

2021. 7. 15



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 강다예

02. 6454-4884

daye.kang@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

카카오(035720)	Buy	184,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,050,000원

## 관심종목

NAVER(035420)	Buy	590,000원
넷마블(251270)	Buy	180,000원
아프리카TV(067160)	Buy	137,000원
컴투스(078340)	Buy	210,000원
NHN(181710)	Buy	110,000원

# 인터넷/게임

## ‘성장’이 지배하는 곳

- ✓ 2Q21 인터넷/게임 업종의 실적은 계절적 성수기와 웹툰, 전자상거래, 페이 등의 구조적 성장세에 힘입어 대체로 예상치 부합할 전망
- ✓ 연초대비 카카오 108.0%, 네이버 76.5% 상승하며 플랫폼 기업의 가파른 리레이팅
- ✓ 상대적으로 부진했던 게임 업종에 주목할 시점
- ✓ 신규 게임 출시와 중국 시장 판호재개로 인한 투자심리 회복, 8월 크래프톤의 상장과 맞물려 게임업종의 투자파이 확대 효과도 기대

## 2Q21 인터넷/게임, 예상치 부합하는 실적

2분기 인터넷/게임 업종의 실적은 광고 시장의 계절적 성수기 효과와 웹툰, 전자상거래, 페이 등의 구조적 성장에 힘입어 대체로 예상치 부합할 전망이다. 플랫폼 기업의 주가 상승 두드러졌는데 연초대비 네이버와 카카오가 각각 108.0%, 76.5% 상승하며 성장이 이끄는 리레이팅은 지속된다.

## 1. 성장이 이끄는 주가밸리

2분기 NAVER와 카카오의 매출액은 기대를 상회하는 성장, 영업이익은 마케팅비 증가로 인해 눈높이에 충족하는 실적을 달성할 전망이다. 광고 시장은 계절적 성수기였으며 네이버 서치플랫폼은 12.2% YoY 증가, 카카오 광고 매출액은 38.3% 증가를 예상한다. 네이버 커머스 매출액은 쇼핑거래와 광고 매출 증가로 38.0% 성장하며 카카오 커머스 역시 모회사에 흡수합병되며 본격적인 투자와 플랫폼 기반의 성장이 가속화된다. 웹툰의 글로벌 경쟁은 심화되어 일본 디지털 만화 시장의 주도권 획득하기 위한 네이버와 카카오의 매스마케팅 및 투자는 증가한다. 21년 8월 카카오의 핵심 금융 자회사인 카카오페이와 카카오뱅크의 기업공개를 통해 카카오 기업집단의 재평가 지속되며 2022년에는 카카오모빌리티, 카카오엔터테인먼트 등의 IPO 가능성이 높은데 특히 모빌리티가 최근 블루/대리 비즈니스에서 주차장 운영, 퀵서비스 등으로 빠르게 영역을 확대하고 있어 성장성이 두드러질 전망이다.

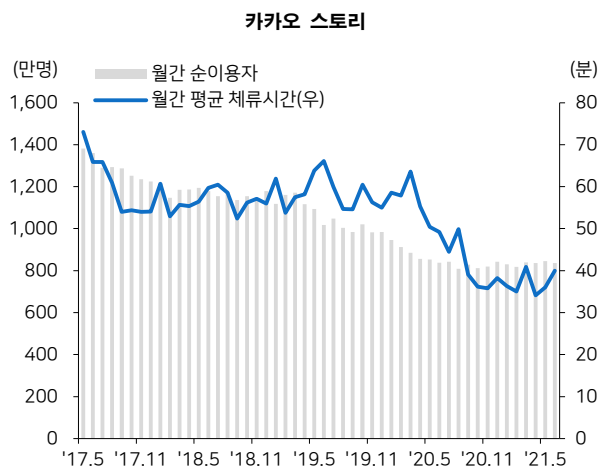
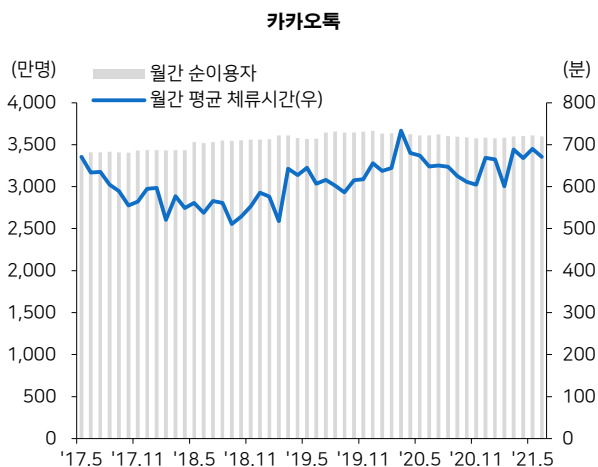
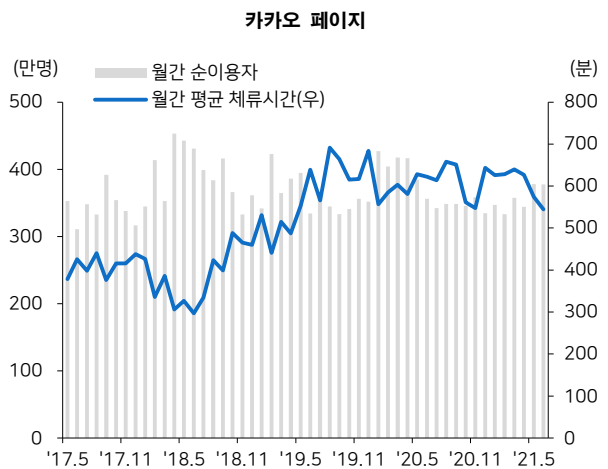
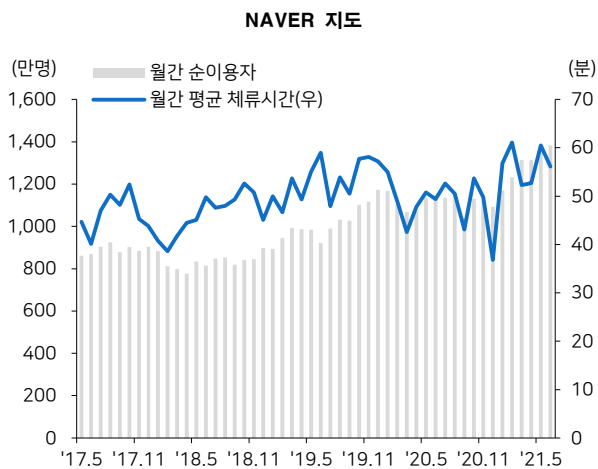
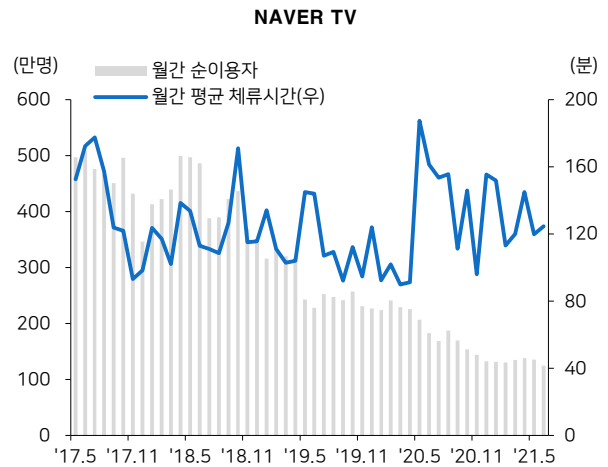
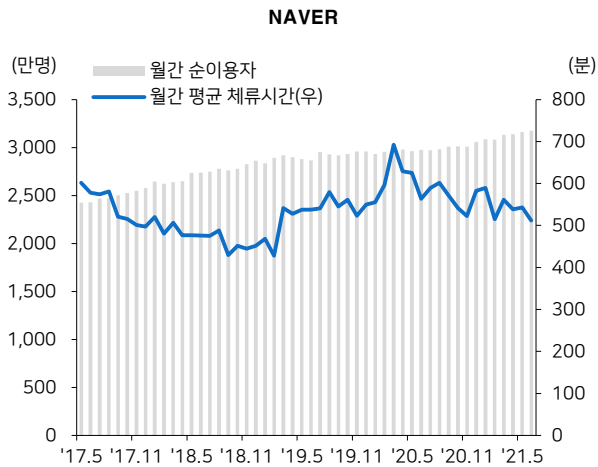
## 2. 게임 업종에 주목할 시점

2021년 상대적으로 부진했던 게임업종에 주목할 시점이다. ‘오딘’을 시작으로, ‘블레이드앤소울2’와 ‘배틀그라운드: 뉴스테이트’ 등의 국내외 강화되는 신작 사이클과 중국 판호 발급 재개는 게임업종 투자심리 제고에 긍정적이다. 또한 8월 크래프톤의 상장과 맞물려 게임업종의 투자 파이는 확대될 수 있다고 판단한다.

## 3. Top Picks로 카카오, 엔씨소프트 추천

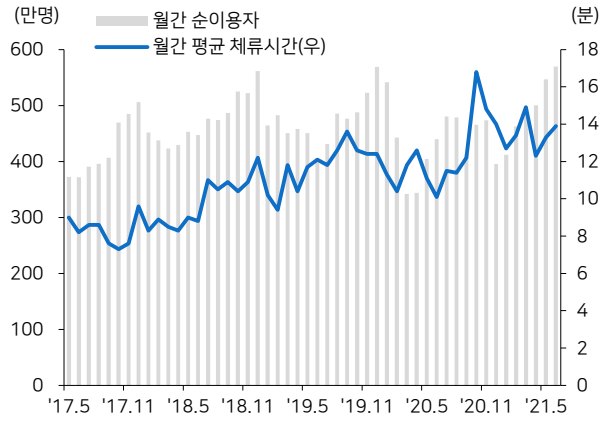
# 인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

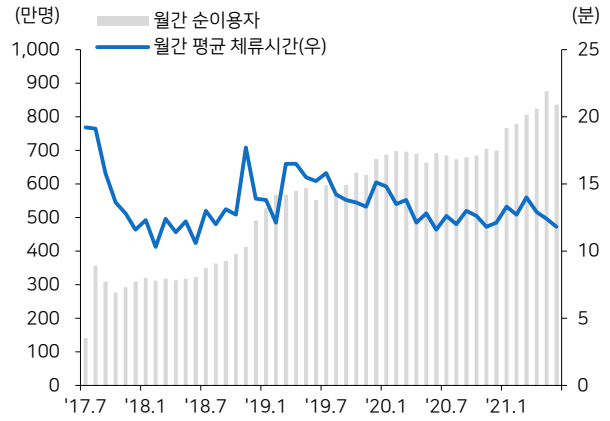


주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어' 에서 2017.1.12 'NAVER TV' 로 명칭 변경해 서비스  
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

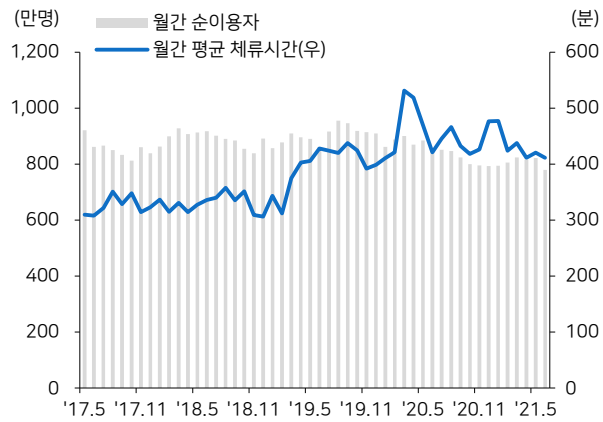
카카오 T



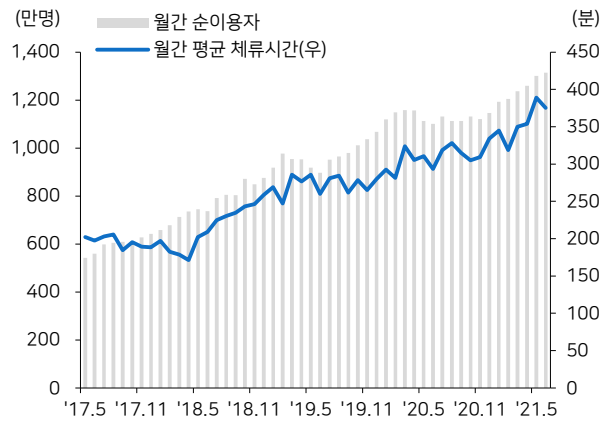
카카오뱅크



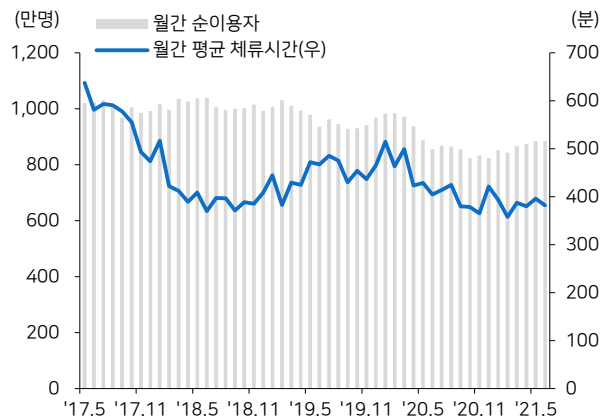
다음



인스타그램



페이스북



Youtube

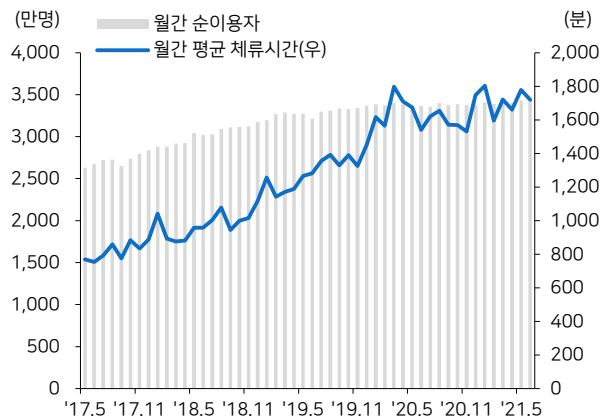
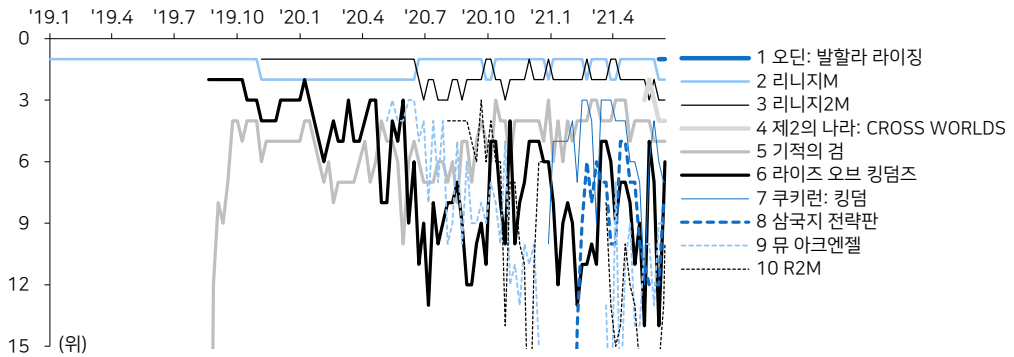
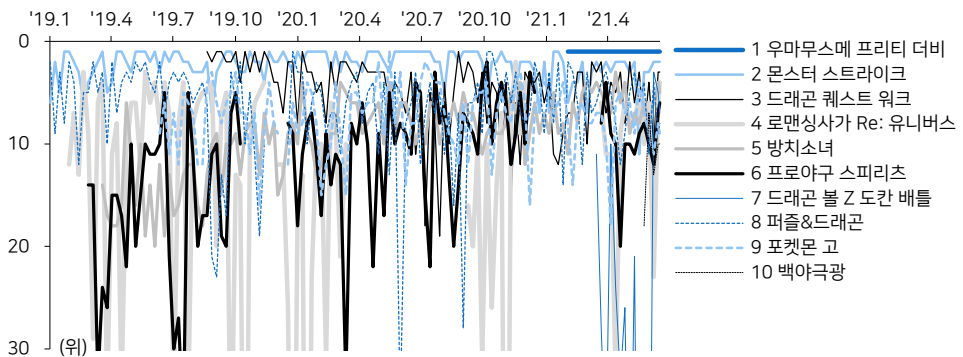


그림2 국가별 게임 매출 순위

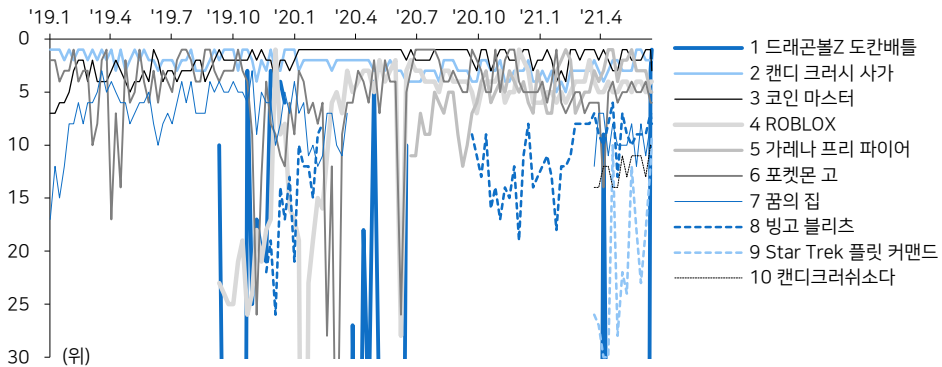
한국



일본

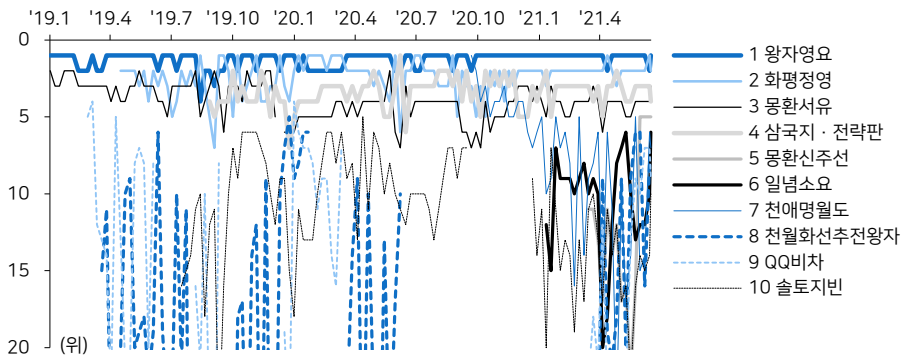


미국



중국

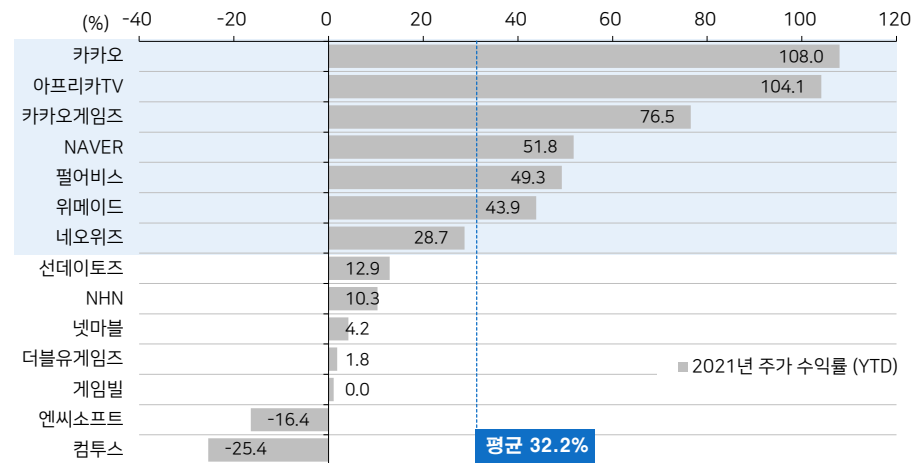
(iOS grossing 기준)



주: 2021. 7. 13 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

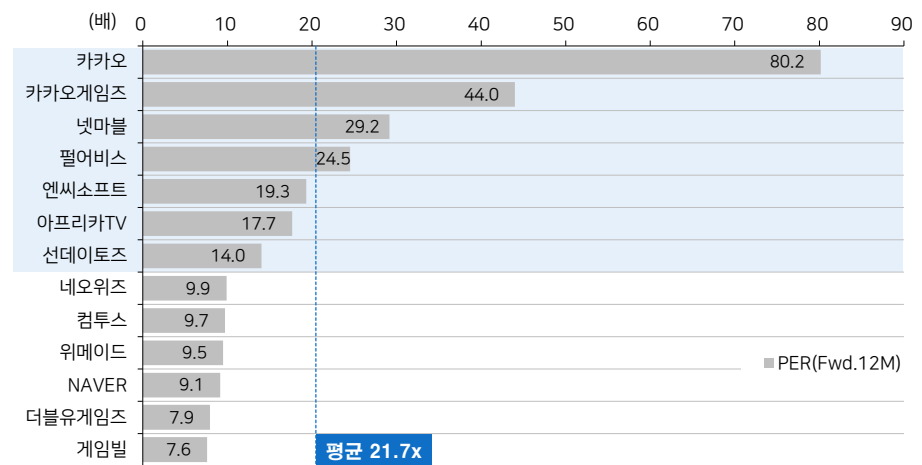
그림3 2021년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2021. 7. 14 기준

자료: Wisedfn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2021. 7. 14 기준

자료: Wisedfn, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사		시가총액 (7.14)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)	
		(조원)	2021E	2022E	(%)	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
인터넷	NAVER	72.9	4.5	44.6	-	-	96.5	2.8	33.2	6,635.9	7,939.2	1,345.6	1,679.4	15,975.0	1,626.0
	카카오	72.0	90.3	72.8	34.4	2.6	10.8	9.9	64.5	5,692.8	7,160.1	789.8	1,167.3	791.7	982.6
	NHN	1.6	21.4	17.3	15.8	1.4	4.7	0.9	4.9	1,928.6	2,165.4	127.5	152.8	74.9	92.8
	아프리카TV	1.4	21.4	16.6	40.3	0.5	37.0	6.5	12.1	267.8	328.2	84.6	110.0	66.1	85.4
게임	엔씨소프트	17.1	23.8	15.4	15.3	1.5	20.5	4.4	15.8	2,784.1	3,744.7	877.4	1,448.9	718.2	1,104.6
	넷마블	11.8	35.3	25.9	26.3	1.3	6.1	1.9	25.4	2,726.0	3,189.8	344.6	495.3	332.7	452.3
	카카오게임즈	6.1	51.1	34.9	31.2	1.6	9.4	5.5	41.2	705.9	1,035.0	110.6	208.5	121.3	177.6
	펄어비스	5.1	42.8	19.4	60.5	0.7	17.6	6.5	28.0	541.5	861.5	147.2	330.6	121.5	268.4
	컴투스	1.5	11.4	8.7	5.1	2.2	13.3	1.3	4.9	641.7	792.0	154.4	214.7	136.1	177.0
	더블유게임즈	1.1	8.6	7.7	11.5	0.7	16.4	1.3	3.4	678.1	721.4	214.5	238.3	132.2	146.5
	위메이드	0.9	11.3	8.4	23.9	0.5	27.7	2.8	7.8	305.3	381.1	102.9	137.2	83.1	111.3
	게임빌	0.2	8.6	6.8	21.7	0.4	9.8	0.8	7.6	147.9	171.0	39.5	50.8	28.7	36.6
Average		16.0	23.6	18.7	26.0	1.2	15.7	3.7	16.7	1,921.3	2,374.1	361.5	519.5	1,548.5	438.4

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 인터넷/게임업종 실적 &amp; Valuation Table

회사		시가총액 (7.14) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
			2021E	2022E						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
인터넷	Google	1,732.1	26.1	23.8	17.9	1.5	24.6	6.9	17.4	195.9	229.4	64.1	73.4	66.4	72.1
	Amazon	1,854.6	53.4	42.9	27.0	2.0	25.7	13.7	24.5	490.0	581.1	34.8	48.5	37.4	47.7
	Facebook	998.3	24.8	21.4	16.1	1.5	25.1	6.4	15.2	115.6	138.3	45.3	53.2	40.1	46.7
	Alibaba	568.0	21.8	17.8	12.0	1.8	14.0	3.3	16.2	143.6	173.9	17.9	24.3	26.7	33.2
	Tencent	687.5	31.3	25.2	28.0	1.1	18.3	5.3	21.7	91.3	109.8	29.8	34.5	22.1	27.5
	Baidu	65.3	19.0	16.1	21.4	0.9	12.2	1.8	11.4	19.9	22.9	2.7	3.7	3.2	4.0
	Twitter	55.5	89.2	63.7	33.0	2.7	7.9	7.9	38.4	4.8	5.9	0.8	1.2	0.7	0.9
	Snap	97.4	343.8	119.5	120.6	2.8	-7.6	51.6	241.9	3.9	5.8	0.3	1.1	0.3	1.1
	Z Holdings	40.9	50.5	39.5	7.3	6.9	3.1	1.6	15.8	13.7	14.7	1.5	1.8	0.8	1.0
	Rakuten	19.1	-	-	-	-	-29.3	2.8	19.6	14.9	16.7	-1.8	-0.7	-1.5	-0.6
	HUYA	3.7	27.5	16.2	38.5	0.7	6.8	2.3	20.4	1.9	2.2	0.1	0.2	0.1	0.2
게임	Nintendo	75.6	17.1	17.2	-1.1	-16.1	22.6	3.6	10.3	15.8	15.3	5.7	5.6	4.1	4.1
	Blizzard	72.5	24.8	21.5	14.1	1.8	16.9	4.3	16.9	8.7	9.8	3.8	4.4	3.0	3.5
	Netease	75.3	27.2	22.8	14.6	1.9	18.0	4.9	21.6	13.7	16.2	2.6	3.3	2.8	3.3
	EA	40.9	22.4	20.2	14.5	1.5	17.5	5.3	14.5	7.4	7.8	2.3	2.5	1.9	2.1
	Nexon	18.5	20.1	15.6	1.9	10.4	13.8	2.5	12.1	2.7	3.3	1.0	1.4	0.9	1.2
	Cyberagent	10.6	35.5	31.2	6.1	5.9	30.0	9.9	12.2	5.7	6.1	0.8	0.8	0.3	0.3
Average		377.4	32.7	26.3	16.7	1.7	12.9	5.1	18.0	67.6	79.9	12.5	15.2	12.3	14.6

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2021. 7. 15

### ▲ 인터넷/게임

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

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

# NAVER 035420

## 스마트 쇼핑이 주도할 re-rating

- ✓ 2Q21 실적 예상치 부합 전망. 서치 플랫폼은 광고 성수기와 스마트채널 효과로 두자릿수 성장. 쇼핑과페이 성장세도 양호
- ✓ 3분기 네이버 장보기 with 이마트 오픈 예정. 신선식품/생필품 배송 수준을 익 일/당일/2~3시간 배송으로 업그레이드하는 작업
- ✓ 마케팅비는 쇼핑과 일본 웹툰 프로모션으로 증가. 영업이익률 20% 초반 유지
- ✓ 네이버쇼핑의 가치 산출 위한 PSR 1.0배로 상향, 적정주가 59만원 상향

## Buy

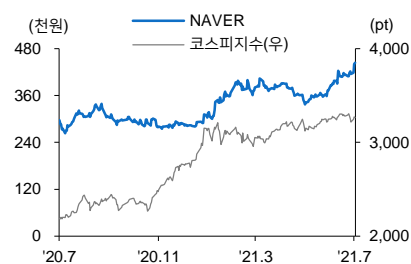
**적정주가 (12개월)** 590,000 원  
**현재주가 (7.14)** 444,000 원  
**상승여력** 32.9%

KOSPI	3,264.81pt
시가총액	729,329억원
발행주식수	16,426만주
유동주식비율	80.52%
외국인비중	57.10%
52주 최고/최저가	444,000원/263,000원
평균거래대금	2,902.6억원

<b>주요주주(%)</b>	
국민연금공단	9.99
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.04

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	14.7	39.6	54.7
상대주가	14.3	34.7	3.5

### 주가그래프



### 2Q21 실적, 예상치 부합 전망

2분기 매출액은 1조 6,039억원(+25.7% YoY), 영업이익은 3,290억원(+6.8% YoY)으로 추정. 시장 컨센서스(매출액 1.6조원, 영업이익 3,275억원)에 대체로 부합한다. 서치플랫폼 매출액은 7,610억원으로 계절적 성수기와 스마트채널 효과 등으로 전년 동기 대비 12.2%의 두자릿수 성장세 유지한다. 커머스 매출액은 38.0% YoY 증가한 3,535억원으로 스마트스토어와 쇼핑광고의 견조한 성장에 기인한다. 핀테크 매출액도 50% YoY 증가한 2,470억원으로 네이버쇼핑과 스마트스토어 판매자 대출 성장 때문이다. 참고로 스마트스토어 사업자 대출은 출시 6개월만에 누적 대출액 500억원을 돌파하였다. 올해 네이버웹툰 비즈니스의 성장성은 라인망가 성장성 회복이 중요하며 연간 6천억원 거래액 달성을 목표로 최근 TV광고 등의 마케팅 진행 중이다. 2분기 영업이익률은 20.5%로 3.6%p YoY 하락, 주식보상비용(연간 2,800억원)과 마케팅비 증가 때문이다.

### 스마트 쇼핑과 M&A 전략

3분기 네이버 장보기에 이마트 입점하며 신세계/이마트 그룹과의 협력 본격화된다. 장보기 서비스를 알리는 마케팅 필요하며 신선식품/생필품 경쟁력 강화를 위해 온/오프라인 협업 진행된다. 또한 CJ그룹과의 협력도 강화되고 있는데 CJ대한통운은 용인 풀필먼트 센터 설립을 통해 네이버에 신선식품 물류를 제공하게 된다. 추가 물류센터 건립을 비롯한 CAPEX 투자 가능성 있으나 국내 1위 e커머스로 사업자로 도약하기 위해 물류 배송 경쟁력 강화는 필수적이다.

한편 6월 30일 네이버는 티빙에 400억원 규모의 추가 투자 통해 15.4%의 지분을 확보, 2023년 800만 유료회원을 목표로 웹툰/웹소설 IP의 드라마 전환이 빨라지며 M&A를 통한 경쟁력 강화 전략이 지속된다.

(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	16,451.0	100,150	1,837.8	141,639	4.4	3.1	38.1	107.4	34.0
2022E	7,889.7	1,755.9	1,727.0	10,514	-89.9	151,365	42.2	2.9	31.4	7.2	35.0
2023E	9,345.3	2,324.4	2,006.1	12,212	16.9	162,782	36.4	2.7	24.8	7.8	35.9

표2 NAVER 2Q21 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>1,603.9</b>	<b>1,276.0</b>	<b>25.7%</b>	<b>1,499.1</b>	<b>7.0%</b>	<b>1,608.5</b>	<b>-0.6%</b>
서치플랫폼	761.0	678.2	12.2%	752.7	1.1%	-	-
커머스	353.5	256.2	38.0%	324.4	9.0%	-	-
핀테크	247.0	164.7	50.0%	209.5	17.9%	-	-
콘텐츠	155.9	112.9	38.0%	130.8	19.2%	-	-
클라우드	86.5	64.1	35.0%	81.7	5.9%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>329.0</b>	<b>308.1</b>	<b>6.8%</b>	<b>288.8</b>	<b>13.9%</b>	<b>327.2</b>	<b>0.4%</b>
<b>세전이익</b>	<b>417.4</b>	<b>289.3</b>	<b>44.3%</b>	<b>16,539.6</b>	<b>-97.5%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>343.8</b>	<b>147.3</b>	<b>133.5%</b>	<b>15,350.9</b>	<b>-97.8%</b>	<b>321.1</b>	<b>7.1%</b>
영업이익률(%)	20.5%	24.1%	-3.6%p	19.3%	1.2%p	20.3%	0.2%p
순이익률(%)	21.4%	11.5%	9.9%p	1,024.0%	-1,002.6%p	19.9%	1.5%p

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<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>5,304.2</b>	<b>6,649.6</b>	<b>7,889.7</b>
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	761.0	778.7	837.6	2,803.2	3,130.0	3,294.7
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	353.5	385.3	437.2	1,089.6	1,500.4	1,945.4
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	247.0	257.6	293.6	677.4	1,007.7	1,372.7
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	155.9	155.2	191.0	460.2	632.8	805.5
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	86.5	99.2	111.3	273.7	378.6	471.3
<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>4,088.8</b>	<b>5,269.2</b>	<b>6,133.8</b>
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	385.5	397.1	413.5	1,196.6	1,570.4	1,738.4
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	537.3	562.8	642.0	1,796.6	2,252.1	2,672.0
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	159.7	164.4	178.5	549.8	657.6	776.7
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	192.5	201.1	224.5	545.9	789.1	946.8
<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>1,215.3</b>	<b>1,380.4</b>	<b>1,755.9</b>
<b>세전이익</b>	<b>253.9</b>	<b>175.8</b>	<b>361.6</b>	<b>842.3</b>	<b>16,539.6</b>	<b>432.9</b>	<b>456.7</b>	<b>520.6</b>	<b>1,633.6</b>	<b>17,949.8</b>	<b>2,203.8</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>355.5</b>	<b>370.0</b>	<b>415.0</b>	<b>1,002.1</b>	<b>16,451.0</b>	<b>1,727.0</b>

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

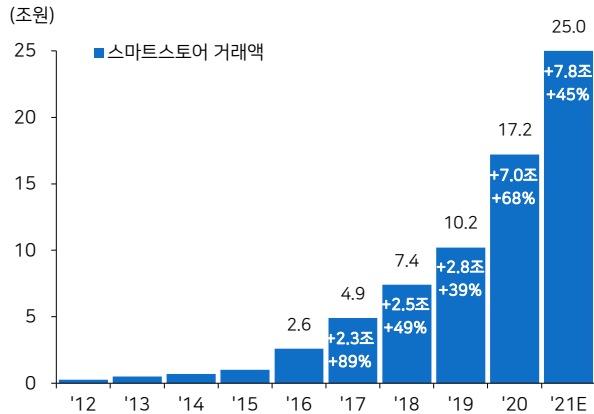
표4 NAVER 투자의 속도, 빨라지다

시기	투자 기업	투자금액(십억원)	형태	특징
2017년 3월	YG엔터테인먼트	100.0	현금	엔터테인먼트 콘텐츠 확보
2017년 6월	미래에셋대우	500.0	자사주 교환	핀테크 협업
2017년 6월	제록스리서치센터 유럽	100.0	현금	AI 연구인력 확보
2020년 8월	SM엔터테인먼트	100.0	현금	엔터테인먼트
2020년 8월	CJ대한통운	300.0	자사주 교환	물류 배송 강화
2020년 10월	CJ ENM	150.0	자사주 교환	엔터테인먼트/티빙
2020년 10월	스튜디오 드래곤	150.0	자사주 현물출자	영상 제작 경쟁력 확보
2021년 1월	왓패드(Wattpad)	653.3	자사주 지급	글로벌 1위 웹소설 플랫폼
2021년 1월	비엔엑스(빅히트 위버스 플랫폼 운영)	411.9	현금과 3자 배정 유증 참여	49% 지분 확보, V라이브 영업양수도
2021년 2월	알라파	155	코렐리아 펀드 통해 투자	스페인판 당근마켓으로 불리는 중고거래 서비스
2021년 3월	이마트, 신세계 인터내셔널	250	자사주 지급	국내 1위 유통업체
2021년 4월	엠텍	167.8	현금	인도네시아 종합미디어 기업, 시가총액 103억달러 라인웹툰과 시너지 기대
2021년 6월	티빙(tving)	40.0	현금	지분율 15.4% 확보, 웹툰/웹소설 IP의 영상화

자료: 메리츠증권 리서치센터

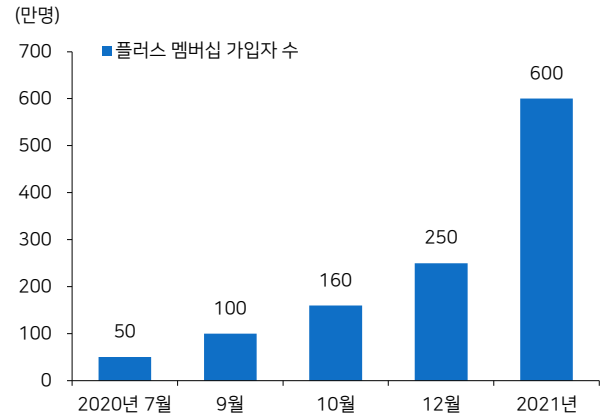


그림5 스마트스토어 판매자 거래금액 가파르게 성장



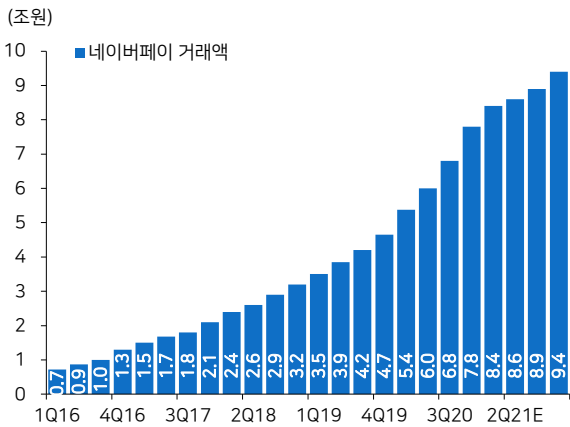
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림6 네이버플러스 멤버십 가입자 600만 목표



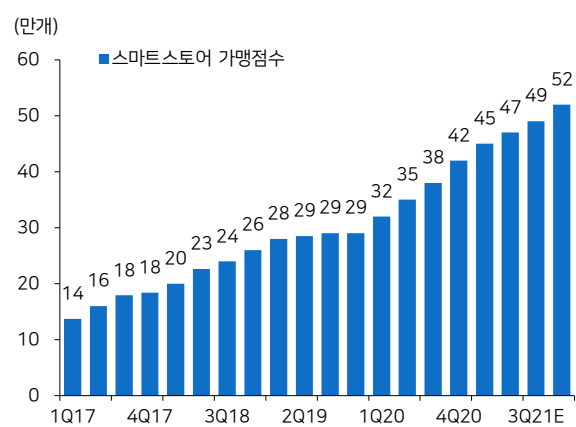
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2Q21 네이버페이 거래액 8.6조원 추정



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2Q21 스마트스토어 가맹점수 47만개 추정



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림9 라인망가 출시 8주년 마케팅



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 4월 15일 네이버페이 후불결제 서비스 개시



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표5 NAVER 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
<b>NAVER (A)</b>	<b>79,345.2</b>	
검색 플랫폼	18,780.1	검색, 뉴스, 로컬, 예약 등 기존 NAVER 사업가치
2021E NP	939.0	
Target PER(배)	20.0	글로벌 인터넷 업종 평균 밸류에이션
<b>네이버쇼핑</b>	<b>40,000.0</b>	
2021E GMV(거래액)	40.0	NAVER 플랫폼 통한 전체 상거래 거래금액
Target PSR(배)	1.0	국내 전자상거래 기업의 평균 PSR. 쿠팡 대비 60% 할인
<b>네이버파이낸셜</b>	<b>10,077.1</b>	
2021E 매출액	1,007.7	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
PSR(배)	10.0	
<b>네이버웹툰</b>	<b>7,979.3</b>	
네이버웹툰	4,662.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
라인망가	2,664.0	21E 결제액 대비 PSR 10 배, 지분율 66.6% 적용
왓패드	653.3	지분 100% 인수한 가치
<b>동영상</b>	<b>1,558.7</b>	<b>네이버 TV, V 라이브, 위버스의 가치</b>
네이버 TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9 조원, 지분율 49% 반영
<b>기타</b>	<b>950.0</b>	<b>스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인</b>
<b>Z 홀딩스 (B)</b>	<b>12,890.6</b>	<b>NAV 대비 30% 할인</b>
Z 홀딩스 시가총액	56,661.8	Z 홀딩스 합병 후 기업가치 472 억달러, 54 조원 가정
지분율(%)	32.5	
<b>현금성자산 (C)</b>	<b>1,992.0</b>	
<b>자사주 (D)</b>	<b>3,710.0</b>	
<b>총 기업가치 (A+B+C+D)</b>	<b>97,937.7</b>	
<b>적정주가(원)</b>	<b>590,000</b>	
현주가(7/14, 원)	444,000	
상승여력(%)	32.9%	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

# NAVER (035420)

## 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
판매관리비	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	266.8	284.6	277.1
종속/관계기업손익	18.4	115.6	15,182.0	225.4	247.9
기타영업외손익	-19.4	-75.5	-110.7	-124.6	-130.0
세전계속사업이익	1,391.3	1,633.6	17,949.8	2,203.8	2,496.4
법인세비용	470.6	492.5	1,648.4	551.0	574.2
당기순이익	396.8	845.0	16,366.2	1,644.9	1,922.3
지배주주지분 순이익	583.1	1,002.1	16,451.0	1,727.0	2,006.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	15,590.1	3,708.6	4,127.8
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,366.2	1,644.9	1,922.3
유형자산상각비	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	-3,252.3	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	-18,734.5	-2,197.4	-1,915.3
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	-3,657.1	455.4	478.5
차입금의 증감	923.4	-1,197.6	-1,099.9	-1,124.5	-1,243.7
자본의 증가	34.3	218.0	224.5	231.2	238.2
현금의 증가(감소)	417.6	-2,140.2	379.6	537.1	537.5
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	1,979.9	2,517.0
기말현금	3,740.5	1,600.3	1,979.9	2,517.0	3,054.5

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	5,950.4	5,668.1	6,245.6
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	1,979.9	2,517.0	3,054.5
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	7,203.5	7,440.4	7,511.5
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	4,928.3	4,968.3	4,985.9
자산총계	12,299.5	17,014.2	31,646.7	34,048.0	36,807.0
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	443.4	443.4	443.4
유동성장기부채	50.0	95.0	45.0	45.0	45.0
비유동부채	2,022.5	847.4	4,473.8	4,921.1	5,413.2
사채	752.3	5.7	1,259.7	1,259.7	1,259.7
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	1,321.0	1,321.0	1,321.0
기타포괄이익누계액	-91.1	106.4	-20.8	-20.8	-20.8
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	22,974.2	24,572.2	26,447.6
비지배주주지분	698.7	887.9	348.0	348.4	348.4
자본총계	6,503.9	8,255.1	23,614.1	25,212.2	27,087.6

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	40,481	48,031	56,892
EPS(지배주주)	3,538	6,097	100,150	10,514	12,212
CFPS	7,702	11,041	9,459	12,130	11,548
EBITDAPS	10,030	10,409	11,509	13,888	17,445
BPS	35,223	44,850	141,639	151,365	162,782
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	4.4	42.2	36.4
PCR	24.2	26.5	46.9	36.6	38.4
PSR	7.1	9.1	11.0	9.2	7.8
PBR	5.3	6.5	3.1	2.9	2.7
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,890.6	2,281.3	2,865.7
EV/EBITDA	17.8	27.5	38.1	31.4	24.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	107.4	7.2	7.8
EBITDA 이익률	37.9	32.3	28.4	28.9	30.7
부채비율	89.1	106.1	34.0	35.0	35.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	69.8	56.1	49.9	63.5	84.1
매출채권회전율(x)	14.9				
재고자산회전율(x)	77.4	178.4	1,397.0	1,404.9	3,085.8

Industry Brief  
2021. 7. 15

### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

**적정주가 (12개월)** **184,000 원**  
**현재주가 (7.14)** **162,000 원**  
**상승여력** **13.6%**

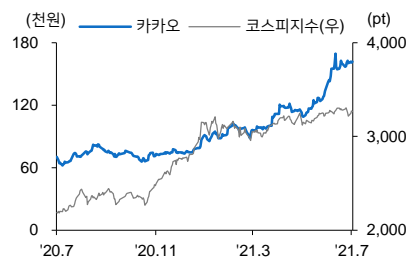
KOSPI	3,264.81pt
시가총액	720,026억원
발행주식수	44,446만주
유동주식비율	72.96%
외국인비중	32.05%
52주 최고/최저가	169,500원/62,000원
평균거래대금	5,697.9억원

### 주요주주(%)

김범수 외 65 인	24.27
국민연금공단	8.41
MAXIMO PTE	6.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.7	79.4	136.2
상대주가	13.2	73.1	57.9

### 주가그래프



# 카카오 035720

## 진격의 '카카오'

- ✓ 8월 카카오뱅크와 카카오페이 기업공개로 핵심 핀테크 자회사의 가치 현실화. 다만 Pure Fintech Player 등장으로 직접 투자 가능. 카카오에 대한 투자심리 단기적으로 악화될 가능성
- ✓ 쇼핑, 광고, 그리고 모빌리티에 주목할 시점. 특히 카카오 모빌리티는 20년말부터 1조원 이상의 투자유치 진행하여 공격적 성장 전략을 전개할 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 18.4만원으로 상향

### 2Q21 실적, 예상치 소폭 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,170억원(+38.2% YoY), 1,713억원(+75.2% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.3조원, 영업이익 1,796억원)대비 소폭 하회할 수 있다. 토크비즈 매출액은 3,651억원(+47.0% YoY)으로 연간 50% 성장 기조에 부합한다. 비즈보드 매출액은 917억원(+19.7% QoQ), 일평균 9.9억원 수준으로 전분기대비 성장성을 회복한다. 2분기 모빌리티 매출액은 89.4% YoY 증가한 989억원으로 추정, 블루 운행 대수 증가와 주차장 운영, 퀵서비스 등이 추가되며 이동과 관련된 모든 서비스를 포용하는 플랫폼으로 적극 성장을 모색 중이다.페이 거래액은 66% YoY 증가한 24.5조원으로 추정. 지급결제에서 빠르게 대출 중개/펀드판매 등의 투자 플랫폼으로 진화 중이다. 영업이익률은 13.0%(+2.7%p Yo)로 추정, 외형 성장으로 수익성 개선이 지속된다.

### Pure Fintech Player의 등장

7월 2일 카카오페이는 증권신고서를 제출하며 1,700만주의 신주 발행, 공모가 밴드는 63,000원~96,000원으로 밴드 상단 기준 공모가치는 12.5조원 수준이다. 하반기 MTS 출시와 디지털보험사 본인이 취득을 통해 빠르게 금융 서비스 확대하고 있어 상장 이후 주가 상승이 기대된다. 참고로 공모 자금 약 1.1조원은 증권 리테일 확장, 디지털 손보사 출범, 오프라인 결제망 확대에 주로 투자될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 18.4만원으로 상향

지그재그와 두나무 지분가치 반영, 페이와 은행 적정가치 상향으로 적정주가를 기존 15만원에서 18.4만원으로 22.7% 상향 조정하며 8월초 카카오페이와 은행 상장 이후 시가를 반영할 계획이다(참고 p. 15)

(십억원)	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	-717	적전	12,121	N/A	2.5	29.0	-5.8	52.2
2020	4,156.8	455.9	155.6	355	흑전	14,235	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021E	5,533.1	720.3	704.4	1,587	335.9	15,756	102.1	10.3	69.8	10.6	47.9
2022E	6,733.6	1,026.3	781.3	1,760	10.0	17,493	92.0	9.3	52.6	10.6	44.8
2023E	7,738.6	1,306.6	997.6	2,248	25.9	19,718	72.1	8.2	42.7	12.1	41.4

표6 카카오 2Q21 Preview – 예상치 소폭 하회 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,317.0	952.9	38.2%	1258.0	4.7%	1,349.6	-2.4%
플랫폼 부문	704.6	492.7	43.0%	668.8	5.3%	-	-
특비즈	365.1	248.4	47.0%	361.5	1.0%	-	-
포털비즈	114.5	117.5	-2.5%	117.5	-2.5%	-	-
신사업	225.0	126.8	77.4%	189.8	18.6%	-	-
콘텐츠 부문	612.4	460.2	33.1%	589.2	3.9%	-	-
게임 콘텐츠	123.1	107.5	14.5%	130.3	-5.5%	-	-
뮤직 콘텐츠	157.1	151.0	4.0%	156.8	0.2%	-	-
유료 콘텐츠	199.9	119.0	68.1%	174.7	14.5%	-	-
IP비즈니스 기타	132.3	82.7	60.0%	127.4	3.9%	-	-
영업이익	171.3	97.8	75.2%	157.5	8.7%	179.6	-4.6%
세전이익	270.6	204.1	32.6%	318.7	-15.1%	-	-
지배순이익	188.4	139.8	34.8%	224.5	-16.1%	200.2	-5.9%
영업이익률(%)	13.0%	10.3%	2.7%p	12.5%	0.5%p	13.3%	-0.3%p
순이익률(%)	14.3%	14.7%	-0.4%p	17.8%	-3.5%p	14.8%	-0.5%p

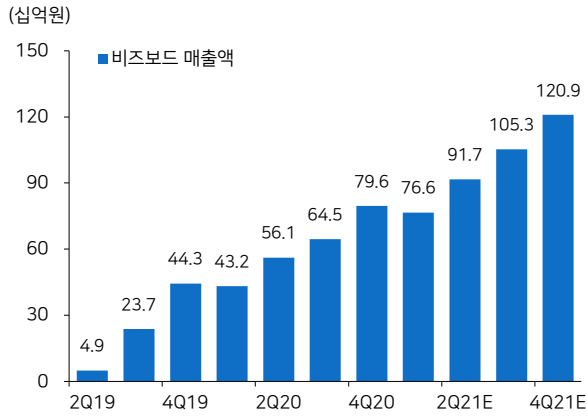
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표7 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	868.4	952.9	1,100.4	1,235.1	1,258.0	1,317.0	1,417.6	1,540.6	4,156.7	5,533.1	6,733.6
플랫폼 부문	441.8	492.7	554.4	657.0	668.8	704.6	754.8	815.2	2,145.9	2,943.4	3,747.7
특비즈	224.7	248.4	284.4	360.3	361.5	365.1	408.9	438.3	1,117.8	1,573.8	2,006.7
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	114.5	108.7	117.1	477.9	457.8	427.2
신사업	100.5	126.8	148.8	174.0	189.8	225.0	237.2	259.8	550.1	911.8	1,313.8
콘텐츠 부문	426.6	460.2	546.0	578.1	589.2	612.4	662.8	725.4	2,010.8	2,589.7	2,985.9
게임 콘텐츠	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	123.1	162.6	177.5	495.5	593.5	603.8
뮤직 콘텐츠	150.7	151.0	155.7	155.1	156.8	157.1	158.9	158.2	612.6	631.0	643.6
유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	199.9	213.7	226.7	528.0	815.0	1,072.3
IP비즈니스 기타	81.9	82.7	91.5	118.6	127.4	132.3	127.6	163.0	374.7	550.3	666.2
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.5	1,100.4	1,145.7	1,223.0	1,343.8	3,701.0	4,812.9	5,707.4
인건비	198.7	216.5	239.3	238.0	269.2	282.7	291.1	331.5	892.5	1,174.6	1,341.4
지급수수료	381.7	409.5	463.7	491.6	506.3	521.5	537.1	553.2	1,746.4	2,118.2	2,330.0
광고선전비	29.9	38.4	75.6	87.5	87.5	92.2	99.2	123.2	231.5	402.2	390.5
무형자산상각비	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.9	19.8	20.8	72.0	77.6	94.3
외주가공비	42.0	42.8	43.7	44.5	45.4	46.8	48.2	49.6	173.0	190.1	213.9
기타	110.0	129.8	139.9	205.9	173.9	183.7	227.4	265.3	585.6	850.3	1,337.3
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	171.3	194.6	196.8	455.9	720.3	1,026.3
세전이익	126.6	204.1	179.6	-96.0	318.7	270.6	224.7	203.4	414.3	1,017.4	1,108.8
지배순이익	77.5	139.8	127.5	-189.1	224.5	188.4	153.7	137.7	155.6	704.4	781.3

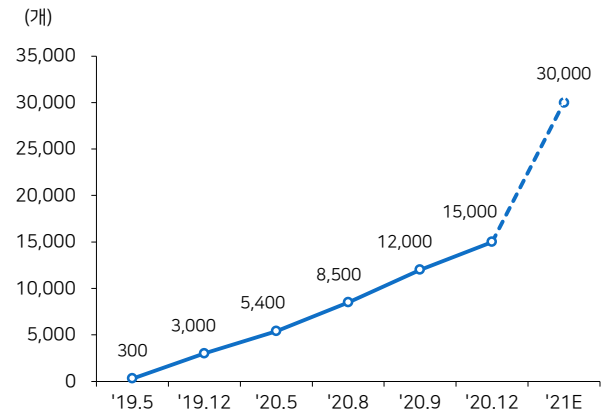
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림11 비즈보드 - 비즈채널 관문으로 특비즈 성장에 기여



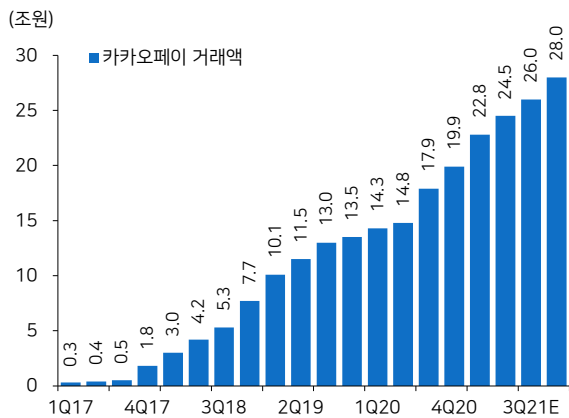
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림12 특보드 광고주 수 - 21년 3만개로 증가 추정



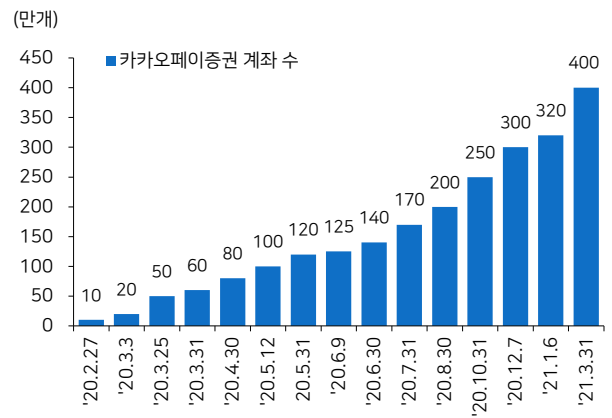
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2Q21 카카오페이 거래액 24.5조원 예상



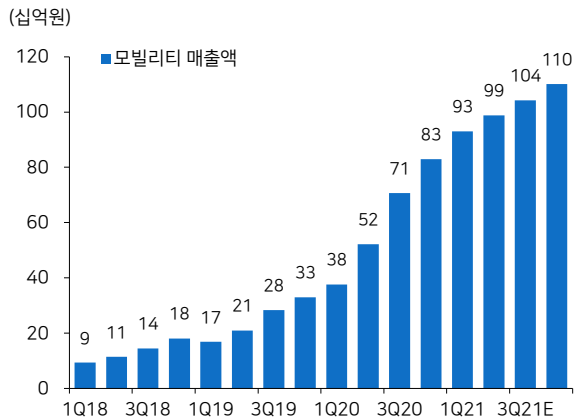
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림14 카카오페이증권 계좌 수 400만개 돌파



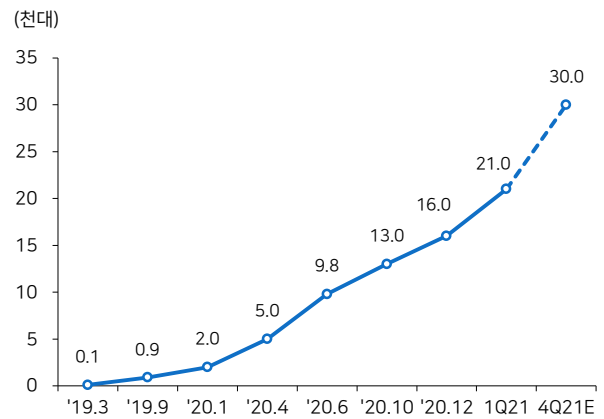
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림15 모빌리티 매출액, 가파른 성장세



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림16 21년 카카오톡 블루 운영대수 3만대 목표



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오 적정주가 18.4만원으로 상향

카카오의 적정 주가를 기존 15만원에서 18.4만원으로 22.7% 상향 조정한다. 상향 조정의 근거는 주요 사업부들의 가치 상향 및 신규 반영에 근거한다. 1) 카카오 커머스 가치는 지그재그를 포함시 12m forward 거래액 8.5조원에 PSR 1배를 적용하여 산출하였다. 참고로 6월 지그재그는 월간 거래액 900억원, MAU 360만 명 기록하며 빠르게 성장 중이다. 2) 페이와 뱅크는 IPO로 가치 현실화 임박해있으며 페이 기업가치는 지급결제와 금융 플랫폼으로서의 가치 합산으로 산출하였다. 3) 카카오게임즈의 주가 상승 반영하여 지분가치 상향하였으며 모빌리티 역시 최근의 피투자와 주차장, 퀵서비스 등으로 외형확대 되고 있는 점을 반영하였다. 한편 두나무는 하반기 나스닥 상장을 준비하고 있어 21E 순이익 2조원에 PER 15배 적용한 30조원 대비 지분가치 4.5조원을 적용하였다.

표8 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
<b>카카오톡 가치 (A)</b>	<b>29,831.5</b>	
광고(카카오톡 + 다음)	21,331.5	21E NPM 35% 가정, PER 30 배 적용
커머스	8,500.0	21E 쇼핑 거래액 8.5 조원(지그재그 포함) × PSR 1 배 적용
<b>자회사 가치 (B)</b>	<b>48,245.4</b>	
카카오페이	8,494.6	지분율 47.8%, 기업가치 17.8 조원(지급결제 6.9 조원, 금융거래 10.8 조원 합산) 반영
카카오게임즈	2,805.8	지분율 45.2%, 시가총액 6.2 조원 가정
카카오모빌리티	3,328.5	지분율 63.4%, 5.3 조원(21E Sales × PSR 10 배) 가정
카카오엔터테인먼트	6,974.3	지분율 68.5%, 페이지 5.6 조원, M 3.5 조원, 래디쉬/타파스 1.1 조원 합산
멜론컴퍼니	3,154.8	지분율 100.0%, 21E NP 1,577 억원 × PER 20 배 적용
픽코마	8,113.6	지분율 72.9%, 8.8 조원(거래액 1 조원 × PSR 8.8 배) 가정
카카오뱅크	4,770.5	지분율 27.3%, 17.7 조원(자본금 5 조원 × PBR 3.5 배) 가정
카카오엔터프라이즈	1,005.6	지분율 87.4%, 1.15 조원 가정
두나무	4,500.0	지분율 15%, 예상기업가치 30 조원(21E NP 2 조원 × PER 15 배)
기타 자회사	5,097.6	기타 관계기업 투자자산 가치(카카오인베스트먼트, 카카오키즈, 그라운드 X 등) 반영
<b>순현금 (C)</b>	<b>3,468.7</b>	
<b>NAV (A+B+C)</b>	<b>81,545.6</b>	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>184,000</b>	
현주가 (원, 7/14)	162,000	
상승여력 (%)	13.6%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오 (035720)

## 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
판매관리비	2,863.3	3,701.0	4,812.9	5,707.4	6,432.0
영업이익	206.8	455.9	720.3	1,026.3	1,306.6
영업이익률	6.7	11.0	13.0	15.2	16.9
금융손익	26.4	143.4	136.3	129.5	123.0
종속/관계기업손익	-19.8	8.7	393.3	251.1	263.6
기타영업외손익	-447.7	-193.7	-203.4	-213.6	-224.3
세전계속사업이익	-234.3	414.3	1,017.4	1,108.8	1,395.8
법인세비용	107.7	240.9	251.7	266.1	335.0
당기순이익	-341.9	173.4	765.8	842.7	1,060.8
지배주주지분 순이익	-301.0	155.6	704.4	781.3	997.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	752.7	971.1	1,918.1	1,964.0	2,126.8
당기순이익(손실)	-341.9	173.4	765.8	842.7	1,060.8
유형자산상각비	139.1	175.7	181.0	186.4	192.0
무형자산상각비	79.7	90.7	93.5	96.3	99.2
운전자본의 증감	370.8	183.3	323.9	333.6	343.6
투자활동 현금흐름	-414.2	-1,260.7	-280.3	-169.4	-190.1
유형자산의증가(CAPEX)	-106.4	-183.2	-188.6	-194.3	-200.1
투자자산의감소(증가)	-831.5	-962.0	-990.8	-1,020.6	-1,051.2
재무활동 현금흐름	322.2	1,305.4	729.2	731.8	734.5
차입금의 증감	111.2	208.6	192.0	201.9	207.9
자본의 증가	397.1	791.0	814.8	839.2	864.4
현금의 증가(감소)	671.2	976.1	402.8	561.4	754.9
기초현금	1,247.0	1,918.2	2,894.3	3,297.1	3,858.5
기말현금	1,918.2	2,894.3	3,297.1	3,858.5	4,613.3

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	4,462.9	4,671.5	5,167.9	5,861.2
현금및현금성자산	1,918.2	2,877.5	3,297.1	3,858.5	4,613.3
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	2,945.9	3,271.9	1,061.4
자산총계	8,737.3	11,954.0	12,010.6	12,880.2	13,969.8
유동부채	2,133.8	2,627.6	2,838.2	2,921.0	3,003.6
매입채무	29.0	37.7	38.8	40.0	41.1
단기차입금	11.2	130.3	123.8	126.3	126.3
유동성장기부채	0.2	40.2	40.1	40.1	40.1
비유동부채	563.8	1,166.1	1,193.2	1,221.1	1,250.0
사채	40.0	321.8	331.4	341.4	351.6
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	1,010.7	1,781.9	2,769.5
비지배주주지분	514.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8
자본총계	5,740.1	7,427.7	8,122.1	8,893.3	9,880.9

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,314	9,490	12,466	15,171	17,435
EPS(지배주주)	-717	355	1,587	1,760	2,248
CFPS	840	1,372	3,372	4,057	4,613
EBITDAPS	1,014	1,649	2,241	2,949	3,600
BPS	12,121	14,235	15,756	17,493	19,718
DPS	25	30	30	30	30
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-42.8	219.3	102.1	92.0	72.1
PCR	36.5	56.8	48.0	39.9	35.1
PSR	4.2	8.2	13.0	10.7	9.3
PBR	2.5	5.5	10.3	9.3	8.2
EBITDA	425.6	722.3	994.7	1,309.0	1,597.8
EV/EBITDA	29.0	45.5	69.8	52.6	42.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.8	2.7	10.6	10.6	12.1
EBITDA 이익률	13.9	17.4	18.0	19.4	20.6
부채비율	52.2	60.9	47.9	44.8	41.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	16.1	24.1	36.9	51.1	63.1
매출채권회전율(x)	17.5	20.5	16.0	15.6	18.8
재고자산회전율(x)	72.0	87.3	119.0	140.6	156.9



Industry Brief  
2021. 7. 15

▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

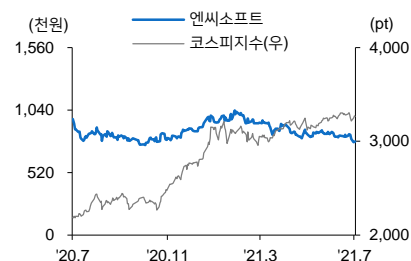
적정주가 (12개월) 1,050,000 원  
현재주가 (7.14) 778,000 원  
상승여력 35.0%

KOSPI	3,264.81pt
시가총액	170,802억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.87%
외국인비중	51.50%
52주 최고/최저가	1,038,000원/750,000원
평균거래대금	715.0억원

주요주주(%)	
김택진 외 8 인	11.99
국민연금공단	9.94
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	-17.1	-17.8
상대주가	-9.7	-20.1	-45.0

### 주가그래프



# 엔씨소프트 036570

## ‘B&S2’만 나오면 된다

- ✓ 2Q21 실적, 쉬어가는 시즌. Top Line은 ‘리니지2M’의 대만/일본과 ‘트릭스터M’ 매출 반영되어 전분기대비 성장하나 영업이익은 1분기 일회성 인센티브 약 400억원 제거되는 정도. 컨센서스(OP 1,916억원) 대비 하회할 전망
- ✓ ‘B&S2’ 출시만 남았다. 2월 9일부터 사전예약 시작된지 약 5개월 경과. ‘B&S’는 ‘리니지’IP와 달리 상대적으로 젊은 게이머 대상, 여성 이용자들도 타겟하고 있어 7~8월 여름방학 시즌에 출시할 가능성 높다고 판단
- ✓ 하반기 크래프톤 IPO 이후 엔씨소프트의 저평가 매력 부각될 가능성

### 2Q21 실적, 예상치 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 5,697억원(+7.1% YoY), 1,560억원(-25.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,315억원, 영업이익 1,916억원)를 하회할 전망이다. 2분기 ‘리니지M’ 매출액은 1,730억원(+0.2% QoQ, 일평균 18.3억원), ‘리니지2M’은 2,159억원(+41.8% QoQ, 일평균 23.5억원)으로 추정한다. 3월 24일 대만과 일본에서 출시된 ‘리니지2M’의 성과가 예상보다 견조하며 2개국 합산 일평균 매출액 8억원 수준 유지하고 있는 것으로 보인다. ‘트릭스터M’은 초반대비 순위 하락하며 168억원, 일평균 4억원 수준으로 추정한다. 영업이익률은 27.0%로 4월부터 인상된 연봉 반영됨에도 불구하고 전분기 일회성 인센티브 제거와 마케팅비 감소로 인해 수익성 크게 개선된다.

### 이제 오를 일만 남았다

‘B&S2’는 2월 9일 사전예약 개시 이후 4백만명 이상이 사전 가입하였으며, 4월 22일부터 사전캐릭터가 생성되어 오픈 서버가 계속 완판될 정도의 인기를 시현했다. 당사는 3분기 출시 가능성 높다고 보며 최근 카카오킴즈의 ‘오딘’의 흥행에서도 알수 있듯이 신규 대작 MMO에 대한 대기수요 크기 때문에 ‘B&S2’의 성공가능성은 매우 높다. 2021년 ‘블레이드앤소울2’의 매출액은 2,556억원, 일평균 18.7억원 수준으로 추정한다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 105만원으로 하향

하반기 게임업종은 신규게임 출시, 중국 판호 발급 재개 등으로 투자심리 개선, 업종 대표주인 엔씨소프트에 대한 긍정적 관심 유효하다. 다만 ‘B&S2’ 출시 일정이 구체화되어야 하며 출시 일정 지연 감안하여 실적 추정치 조정, 적정주가가 105만원으로 하향 조정하였다.

(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	2,703.6	863.1	689.3	31,399	17.4	167,233	24.8	4.7	16.2	20.2	29.3
2022E	3,543.0	1,376.6	1,079.7	49,179	56.8	204,452	15.8	3.8	10.2	26.5	25.8
2023E	4,006.0	1,707.4	1,289.1	58,719	19.4	248,948	13.2	3.1	8.1	25.9	22.9

표9 엔씨소프트 2Q21 Preview - 예상치 하회 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	576.9	538.6	7.1%	512.5	12.6%	631.5	-8.6%
PC	107.2	105.9	1.3%	130.1	-17.6%		
리니지	40.5	34.3	18.3%	48.9	-17.2%	-	-
리니지2	22.8	25.8	-11.6%	26.2	-13.1%	-	-
아이온	14.2	8.2	72.9%	23.4	-39.4%	-	-
블레이드앤소울	16.2	19.8	-18.1%	14.1	15.0%	-	-
길드워2	11.3	15.6	-27.6%	16.3	-30.6%	-	-
로열티	48.6	62.3	-21.9%	45.5	6.9%	-	-
모바일	405.7	357.1	13.6%	324.9	24.9%	-	-
리니지M	173.0	159.9	8.2%	172.6	0.2%	-	-
리니지2M	215.9	197.3	9.5%	152.2	41.8%	-	-
트릭스터M	16.8	-	-	-	-	-	-
기타	15.3	13.3	15.5%	12.0	27.2%	-	-
영업이익	156.0	209.0	-25.3%	56.7	175.0%	191.6	-18.6%
세전이익	155.2	216.4	-28.3%	92.8	67.2%	-	-
지배순이익	119.5	158.2	-24.5%	80.9	47.8%	144.1	-18.1%
영업이익률(%)	27.0%	38.8%	-11.8%p	11.1%	16.0%p	30.3%	-3.3%p
순이익률(%)	20.7%	29.4%	-8.7%p	15.8%	4.9%p	22.8%	-2.1%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표10 엔씨소프트 분기별 실적 전망 - 하반기 신작 모멘텀 본격화

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021	2022E
매출액	731.1	538.6	585.2	561.3	512.5	576.9	740.2	874.0	2,416.2	2,703.6	3,543.0
PC	114.4	105.9	122.4	122.7	130.1	107.2	96.3	181.2	465.4	514.8	767.9
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	40.5	40.5	40.4	175.7	170.4	161.3
리니지2	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	22.8	22.6	22.4	104.5	94.0	88.0
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	23.4	14.2	14.1	14.0	45.6	65.6	55.0
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	15.6	14.1	16.2	16.3	16.3	72.2	62.9	64.7
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	16.3	11.3	11.1	10.9	61.2	49.6	41.4
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	-	85.4	-	85.4	387.8
로열티	52.8	62.3	58.8	44.1	45.5	48.6	47.1	45.2	218.0	186.5	188.9
모바일	553.2	357.1	389.6	378.4	324.9	405.7	571.7	620.3	1,678.4	1,922.6	2,297.5
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	172.6	173.0	174.8	170.2	828.7	690.6	671.6
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	152.2	215.9	279.3	266.1	849.6	913.6	778.6
트릭스터M	-	-	-	-	-	16.8	27.6	18.4	-	62.8	28.5
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	220.8
B&S2	-	-	-	-	-	-	90.0	165.6	-	255.6	598.0
기타	10.7	13.3	14.3	16.1	12.0	15.3	25.1	27.4	54.4	79.8	288.6
영업비용	489.7	329.6	367.5	404.6	455.8	420.8	461.2	502.8	1,591.4	1,840.6	2,166.4
인건비	102.2	84.3	78.5	138.1	123.2	107.6	110.7	118.3	403.2	459.9	509.9
경상연구개발비	130.5	97.0	99.5	54.6	128.1	103.0	96.0	98.9	381.5	426.0	426.1
지급수수료	182.3	100.0	122.9	134.9	121.2	136.5	171.6	198.6	540.1	627.9	855.7
광고선전비	39.5	12.5	29.6	44.7	45.6	35.0	47.0	50.0	126.3	177.6	215.5
기타	35.1	35.8	37.0	32.4	37.6	38.7	35.9	37.0	140.3	149.2	159.3
영업이익	241.4	209.0	217.7	156.7	56.7	156.0	279.0	371.3	824.8	863.1	1,376.6
세전이익	255.6	216.4	212.2	119.1	92.8	155.2	271.3	363.6	803.3	882.9	1,384.1
지배순이익	195.5	158.2	153.2	80.6	80.9	119.5	209.0	280.0	587.4	689.3	1,079.7

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표11 엔씨소프트 Valuation

	단위	2021E	2022E
매출액	(십억원)	2,703.6	3,543.0
순이익률	(%)	25.50%	30.47%
순이익	(십억원)	689.3	1,079.7
EPS	(원)	31,399	49,179
3yrs EPS CAGR ('20~'23)	(%)	33.49%	33.49%
Forward EPS (a)	(원)		40,289
적정 PER (b)	(배)		26.0
12개월 적정주가 (a*b)	(원)		1,050,000
적정 시가총액	(조원)		23.0

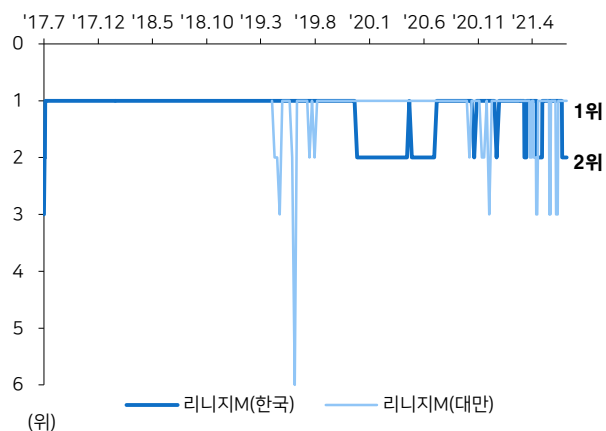
자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 엔씨소프트 실적 추정치 조정 내역

(십억원)		2020	2021E	2022E
매출액	수정후	2,416.2	2,703.6	3,543.0
	수정전		2,934.3	3,693.0
	% diff		-7.9%	-4.1%
영업이익	수정후	824.8	863.1	1,376.5
	수정전		1,006.3	1,426.3
	% diff		-14.2%	-3.5%
지배순이익	수정후	587.4	689.3	1,079.7
	수정전		759.8	1,145.8
	% diff		-9.3%	-5.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

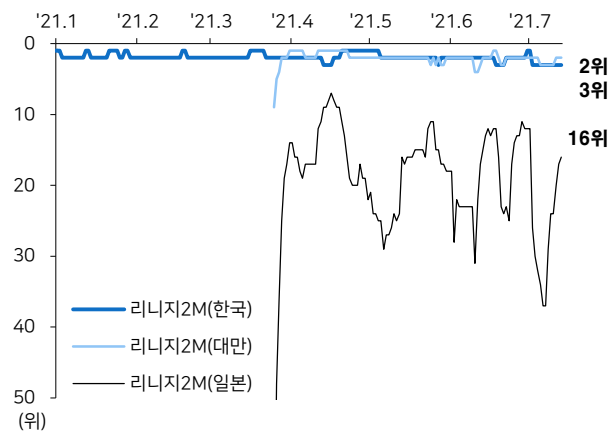
그림17 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



주: 2021. 7. 13 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

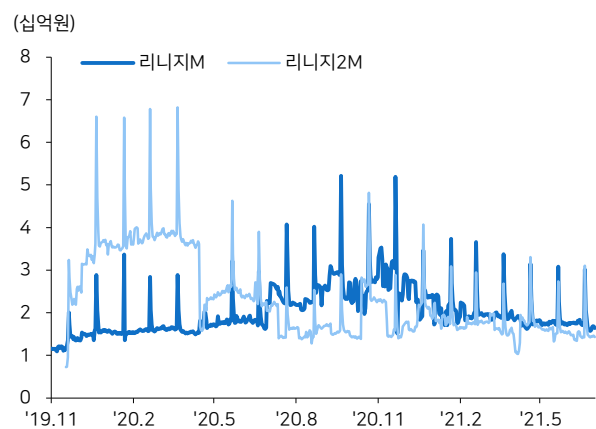
그림18 '리니지2M' 매출 순위 (한국, 대만, 일본)



주: 2021. 7. 13 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

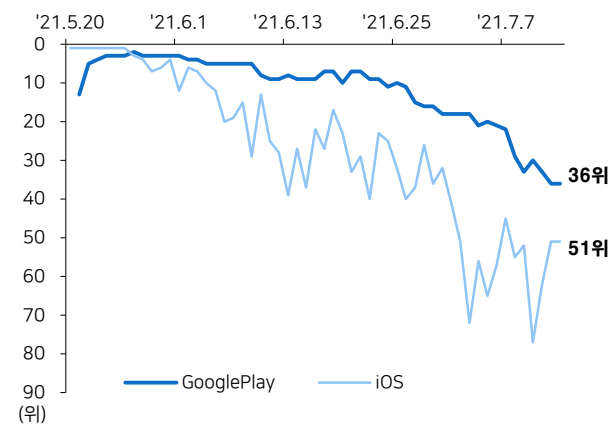
그림19 '리니지2M'과 '리니지M' 일매출 추이 (한국)



주: 2021. 7. 12 구글플레이 기준

자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림20 '트릭스터M' 매출 순위 (한국)



주: 2021. 7. 13 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,701.2</b>	<b>2,416.2</b>	<b>2,703.6</b>	<b>3,543.0</b>	<b>4,006.0</b>
매출액증가율 (%)	-0.8	42.0	11.9	31.0	13.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,703.6	3,543.0	4,006.0
판매관리비	1,222.2	1,591.4	1,840.6	2,166.5	2,298.6
<b>영업이익</b>	<b>479.0</b>	<b>824.8</b>	<b>863.1</b>	<b>1,376.6</b>	<b>1,707.4</b>
영업이익률	28.2	34.1	31.9	38.9	42.6
금융손익	38.2	17.3	59.6	47.7	49.1
종속/관계기업손익	-19.3	-5.6	-5.7	-5.9	-6.1
기타영업외손익	-1.7	-33.3	-57.2	-40.2	-42.2
세전계속사업이익	496.2	803.3	882.9	1,384.1	1,652.6
법인세비용	137.0	216.6	194.4	304.5	363.6
<b>당기순이익</b>	<b>359.2</b>	<b>586.6</b>	<b>688.5</b>	<b>1,079.6</b>	<b>1,289.0</b>
지배주주지분 순이익	358.3	587.4	689.3	1,079.7	1,289.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>392.3</b>	<b>707.7</b>	<b>836.5</b>	<b>1,216.8</b>	<b>1,431.1</b>
당기순이익(손실)	359.2	586.6	688.5	1,079.6	1,289.0
유형자산상각비	51.2	64.8	66.7	68.7	70.8
무형자산상각비	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
운전자본의 증감	-70.8	-45.8	-114.7	14.5	15.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-234.2</b>	<b>-695.6</b>	<b>-522.2</b>	<b>-726.5</b>	<b>-829.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-51.0	-64.4	-66.4	-68.4	-70.4
투자자산의감소(증가)	204.5	-346.9	-357.3	-368.0	-379.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-45.7</b>	<b>-159.3</b>	<b>-438.3</b>	<b>-198.2</b>	<b>-208.1</b>
차입금의 증감	211.3	-22.8	-23.4	-24.1	-24.9
자본의 증가	2.9	-2.1	-2.2	-2.2	-2.3
현금의 증가(감소)	117.9	-146.2	262.1	285.6	343.1
기초현금	185.6	303.4	157.3	419.4	705.0
기말현금	303.4	157.3	419.4	705.0	1,048.0

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>2,087.9</b>	<b>2,444.4</b>	<b>2,864.1</b>	<b>3,466.1</b>	<b>4,171.6</b>
현금및현금성자산	303.4	157.3	419.4	705.0	1,048.0
매출채권	254.4	243.0	255.6	268.7	282.6
재고자산	2.1	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>비유동자산</b>	<b>1,258.5</b>	<b>1,636.9</b>	<b>1,877.9</b>	<b>2,167.8</b>	<b>2,519.1</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>3,346.4</b>	<b>4,081.2</b>	<b>4,742.0</b>	<b>5,633.9</b>	<b>6,690.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>449.8</b>	<b>509.3</b>	<b>543.5</b>	<b>580.6</b>	<b>620.9</b>
매입채무	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.3	5.3	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	0.0	139.9	139.9	139.9
<b>비유동부채</b>	<b>384.5</b>	<b>427.2</b>	<b>529.6</b>	<b>574.9</b>	<b>624.7</b>
사채	249.4	249.6	109.8	109.8	109.8
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>834.2</b>	<b>936.5</b>	<b>1,073.2</b>	<b>1,155.6</b>	<b>1,245.7</b>
<b>자본금</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>435.5</b>	<b>433.4</b>	<b>432.6</b>	<b>432.6</b>	<b>432.6</b>
기타포괄이익누계액	108.4	278.2	278.2	278.2	278.2
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,373.8	4,183.5	5,150.4
비지배주주지분	13.0	3.1	-2.6	-10.2	-20.4
<b>자본총계</b>	<b>2,512.2</b>	<b>3,144.7</b>	<b>3,668.8</b>	<b>4,478.4</b>	<b>5,445.0</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	77,514	110,057	123,150	161,383	182,474
EPS(지배주주)	16,327	26,756	31,399	49,179	58,719
CFPS	25,497	41,161	42,328	63,282	75,409
EBITDAPS	24,216	40,567	42,400	65,881	81,049
BPS	113,837	143,098	167,233	204,452	248,948
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.6	2.1	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.1	34.8	24.8	15.8	13.2
PCR	21.2	22.6	18.4	12.3	10.3
PSR	7.0	8.5	6.3	4.8	4.3
PBR	4.8	6.5	4.7	3.8	3.1
EBITDA	531.5	890.6	930.9	1,446.4	1,779.4
EV/EBITDA	19.7	21.0	16.2	10.2	8.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	20.2	26.5	25.9
EBITDA 이익률	31.2	36.9	34.4	40.8	44.4
부채비율	33.2	29.8	29.3	25.8	22.9
금융비용부담률	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	56.9	91.9	74.4	112.8	137.2
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	10.8	13.5	14.5
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,688.5	4,596.8	4,942.9

Industry Brief  
2021. 7. 15

### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

**적정주가 (12개월)** 180,000 원  
**현재주가 (7.14)** 137,000 원  
**상승여력** 31.4%

KOSPI	3,264.81pt
시가총액	117,756억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.18%
외국인비중	22.93%
52주 최고/최저가	197,500원/117,000원
평균거래대금	442.9억원

주요주주(%)	
방준혁 외 12 인	24.85
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	8.3	1.5
상대주가	-3.2	4.5	-32.1

### 주가그래프



# 넷마블 251270

## 가능성을 보다

- ✓ 2Q21 실적, 예상치 부합 전망. 6월 10일 출시된 '제2의 나라' 성과 매우 양호. 한국과 일본에서 구글플레이 매출 순위 각각 4위, 25위 기록하며 좋은 성과 시현
- ✓ 3Q 영업이익은 1,330억원으로 52.3% YoY 증가 전망. 하반기 '마블 퓨처 레볼루션', '세븐나이츠 레볼루션' 등의 신작라인업 준비되고 있어 이익 성장세 유지될 것
- ✓ 하반기 카카오뱅크(지분율 3.72%)와 넷마블네오(지분율 79%)의 IPO에 따른 지분가치 재평가 지속될 전망. 투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

### 2Q21 실적, 예상치 부합 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 6,182억원(+16.0% YoY), 600억원(-26.6% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,341억원, 영업이익 617억원)를 충족시킬 전망이다. 6월 10일 출시된 '제2의 나라' 성과 양호하며 약 20일 정도 매출 기여, 다만 출시 앞두고 공격적인 마케팅 진행되어 영업이익은 600억원(+10.7% QoQ)으로 추정한다. 하반기에도 '마블퓨처레볼루션'과 '세븐나이츠레볼루션' 등의 신작 출시 준비하고 있어 이익 성장세 지속된다. 지배순이익은 720억원(+27.6% QoQ)으로 코웨이, 하이브 등의 지분법 이익이 반영된다.

### 제 2의 도약 가능할까?

하반기 넷마블의 긍정적인 투자포인트는 1) '제2의 나라', '마블 퓨처 레볼루션', '세븐나이츠 레볼루션' 등의 기대게임들이 연이어 출시되며 이익 성장성 회복된다는 점, 2) 한국 게임에 대한 중국 시장 분위기 긍정적으로 변화되고 있어 넷마블의 '리니지2 레볼루션'과 '블소 레볼루션'의 중국 판호 발급 가능성도 커졌다는 점이다. 6월 10일 출시된 '제2의 나라'는 한국과 일본에서 양호한 매출 순위 기록하고 있어 2021년 예상 매출액은 2,324억원, 일평균 11억원 수준으로 추정. 당초 예상치대비 25% 상향하였다.

### 카카오뱅크, 넷마블네오 등 지분가치 재평가

넷마블은 코웨이, 하이브 등에 성공적인 투자를 진행해왔으며 하반기 카카오뱅크와 넷마블네오의 기업공개를 통해 투자자산의 가치 재평가 지속된다. NAV 할인율 20%를 적용한 투자자산의 가치는 5.1조원으로 평가된다(코웨이 1.2조원, 하이브 1.9조원, 엔씨소프트 1.3조원, 카카오뱅크/게임즈 0.8조원).

(십억원)	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	2,714.9	358.3	372.6	4,335	16.6	79,285	31.6	1.7	23.4	6.1	38.4
2022E	3,245.8	560.0	561.0	6,527	47.7	85,007	21.0	1.6	16.1	7.9	37.4
2023E	3,541.5	663.1	641.8	7,466	13.1	91,576	18.3	1.5	13.6	8.5	36.3

표13 넷마블 2Q21 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>618.2</b>	<b>532.9</b>	<b>16.0%</b>	<b>623.8</b>	<b>-0.9%</b>	<b>634.1</b>	<b>-2.5%</b>
리니지2레볼루션	44.7	58.6	-23.7%	49.9	-10.4%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	67.8	74.6	-9.2%	93.6	-27.6%	-	-
마블퓨처파이트	16.8	16.0	4.9%	18.7	-10.4%	-	-
쿠키잼	25.3	26.6	-5.1%	25.0	1.4%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	27.9	21.3	31.1%	31.2	-10.4%	-	-
블소레볼루션	33.5	42.6	-21.3%	31.2	7.5%	-	-
일곱개의 대죄: Grand Cross	81.3	63.9	27.1%	74.9	8.6%	-	-
A3:스틸얼라이브	29.0	16.0	81.7%	31.2	-6.9%	-	-
세븐나이츠2	57.7	-	-	74.9	-22.9%	-	-
제2의 나라: Cross Worlds	30.0	-	-	-	-	-	-
기타	204.1	213.2	-4.3%	193.4	5.6%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>60.0</b>	<b>81.7</b>	<b>-26.6%</b>	<b>54.2</b>	<b>10.7%</b>	<b>61.7</b>	<b>230.8%</b>
<b>세전이익</b>	<b>103.3</b>	<b>84.6</b>	<b>22.1%</b>	<b>94.6</b>	<b>9.2%</b>	-	-
<b>지배순이익</b>	<b>72.0</b>	<b>75.3</b>	<b>-4.4%</b>	<b>56.4</b>	<b>27.6%</b>	<b>65.2</b>	<b>10.4%</b>
영업이익률(%)	9.7%	15.3%	-5.6%p	8.7%	1.0%p	9.7%	0.0%p
순이익률(%)	11.6%	14.1%	-2.5%p	9.0%	2.6%p	9.6%	2.1%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표14 넷마블 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>532.9</b>	<b>685.7</b>	<b>642.3</b>	<b>623.8</b>	<b>570.4</b>	<b>618.2</b>	<b>773.2</b>	<b>753.0</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,714.9</b>	<b>3,245.8</b>
리니지2레볼루션	58.6	54.9	57.8	49.9	45.6	44.7	43.8	42.9	221.2	177.1	163.4
마블컨테스트오브챔피언	74.6	89.1	96.3	93.6	68.4	67.8	66.4	65.1	353.7	267.7	249.4
마블퓨처파이트	16.0	34.3	19.3	18.7	17.1	16.8	16.4	16.1	88.3	66.4	61.3
쿠키잼	26.6	27.4	25.7	25.0	22.8	25.3	24.8	24.3	104.7	97.2	92.4
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	27.4	32.1	31.2	28.5	27.9	27.4	26.8	112.1	110.7	102.1
블소레볼루션	42.6	61.7	51.4	31.2	34.2	30.0	29.4	28.8	186.9	122.3	122.5
일곱개의 대죄: Grand Cross	63.9	144.0	109.2	74.9	85.6	81.3	79.7	78.1	392.0	324.6	281.3
A3:스틸얼라이브	16.0	41.1	19.3	31.2	30.6	29.0	28.5	27.9	107.6	116.0	103.7
세븐나이츠2	-	-	-	74.9	62.7	57.7	52.0	46.8	74.9	219.2	253.1
제2의 나라: Cross Worlds	-	-	-	-	-	30.0	124.2	78.2	-	232.4	337.8
기타	213.2	205.7	231.2	193.4	174.7	207.7	280.8	318.1	843.5	981.3	1,384.6
<b>영업비용</b>	<b>512.5</b>	<b>604.0</b>	<b>554.9</b>	<b>541.3</b>	<b>516.2</b>	<b>558.1</b>	<b>635.5</b>	<b>646.8</b>	<b>2,212.7</b>	<b>2,356.5</b>	<b>2,685.8</b>
인건비	124.4	131.2	137.8	137.8	126.1	130.1	134.0	138.0	531.2	528.2	755.1
지급수수료	227.2	287.7	263.8	246.4	246.4	267.1	334.0	325.3	1,025.1	1,172.8	1,932.8
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	77.6	92.3	95.0	112.0	392.5	376.9	680.5
기타	65.9	60.2	67.6	70.3	66.1	68.7	72.4	71.4	263.9	278.6	387.0
<b>영업이익</b>	<b>20.4</b>	<b>81.7</b>	<b>87.3</b>	<b>82.5</b>	<b>54.2</b>	<b>60.0</b>	<b>137.8</b>	<b>106.3</b>	<b>272.1</b>	<b>358.3</b>	<b>560.0</b>
<b>세전이익</b>	<b>54.1</b>	<b>84.6</b>	<b>116.0</b>	<b>220.0</b>	<b>94.6</b>	<b>103.3</b>	<b>184.2</b>	<b>156.1</b>	<b>474.6</b>	<b>538.2</b>	<b>777.4</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>72.0</b>	<b>132.6</b>	<b>111.5</b>	<b>313.0</b>	<b>372.6</b>	<b>561.0</b>

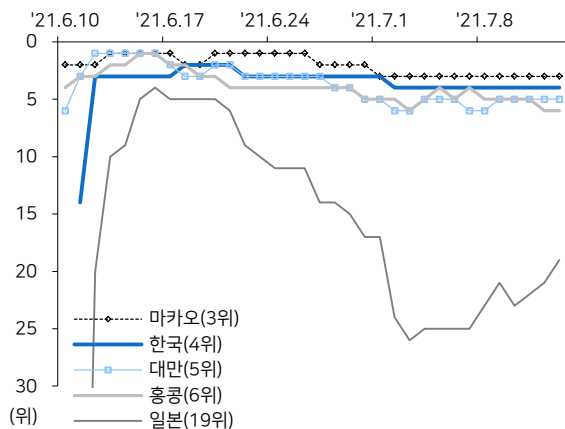
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표15 신규 게임 라인업

시기	게임명	장르	출시국가	개발사	내용
2021.3.4	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	글로벌 (한국, 일본, 중국, 동남아 제외)	체리벅스	<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 볼스타즈	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</li> </ul>
3Q21	마블 퓨처 볼루션	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>
4Q21	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>
	BTS드림	RPG	글로벌 (중국 제외)	넷마블 네오	<ul style="list-style-type: none"> <li>리듬액션과 하우징 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 '타이니탄'을 활용한 리듬액션 게임과 드림하우스를 꾸며가는 게임</li> </ul>
	머지 쿼아 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 '쿼아' IP 기반의 감성적 게임</li> </ul>

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림21 '제2의 나라' 매출 순위



주: 2021. 7. 13 구글플레이 게임 매출순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림22 '마블 퓨처 레볼루션' 6월 29일 사전예약 개시



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터



그림23 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)

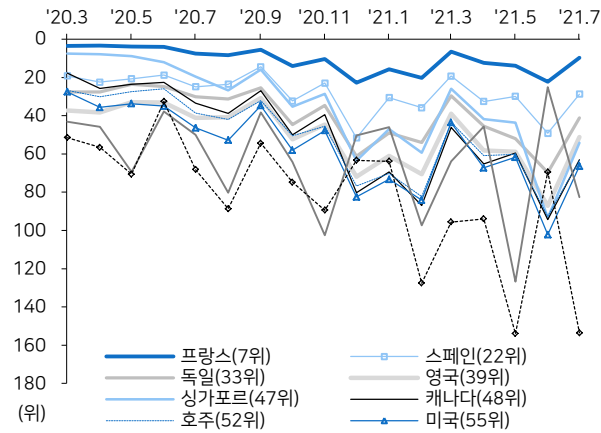


그림24 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 매출 순위 (글로벌)

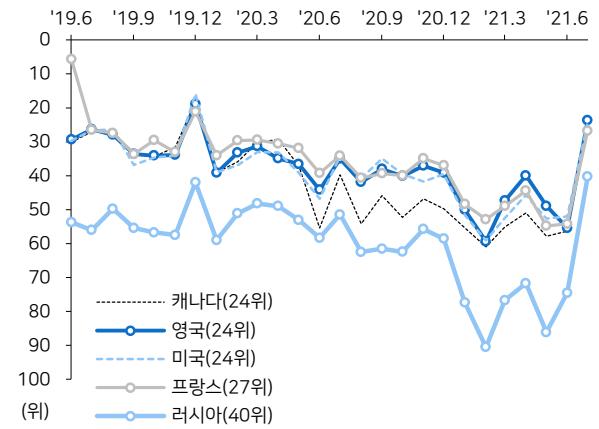


그림25 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)

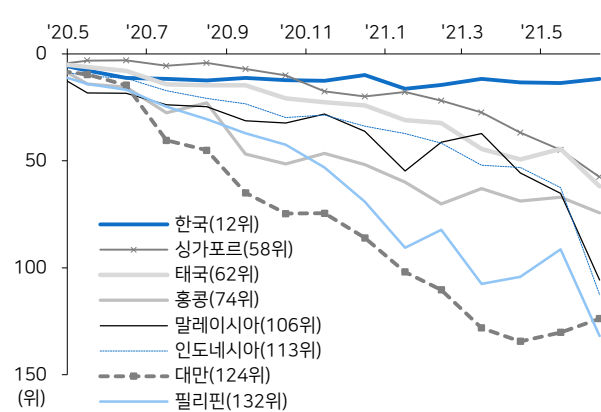


그림26 '세븐나이츠2' 매출 순위 (한국)

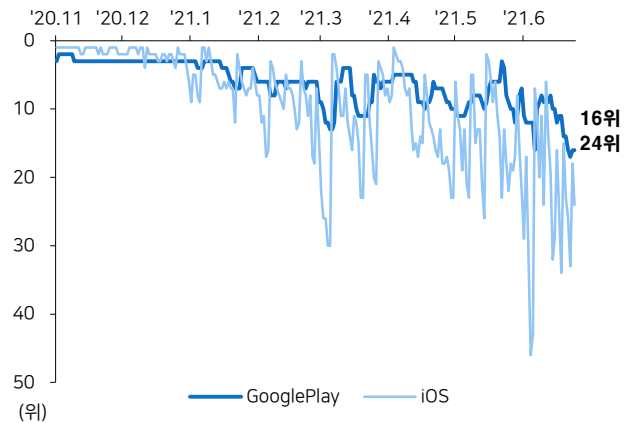


표16 넷마블네오 손익계산서 추이

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
영업수익	51.7	303.1	144.9	105.8	88.1	317.4
(% YoY)	677	486.3	-52.2	-27.0	-16.7	260.3
영업이익	32.7	245.4	95.7	55.1	43.2	220.2
(% YoY)	흑전	650.5	-61.0	-42.4	-21.6	409.7
OPM (%)	63.2	81.0	66.0	52.1	49.0	69.4
당기순이익	31.2	191.1	72.8	47.3	38.6	184.2
(% YoY)	-750.7	512.5	-61.9	-35.0	-18.4	377.2
NPM (%)	60.3	63.0	50.2	44.7	43.8	58.0

자료: 넷마블네오, 메리츠증권 리서치센터

표17 넷마블 Valuation

구분	(단위)	내용
게임사업 가치 (A)	(십억원)	10,414.8
21E EBITDA	(십억원)	473.4
Target EBITDA multiple	(배)	22.0
투자자산 가치 (B)	(십억원)	5,086.3
코웨이	(십억원)	1,174.2
하이브	(십억원)	1,865.9
엔씨소프트	(십억원)	1,296.0
기타	(십억원)	750.2
총 기업가치 (A+B)	(십억원)	15,501.1
12개월 적정주가	(원)	180,000.0

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,178.7	2,484.8	2,714.9	3,245.8	3,541.5
매출액증가율 (%)	7.8	14.0	9.3	19.6	9.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,178.7	2,484.8	2,714.9	3,245.8	3,541.5
판매관리비	1,976.0	2,212.7	2,356.5	2,688.5	2,878.4
영업이익	202.7	272.1	358.3	560.0	663.1
영업이익률	9.3	10.9	13.2	17.3	18.7
금융손익	37.2	11.7	76.1	79.9	83.9
종속/관계기업손익	12.9	192.0	103.4	105.4	107.5
기타영업외손익	-34.4	-1.1	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	218.4	474.6	538.2	777.4	855.7
법인세비용	48.6	136.6	143.6	194.4	213.9
당기순이익	169.8	338.1	394.6	583.1	659.6
지배주주지분 순이익	156.0	313.0	372.6	561.0	641.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	381.3	372.3	505.4	703.1	794.0
당기순이익(손실)	169.8	338.1	394.6	583.1	659.6
유형자산상각비	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	-41.7	93.8	105.4
투자활동 현금흐름	-247.3	-1,529.1	-372.8	-336.3	-363.6
유형자산의증가(CAPEX)	-79.7	-210.5	-216.8	-223.3	-230.0
투자자산의감소(증가)	-185.2	-2,876.2	-200.0	-206.0	-212.2
재무활동 현금흐름	-106.9	866.7	-120.0	-99.0	-98.0
차입금의 증감	221.1	988.7	1,018.3	1,048.9	1,080.3
자본의 증가	31.2	6.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.2	-317.3	1,000.2	223.9	285.5
기초현금	1,548.7	1,574.8	1,257.5	2,257.7	2,481.6
기말현금	1,574.8	1,257.5	2,257.7	2,481.6	2,767.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,849.1	3,102.5	3,419.1
현금및현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,257.7	2,481.6	2,767.1
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	9,675.9	10,316.6	11,047.2
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	520.0	520.0	520.0
유동성장기부채	15.5	12.2	11.1	11.1	11.1
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	444.7	444.7	444.7
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	1,555.9	2,074.0	2,672.8
비지배주주지분	196.5	243.5	174.0	200.3	234.5
자본총계	4,648.3	5,650.6	6,988.8	7,506.9	8,105.8

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	25,464	28,959	31,590	37,763	41,202
EPS(지배주주)	1,823	3,647	4,335	6,527	7,466
CFPS	3,899	4,928	7,476	9,578	10,421
EBITDAPS	3,750	4,473	5,508	7,894	9,135
BPS	51,919	62,986	79,285	85,007	91,576
DPS	0	767	767	767	767
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	50.7	36.1	31.6	21.0	18.3
PCR	23.7	26.7	18.3	14.3	13.1
PSR	3.6	4.5	4.3	3.6	3.3
PBR	1.8	2.1	1.7	1.6	1.5
EBITDA	320.8	383.8	473.4	678.5	785.1
EV/EBITDA	19.9	30.3	23.4	16.1	13.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	6.3	6.1	7.9	8.5
EBITDA 이익률	14.7	15.4	17.4	20.9	22.2
부채비율	24.9	45.5	38.4	37.4	36.3
금융비용부담률	0.4	0.9	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(x)	23.1	11.8	14.6	21.9	24.8
매출채권회전율(x)	13.2	15.1	13.3	14.0	14.5
재고자산회전율(x)	516.9	509.8	552.8	588.0	570.7

Industry Brief  
2021. 7. 15

### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

**적정주가 (12개월)** 137,000 원  
**현재주가 (7.14)** 123,500 원  
**상승여력** 10.9%

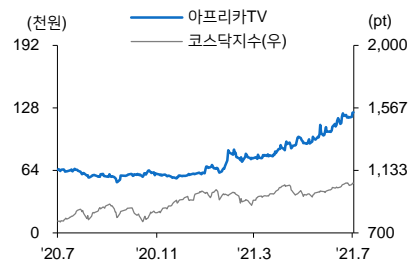
KOSDAQ	1,044.98pt
시가총액	14,196억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.85%
외국인비중	52.39%
52주 최고/최저가	123,500원/51,800원
평균거래대금	165.3억원

### 주요주주(%)

세인트인터넷내셔널 외 3 인	25.75
JF Asset Management Limited 외 5 인	8.94
Swedbank Robur Fonder AB 외 3 인	6.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.2	82.2	89.1
상대주가	13.8	70.9	40.9

### 주가그래프



# 아프리카 TV 067160

## 별토피아

- ✓ 2Q21 실적, 기대치 충족하는 호실적 예상. 기부경제 매출액은 paying ratio 및 객단가 꾸준히 상승하며 증가. AAM은 3월 오픈이후 2분기 신규광고주 유입되어 계절적 성수기와 맞물려 호조. 콘텐츠형 광고 매출도 e스포츠 리그 개막으로 양호. 영업이익률 30.7%로 외형 확대로 레버리지 지속 강화
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 13.7만원으로 상향. 12E forward EPS 대비 Target PER 22.5배 부여

### 2Q21에도 양호한 실적 달성 전망

2Q21 매출액과 영업이익은 각각 670억원(+48.6% YoY), 205억원(+87.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 648억원, 영업이익 207억원) 대비 부합할 전망이다. 기부경제 매출액은 496억원으로 33.6% YoY 증가, 광고 매출액은 136억원으로 216.1% YoY 크게 증가한다. 크리에이터 후원문화 대중화로 페잉 비율과 객단가 꾸준히 상승하고 있다. 광고 매출액은 자체 광고 플랫폼(AAM)으로 광고 주풀 확대, 광고 효율과 광고단가 상승까지 기대해볼만 하다. 영업이익률은 30.7%로 1.5%p QoQ 하락하는데 e스포츠 리그 재개로 콘텐츠 제작비용 증가 때문이다.

### 노이즈는 기회

국내 대표 동영상 플랫폼으로서 아프리카TV의 실적 성장은 선순환 궤도에 진입하였다. 6월 BJ코인게이트와 같은 노이즈는 동사에 대한 비중확대의 기회이다. 디지털화페 투자붐과 더불어 아프리카TV 내에서 코인 방송 많아지고 있어 내부 규제 스탠다드 이미 적용하고 있으며 노이즈는 오히려 트래픽 증가에 도움을 준다. 한편 7월 23일부터 진행될 도쿄 올림픽과 같은 스포츠 이벤트는 BJ들의 스포츠 중계방송 많아져 3분기 MUV 증가에 긍정적이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 13.7만원으로 상향

국내 동영상 플랫폼인 '아프리카TV'에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며 적정 주가는 실적추정치 상향에 따라 13.7만원으로 상향한다. 적정주가의 2021E Target PER은 22.5배 수준이다.

(십억원)	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	271.2	89.3	68.4	5,951	87.8	19,622	20.8	6.3	11.8	36.8	66.8
2022E	343.7	133.2	101.3	8,813	48.3	27,990	14.0	4.4	7.7	37.0	49.1
2023E	401.4	167.1	127.5	11,092	25.9	38,657	11.1	3.2	5.6	33.3	37.2

표18 아프리카TV 2Q21 Preview - 예상치 부합 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	67.0	45.1	48.6%	60.9	10.0%	64.8	3.3%
플랫폼	51.6	39.1	32.1%	50.8	1.5%	-	-
기부경제선물	49.6	37.1	33.6%	48.9	1.4%	-	-
아이템	1.6	1.5	7.3%	1.5	3.0%	-	-
기타	0.4	0.5	-12.5%	0.4	3.0%	-	-
광고	13.6	4.3	216.1%	8.4	62.3%	-	-
플랫폼	3.2	1.2	169.9%	2.3	41.2%	-	-
콘텐츠	9.0	1.9	384.2%	4.8	88.3%	-	-
기타	1.4	1.3	9.7%	1.3	4.0%	-	-
멀티플랫폼	0.7	0.8	-12.2%	0.7	4.0%	-	-
기타	1.0	0.8	18.9%	1.0	5.1%	-	-
영업이익	20.5	10.9	87.7%	19.6	4.7%	20.7	-0.8%
세전이익	20.6	12.7	62.1%	20.0	2.6%	-	-
지배순이익	15.7	10.3	52.5%	15.5	1.5%	16.1	-2.2%
영업이익률(%)	30.7%	24.3%	6.4%p	32.2%	-1.5%p	31.9%	-1.3%p
순이익률(%)	23.5%	22.9%	0.6%p	25.5%	-2.0%p	24.8%	-1.3%p

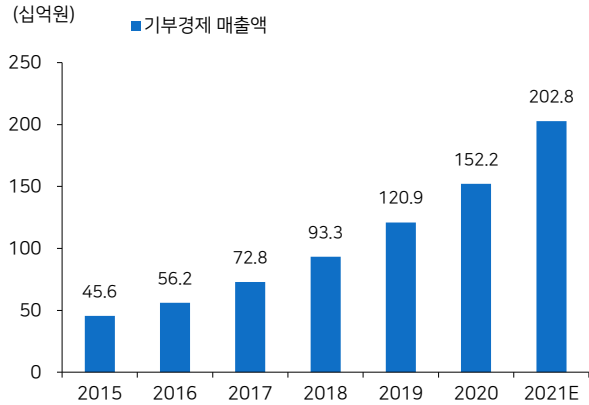
자료: 아프리카TV, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표19 아프리카TV 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	41.1	45.1	50.1	60.3	60.9	67.0	66.8	76.5	196.6	271.2	343.7
플랫폼	34.5	39.1	41.5	44.8	50.8	51.6	52.8	55.7	159.9	210.9	252.0
기부경제선물	32.7	37.1	39.5	42.9	48.9	49.6	50.8	53.6	152.2	202.8	242.9
아이템	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	6.0	6.5	7.3
기타	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.7	1.7	1.9
광고	4.2	4.3	7.0	13.8	8.4	13.6	12.2	18.9	29.4	53.1	83.1
플랫폼	1.3	1.2	1.8	2.0	2.3	3.2	3.2	4.2	6.3	12.9	20.2
콘텐츠	1.9	1.9	3.7	9.9	4.8	9.0	7.5	13.3	17.4	34.6	56.4
기타	1.0	1.3	1.6	1.9	1.3	1.4	1.4	1.5	5.7	5.6	6.5
멀티플랫폼	1.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	3.8	3.0	3.5
기타	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	3.6	4.1	5.0
영업비용	32.9	34.1	36.0	43.1	41.3	46.6	45.4	48.6	146.2	181.8	210.5
인건비	11.1	10.8	11.1	10.6	12.7	13.0	13.2	13.5	43.5	52.3	57.2
지급수수료(중계권+기타)	4.1	3.6	3.7	4.4	4.0	4.4	4.6	5.0	15.8	18.0	23.1
지급수수료(광고)	1.4	1.2	2.3	7.2	3.7	5.4	4.9	5.5	12.0	21.6	24.5
과금수수료	4.0	4.3	4.8	5.4	6.1	6.3	6.5	6.7	18.4	25.7	29.0
회선사용료	2.6	3.2	3.0	3.0	3.3	3.4	3.5	3.6	11.7	13.7	15.4
BJ지원금	1.2	1.9	1.2	1.2	1.2	2.6	2.9	3.1	5.5	9.8	13.4
콘텐츠제작비	1.3	1.7	2.4	3.7	2.1	4.2	4.2	4.3	9.0	14.8	18.3
유무형감가상각비	2.9	3.4	3.6	3.7	3.6	4.1	4.2	4.3	13.7	16.2	18.3
지급임차료	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.8	0.8
행사비	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7	1.2	1.3
기타	4.1	3.7	3.7	3.8	4.3	2.7	0.9	2.0	15.2	7.8	9.3
영업이익	8.3	10.9	14.1	17.2	19.6	20.3	21.4	27.9	50.4	89.3	133.1
세전이익	7.0	12.7	14.0	13.9	20.0	20.5	21.6	27.7	47.5	89.8	132.0
지배순이익	5.5	10.3	11.1	9.8	15.5	15.7	16.6	20.7	36.6	68.4	101.3

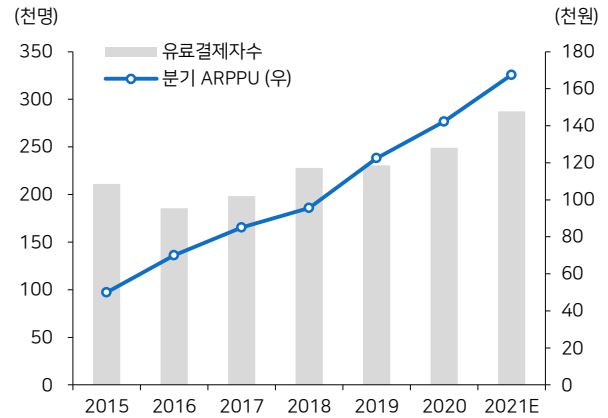
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림27 기부경제 매출 꾸준한 성장



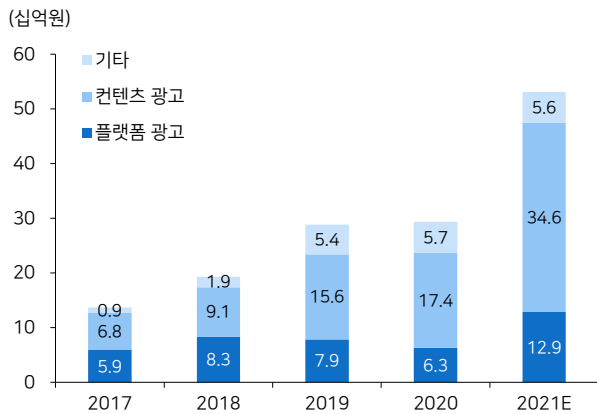
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림28 유료 결제자수와 분기 ARPPU 상승



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림29 21년 광고 매출 큰 폭의 성장 기대



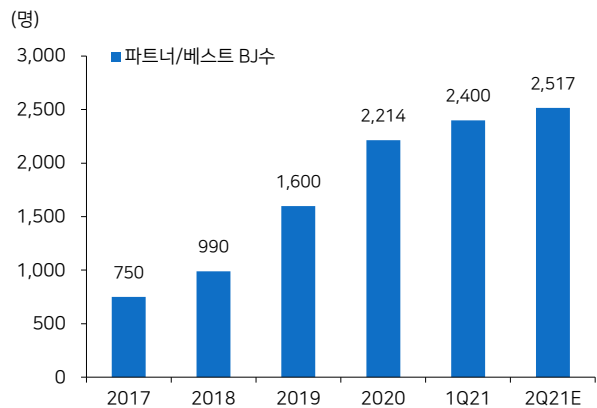
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림30 외국인 지분을 추이



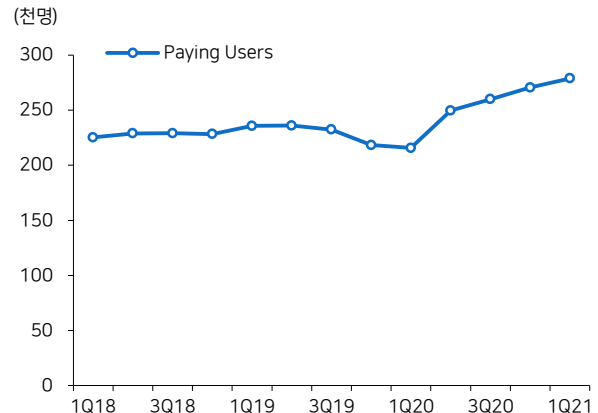
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림31 파트너/베스트 BJ수 꾸준히 증가



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림32 Paying Users, 지속적으로 증가



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

표20 실적 추정치 조정 내역

(십억원)		2020	2021E	2022E
매출액	수정후	196.6	271.2	343.7
	수정전		268.3	322.6
	% diff		1.1%	6.5%
영업이익	수정후	50.4	89.3	133.1
	수정전		82.7	113.9
	% diff		8.0%	16.9%
지배순이익	수정후	36.6	68.4	101.3
	수정전		63.1	86.0
	% diff		8.4%	17.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 글로벌 동영상 Peer Valuation

국가	회사	주가(7/14) (달러)	PER(x)		3yrs EPS	PEG(x)	ROE(%)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)
			2021E	2022E	CAGR (%)	2021E	2021E	2021E	2021E
미국	Alphabet	2,546.8	26.1	23.8	17.9	1.5	24.6	6.9	17.4
	Amazon	3,677.4	53.4	42.9	27.0	2.0	25.7	13.7	24.5
	Netflix	540.7	49.9	41.1	26.9	1.9	36.3	16.7	36.6
중국	Huya	15.8	27.5	16.2	38.5	0.7	6.8	2.3	20.4
	Douyu TV	5.2	-	21.6	-	-	-6.5	1.7	-
한국	아프리카TV	107.4	22.6	18.0	37.8	0.6	35.7	6.9	13.8
Global Average		1,148.9	35.9	27.3	29.6	1.3	20.4	8.0	22.6

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 아프리카TV (067160)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	166.5	196.6	271.2	343.7	401.4
매출액증가율 (%)	31.5	18.0	38.0	26.7	16.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	166.5	196.6	271.2	343.7	401.4
판매관리비	129.3	146.2	181.9	210.5	234.3
영업이익	37.2	50.4	89.3	133.2	167.1
영업이익률	22.3	25.6	32.9	38.7	41.6
금융손익	6.4	1.3	3.3	3.3	3.3
종속/관계기업손익	-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	89.8	132.0	165.5
법인세비용	7.8	9.7	21.2	30.3	38.1
당기순이익	34.2	36.3	68.1	101.0	127.2
지배주주지분 순이익	34.4	36.6	68.4	101.3	127.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	60.8	72.3	74.0	107.1	133.6
당기순이익(손실)	34.2	36.3	68.1	101.0	127.2
유형자산상각비	9.1	12.6	13.0	13.4	13.8
무형자산상각비	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
운전자본의 증감	10.6	8.0	6.5	35.4	50.2
투자활동 현금흐름	-70.0	-17.8	-18.1	-18.8	-19.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.8	-19.3	-19.9	-20.5	-21.1
투자자산의 감소(증가)	-14.5	1.5	1.6	1.6	1.7
재무활동 현금흐름	0.8	-15.7	-7.1	-7.1	-7.1
차입금의 증감	17.0	-1.5	-1.6	-1.6	-1.7
자본의 증가	4.0	1.3	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.4	38.7	72.3	88.6	114.3
기초현금	35.7	27.3	66.0	138.3	226.9
기말현금	27.3	66.0	138.3	226.9	341.2

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	145.0	195.6	233.7	324.8	441.9
현금및현금성자산	27.3	66.0	138.3	226.9	341.2
매출채권	4.2	10.0	6.9	7.2	7.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	83.5	96.4	107.4	120.1	136.6
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	36.8	44.7	55.9
자산총계	228.6	292.0	377.2	479.7	608.7
유동부채	93.1	128.6	134.4	140.4	146.8
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
비유동부채	13.7	15.8	16.6	17.5	18.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
부채총계	106.8	144.5	151.0	157.9	165.1
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	169.2	264.8	386.6
비지배주주지분	2.9	0.9	0.7	0.1	-0.8
자본총계	121.8	147.6	226.2	321.8	443.6

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	14,488	17,101	23,593	29,901	34,920
EPS(지배주주)	2,990	3,184	5,951	8,813	11,092
CFPS	4,766	6,386	9,341	12,412	15,409
EBITDAPS	4,108	5,575	8,993	12,849	15,836
BPS	10,346	12,758	19,622	27,990	38,657
DPS	550	650	650	650	650
배당수익률(%)	0.8	1.1	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	19.0	20.8	14.0	11.1
PCR	14.5	9.5	13.2	10.0	8.0
PSR	4.8	3.5	5.2	4.1	3.5
PBR	6.7	4.7	6.3	4.4	3.2
EBITDA	47.2	64.1	103.4	147.7	182.0
EV/EBITDA	15.3	9.1	11.8	7.7	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	32.5	27.6	36.8	37.0	33.3
EBITDA 이익률	28.4	32.6	38.1	43.0	45.3
부채비율	87.7	97.9	66.8	49.1	37.2
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	95.5	99.5	96.8	137.2	160.5
매출채권회전율(x)	28.4	27.8	32.2	49.0	54.5
재고자산회전율(x)					



Industry Brief  
2021. 7. 15

## ▲ 인터넷/게임

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

## Buy

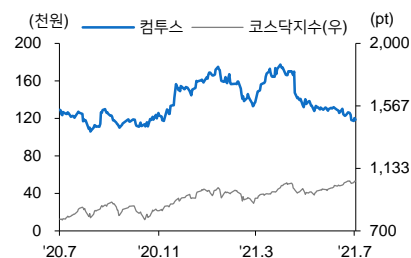
적정주가 (12개월) 210,000 원  
 현재주가 (7.14) 118,800 원  
 상승여력 76.8%

KOSDAQ 1,044.98pt  
 시가총액 15,285억원  
 발행주식수 1,287만주  
 유동주식비율 62.85%  
 외국인비중 15.30%  
 52주 최고/최저가 177,600원/105,900원  
 평균거래대금 337.3억원

주요주주(%)  
 게임빌 외 6 인 29.50

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월  
 절대주가 -9.6 -29.7 -7.5  
 상대주가 -13.7 -34.1 -31.1

## 주가그래프



## 컴투스 078340

## 이중고(二重苦)

- ✓ 2Q21 실적, 예상치 하회 전망. 백년전쟁의 성과 부진과 마케팅비 집행 때문. 영업이익은 293억원으로 컨센서스(407억원)대비 하회할 전망
- ✓ '코로나클'의 글로벌 CBT 일정 연기. 당초 7월에서 9월로 변경되어 출시 시점도 4Q21에서 1Q22로 지연
- ✓ 최근 과도한 하락으로 중장기 Buy 관점 유지하나 적정주가 21만원으로 하향

## 2Q21 실적, 예상치 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,512억원(+2.5% YoY), 293억원(-22.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,705억원, 영업이익 407억원)대비 하회한다. 4월 29일 출시된 '백년전쟁'의 성과가 예상치를 하회한데 주로 기인한다. 출시 첫 달 일 평균 매출액은 5억원, 이후 업데이트 진행시 2~3억원, 주중 일 1~2억원 수준을 기록하고 있다. '천공의 아레나'는 견조하게 유지되고 있으며 '코로나클'의 글로벌 CBT 시점은 7월에서 9월로 연기되었다. '코로나클'의 출시 일정도 4Q21에서 2022년 1분기로 지연되었다. 영업이익률은 19.4%로 6.4%p YoY 하락하였으며 마케팅비가 258억원으로 38.7% QoQ 증가한 것으로 추정한다.

## 이중고

4월 29일 '서머너즈워: 백년전쟁'이 출시되었는데 초반대비 매출이 빠르게 감소하며 예상보다 부진하다. 글로벌 주요 국가에서 한국 202위, 일본 533위, 프랑스 316위 등으로 게임 매출 순위 100위권 밖으로 하향세이다. 향후 지속적인 콘텐츠 업데이트와 e스포츠 육성을 통해 매출 반등을 노려본다는 전략이나 불투명하다. 천공의 아레나에서 '백년전쟁'과 '코로나클'을 통해 단일 IP 게임사로서의 밸류에이션 디스카운트 해소가 쉽지 않다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 21만원으로 하향

동사 주가는 최근 3개월 동안 29% 하락하며 과도한 조정, '서머너즈워' IP의 가치와 22년 IP 다변화 가능성 감안시 중장기 매수 관점 유지하나 적정주가는 21년 실적 추정치 하향으로 24만원에서 21만원으로 하향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	469.3	126.0	111.8	8,693	-15.5	71,478	12.4	1.5	5.3	12.7	8.6
2020	509.0	114.1	80.4	6,246	-30.3	75,644	25.5	2.1	11.5	8.5	7.4
2021E	567.9	116.0	108.1	8,404	43.6	82,352	14.1	1.4	7.0	10.6	7.1
2022E	701.5	164.0	122.6	9,529	13.2	90,187	12.5	1.3	4.6	11.0	7.4
2023E	715.8	172.3	136.7	10,625	11.2	99,002	11.2	1.2	4.0	11.2	6.9

표22 컴투스 2Q21 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	151.2	147.5	2.5%	116.7	29.5%	170.5	-11.3%
국내 모바일	27.6	27.3	1.2%	25.8	7.0%	-	-
해외 모바일	123.6	120.2	2.8%	90.9	35.9%	-	-
영업이익	29.3	38.0	-22.9%	17.7	66.1%	40.7	-28.0%
세전이익	37.7	41.1	-8.3%	39.6	-4.9%	-	-
지배순이익	27.2	31.2	-12.6%	28.6	-4.9%	36.1	-24.7%
영업이익률(%)	19.4%	25.8%	-6.4%p	15.1%	4.3%p	23.8%	-4.5%p
순이익률(%)	18.0%	21.1%	-3.1%p	24.5%	-6.5%p	21.2%	-3.2%p

자료: 컴투스, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표23 컴투스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	98.3	147.5	128.2	134.9	116.7	151.2	145.2	154.9	509.0	567.9	701.5
국내 모바일	23.8	27.3	25.5	27.8	25.8	27.6	29.3	30.7	104.4	113.4	151.2
해외 모바일	74.5	120.2	102.7	107.1	90.9	123.6	115.9	124.2	404.6	454.6	550.3
영업비용	74.7	109.5	101.9	108.9	99.0	121.8	111.1	120.0	394.9	452.0	537.5
마케팅비	8.2	21.1	21.5	20.7	18.6	25.8	22.0	24.0	71.5	90.4	113.0
인건비	16.4	20.3	18.4	24.1	23.7	23.0	23.0	24.0	79.2	93.7	106.0
지급수수료	37.2	53.5	45.9	48.6	41.8	54.1	52.0	55.5	185.2	203.3	251.2
로열티	3.7	4.2	5.6	5.5	3.8	3.9	4.0	4.0	19.0	15.7	17.0
기타	9.2	10.3	10.5	9.9	11.2	15.0	10.2	12.5	39.9	48.9	50.4
영업이익	23.6	38.0	26.4	26.1	17.7	29.3	34.1	34.9	114.1	116.0	164.0
세전이익	40.7	41.1	25.0	-3.1	39.6	33.2	38.0	38.9	103.6	149.6	165.6
지배순이익	30.0	31.2	19.2	0.0	28.6	23.9	27.5	28.1	80.4	108.1	122.6

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

그림33 '백년전쟁' 매출 순위 (구글플레이)

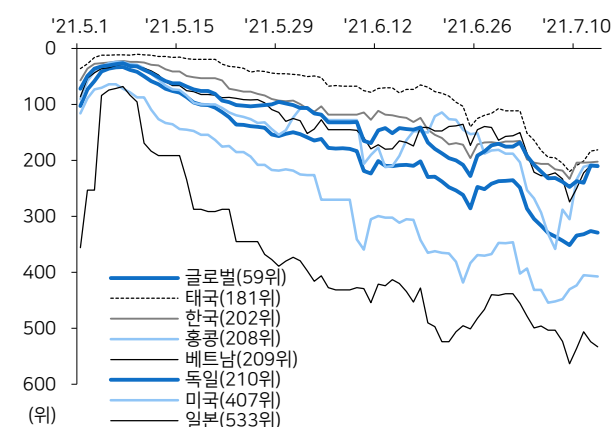
주: 2021. 7. 13 구글플레이 게임 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림34 '백년전쟁' 매출 순위 (앱스토어)

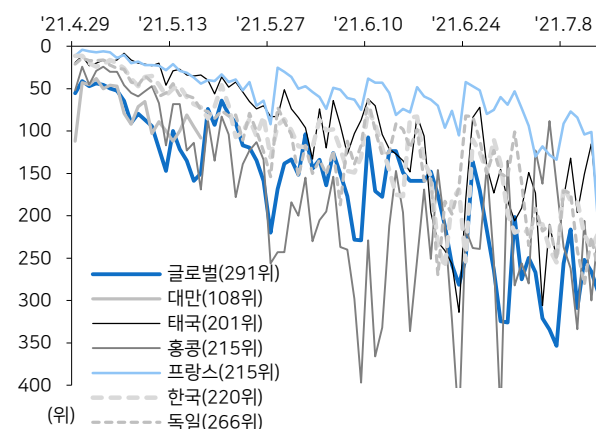
주: 2021. 7. 13 구글플레이 게임 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표24 컴투스 실적 추정치 조정내역

(십억원)		2020	2021E	2022E
매출액	수정후	509.0	567.9	701.5
	수정전		678.8	780.6
	% diff		-16.3%	-10.1%
영업이익	수정후	114.1	116.0	164.0
	수정전		166.1	215.8
	% diff		-30.2%	-24.0%
지배순이익	수정후	80.4	108.1	122.6
	수정전		144.4	177.1
	% diff		-25.1%	-30.8%

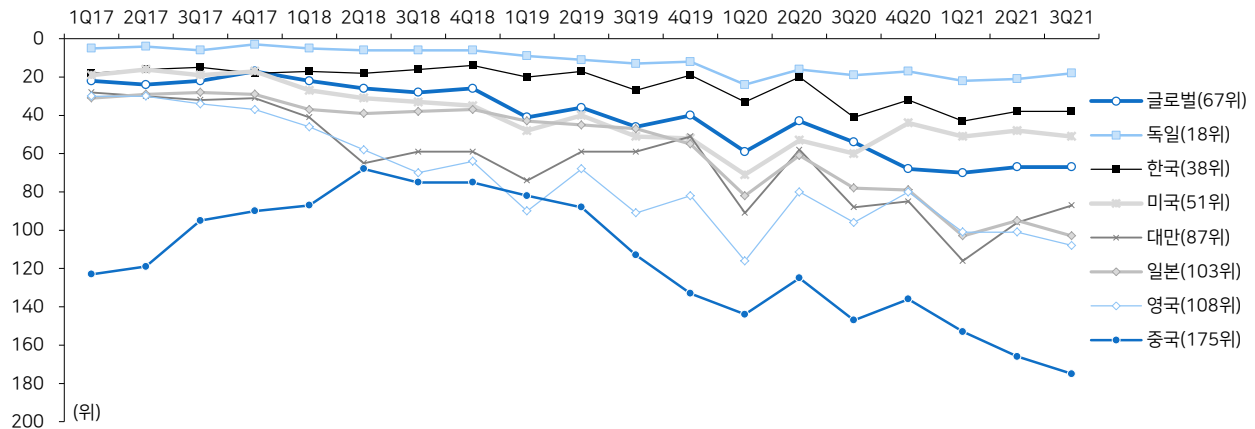
자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표25 컴투스 적정주가 산출내역

(단위)		2021E	2022E	적정주가
매출액	(십억원)	567.9	701.5	634.7
순이익률	(%)	19.0%	17.5%	0.2
순이익	(십억원)	108.1	122.6	115.4
EPS (a)	(원)	8,015	9,529	10,400.0
3yrs EPS CAGR	(%)			22.5%
Target PEG	(배)			0.9
적정 PER (b)	(배)			20.0
12개월 적정주가 (a*b)	(원)			210,000
적정 시가총액	(십억원)			2,307.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 '서머너즈워' 주요 국가별 분기 매출 순위



주: 2021. 7. 13 구글플레이&iOS 게임 매출 순위 기준. 중국은 iOS 매출 순위 기준  
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 컴투스 (078340)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469.3	509.0	567.9	701.5	715.8
매출액증가율 (%)	-2.6	8.5	11.6	23.5	2.0
매출원가	68.9	88.9	112.9	131.3	134.0
매출총이익	400.4	420.1	455.1	570.2	581.8
판매관리비	274.5	306.0	339.1	406.2	409.5
영업이익	126.0	114.1	116.0	164.0	172.3
영업이익률	26.8	22.4	20.4	23.4	24.1
금융손익	21.5	13.4	22.1	22.5	23.0
종속/관계기업손익	-3.1	-1.9	2.3	0.0	0.0
기타영업외손익	3.7	-22.0	10.1	10.4	10.8
세전계속사업이익	148.0	103.6	149.6	165.6	184.2
법인세비용	38.4	27.2	48.6	52.1	60.8
당기순이익	109.6	76.4	109.8	124.2	138.2
지배주주지분 순이익	111.8	80.4	108.1	122.6	136.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	129.8	102.5	123.1	144.1	149.6
당기순이익(손실)	109.6	76.4	104.6	105.0	121.8
유형자산상각비	5.0	6.1	5.7	3.4	2.0
무형자산상각비	1.7	2.6	0.8	0.5	0.4
운전자본의 증감	1.4	-6.7	-66.9	-0.6	-0.7
투자활동 현금흐름	-89.3	-44.6	-75.3	-62.8	-69.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.5	-2.3	-0.3	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-70.1	-66.6	-189.2	-1.7	-1.9
재무활동 현금흐름	-37.1	-35.0	-22.2	-18.0	-18.0
차입금의 증감	8.8	-0.7	4.3	0.4	0.5
자본의 증가	-0.6	-0.1	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.9	22.3	12.7	21.1	12.0
기초현금	32.8	35.7	58.0	70.7	91.8
기말현금	35.7	58.0	70.7	91.8	103.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	765.5	716.1	921.5	1,012.5	1,106.5
현금및현금성자산	35.7	58.0	70.7	91.8	103.8
매출채권	48.7	53.5	59.5	66.2	73.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	239.4	333.1	385.9	448.6	523.0
유형자산	14.5	13.1	8.5	5.2	3.2
무형자산	19.8	46.3	69.7	69.7	69.7
투자자산	167.6	232.3	278.8	334.5	401.4
자산총계	1,005.0	1,049.1	1,142.5	1,255.3	1,372.2
유동부채	70.7	65.9	76.9	85.1	94.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	1.1	2.2	2.2	2.2
유동성장기부채	0.0	0.0	2.6	2.6	2.6
비유동부채	8.8	6.1	6.6	6.9	7.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
부채총계	79.5	72.0	76.1	86.7	88.5
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.1	208.0	208.0	208.0	208.0
기타포괄이익누계액	-1.8	2.8	115.6	115.6	115.6
이익잉여금	769.7	833.1	900.1	985.8	1,088.0
비지배주주지분	5.8	3.9	6.7	8.2	9.9
자본총계	925.4	977.1	1,066.3	1,168.6	1,283.7

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,474	39,560	44,141	54,524	55,636
EPS(지배주주)	8,693	6,246	8,404	9,529	10,625
CFPS	11,001	9,838	10,598	13,015	14,514
EBITDAPS	10,313	9,549	9,517	13,044	13,580
BPS	71,478	75,644	82,352	90,187	99,002
DPS	1,400	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.3	0.9	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	25.5	14.1	12.5	11.2
PCR	9.8	16.2	11.2	9.1	8.2
PSR	2.9	4.0	2.7	2.2	2.1
PBR	1.5	2.1	1.4	1.3	1.2
EBITDA	132.7	122.9	122.5	167.8	174.7
EV/EBITDA	5.3	11.5	7.0	4.6	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	8.5	10.6	11.0	11.2
EBITDA 이익률	28.3	24.1	21.6	23.9	24.4
부채비율	8.6	7.4	7.1	7.4	6.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	439.3	339.8	212.8	277.4	278.6
매출채권회전율(x)	9.2	10.0	10.1	11.2	10.2
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2021. 7. 15

### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

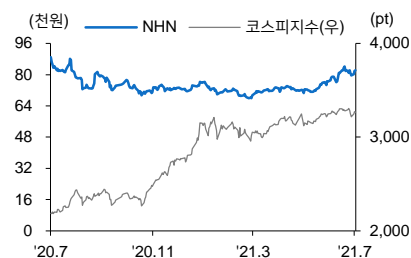
**적정주가 (12개월)** 110,000 원  
**현재주가 (7.14)** 82,300 원  
**상승여력** 33.7%

KOSPI	3,264.81pt
시가총액	16,102억원
발행주식수	1,957만주
유통주식비율	45.62%
외국인비중	12.32%
52주 최고/최저가	88,200원/68,000원
평균거래대금	69.9억원

주요주주(%)	
이준호 외 20인	47.65
국민연금공단	8.04
한국투자신탁운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	7.7	-4.7
상대주가	6.2	3.9	-36.3

### 주가그래프



# NHN 181710

## 선택과 집중

- ✓ 2Q21 실적, 예상치 하회 전망. 웹보드 게임이 계절적 비수기이며 20년 4월부터 웹보드 규제완화로 기저도 높음. 비게임의 매출 성장성은 양호하나 게임 사업부의 이익 기여도 높아 컨센서스(영업이익 303억원) 대비 하회 예상
- ✓ PNP시큐어 지분 전량 매각 결정하며 페이코, 게임, 클라우드 등의 사업 선택과 집중 전략 긍정적. 페이코 거래액은 1.7조원 수준으로 3분기 연속 유지 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 11만원 유지

### 2Q21 실적, 예상치 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,621억원(+14.1% YoY), 247억원(-6.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 4,670억원, 영업이익 303억원) 대비 하회할 전망이다. 웹보드 게임이 계절적 비수기와 2Q20 규제완화로 인한 높은 기저로 인해 전년 동기 대비 감소한다. 비게임 매출액은 클라우드와 커머스의 약한 시즈널리티에도 불구하고 견조하게 성장하고 있으나 동사 실적에서 게임사업부의 이익 기여도 높아 컨센서스 대비 하회를 예상한다. 2Q21 페이코 거래액은 1.7조원 수준에서 횡보하고 있어 부진하다. 오프라인 비중은 15% 수준으로 계속 올라 오고 있어 캠퍼스존, 페이코오더 등의 오프라인 결제 기반이 코로나 종료 시 수혜 기대되나 시점은 요원하다. 한편 8월 마이데이터 서비스는 API 연동 기간 순연으로 서비스 개시 시점은 4Q21 시점으로 지연된다. 영업이익률은 5.3%로 지급수수료는 결제/광고와 커머스 매출 증가에 따른 연동 수수료 증가하였다.

### 선택과 집중

7월 1일 NHN은 PNP시큐어 주식을 전량 매각하기로 결정했다고 공시하였다. 처분 금액은 1,050억원이며 처분일자는 11월 30일로 4분기 영업외이익에 반영된다. NHN은 게임, 결제/광고, 클라우드 등 핵심 사업에 집중하고자 하며 NHN글로벌 산하 쇼핑몰들의 효율적인 구조 개편을 진행한 바 있다. NHN은 '21년 금융 클라우드 지원사업' 공급 서비스로 선정되어 높은 안정성과 사업 수행 능력 인정받고 있어 긍정적이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 11만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,488.6	86.7	12.3	631	-77.9	80,696	105.9	0.8	6.6	0.8	36.7
2020	1,675.2	102.2	21.5	1,096	20.6	81,621	68.1	0.9	6.8	1.4	38.3
2021E	1,903.7	103.5	114.1	5,834	282.1	86,104	14.1	1.0	7.0	7.0	39.8
2022E	2,059.5	157.7	138.4	7,072	21.8	91,295	11.6	0.9	5.1	8.0	41.1
2023E	2,338.9	217.1	180.5	9,226	32.4	98,269	8.9	0.8	3.7	9.7	41.7

표26 NHN 2Q21 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	2Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	462.1	405.1	14.1%	459.9	0.5%	467.0	-1.0%
게임	98.0	105.5	-7.1%	111.6	-12.2%	-	-
결제&광고	186.7	156.9	19.0%	181.2	3.0%	-	-
콘텐츠	51.1	39.6	28.9%	52.7	-3.1%	-	-
커머스	81.8	66.8	22.4%	82.0	-0.2%	-	-
기술	48.7	39.6	22.8%	42.6	14.2%	-	-
기타	2.3	2.1	12.1%	0.8	188.8%	-	-
영업이익	24.7	26.4	-6.8%	29.2	-15.4%	30.3	-18.4%
세전이익	30.8	33.6	-8.6%	35.2	-12.6%	-	-
지배순이익	22.6	16.4	38.1%	25.6	-11.5%	23.1	-2.0%
영업이익률(%)	5.3%	6.5%	-1.2%p	6.3%	-1.0%p	6.5%	-1.1%p
순이익률(%)	4.9%	4.0%	0.9%p	5.6%	-0.7%p	4.9%	0.0%p

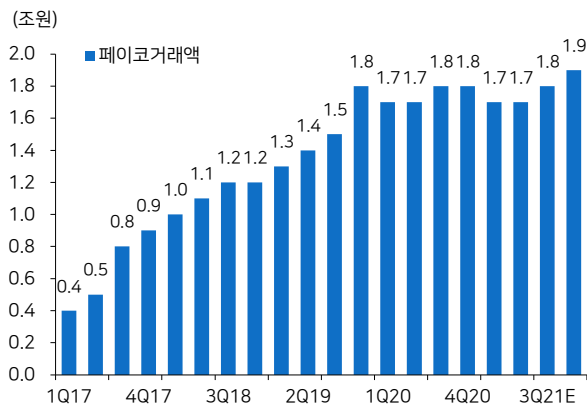
자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표27 NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	394.6	405.1	419.4	456.1	459.9	462.1	481.2	500.5	1,675.2	1,903.7	2,059.5
게임	104.7	105.5	100.4	98.5	111.6	98.0	98.8	100.2	409.0	408.5	427.4
결제&광고	151.3	156.9	168.9	190.9	181.2	186.7	199.7	223.7	668.0	791.3	912.9
콘텐츠	39.4	39.6	42.5	44.6	52.7	51.1	52.6	54.2	166.2	210.6	233.6
커머스	63.7	66.8	73.9	74.6	82.0	81.8	84.2	86.8	279.0	334.7	373.8
기술	36.6	39.6	39.2	52.0	42.6	48.7	50.1	40.4	167.4	181.8	130.1
기타	4.9	2.1	2.0	1.6	0.8	2.3	2.2	1.7	10.6	7.0	7.3
영업비용	366.3	378.7	392.0	436.0	430.8	437.5	451.6	480.4	1,573.0	1,800.3	1,901.8
인건비	85.2	86.4	85.8	92.0	95.0	97.9	100.8	103.8	349.4	397.4	450.5
지급수수료	231.5	241.5	252.3	283.0	278.7	281.4	291.9	317.3	1,008.3	1,169.3	1,198.6
광고선전비	15.0	18.2	20.7	23.8	22.5	23.0	22.5	23.0	77.7	90.9	93.2
감가상각비	16.5	16.5	16.4	16.7	17.5	18.0	18.6	18.8	66.1	72.9	83.9
통신비	6.5	6.4	6.1	6.2	6.0	6.2	6.4	6.6	25.2	25.1	28.3
기타	11.6	9.7	10.7	14.3	11.1	11.1	11.4	11.0	46.3	44.6	47.4
영업이익	28.3	26.4	27.4	20.0	29.2	24.7	29.6	20.1	102.2	103.5	157.7
세전이익	31.1	33.6	35.1	-30.7	35.2	30.8	35.8	55.9	69.1	157.7	185.9
지배순이익	14.1	16.4	29.7	-38.7	25.6	22.6	26.1	39.8	21.5	114.1	138.4

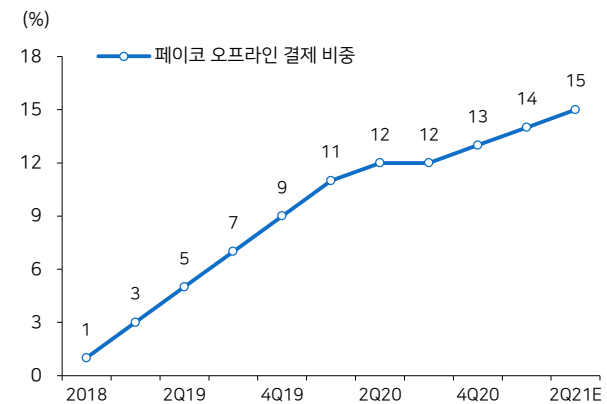
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림36 2Q21 페이코 거래액 1.7조원 수준에서 정체



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림37 페이코 오프라인 비중 15% 수준으로 확대 추정



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

## NHN (181710)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,488.6	1,675.2	1,903.7	2,059.5	2,338.9
매출액증가율 (%)	17.7	12.5	13.6	8.2	13.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,488.6	1,675.2	1,903.7	2,059.5	2,338.9
판매관리비	1,401.9	1,573.0	1,800.3	1,901.8	2,121.9
영업이익	86.7	102.2	103.5	157.7	217.1
영업이익률	5.8	6.1	5.4	7.7	9.3
금융손익	10.1	-2.8	7.0	16.1	16.6
종속/관계기업손익	-0.1	9.1	-7.5	-4.3	-4.5
기타영업외손익	-31.2	-85.5	-6.3	-6.7	-6.9
세전계속사업이익	65.5	23.0	157.7	185.9	246.1
법인세비용	42.4	41.2	50.9	55.8	73.8
당기순이익	23.2	28.0	106.8	130.1	172.3
지배주주지분 순이익	12.3	21.5	114.1	138.4	180.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	107.7	141.3	208.9	246.7	296.9
당기순이익(손실)	23.2	28.0	106.8	130.1	172.3
유형자산상각비	57.2	49.8	51.4	41.9	33.3
무형자산상각비	12.9	16.3	16.8	17.3	17.8
운전자본의 증감	3.2	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3
투자활동 현금흐름	-18.7	3.2	-3.4	-3.7	-4.1
유형자산의증가(CAPEX)	-57.2	-45.7	-47.1	-48.5	-49.9
투자자산의감소(증가)	30.8	-98.9	-101.9	-105.0	-108.1
재무활동 현금흐름	-17.0	-65.2	43.7	50.3	52.8
차입금의 증감	13.5	-14.2	-14.6	-15.0	-15.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	71.9	77.2	93.9	119.0	163.3
기초현금	385.5	457.4	534.6	628.4	747.4
기말현금	457.4	534.6	628.4	747.4	910.7

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,058.7	1,086.9	1,219.3	1,380.1	1,588.5
현금및현금성자산	457.4	534.6	628.4	747.4	910.7
매출채권	139.0	126.3	254.2	266.9	280.2
재고자산	38.2	48.3	49.7	51.2	52.8
비유동자산	1,441.6	1,464.0	1,557.7	1,594.0	1,633.5
유형자산	364.5	377.9	384.2	390.7	397.6
무형자산	468.6	406.2	418.4	430.9	443.8
투자자산	429.4	528.3	638.5	655.8	675.4
자산총계	2,500.3	2,550.9	2,728.4	2,936.3	3,194.1
유동부채	532.8	558.9	614.7	676.2	743.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	44.8	53.2	57.0	57.0	57.0
유동성장기부채	24.1	8.7	9.2	9.2	9.2
비유동부채	138.8	147.9	162.7	179.0	196.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.0	15.3	35.4	35.4	35.4
부채총계	671.6	706.8	777.4	855.2	940.7
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-17.7	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
이익잉여금	400.2	434.1	540.9	671.0	843.3
비지배주주지분	249.9	247.3	266.4	294.9	330.7
자본총계	1,828.7	1,844.2	1,951.0	2,081.1	2,253.4

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	76,085	85,621	97,302	105,263	119,547
EPS(지배주주)	631	1,096	5,834	7,072	9,226
CFPS	9,177	9,777	4,180	3,623	5,296
EBITDAPS	8,012	8,605	8,774	11,087	13,711
BPS	80,696	81,621	86,104	91,295	98,269
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	105.9	68.1	14.1	11.6	8.9
PCR	7.3	7.6	19.7	22.7	15.5
PSR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDA	156.8	168.4	171.7	216.9	268.3
EV/EBITDA	6.6	6.8	7.0	5.1	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	1.4	7.0	8.0	9.7
EBITDA 이익률	10.5	10.0	9.0	10.5	11.5
부채비율	36.7	38.3	39.8	41.1	41.7
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	16.5	19.2	18.5	26.9	35.3
매출채권회전율(x)	8.9	12.6	10.0	7.9	8.6
재고자산회전율(x)	39.3	38.7	38.8	40.8	45.0

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자자의견 비율

투자자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NAVER (035420) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Buy	170,000	김동희	-21.1	-12.6	
2019.08.29	기업분석	Buy	190,000	김동희	-19.1	-15.8	
2019.10.31	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-16.6	-10.0	
2019.11.21	기업브리프	Buy	225,000	김동희	-19.4	-14.9	
2020.02.28	기업브리프	Buy	240,000	김동희	-25.4	-8.5	
2020.05.20	산업분석	Buy	260,000	김동희	-10.6	-7.3	
2020.06.03	산업분석	Buy	290,000	김동희	-11.8	-2.9	
2020.07.08	산업브리프	Buy	320,000	김동희	-5.0	5.9	
2020.09.07	기업브리프	Buy	400,000	김동희	-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	-26.5	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-	-	

## 카카오 (035720) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Buy	34,000	김동희	-21.1	-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	-0.7	13.0	
2021.07.15	산업브리프	Buy	184,000	김동희	-	-	



## 엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Trading Buy	550,000	김동희	-6.5	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	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-	-	

## 넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Buy	160,000	김동희	-41.7	-38.1	
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	-	-	

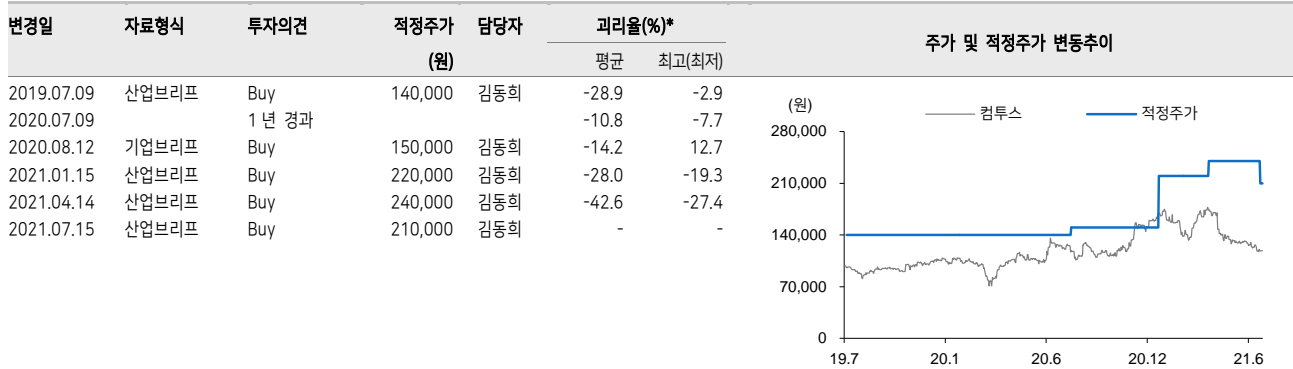
## 아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.09	산업브리프	Buy	85,000	김동희	-24.1	-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	-7.2	2.9	
2021.07.15	산업브리프	Buy	137,000	김동희	-	-	

## 컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## NHN (181710) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

