8	909.9	1,413.1	1,604.3
영업이익률(%)	28.2	34.1	32.9	39.2	41.4
금융손익	38.2	17.3	37.6	47.7	49.1
종속/관계기업관련손익	-19.3	-5.6	-2.8	-1.4	-0.7
기타영업외손익	-1.7	-33.3	-57.2	-40.2	-42.2
세전계속사업이익	496.2	803.3	929.7	1,431.8	1,609.2
법인세비용	137.0	216.6	205.1	329.3	370.1
당기순이익	359.2	586.6	724.6	1,102.5	1,239.1
지배주주지분 손이익	358.3	587.4	725.4	1,102.6	1,239.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,890.4	3,509.6	4,177.6
현금및현금성자산	303.4	157.3	445.7	748.5	1,054.1
매출채권	254.4	243.0	255.6	268.7	282.6
재고자산	2.1	0.7	0.8	0.8	0.8
비유동자산	1,258.5	1,636.9	1,877.9	2,167.8	2,519.1
유형자산	350.4	368.4	479.0	622.7	809.5
무형자산	49.6	49.7	64.6	83.9	109.1
투자자산	746.9	1,093.8	1,203.2	1,323.5	1,455.9
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,768.3	5,677.4	6,696.7
유동부채	449.8	509.3	543.5	580.6	620.9
매입채무	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.3	5.3	5.3	5.3	5.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	384.5	427.2	529.6	574.9	624.7
사채	249.4	249.6	249.6	249.6	249.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	834.2	936.5	1,073.2	1,155.6	1,245.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	435.5	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	108.4	278.2	278.2	278.2	278.2
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,400.8	4,227.7	5,157.1
비지배주주지분	13.0	3.1	-0.6	-6.5	-16.7
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,695.2	4,521.9	5,451.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	392.3	707.7	873.0	1,240.1	1,381.7
당기순이익(손실)	359.2	586.6	724.6	1,102.5	1,239.1
유형자산감가상각비	51.2	64.8	65.3	52.3	41.9
무형자산상각비	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
운전자본의 증감	-70.8	-45.8	13.8	14.5	15.3
투자활동 현금흐름	-234.2	-695.6	-522.2	-726.5	-829.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-51.0	-64.4	-66.4	-68.4	-70.4
투자자산의 감소(증가)	204.5	-346.9	-109.4	-120.3	-132.4
재무활동 현금흐름	-45.7	-159.3	-438.3	-198.2	-208.1
차입금증감	211.3	-22.8	-21.3	-21.8	-22.5
자본의증가	2.9	-2.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	117.9	-146.2	288.4	302.8	305.6
기초현금	185.6	303.4	157.3	445.7	748.5
기말현금	303.4	157.3	445.7	748.5	1,054.1
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,514	110,057	126,119	164,267	176,702
EPS(지배주주)	16,327	26,756	33,041	50,221	56,445
CFPS	25,497	41,161	51,672	78,705	103,105
EBITDAPS	24,216	40,567	44,468	66,797	75,035
BPS	113,837	143,098	168,340	206,267	249,052
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.1	34.8	26.3	17.3	15.4
PCR	21.2	22.6	16.8	11.0	8.4
PSR	7.0	8.5	6.9	5.3	4.9
PBR	4.8	6.5	5.2	4.2	3.5
EBITDA	531.5	890.6	976.3	1,466.5	1,647.3
EV/EBITDA	19.7	21.0	17.4	11.3	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	21.2	26.8	24.8
EBITDA이익률	31.2	36.9	35.3	40.7	42.5
부채비율	33.2	29.8	29.0	25.6	22.9
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	56.9	91.9	100.4	145.1	146.4
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	11.1	13.8	14.1
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,777.4	4,678.9	4,786.6

# 넷마블(251270) 제 2의 성장 스토리 임박

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

## Buy

적정주가 (12개월)	180,000원		
현재주가 (5.31)	139,500원		
상승여력	29.0%		
KOSPI	3,203.92pt		
시가총액	119,905억원		
발행주식수	8,595만주		
유동주식비율	31.15%		
외국인비중	23.59%		
52주 최고/최저가	197,500원/92,300원		
평균거래대금	373.3억원		
<b>주요주주(%)</b>			
방준혁 외 12인	24.88		
씨제이이엔엠	21.78		
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	11.6	51.1
상대주가	5.8	-9.7	-4.3
<b>주가그래프</b>			



### 6월 10일 '제2의 나라'로 도약할까?

- 6월 10일 올해 기대작인 '제2의 나라' 출시하며 성공 여부에 따라 넷마블 기업가치 회복 가능할 전망
- 당사가 추정하는 2021년 '제2의 나라' 매출액은 1,810억원, 일평균 8.8억원으로 추정
- '마블 퓨처 레볼루션'(중국 제외한 글로벌), '세븐나이트 레볼루션'(한국, 일본 동시 출시), 'BTS드림'(중국 제외 글로벌), '머지 쿼야 아일랜드'(중국 제외 글로벌) 출시 준비 중으로 다양한 IP에 기반한 신작라인업이 준비
- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 2.7조원, 3,243억원, 22년 영업이익은 4,684억원으로 꾸준한 성장 지속할 것

### 넷마블네오, 잼시티, 카카오뱅크 등 지분가치 재평가

- 넷마블의 게임개발 자회사 넷마블네오의 기업공개가 '제2의 나라' 성공 유무에 따라 기대감 고조될 가능성 존재
- 북미 자회사 '잼시티' 역시 미국 뉴욕증권거래소 상장 진행 중. 잼시티는 쿠키잼 시리즈로 유명하며 루디아는 '쥬라기월드', '드래곤즈' 등 유명 IP 기반의 게임 개발사. 스펙 상장 형태로 약 4억달러의 자금 확보 예상. 이를 통해 캐나다 모바일게임사 루디아 인수 가능성 제기
- 한편 매도가능증권인 카카오뱅크(지분율 4%)도 기업공개 준비 중으로 자회사 혹은 투자자산 가치 재평가가 지속

### 투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,178.7	202.7	156.0	1,823	-21.4	51,919	50.7	1.8	19.9	3.5	24.9
2020	2,484.8	272.1	313.0	3,647	98.6	62,986	36.1	2.1	30.3	6.3	45.5
2021E	2,663.5	324.3	350.5	4,079	6.8	78,134	34.2	1.8	25.8	5.8	38.6
2022E	3,245.8	468.4	460.0	5,352	30.2	82,874	26.1	1.7	19.2	6.6	38.1
2023E	3,515.4	654.5	622.3	7,241	34.0	89,482	19.3	1.6	14.2	8.4	36.9

# Hit Ratio를 높이는 전략

## 올해 기대신작들 다수

- 6월 10일에 넷마블 올해 최대 기대작인 '제2의 나라'가 출시될 예정. 2021년 '제2의 나라' 매출액은 1,810억원, 일평균 8.8억원으로 추정. '제2의 나라'는 가상 현실게임 소울 다이버즈를 통해 또 다른 나라를 만난다는 이야기, 높은 수준의 게임 그래픽과 지브리 음악감독이 직접 참여한 BGM 등으로 주목
- 그 밖에도 '마블 퓨처 레볼루션'(중국 제외한 글로벌), '세븐나이츠 레볼루션'(한국, 일본 동시 출시), 'BTS드림'(중국 제외 글로벌), '머지 쿠키 아일랜드'(중국 제외 글로벌) 출시 준비 중으로 다양한 IP에 기반한 신작라인업이 준비되고 있음

## 2021년 게임 라인업

시기	게임명	장르	출시국가	개발사	내용
2021.3.4	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	글로벌 (한국, 일본, 중국, 동남아 제외)	체리박스	<ul style="list-style-type: none"> <li>원작 PC게임 '블레이드 앤 소울' IP 재해석</li> <li>직업을 선택하여 즐기는 방대한 세계관과 무공 액션</li> </ul>
2021.4.7	NBA 볼스타츠	스포츠	글로벌 (중국 제외)	넷마블	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국프로농구(NBA), 미국프로농구선수협회(NBPA) IP를 활용한 모바일 게임</li> </ul>
2021.6.10	제2의 나라	MMORPG	한국, 일본, 대만	넷마블 네오	<ul style="list-style-type: none"> <li>레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사이시조 음원 상당수 사용</li> <li>지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용한 카툰 렌더링 3D 그래픽</li> <li>4월 14일 사전예약 개시. 6월 10일 출시 전망</li> </ul>
2H21	세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	한국, 일본	넷마블 넥서스	<ul style="list-style-type: none"> <li>나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화</li> <li>'세븐나이츠2'와 비교했을 때 비주얼 스타일과 유저의 아바타 유무가 차별점</li> </ul>
	마블 퓨처 레볼루션	RPG	글로벌 (중국 제외)	넷마블 몬스터	<ul style="list-style-type: none"> <li>마블코믹스 작가가 시나리오 작성. 슈퍼 빌런에 대항하는 3D 액션 게임</li> <li>글로벌 팬층 타겟으로 팩스 이스트 2020에서 공개</li> </ul>
	BTS드림	RPG	글로벌 (중국 제외)	넷마블 네오	<ul style="list-style-type: none"> <li>리듬액션과 하우스 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 '타이니탄'을 활용한 리듬액션 게임과 드림하우스를 꾸미는 게임</li> </ul>
	머지 쿠키 아일랜드	머지	글로벌 (중국 제외)	넷마블 엔투	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌에서 인기있는 머지류 장르로 다양한 오브젝트를 합쳐 새로운 오브젝트를 만들고 활용하여 섬을 꾸며나가는 게임</li> <li>'쿵야' IP에서 세계관을 확대하여 신규캐릭터 '쿵야' IP 기반의 감성적 게임</li> </ul>

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

# 넷마블 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 11  
인터넷/게임

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>532.9</b>	<b>685.7</b>	<b>642.3</b>	<b>623.8</b>	<b>570.4</b>	<b>608.2</b>	<b>731.8</b>	<b>753.0</b>	<b>2,178.7</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,663.5</b>
(% YoY)	11.6	30.3	3.6	12.4	7.0	-11.3	13.9	20.7	7.8	14.0	7.2
리니지2레볼루션	58.6	54.9	57.8	49.9	45.6	44.7	43.8	42.9	304.3	221.2	177.1
마블 콘테스트 오브 챔피언스	74.6	89.1	96.3	93.6	68.4	67.8	66.4	65.1	331.7	353.7	267.7
마블 퓨처파이트	16.0	34.3	19.3	18.7	17.1	16.8	16.4	16.1	123.5	88.3	66.4
쿠키잼	26.6	27.4	25.7	25.0	22.8	25.3	24.8	24.3	123.8	104.7	97.2
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	27.4	32.1	31.2	28.5	27.9	27.4	26.8	93.5	112.1	110.7
블소레볼루션	42.6	61.7	51.4	31.2	34.2	33.5	32.9	32.2	206.7	186.9	132.8
일곱개의 대죄: Grand Cross	63.9	144.0	109.2	74.9	85.6	81.3	79.7	78.1	160.2	392.0	324.6
A3:스틸얼라이브	16.0	41.1	19.3	31.2	30.6	29.0	28.5	27.9	-	107.6	116.0
세븐나이츠2	-	-	-	74.9	62.7	57.7	52.0	46.8	-	74.9	219.2
제2의나라	-	-	-	-	-	20.0	82.8	78.2	-	-	181.0
기타	213.2	205.7	231.2	193.4	174.8	204.1	277.3	314.6	835.0	843.5	970.8
<b>영업비용</b>	<b>512.5</b>	<b>604.0</b>	<b>554.9</b>	<b>541.3</b>	<b>516.2</b>	<b>547.1</b>	<b>623.2</b>	<b>652.6</b>	<b>1,976.0</b>	<b>2,212.7</b>	<b>2,339.1</b>
(% YoY)	15.5	22.5	3.6	7.4	0.7	-9.4	12.3	20.6	11.0	12.0	5.7
인건비	108.5	117.1	121.5	123.8	143.4	147.7	152.1	156.7	420.2	470.8	599.9
지급수수료	227.2	287.7	263.8	246.4	234.2	249.7	300.5	309.2	1,033.8	1,025.1	1,093.6
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	77.6	88.0	95.0	112.0	292.4	392.4	372.6
기타	81.8	74.3	83.9	84.3	61.0	61.7	75.6	74.7	229.6	324.4	273.0
<b>영업이익</b>	<b>20.4</b>	<b>81.7</b>	<b>87.3</b>	<b>82.5</b>	<b>54.2</b>	<b>61.1</b>	<b>108.6</b>	<b>100.5</b>	<b>202.7</b>	<b>272.1</b>	<b>324.3</b>
(% YoY)	-39.8	146.1	3.5	61.5	165.2	-25.3	24.3	21.8	-16.1	34.2	19.2
OPM(%)	3.8	11.9	13.6	13.2	9.5	10.0	14.8	13.3	9.3	10.9	12.2
<b>세전이익</b>	<b>54.1</b>	<b>84.6</b>	<b>116.0</b>	<b>220.0</b>	<b>94.6</b>	<b>100.4</b>	<b>152.8</b>	<b>150.1</b>	<b>218.4</b>	<b>474.6</b>	<b>498.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>53.9</b>	<b>75.3</b>	<b>83.7</b>	<b>100.0</b>	<b>56.4</b>	<b>72.5</b>	<b>111.8</b>	<b>109.8</b>	<b>156.0</b>	<b>313.0</b>	<b>350.5</b>
(% YoY)	36.8	95.4	5.7	흑전	4.7	-3.8	33.6	9.7	-17.7	100.6	12.0
NPM(%)	10.1	11.0	13.0	16.0	9.9	11.9	15.3	14.6	7.2	12.6	13.2

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터



# 투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

## 넷마블 Valuation

- 넷마블의 적정 기업가치는 15.3조원으로 평가. 적정주가는 18만원 제시
- 게임사업부의 가치 10.1조원(12M forward 순이익 × Target PER 25.0배)과 투자자산 가치 5.1조원 (코웨이 1.4조원, 하이브 1.7조원, 엔씨소프트 1.5조원) 등의 합산
- 2021년은 게임 비즈니스의 성장을 통한 가치 재평가를 기대

## 넷마블 Valuation

	단위	내용
<b>게임사업 가치 (A)</b>	<b>(십억원)</b>	<b>10,130.9</b>
12M Forward NP	(십억원)	405.2
Target PER multiple	(배)	25.0
<b>투자자산 가치 (B)</b>	<b>(십억원)</b>	<b>5,135.3</b>
코웨이 (지분율 25.5%, 시가총액 5.3조원, NAV 10% 할인)	(십억원)	1,387.7
하이브 (지분율 19.9%, 시가총액 8.2조원, NAV 10% 할인)	(십억원)	1,693.9
엔씨소프트 (지분율 8.9%, 시가총액 22.5조원, NAV 10% 할인)	(십억원)	1,524.7
기타 (카카오게임즈, 카카오뱅크, NAV 10% 할인)	(십억원)	529.0
<b>총 기업가치 (A+B)</b>	<b>(십억원)</b>	<b>15,266.2</b>
<b>12개월 적정주가</b>	<b>(원)</b>	<b>180,000</b>

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,178.7	2,484.8	2,663.5	3,245.8	3,515.4
매출액증가율(%)	7.8	14.0	7.2	21.9	8.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,178.7	2,484.8	2,855.0	3,305.8	3,858.3
판매비와관리비	1,976.0	2,212.7	2,339.1	2,690.7	2,860.9
영업이익	202.7	272.1	324.3	468.4	654.5
영업이익률(%)	9.3	10.9	12.2	14.4	18.6
금융손익	37.2	11.7	28.9	30.5	32.0
종속/관계기업관련손익	12.9	192.0	199.7	207.7	216.0
기타영업외손익	-34.4	-1.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	218.4	474.6	498.0	628.3	829.7
법인세비용	48.6	136.6	133.5	157.1	207.4
당기순이익	169.8	338.1	361.7	471.2	631.3
지배주주지분 순이익	156.0	313.0	350.5	460.0	622.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,827.0	2,979.4	3,276.5
현금및현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,235.6	2,358.5	2,624.5
매출채권	147.1	181.8	226.5	237.8	249.7
재고자산	5.1	4.6	5.2	5.8	6.6
비유동자산	3,246.0	6,402.7	6,826.9	7,214.1	7,628.1
유형자산	235.6	423.1	444.3	466.5	489.8
무형자산	1,383.8	1,291.8	1,485.5	1,634.1	1,797.5
투자자산	1,467.9	4,536.2	4,737.9	4,946.4	5,165.3
자산총계	5,806.1	8,223.4	9,653.9	10,193.5	10,904.6
유동부채	664.6	1,633.5	1,700.8	1,774.1	1,854.1
매입채무	52.7	70.5	201.8	232.1	266.9
단기차입금	16.1	807.5	807.5	807.5	807.5
유동성장기부채	15.5	12.2	12.2	12.2	12.2
비유동부채	493.2	939.3	986.3	1,035.6	1,087.4
사채	0.0	159.5	159.5	159.5	159.5
장기차입금	201.1	161.9	161.9	161.9	161.9
부채총계	1,157.8	2,572.8	2,687.1	2,809.7	2,941.5
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,880.6	3,886.7	3,886.7	3,886.7	3,886.7
기타포괄이익누계액	522.1	1,294.1	1,294.1	1,294.1	1,294.1
이익잉여금	914.5	1,226.2	1,533.8	1,950.9	2,530.2
비지배주주지분	196.5	243.5	251.9	261.6	273.0
자본총계	4,648.3	5,650.6	6,966.8	7,383.8	7,963.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	381.3	372.3	483.4	602.1	774.5
당기순이익(손실)	169.8	338.1	361.7	471.2	631.3
유형자산감가상각비	36.0	39.2	40.3	41.5	42.8
무형자산상각비	82.1	72.6	74.7	77.0	79.3
운전자본의 증감	44.9	-27.1	83.4	93.8	105.4
투자활동 현금흐름	-247.3	-1,529.1	725.1	761.6	734.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-79.7	-210.5	-216.8	-223.3	-230.0
투자자산의 감소(증가)	-185.2	-2,876.2	-245.0	-257.3	-270.1
재무활동 현금흐름	-106.9	866.7	-120.0	-99.0	-98.0
차입금증감	221.1	988.7	-103.2	-108.4	-113.8
자본의증가	31.2	6.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	26.2	-317.3	978.1	122.9	266.0
기초현금	1,548.7	1,574.8	1,257.5	2,235.6	2,358.5
기말현금	1,574.8	1,257.5	2,235.6	2,358.5	2,624.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	25,464	28,959	30,996	37,768	40,905
EPS(지배주주)	1,823	3,647	4,079	5,352	7,241
CFPS	3,899	4,928	5,756	7,279	9,408
EBITDAPS	3,750	4,473	5,114	6,829	9,036
BPS	51,919	62,986	78,134	82,874	89,482
DPS	0	767	767	767	767
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	50.7	36.1	34.2	26.1	19.3
PCR	23.7	26.7	24.2	19.2	14.8
PSR	3.6	4.5	4.5	3.7	3.4
PBR	1.8	2.1	1.8	1.7	1.6
EBITDA	320.8	383.8	439.4	586.9	776.6
EV/EBITDA	19.9	30.3	25.8	19.2	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	6.3	5.8	6.6	8.4
EBITDA이익률	14.7	15.4	16.5	18.1	22.1
부채비율	24.9	45.5	38.6	38.1	36.9
금융비용부담률	0.4	0.9	0.9	0.7	0.7
이자보상배율(x)	23.1	11.8	14.2	19.7	26.2
매출채권회전율(x)	13.2	15.1	13.0	14.0	14.4
재고자산회전율(x)	516.9	509.8	542.4	588.0	566.5

## Buy

적정주가 (12개월)	120,000원		
현재주가 (5.31)	98,400원		
상승여력	22.0%		
KOSDAQ	981.78pt		
시가총액	11,311억원		
발행주식수	1,149만주		
유동주식비율	68.43%		
외국인비중	49.61%		
52주 최고/최저가	98,500원/51,800원		
평균거래대금	119.6억원		
<b>주요주주(%)</b>			
씨인트인터넷내셔널 외 3인	25.75		
JF Asset Management Limited 외 2인	7.70		
Swedbank Robur Fonder AB 외 3인	5.05		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2	70.2	67.1
상대주가	10.4	53.7	21.4
<b>주가그래프</b>			



### 인플루언서 후원이 자연스러운 세상

- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 2,677억원(+36.2% YoY), 819억원(+62.5% YoY)으로 예상
- 기부경제선물 매출액은 2,019억원으로 32.7% YoY 증가. MUV는 608만명, Paying Ratio 4.7% (+0.6%p YoY), ARPPU 16.7만원(+17.7% YoY)로 추정. 유료 이용자 비율인 2018년 3.6% 수준에서 현재 5%에 육박하며 계속 상승중. 영상 콘텐츠 소비와 후원 문화 보편화에 따른 수혜
- 영업이익률은 30.6%으로 매출 증가와 수익모델 고도화를 통해 플랫폼 레버리지 극대화

### 광고 비즈니스도 본궤도 진입

- 올해 아프리카TV의 광고 매출액은 71.8% YoY 증가한 505억원 전망. 21년 3월 AAM(아프리카TV 애드매니저) 론칭하며 직접판매 광고 비중 80% 수준으로 확대. 광고 노출 원하는 BJ, 콘텐츠, 시간 등의 선택 가능해지고 있어 광고주풀과 광고단가 상승은 명약관화
- 2분기 이후 니개편, 중간광고 허용, 이용자 참여 증가, 광고주 저변/인벤토리 증가 가시화될 전망

### 투자의견 Buy, 적정주가 12만원 상향

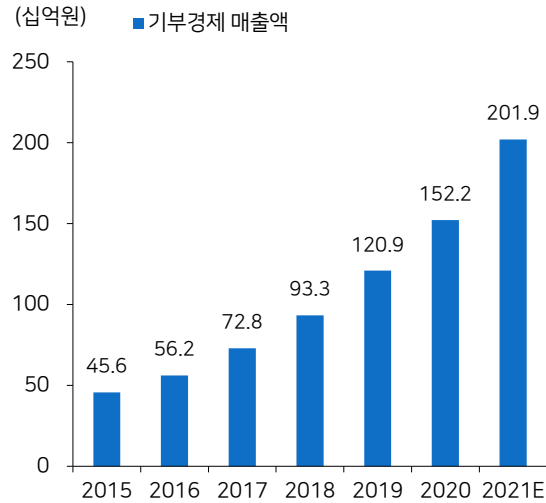
- 적정주가의 2021E Target PER은 21.8배 수준

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	166.5	37.2	34.4	2,990	58.6	10,346	23.0	6.7	15.3	32.5	87.7
2020	196.6	50.4	36.6	3,184	6.1	12,758	19.0	4.7	9.1	27.6	97.9
2021E	267.7	81.9	62.6	5,441	71.7	18,648	18.1	5.3	10.0	34.7	70.3
2022E	321.8	112.9	85.3	7,417	36.5	25,612	13.3	3.8	7.0	33.5	53.6
2023E	382.2	147.7	111.9	9,733	31.4	34,902	10.1	2.8	4.9	32.2	41.2

## 한국 대표 동영상 플랫폼

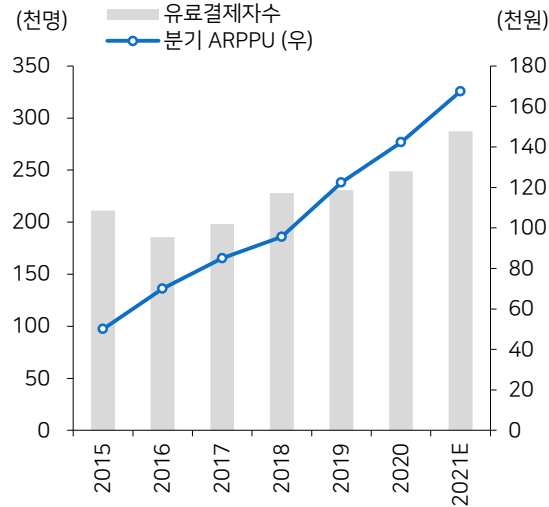
- 활동 BJ 증가하며 다양한 콘텐츠 제공. 많은 유저들이 아프리카TV를 시청하는 수준을 넘어서 활발히 참여, 소통하는 매개체로 사용하는 생태계로 선순환. 결제 유저수 및 결제금액 크게 성장
- 과거에는 별풍선이 일부 유저가 사용한다는 인식 강했다면 이제는 타 플랫폼에서도 하나의 문화로 인식
- 동영상 플랫폼의 성장에는 기술적인 능력도 중요하나 BJ케어 및 서포트, 좋은 콘텐츠를 장려하고 지원
- 액티브BJ(과거 3개월간 최소 한 달에 5시간 방송)수가 계속 증가. 신입 BJ지원 정책 강화

## 기부경제 매출액



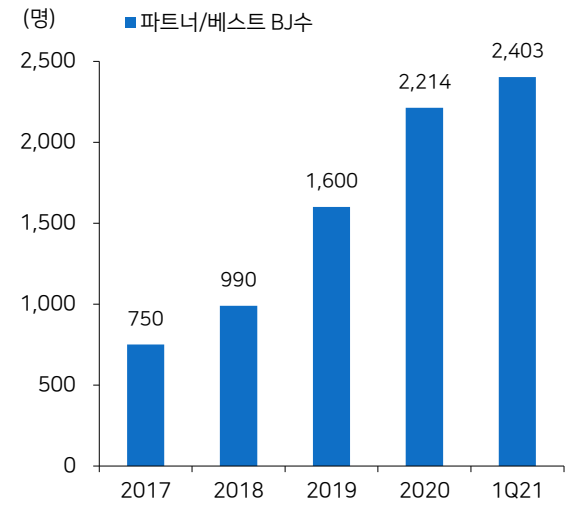
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

## 유료 결제자수/분기 ARPPU



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

## 파트너/베스트 BJ수 꾸준히 증가



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

# 아프리카TV 실적 전망

2021년 하반기 전망 시리즈 11

인터넷/게임

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>41.1</b>	<b>45.1</b>	<b>50.1</b>	<b>60.3</b>	<b>60.9</b>	<b>66.3</b>	<b>66.8</b>	<b>73.6</b>	<b>167.9</b>	<b>196.6</b>	<b>267.7</b>
(% YoY)	7.9	8.3	11.7	39.1	48.1	47.2	33.4	22.1	32.6	17.1	36.2
<b>플랫폼</b>	<b>34.5</b>	<b>39.1</b>	<b>41.5</b>	<b>44.8</b>	<b>50.8</b>	<b>51.6</b>	<b>52.8</b>	<b>54.8</b>	<b>128.5</b>	<b>159.9</b>	<b>210.0</b>
기부경제선물	32.7	37.1	39.5	42.9	48.9	49.6	50.8	52.7	120.9	152.2	201.9
아이템	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	5.9	6.0	6.5
기타	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.7	1.7	1.7
<b>광고</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>	<b>7.0</b>	<b>13.8</b>	<b>8.4</b>	<b>13.0</b>	<b>12.2</b>	<b>16.9</b>	<b>28.8</b>	<b>29.4</b>	<b>50.5</b>
플랫폼	1.3	1.2	1.8	2.0	2.3	2.8	3.2	4.2	7.9	6.3	12.5
콘텐츠	1.9	1.9	3.7	9.9	4.8	8.8	7.5	11.3	15.6	17.4	32.4
기타	1.0	1.3	1.6	1.9	1.3	1.4	1.4	1.5	5.4	5.7	5.6
<b>멀티플랫폼</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>7.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>
기타	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.1</b>
<b>영업비용</b>	<b>32.9</b>	<b>34.1</b>	<b>36.0</b>	<b>43.1</b>	<b>41.3</b>	<b>46.4</b>	<b>46.3</b>	<b>51.7</b>	<b>131.1</b>	<b>146.2</b>	<b>185.7</b>
인건비	11.1	10.8	11.1	10.6	12.7	13.0	13.2	13.5	39.1	43.5	52.3
지급수수료(중계권+기타)	4.1	3.6	3.7	4.4	4.0	4.4	4.6	5.0	18.3	15.8	18.0
지급수수료(광고)	1.4	1.2	2.3	7.2	3.7	5.2	4.9	6.8	8.3	12.0	20.6
과금수수료	4.0	4.3	4.8	5.4	6.1	6.3	6.5	6.7	16.2	18.4	25.7
회선사용료	2.6	3.2	3.0	3.0	3.3	3.4	3.5	3.6	9.3	11.7	13.7
BJ지원금	1.2	1.9	1.2	1.2	1.2	2.6	2.9	3.1	5.8	5.5	9.8
콘텐츠제작비	1.3	1.7	2.4	3.7	2.1	2.2	4.2	4.3	9.3	9.0	12.8
유무형감가상각비	2.9	3.4	3.6	3.7	3.6	4.1	4.2	4.3	10.7	13.7	16.2
지급임차료	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8
행사비	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7	0.7	1.2
기타	4.1	3.7	3.7	3.8	4.3	4.8	1.8	3.8	13.1	15.2	14.8
<b>영업이익</b>	<b>8.3</b>	<b>10.9</b>	<b>14.1</b>	<b>17.2</b>	<b>19.6</b>	<b>19.9</b>	<b>20.5</b>	<b>22.0</b>	<b>36.7</b>	<b>50.4</b>	<b>81.9</b>
(% YoY)	-9.1	14.1	30.7	135.3	137.3	82.0	45.6	28.0	35.4	37.3	62.5
OPM(%)	20.1	24.3	28.1	28.4	32.2	30.0	30.7	29.8	21.9	25.6	30.6
<b>세전이익</b>	<b>7.0</b>	<b>12.7</b>	<b>14.0</b>	<b>13.9</b>	<b>20.0</b>	<b>19.9</b>	<b>20.5</b>	<b>21.5</b>	<b>41.9</b>	<b>47.5</b>	<b>82.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>5.5</b>	<b>10.3</b>	<b>11.1</b>	<b>9.8</b>	<b>15.5</b>	<b>15.3</b>	<b>15.7</b>	<b>16.0</b>	<b>34.4</b>	<b>36.6</b>	<b>62.6</b>
(% YoY)	-29.8	1.7	21.0	35.5	182.6	47.8	42.1	63.3	59.4	6.8	70.4
NPM(%)	13.3	22.9	22.1	16.3	25.5	23.0	23.5	21.8	20.5	18.7	23.4

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

# 아프리카TV(067160)

2021년 하반기 전망 시리즈 11

인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>166.5</b>	<b>196.6</b>	<b>267.7</b>	<b>321.8</b>	<b>382.2</b>
매출액증가율(%)	31.5	18.0	36.2	20.2	18.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	166.5	196.6	267.7	321.8	382.2
판매비와관리비	129.3	146.2	185.7	208.9	234.5
<b>영업이익</b>	<b>37.2</b>	<b>50.4</b>	<b>81.9</b>	<b>112.9</b>	<b>147.7</b>
영업이익률(%)	22.3	25.6	30.6	35.1	38.7
금융손익	6.4	1.3	3.6	3.5	3.5
종속/관계기업관련손익	-1.0	-0.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-0.0	-4.1	-0.2	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	42.6	47.5	82.0	111.4	146.2
법인세비용	7.8	9.7	19.2	26.1	34.3
<b>당기순이익</b>	<b>34.2</b>	<b>36.3</b>	<b>62.3</b>	<b>85.0</b>	<b>111.6</b>
지배주주지분 순이익	34.4	36.6	62.6	85.3	111.9
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>145.0</b>	<b>195.6</b>	<b>209.3</b>	<b>284.5</b>	<b>385.9</b>
현금및현금성자산	27.3	66.0	127.0	199.7	298.3
매출채권	4.2	10.0	6.9	7.2	7.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>83.5</b>	<b>96.4</b>	<b>106.4</b>	<b>119.1</b>	<b>135.7</b>
유형자산	28.2	38.2	40.1	42.1	44.2
무형자산	8.6	16.3	18.8	21.6	24.8
투자자산	31.8	30.2	35.8	43.7	54.9
<b>자산총계</b>	<b>228.6</b>	<b>292.0</b>	<b>366.0</b>	<b>452.4</b>	<b>565.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>93.1</b>	<b>128.6</b>	<b>134.4</b>	<b>140.4</b>	<b>146.8</b>
매입채무	0.5	0.3	0.4	0.6	0.9
단기차입금	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>13.7</b>	<b>15.8</b>	<b>16.6</b>	<b>17.5</b>	<b>18.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>부채총계</b>	<b>106.8</b>	<b>144.5</b>	<b>151.0</b>	<b>157.9</b>	<b>165.1</b>
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	52.2	53.5	53.5	53.5	53.5
기타포괄이익누계액	-3.6	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
이익잉여금	76.2	106.4	163.3	242.9	349.2
비지배주주지분	2.9	0.9	0.6	0.1	-0.4
<b>자본총계</b>	<b>121.8</b>	<b>147.6</b>	<b>214.9</b>	<b>294.5</b>	<b>400.8</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>60.8</b>	<b>72.3</b>	<b>68.1</b>	<b>91.1</b>	<b>118.0</b>
당기순이익(손실)	34.2	36.3	62.3	85.0	111.6
유형자산감가상각비	9.1	12.6	12.9	13.1	13.4
무형자산상각비	1.0	1.1	1.5	1.3	1.2
운전자본의 증감	10.6	8.0	25.0	35.4	50.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-70.0</b>	<b>-17.8</b>	<b>-18.1</b>	<b>-18.8</b>	<b>-19.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.8	-19.3	-18.3	-17.4	-16.6
투자자산의 감소(증가)	-14.5	1.5	-1.5	-1.6	-1.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.8</b>	<b>-15.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>-7.1</b>	<b>-7.1</b>
차입금증감	17.0	-1.5	1.3	1.9	2.6
자본의증가	4.0	1.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-8.4</b>	<b>38.7</b>	<b>61.0</b>	<b>72.7</b>	<b>98.7</b>
기초현금	35.7	27.3	66.0	127.0	199.7
기말현금	27.3	66.0	127.0	199.7	298.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	14,488	17,101	23,285	27,991	33,250
EPS(지배주주)	2,990	3,184	5,441	7,417	9,733
CFPS	4,766	6,386	8,097	10,300	13,020
EBITDAPS	4,108	5,575	8,373	11,074	14,116
BPS	10,346	12,758	18,648	25,612	34,902
DPS	550	650	650	650	650
배당수익률(%)	0.8	1.1	0.7	0.7	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	23.0	19.0	18.1	13.3	10.1
PCR	14.5	9.5	12.2	9.6	7.6
PSR	4.8	3.5	4.2	3.5	3.0
PBR	6.7	4.7	5.3	3.8	2.8
EBITDA	47.2	64.1	96.3	127.3	162.3
EV/EBITDA	15.3	9.1	10.0	7.0	4.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	32.5	27.6	34.7	33.5	32.2
EBITDA이익률	28.4	32.6	36.0	39.6	42.5
부채비율	87.7	97.9	70.3	53.6	41.2
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	95.5	99.5	184.9	245.2	305.9
매출채권회전율(x)	28.4	27.8	31.8	45.8	51.8
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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 카카오 (035720) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.29	산업분석	Buy	34,000	김동희	-22.4	-11.2	
2019.11.07	기업브리프	Buy	36,000	김동희	-14.2	-7.2	
2020.01.15	산업브리프	Buy	40,000	김동희	-16.7	-10.5	
2020.02.14	기업브리프	Buy	44,000	김동희	-23.1	-6.4	
2020.05.08	기업브리프	Buy	48,000	김동희	-9.8	-6.3	
2020.05.20	산업분석	Buy	54,000	김동희	-4.9	0.0	
2020.06.03	산업분석	Buy	60,000	김동희	-10.1	3.5	
2020.07.08	산업브리프	Buy	68,000	김동희	-0.4	9.0	
2020.08.07	기업브리프	Buy	84,000	김동희	-9.2	-1.9	
2020.09.18	기업브리프	Buy	90,000	김동희	-20.7	-15.2	
2020.11.06	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-23.6	-8.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	114,000	김동희	-15.6	-2.1	
2021.04.12	산업분석	Buy	130,000	김동희	-10.2	-6.5	
2021.05.07	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-17.2	-10.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	150,000	김동희	-	-	

### NAVER (035420) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.29	산업분석	Buy	170,000	김동희	-26.4	-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	-27.0	-20.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-23.8	-17.4	
2021.01.29	기업브리프	Buy	470,000	김동희	-20.3	-15.0	
2021.03.12	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-	-	

### 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	550,000	김동희	-9.6	0.2	
2019.09.06	기업분석	Buy	700,000	김동희	-23.7	-12.3	
2020.01.15	산업브리프	Buy	770,000	김동희	-15.0	-6.5	
2020.03.05	기업브리프	Buy	820,000	김동희	-21.3	-8.9	
2020.05.13	기업브리프	Buy	870,000	김동희	-11.0	-6.2	
2020.06.03	산업분석	Buy	920,000	김동희	-5.1	8.2	
2020.07.08	산업브리프	Buy	1,070,000	김동희	-21.3	-7.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-19.4	-16.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-	-	

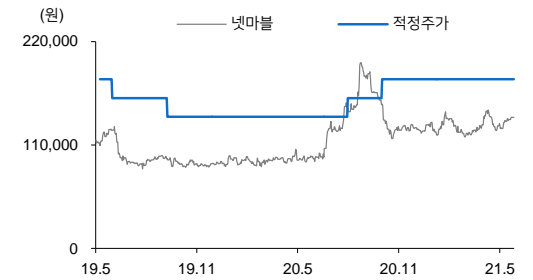


### 넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2019.05.29	산업분석	Buy	180,000	김동희	-32.8	-29.4
2019.06.20	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-39.5	-19.1
2019.09.26	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-30.0	10.7
2020.08.13	기업브리프	Buy	160,000	김동희	5.4	23.4
2020.10.13	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-	-



### 아프리카TV (067160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2019.05.29	산업분석	Buy	85,000	김동희	-24.2	-2.7
2019.11.14	산업분석	Buy	95,000	김동희	-35.9	-17.8
2020.04.07	산업브리프	Buy	85,000	김동희	-25.2	0.5
2021.04.07	1년 경과				2.6	10.0
2021.05.03	기업브리프	Buy	110,000	김동희	-14.1	-10.5
2021.06.01	산업분석	Buy	120,000	김동희	-	-

