2021. 10. 8

▲ 인터넷/게임
Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

크래프톤(259960)	Buy	720,000원

관심종목

NAVER(035420)	Buy	590,000원
카카오(035720)	Buy	190,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	920,000원
넷마블(251270)	Buy	170,000원
카카오게임즈(293490)	Hold	83,000원
NHN(181710)	Buy	100,000원

meritz 메리츠증권

인터넷/게임

성장통(成長洞)

- ✓ 3Q21 인터넷 기업의 실적은 여름휴가, 추석 등으로 영업일수 감소 영향 있었으나 쇼핑/광고/페이/웹툰 등의 성장 기조는 견고. 게임은 신규게임 출시 성과에 따른 지각 변동 진행 중
- ✓ 최근 1개월 동안 네이버와 카카오 주가는 각각 11.5%, 22.4% 하락하며 부진. 금소법 개정안 시행으로 촉발된 빅테크 기업의 규제 리스크는 10월 국정감사가 진행되며 정점을 통과하고 있음. 10월을 바텀으로 기업가치의 점진적 회복 전망
- ✓ 10월말 'PUBG:뉴스테이트' 출시 임박한 크래프톤을 업종 최선호 종목으로 추천

3Q21 인터넷/게임, 종목별 차별화

3분기 인터넷 기업의 실적은 여름휴가, 추석 등으로 영업일수 감소 영향 있었으나 쇼핑/광고/페이/웹툰 등의 매출 성장세는 견조하다. 게임업종은 신규게임 출시 성과에 따른 지각 변동이 진행 중이다. 최근 1개월 동안 네이버와 카카오 주가는 각각 11.5%, 22.4% 하락하며 부진하다. 9월 금소법 개정안 시행으로 촉발된 빅테크 기업의 규제 리스크가 10월 국정감사가 진행되며 정점을 통과하고 있다. 10월을 바텀으로 플랫폼 기업들의 점진적인 기업가치 회복을 전망한다.

1. 성장통(成長洞)

2021년 9월 미국 공화당 상원이 발의한 '인터넷에 대한 공정(FAIR) 기여법'은 빅테크 기업의 인프라 관련 사회적 책임과 비용을 환기시켰다는 측면에서 의미있다. 플랫폼 기업의 독과점 견제는 직접적으로 성장성을 제한하는 방법보다는 디지털 세금, 부당행위 과징금 등의 플랫폼의 막대한 영향력에 따른 사회적 비용을 지불하는 쪽으로 수렴될 가능성이 높다고 판단한다. 디지털 경제는 초기 대규모의 인력/자본의 투자가 성공하면 한계비용이 급감하며 규모의 경제 효과가 극대화, 이용자가 많아질수록 플랫폼의 네트워크 효과가 커지고 빅데이터의 선순환 효과가 발휘된다. 인위적으로 플랫폼 기업들의 인수합병을 막거나 Top Line을 억제하는 정책은 혁신과 성장 인센티브를 억제할 위험이 있고, 소비자들 역시 플랫폼을 통해 누리는 막대한 효용이 감소될 수 있다.

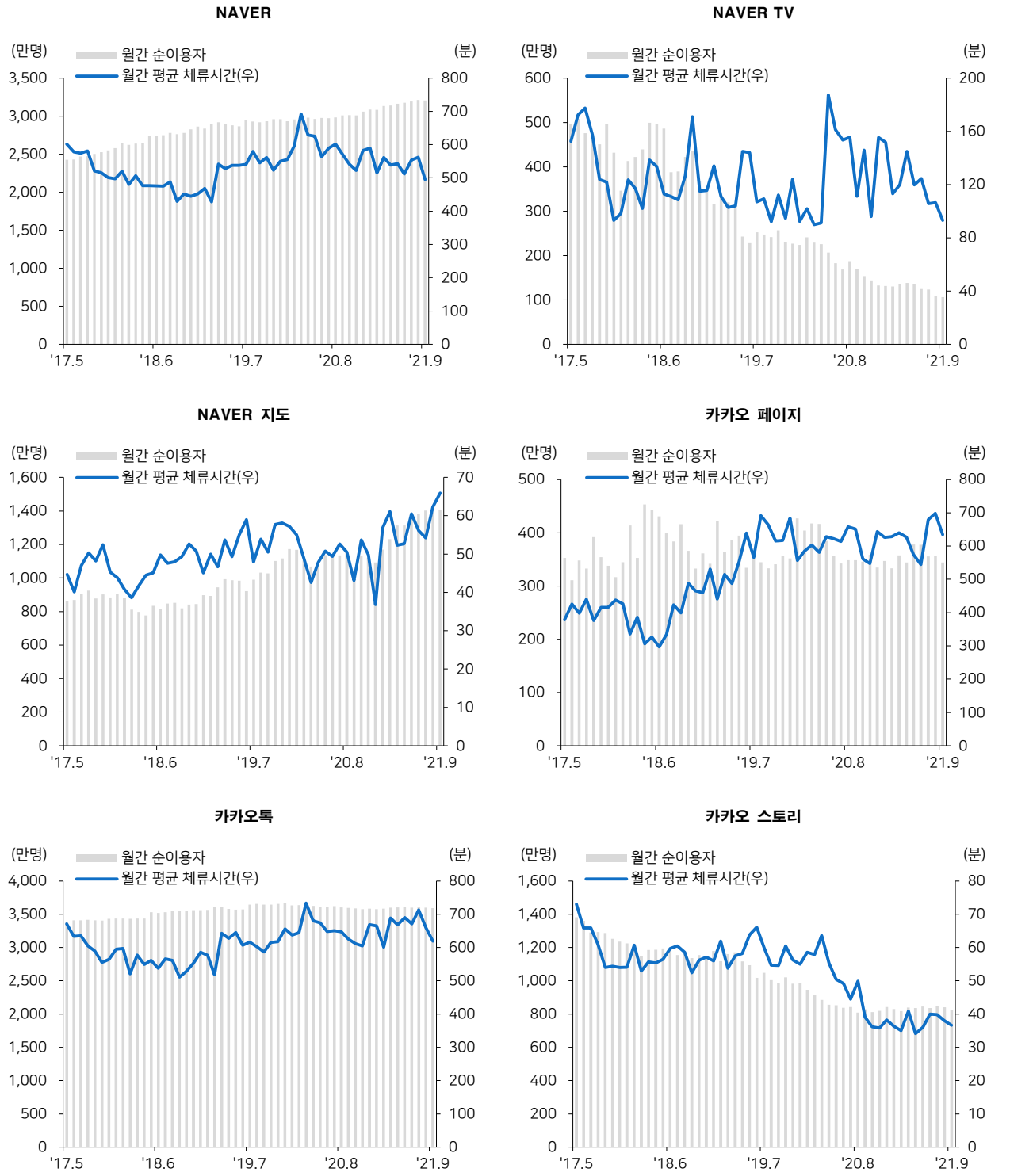
2. 게임 산업의 지각변동

2021년 게임업 투자의 지각 변동이 진행 중이다. 1월 데브시스터즈의 '쿠키런:킹덤', 과 6월 카카오게임즈의 '오딘:발할라 라이징'이 성공하며 중형게임사도 신규게임 성공시 실적과 기업가치를 크게 레벨업시킬 수 있다는 점을 보여주었다. 다만 게임 성공 유무에 따라 국내 게임 시장의 경쟁구도 변화는 여전히 현재진행형이며 10월말 'PUBG:뉴스테이트'와 11월 4일 '리니지W'의 출시 성과에 주목할 시점이다.

3. Top Picks로 크래프톤 추천

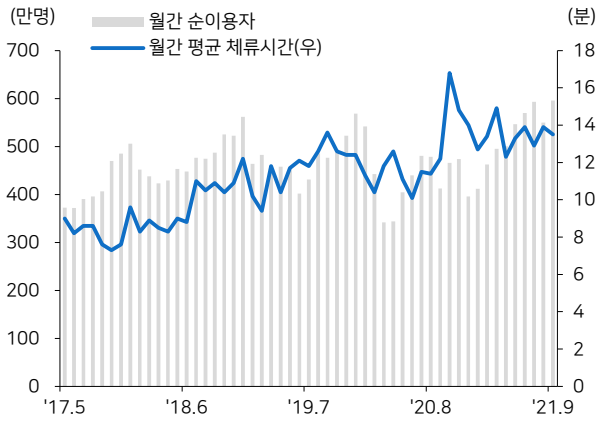
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

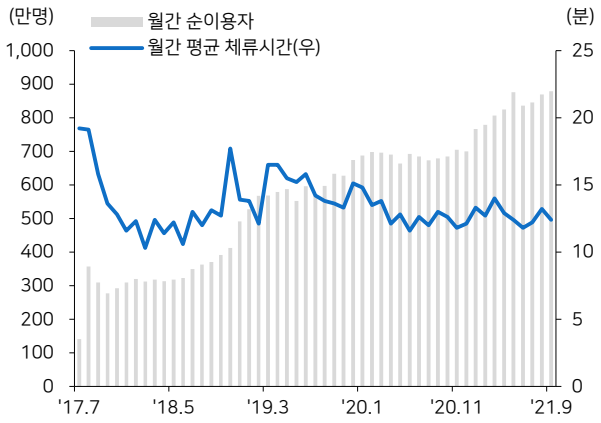


주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어'에서 2017.1.12 'NAVER TV'로 명칭 변경해 서비스
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

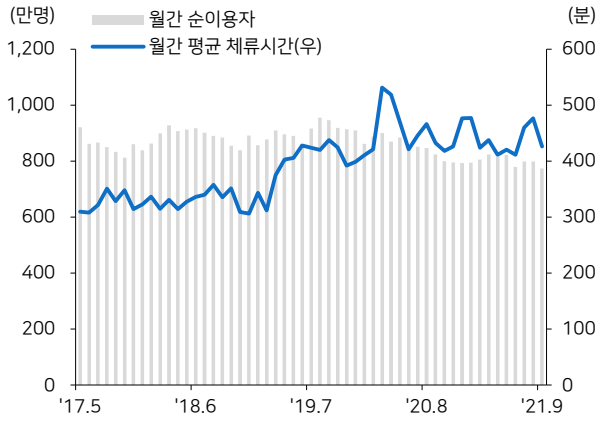
카카오 T



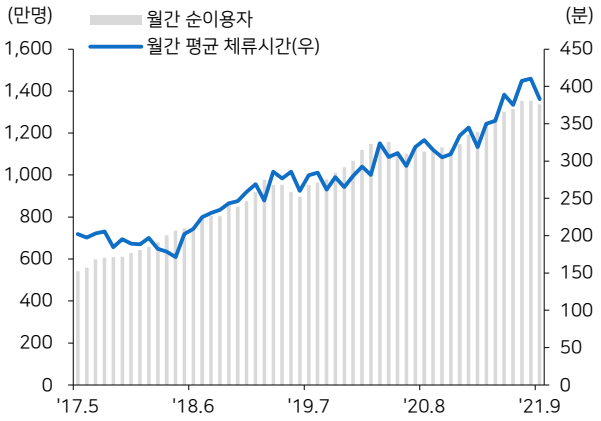
카카오뱅크



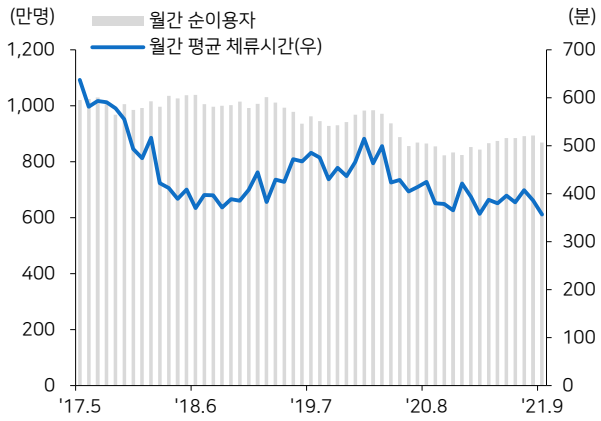
다음



인스타그램



페이스북



Youtube

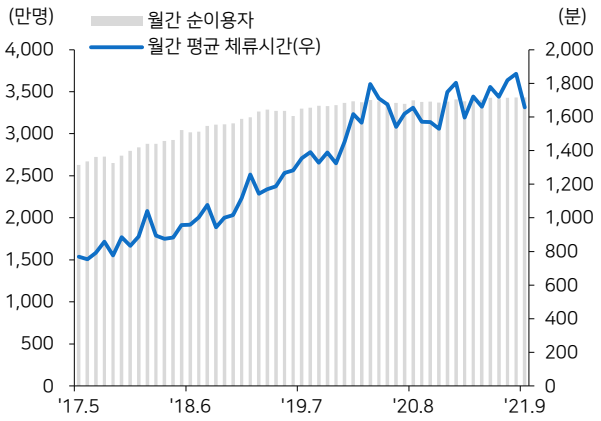
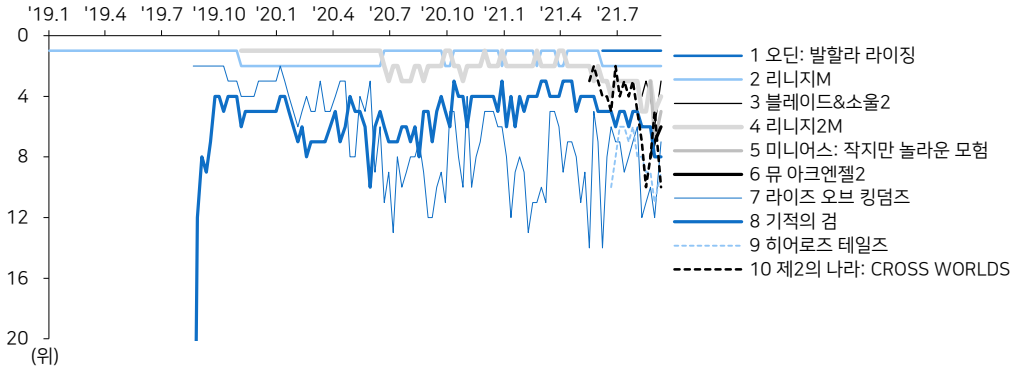
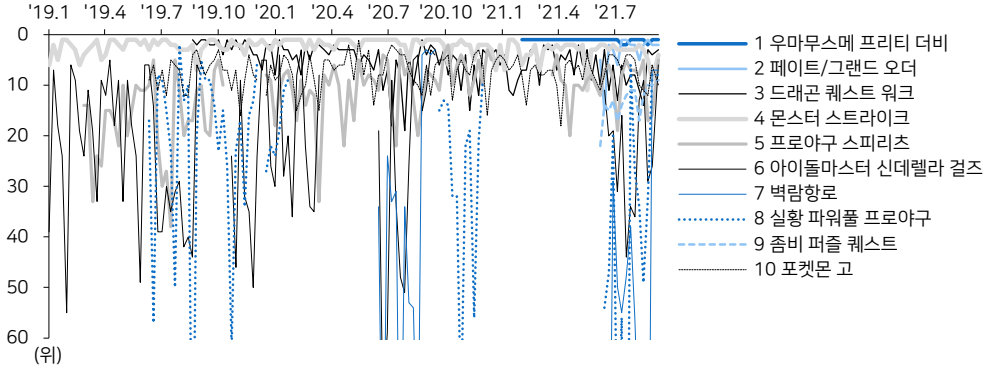


그림2 국가별 게임 매출 순위

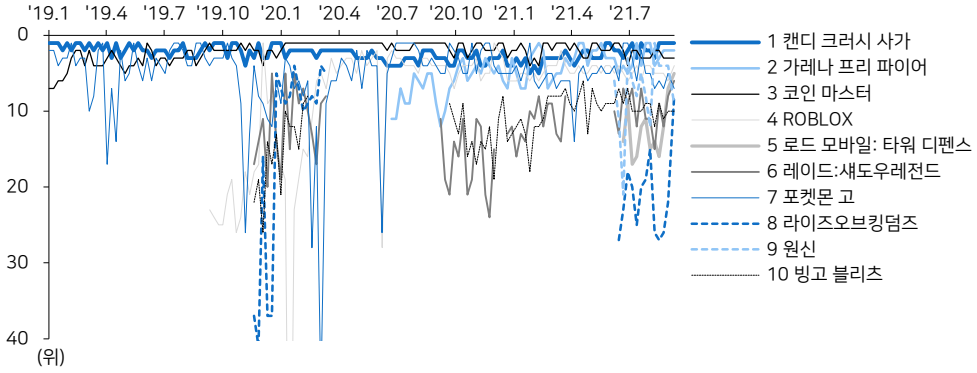
한국



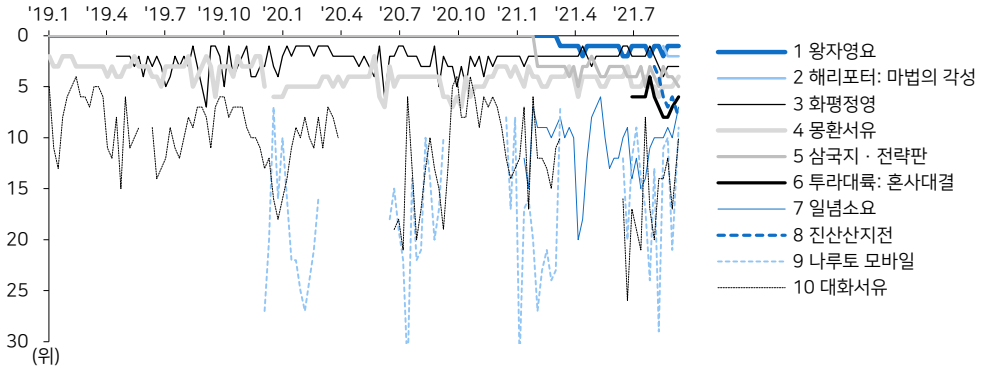
일본



미국

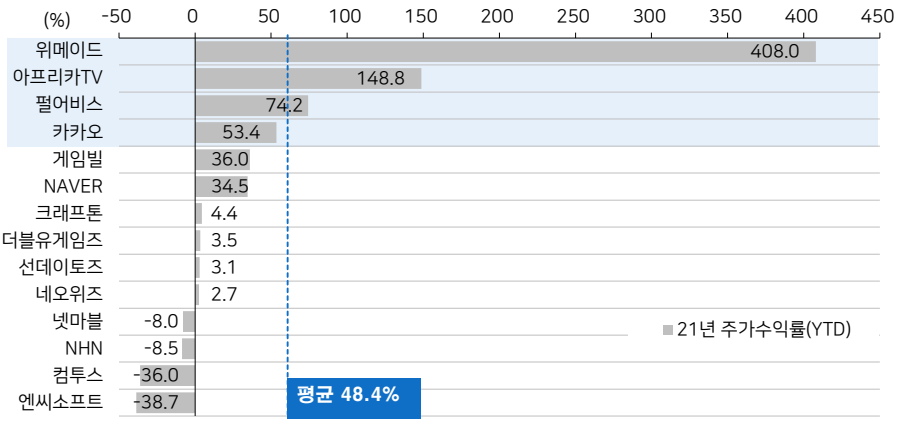


중국
(iOS grossing 기준)



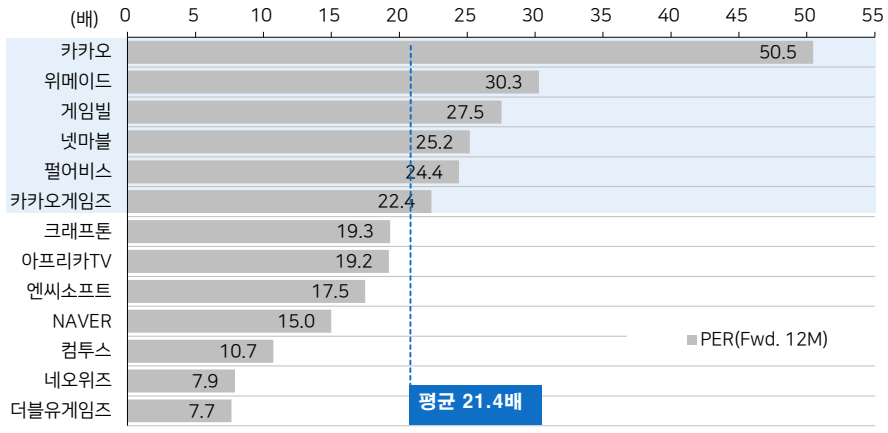
주: 2021. 10. 6 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2021. 10. 7 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2021. 10. 7 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (10. 7)	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	64.6	3.9	34.7	-45.7	-0.1	107.6	2.6	36.5	6,786.1	8,326.4	1,365.3	1,772.8	16,639.0	1,807.2
	카카오	53.2	55.6	47.2	29.1	1.9	13.5	7.0	45.9	5,917.7	7,583.8	799.1	1,217.3	947.1	1,129.8
	NHN	1.3	14.8	12.4	7.5	2.0	4.2	0.8	5.0	1,919.1	2,173.4	114.1	155.8	80.0	103.7
	아프리카TV	1.7	24.2	19.2	50.3	0.5	40.0	8.2	15.8	270.3	335.5	87.5	113.7	70.6	89.2
게임	크래프톤	23.2	32.0	19.3	3.7	8.6	34.1	11.7	24.5	2,091.8	3,477.4	872.1	1,476.6	693.2	1,158.8
	카카오게임즈	5.0	32.0	22.2	8.9	3.6	14.7	4.2	24.2	926.5	1,260.2	142.9	218.7	146.0	225.1
	데브시스터즈	2.1	29.4	22.8	-0.2	-165.1	60.9	12.8	22.0	396.9	435.1	90.1	119.7	71.2	91.4
	엔씨소프트	12.5	27.6	15.6	24.2	1.1	13.8	3.6	17.6	2,374.5	3,209.1	535.7	1,045.4	452.3	805.2
	넷마블	10.4	34.2	25.2	3.8	8.9	5.6	1.8	21.9	2,649.6	3,171.6	280.2	441.0	303.4	413.1
	펄어비스	6.0	95.3	21.9	100.4	0.9	9.5	8.3	69.4	426.5	869.9	59.8	352.2	63.9	275.7
	컴투스	1.3	12.5	9.2	1.0	12.2	10.1	1.2	6.9	596.0	739.9	99.5	158.4	104.9	141.5
	더블유게임즈	1.1	8.3	7.5	2.3	3.6	17.4	1.4	4.6	662.7	705.6	208.2	232.6	132.1	145.5
	위메이드	3.3	32.0	22.8	-1.8	-17.3	29.0	8.2	27.3	310.7	391.7	114.1	162.0	83.1	119.5
	게임빌	0.3	15.4	11.8	6.2	2.5	7.4	1.1	12.3	143.4	168.8	57.2	63.6	21.5	27.8
Average		**13.3**	**29.8**	**20.9**	**13.5**	**-9.8**	**26.3**	**5.2**	**23.8**	**1,819.4**	**2,346.3**	**344.7**	**537.8**	**1,414.9**	**466.7**

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 인터넷/게임업종 실적 & Valuation Table

회사		시가총액 (10. 7)	PER (x)		3yrs EPS CAGR	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)	
		(십억달러)	2021E	2022E	(%)	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
인터넷	Google	1,833.0	23.6	21.6	20.1	1.2	28.4	7.2	16.9	221.0	242.8	72.7	82.3	81.2	87.2
	Amazon	1,652.0	47.5	39.7	25.2	1.9	24.7	12.0	22.7	476.2	563.6	30.6	43.1	36.7	45.3
	Facebook	940.7	21.1	18.6	13.6	1.6	28.4	6.0	13.4	119.3	142.7	48.6	56.4	43.9	49.5
	Alibaba	391.7	15.5	13.4	8.9	1.7	12.8	2.6	10.9	142.1	170.6	17.3	22.7	25.5	30.1
	Tencent	581.0	27.7	22.8	29.0	1.0	18.0	4.4	19.6	89.8	106.8	29.4	32.3	20.8	25.5
	Baidu	52.0	16.9	14.0	23.4	0.7	12.3	1.6	9.0	19.6	22.6	2.5	3.2	3.1	3.8
	Twitter	48.9	68.1	51.8	27.2	2.5	7.8	6.3	30.7	5.1	6.3	0.9	1.2	0.7	1.0
	Snap	115.6	207.2	113.4	83.4	2.5	-8.9	37.4	215.3	4.2	6.2	0.4	1.2	0.5	1.3
	Z Holdings	47.4	59.8	47.3	9.9	6.0	3.5	1.9	17.3	14.1	15.4	1.6	1.9	0.8	1.0
	Rakuten	16.2	-	-	-192.4	-	-27.6	2.2	-	14.6	16.5	-1.6	-0.7	-1.5	-0.7
	HUYA	1.9	25.6	23.4	58.0	0.4	4.7	1.2	4.5	1.8	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1
게임	Nintendo	58.4	13.9	14.0	-2.3	-6.2	22.7	2.9	7.8	15.4	14.8	5.4	5.4	3.9	3.9
	Blizzard	60.1	20.2	18.0	11.8	1.7	17.9	3.4	14.3	8.8	9.9	3.7	4.2	3.0	3.4
	Netease	59.5	22.0	18.7	49.4	0.4	17.2	3.9	17.0	13.4	15.6	2.6	3.1	2.8	3.2
	EA	38.2	20.3	18.3	15.4	1.3	16.3	5.0	13.9	7.5	8.0	2.4	2.6	1.9	2.1
	Nexon	13.8	16.1	12.8	4.5	3.6	12.8	1.9	8.6	2.6	3.2	1.0	1.3	0.9	1.1
	Cyberagent	9.4	25.1	22.1	9.6	2.6	36.6	7.7	8.6	6.0	6.5	1.0	1.0	0.4	0.4
Average		**348.2**	**39.4**	**29.4**	**11.5**	**1.4**	**13.4**	**6.3**	**26.9**	**68.3**	**79.6**	**12.8**	**15.4**	**13.2**	**15.2**

주: 3yrs EPS CAGR은 2021~2024 추정치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

빅테크 기업의 사회적 비용

플랫폼의 막대한 영향력

2021년 9월 미국 공화당 상원이 발의한 '인터넷에 대한 공정(FAIR) 기여법'의 내용은 구글, 애플, 페이스북 등 빅테크 기업은 농어촌, 학교 등 네트워크 투자 비용을 분담해야 한다는 것이다. 빅테크 기업의 인프라 관련 사회적 책임과 비용을 환기시켰다는 측면에서 의미있다. 글로벌 빅테크에 대한 규제는 인수합병 금지나 구조적 분할 등의 직접적으로 성장성을 제한하는 방법보다는 디지털 세금, 부당행위 과징금 등의 플랫폼의 막대한 영향력에 따른 사회적 비용을 지불하는 쪽으로 수렴될 가능성이 높다고 판단한다.

디지털 경제는 초기 대규모의 인력/자본의 투자가 성공하면 한계비용이 급감하며 규모의 경제 효과가 극대화되고 이용자가 많아질수록 플랫폼의 네트워크 효과가 커지고 빅데이터의 선순환 효과가 발휘된다. 인위적으로 플랫폼 기업들의 인수합병을 막거나 Top Line을 억제하는 정책은 기업의 혁신과 성장 인센티브를 억제할 위험이 있고, 소비자들 역시 플랫폼을 통해 누리는 막대한 효용이 감소될 수 있다.

표3 보편 서비스 비용 분담 체계의 변화

구분	이전(1990년대)	이후(2020년대)
핵심서비스	음성	초고속 인터넷
분담주체	정부+이용자+통신사	정부+이용자+통신사+콘텐츠제공자
의미	국민 기본 의사소통 지원	4차 산업혁명시대 국민 필수 서비스

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

한국에서도 플랫폼 기업의 시장 지배력에 대한 논의 본격화

10월 국정감사를 통해 네이버, 카카오 등 빅테크 기업의 독과점 관련 논의가 본격적으로 이루어지고 있다. 플랫폼 기업의 골목상권 침해, 독과점 문제, 근로기준법 준수 여부, 수수료 책정 현황 등이 집중 이슈이다. 카카오는 문화체육관광위원회, 정무위원회, 과학기술정보방송통신위원회, 행정안전위원회, 산업통상, 중소벤처기업위원회, 환경노동위원회 등 다수의 상임위에 출석하여 심의에 응하고 있으며 네이버, 배달의 민족, 야놀자, 쿠팡, 넥슨코리아 등의 대표도 참석하고 있다.

카카오의 김범수 의장은 정무위원회 국정감사를 통해 "골목상권을 침해하는 사업에는 절대로 진출하지 않으며 만약 관련되어 있다면 반드시 철수하겠다."고 언급하였고 수수료율이 높다는 의견에 대해서도 "플랫폼 이용자가 활성화되면 될수록 수수료율이 점차 내려가야 하는데 아직 그 단계까지 못 왔다."고 설명하며 적극 대처하고 있다는 점이 긍정적이다. 카카오는 이미 지난 9월 14일 골목상권 논란이 되는 사업은 철수하고 파트너 지원 확대를 위한 기금 3천억원(5년간) 조성하며 케이큐브홀딩스를 사회적 가치 창출 기업으로 전환할 것을 발표한바 있다.

한편 2021년 9월 14일부터 국내에서 애플과 구글이 인앱 결제를 강제하지 못하는 구글방지법이 시행되고 있다. 앱 마켓 사업자는 1) 특정한 결제 방식을 강제하는 행위, 2) 앱 심사를 지연하거나 삭제하는 행위, 3) 앱 마켓에서 모바일 컨텐츠 등을 부당하게 삭제하는 행위 등이 금지된다. 그러나 구글과 애플은 인앱 결제 관

런 정책 변경에 시간이 필요하다는 입장이며 당장 변화가 진행되고 있지는 않다. 전기통신사업법 시행령 등 하위법령을 정비해 금지행위에 대한 과징금 부과 기준이 마련될 필요가 있다. 또한, 이용자 편의성 측면에서는 인앱 결제가 유용하여 앱 외부 결제 비중은 크지 않아 실효성이 크지 않다.

표4 전기통신사업법 개정안의 내용

구분	내용
시기	2021년 9월 14일부터 시행
의미	앱마켓 사업자(구글, 애플 등)가 인앱결제를 강제하는 것을 막기 위해 마련된 전기통신사업법 개정안
목적	앱마켓 거대 사업자가 우월적 지위를 이용해 불공정행위를 하지 못하도록 법률적 근거를 확보하는 것
내용	제50조(금지행위) 1항 9호 앱마켓 사업자의 특정 결제 방식 강제를 금지 1항 11호 모바일 콘텐츠 등록 부당 지연 금지 / 12호 모바일 콘텐츠 부당 삭제 금지

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

표5 2021년 국정감사 – 인터넷/게임 기업 관련 이슈들

구분	대상기업	참석자	질의 내용 및 주요 안건
정무위원회	카카오	김범수 의장	골목상권 침해 논란, 과도한 플랫폼 수수료 이슈 및 플랫폼 대기업의 불공정 거래 중점
	쿠팡	강한승 대표	납품업체 상대로 한 불공정 거래
	야놀자	배보찬 대표	수수료와 숙박업 확장이 이슈
행정안전위원회	카카오	여민수 대표	물류센터 안전 문제
농림축산수산위원회	카카오	여민수 대표	동물용 의약품 불법 온라인 거래 문제
보건복지위원회	네이버	한성숙 대표	국민연금 모바일 전자고지 위탁서비스 관련
	엔씨소프트	정진수 부사장	게임중독 예방 관련 질의
환경노동위원회	네이버	한성숙 대표	플랫폼 기업의 노당자 처우, 직장 내 괴롭힘과 조직문화 관련 질의
산업통산중소벤처위원회	네이버	한성숙 대표	온라인 플랫폼 독점
문화체육관광위원회	카카오엔터테인먼트	이진수 대표	오리지널 컨텐츠의 경우 추가 마케팅 부담으로 유통수수료 20% 수취 기다리면 무료 마케팅 전개로 작가들 작품이 무료 서비스되고 작가들이 무료 제공하지 않으면 매출을 포기해야 하는 상황이지 않냐는 의문
	네이버웹툰	김준구 대표	웹소설을 웹툰화해주는 명분으로 타유통사에 유통중인 원작 웹소설 내리는 것이 불공정 행위라는 지적
과학기술정보방송통신위원회	카카오모빌리티	류긍선 대표	대리운전 시장 진출에 따른 폐해, 스마트호출 수수료, 택시기사 대상 프로멤버십 요금제 등의 논란 집중 추구할 것으로 보임
	쿠팡	강한승 대표	쿠팡 개인정보 유출 우려
	우아한 형제들	김범준 대표	플랫폼 기업의 이용자 보호

자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터 정리

글로벌 빅테크에 대한 규제 논의

글로벌 빅테크의 시장 지배력은 COVID19 확산으로 더 강화되고 있다. 현재 글로벌 빅테크 규제는 디지털세, 개인정보 활용 금지, 인수합병 제한, 부당행위 과징금, 구조적 분할 등으로 구체화되어 논의 진행 중이다. 구글, 마이크로소프트, 애플, 페이스북 등 주요 IT 기업들의 시장 점유율은 플랫폼의 네트워크 효과에 기반하여 과반을 넘었다. 그러나 글로벌 빅테크에 대한 규제는 자유시장 경제 훼손, 개인·기업의 정치적·경제적 자유 침해 가능성에 대한 우려가 있다. 그러나

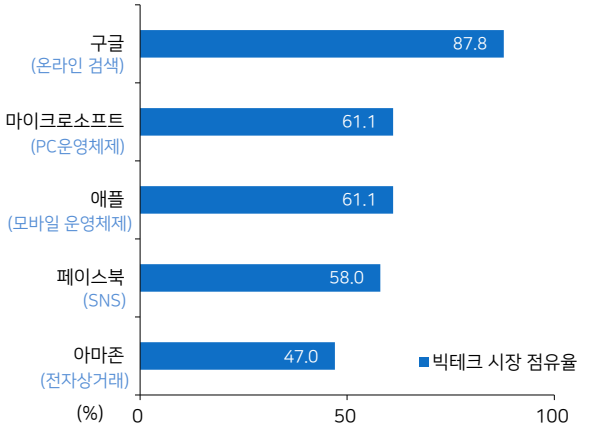
기업의 혁신과 성장 인센티브 억제할 수 있고 소비자의 네트워크 효과를 저해할 수 있어 조심스럽게 접근해야 한다.

그림5 글로벌 빅테크에 대한 규제 논의

구분	내용
디지털세	▪ 디지털세는 온라인이나 모바일 등 플랫폼 기업이 한 국가에서 매출을 올리면 법인세와 별도로 부과하는 세금. 매출 발생한 지역에 세금 내는게 특징 ▪ 유럽연합은 법인세 개혁을 중심으로 디지털 서비스세 적용하거나 도입 검토, 다만 세수부담이 소비자와 소매상들에게 전가될 가능성
개인정보 활용 금지법안	▪ 미국 버지니아주는 구글과 페이스북이 수집한 개인정보를 열람하고 외부판매 금지 요청할 수 있는 개인정보 보호법 통과 시킴
21세기 신탁법안	▪ 시가총액 1,000억달러 이상 기업들에게 수직합병 비롯해 인수 금지한다는 내용
부당행위 과징금	▪ 중국 정부는 감독기구 만들고 부당행위 과징금을 매출의 10%까지 높이는 반독점법 개정안 준비중
구조적 분할	▪ 자사 플랫폼에서 자사 제품을 판매하면서 다른 회사 제품과 경쟁하는 것을 금지하기 위해 이해 상충하는 사업 조직을 법적 분할하는 방안

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림6 대형 IT 소프트웨어 기업 시장점유율



주: 2020년 기준
자료: StatCounter, Statista, 메리츠증권 리서치센터

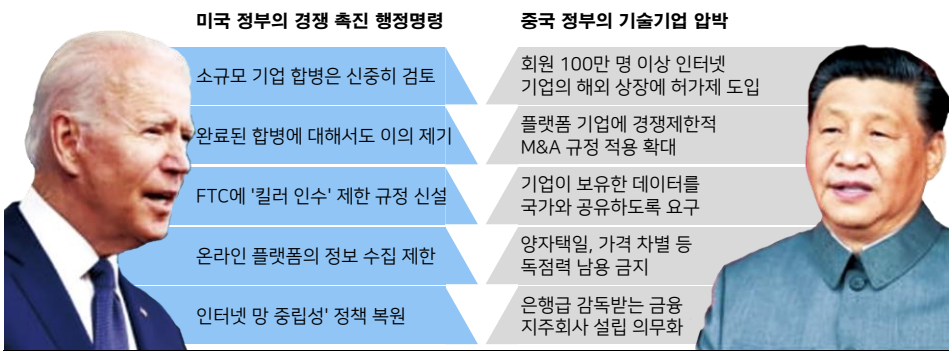
페이스북 사례를 통해 본 빅테크 규제

"법원이 페이스북의 모든 주장에 동의하지는 않지만 궁극적으로 이들 기관의 제소가 법적으로 근거가 불충분하고 따라서 기각되어야 한다는 것에 동의한다. FTC는 주장의 모든 필수 요소 즉, 페이스북이 PSN(개인 소셜 네트워킹) 시장에서 독점권을 가지고 있다는 것을 합리적으로 증명할 수 있는 충분한 사실을 제시하지 못했다." – 미국 법원의 판결문

2021년 6월 미국 연방법원은 연방거래위원회(FTC)와 48개주 법무장관들이 제기한 페이스북 독점금지 소송을 기각했다. 페이스북은 "법원의 결정은 페이스북에 대한 정부의 불만이 근본적으로 결함이 있음을 인정한 것이며 우리는 공정하게 경쟁하며 페이스북 서비스를 사용하는 사람들과 기업들을 위해 좋은 플랫폼을 지속해서 제공할 것"이라고 밝혔다. 법원 판단의 근거는 페이스북이 미국 SNS 시장에서 독과점 권한을 심화시켰다는 주요 주장을 객관적인 증거로 입증하지 못했다는 점이다. 페이스북의 독점력에 대한 법적 주장이 성공하면 페이스북은 인스타그램과 왓츠앱을 분리, 재매각해야 하는데 인터넷산업의 범위와 시장규모, 지배력은 명확히 구분하고 정의내리기 어렵기 때문에 미국 FTC가 페이스북을 상대로 승소할 가능성은 크지 않아보인다.

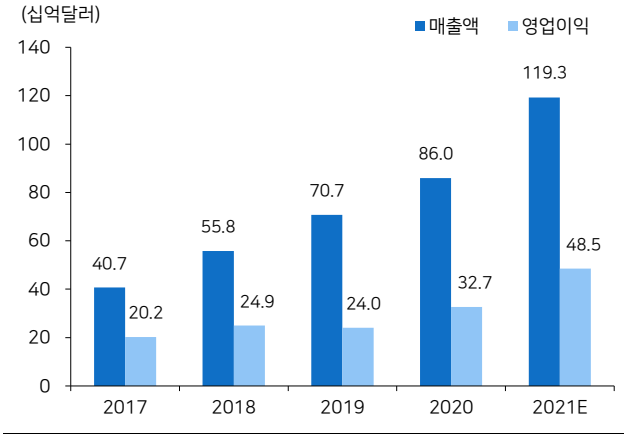
중국 정부는 20년 11월 빅테크 반독점법을 시작으로 대대적인 빅테크 규제를 진행하고 있다. 인터넷 플랫폼간의 링크 개방을 요구하고 알리바바에게는 플랫폼 기업에 독점 판매 강요했다는 이유로 182억위안의 벌금을 부과했고 21년 7월에는 텐센트 뮤직에 '음악 독점권'을 포기할 것을 요구하는 등 강력한 제재를 진행 중이다. 다만 중국의 강력한 빅테크 규제는 정치/사회적인 특성을 감안해서 이해해야 하며 글로벌 타국가에도 동일하게 적용되기는 어렵다.

그림7 미 · 중의 빅테크 규제



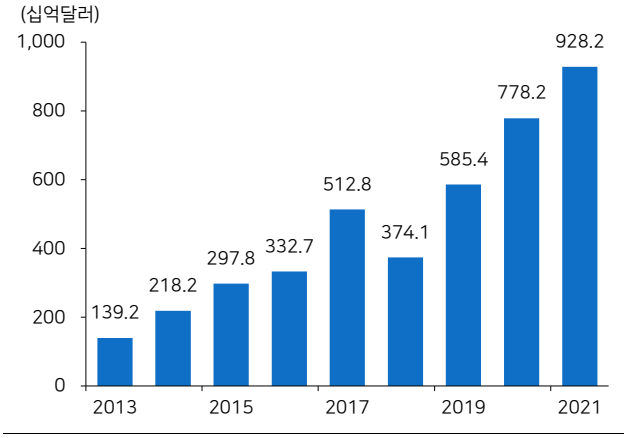
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림8 페이스북 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 페이스북의 기업가치는 꾸준한 우상향



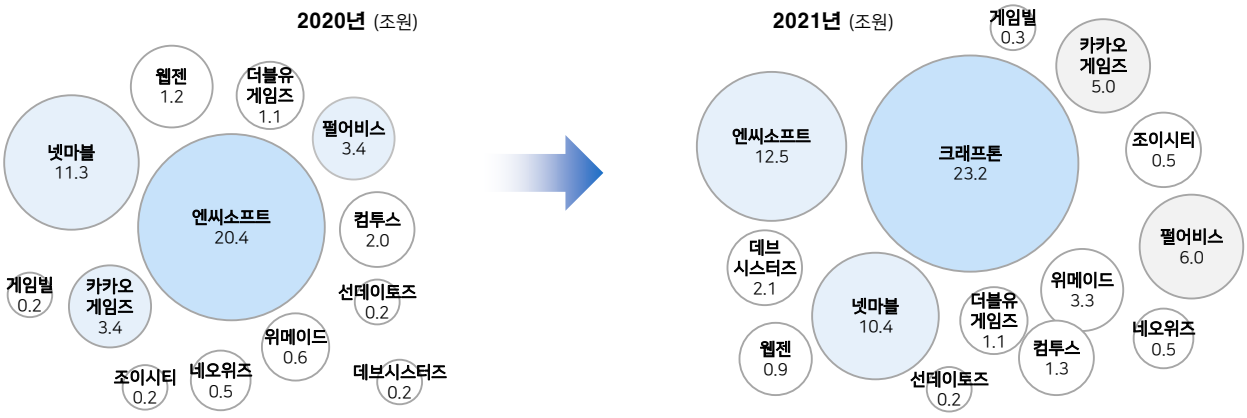
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

게임산업, 끝날 때까지 끝난게 아니다

흥행에 따른 지각 변동

2021년 게임업 투자의 지각 변동이 진행 중이다. 1월 데브시스터즈의 '쿠키런:킹덤', 6월 카카오게임즈의 '오딘:발할라 라이징' 성공을 통해 중형 게임사들도 신규 게임 성공시 실적과 기업가치가 크게 레벨업할 수 있다는 점을 보여주었다. 또한 8월 크래프톤이 국내 주식시장에 입성하며 글로벌 게임사에 대한 투자 기회 확대되었다. 게임 산업은 흥행 산업으로 재미있는 게임 오픈시 휴면/잠재 게이머를 유입하는 공급자 주도의 성장이 가능하다. 게임 성공 유무에 따라 국내 게임 시장의 경쟁구도는 언제나 변화 가능하며 21년 4분기 크래프톤과 엔씨소프트 각각 10월 '배틀그라운드:뉴스테이트'와 11월 '리니지W' 성과에 따라 한단계 레벨업할 수 있는 기회가 오픈되어 있다.

그림10 게임업 투자의 지각 변동



주: 2021년 시가총액은 10월 7일 기준
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

중국 정부, 게임산업을 전방위적으로 압박

더 이상 나빠질 게 없다

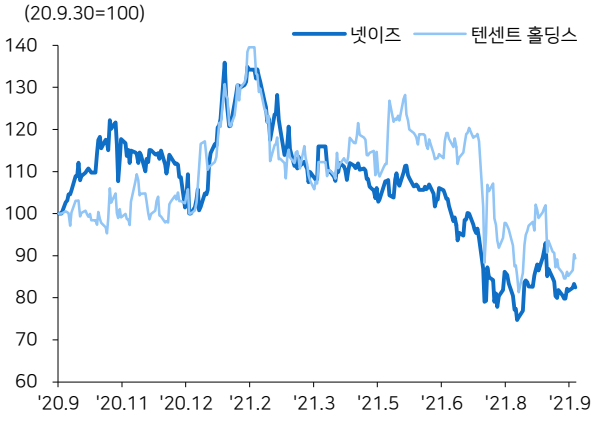
중국 정부는 자국 내 게임산업을 전방위적으로 압박하고 있다. 인터넷문화를 '시진핑사상'으로 건설하겠다는 사이버 문명 건설 강화에 대한 의견을 발표하였고, 특히 게임은 정신 아편으로 생활과 사회, 특히 청소년 심신 건강 문제 초래한다는 것이다. 21년 8월 30일에 발표된 가이드라인에 따르면 청소년은 주말(금, 토, 일) 및 공휴일에만 오후 8시~9시에 1시간 게임 플레이가 가능하고, 또한 12세 이하 유저들의 유료 결제는 제한하였다. 12~16세, 16~18세 월간 결제 가능 금액도 크게 축소. 게임 플레이를 위해 청소년에게 성인 계정을 제공하는 사업자에 대해서도 강력한 단속 경고. 게임 회사 운영 전반에 대한 감독 강화하였다. 신규게임 판호 발급 및 컨텐츠에 대한 검열도 강화하였는데 냥파오 등을 '비정상'으로 규정, 시정 요구하고 있다.

표6 중국 정부, 게임사들을 압박

구분	내용
취지	인터넷 문화를 '시진핑사상'으로 건설하겠다는 '사이버 문명 건설 강화에 관한 의견' 발표
	게임은 '정신아편', 생활과 사회, 특히 청소년 심신 건강 문제 초래
미성년 게임 규제	청소년들의 게임 시간을 일주일 3시간으로 제한
	평일은 아예 불가. 금~일요일에만 하루 1시간 접속
	미성년자 온라인게임 이용시가 제한과 게임중독 방지 시스템 가동여부 확인하기 위한 감독 강화
	게임회사 운영 전반을 관리감독 하겠다는 의미
게임 판호	신규 판호 발급 제한적
게임 컨텐츠 검열	여성적인 외향을 가진 게임 캐릭터 '비정상'으로 규정, 시정 요구
	냥파오(외양과 행동이 여성스러운 남성)'가 젊은 남성들의 성격을 유하게 만든다는 지적

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림11 중국 게임사들의 주가추이



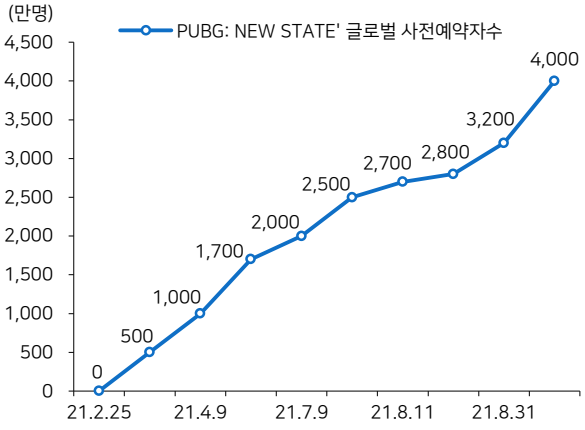
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

결국 글로벌, 해외시장에서 성장 찾아야

끝날 때까지 끝난게 아니다.

크래프톤의 신규게임 '배틀그라운드:뉴스테이트'의 사전예약자수는 9월 16일 4,000만명을 돌파하였다. 9월 1일부터 인도에서도 사전예약을 받기 시작했으며 10월말 글로벌 동시 출시를 목표로 하고 있다. 글로벌 '배틀그라운드 모바일'의 DAU가 약 5천만명(중국 제외)으로 추산시 상당수의 유저의 유입 가능하다. 엔씨소프트 리니지IP의 첫 글로벌 게임인 '리니지W' 역시 11월 4일 출시될 계획이다. 기존 게이머들의 불만이었던 과도한 BM을 없애고 게임 캐릭터 및 아이템 거래 지원 강화하며 트래픽을 우선적으로 잡겠다는 전략으로 아시아 리니지IP를 좋아하는 휴면 유저 공략시 성공 가능성 높다.

그림12 크래프톤의 '뉴스테이트' 사전예약자수

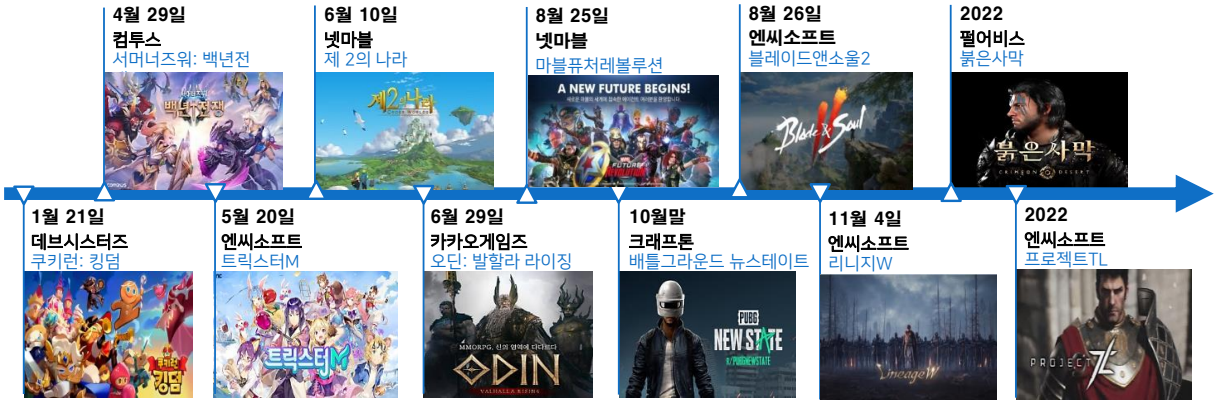


자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림13 11월 4일 글로벌 13개국 출시되는 '리니지W'

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2021년 한국 게임사들의 신작 라인업



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2021. 10. 8

▲ 인터넷/게임
Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

NAVER 035420

쇼핑 포트폴리오 완성을 위해

- ✓ 3Q21 실적, 예상치 부합 전망. 서치 플랫폼은 상반기대비 성장률 감소하나 12.8% YoY 증가하며 견조. 커머스와 핀테크 매출도 각각 35%, 40% YoY 증가
- ✓ 8월 머천트솔루션의 베타테스트 시작, 정기구독 등의 온라인 커머스 전과정을 지원. 4분기 이마트 장보기 입점 준비도 순조로우며 곧 가시화될 전망. CJ대한통운을 통한 익일배송 물동량도 크게 증가하고 있음
- ✓ 마케팅비는 쇼핑과 일본 웹툰 프로모션으로 증가. 영업이익률 20% 초반 유지
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 59만원 유지

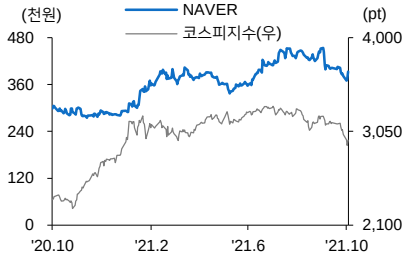
Buy

적정주가 (12 개월)	590,000 원
현재주가 (10.7)	393,500 원
상승여력	49.9%

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	646,376억원
발행주식수	16,426만주
유동주식비율	80.83%
외국인비중	56.59%
52주 최고/최저가	454,000원/275,000원
평균거래대금	3,233.7억원
주요주주(%)	
국민연금공단	9.99
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.5	2.3	29.0
상대주가	-4.7	8.5	4.1

주가그래프



3Q21 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액은 1조 6,857억원(+23.9% YoY), 영업이익은 3,437억원(+17.8% YoY)으로 추정, 시장 컨센서스(매출액 1.7조원, 영업이익 3,381억원)에 대체로 부합한다. 서치플랫폼 매출액은 8,013억원(+12.8% YoY)로 스마트채널의 인벤토리가 PC와 블로그 하단 등으로 확대되며 여전히 성장성이 양호하다. 커머스 매출액은 월간 신규 스마트스토어 판매자수가 3만명대를 유지하고 있어 전년과 유사하다. 다만 9월 추석으로 판매 시즈널리티와 영업일수 감소 효과 혼재되었고 8월부터 머천트솔루션의 베타테스트 시작되어 정기배송/구독 서비스가 오픈되었다.

핀테크 매출액은 2,436억원(+40.0% YoY)으로 네이버쇼핑 성장과 동행하며 최근 대한항공, 오아시스마켓, 요기요 등의 제휴몰이 추가되며 성장성이 강화되고 있다. 참고로 네이버파이낸셜은 9월 25일 금소법 개정안 시행에 따라 사업자 의무보험을 안내 형태로 변경. 그 밖에 대출 중개와 후불결제 서비스는 혁신금융서비스 지정으로 사업적 영향이 없었다.

쇼핑 포트폴리오 완성을 위해

10월 네이버 장보기에 이마트 입점하며 신세계/이마트 그룹과의 협력이 본격화될 전망이다. 또한 CJ대한통운과의 물류 협업도 강화되고 있어 브랜드스토어 위주로 익일 배송서비스 확대되고 있으며 용인 풀필먼트 센터 설립을 통해 네이버에 신선식품 물류를 제공하게 된다. 한편 8월부터 네이버쇼핑 판매자들을 위한 종합적인 기능(구매, 결제, 고객광고, 데이터분석, 사업관리 등)을 제공하는 '머천트 솔루션'이 베타테스트를 시작하여 2022년 정식출시될 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 59만원 유지

(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	6,691.1	1,340.8	16,642.4	101,315	1,875.2	144,563	3.9	2.7	34.6	107.0	34.4
2022E	7,919.4	1,669.2	1,833.8	11,164	-88.8	155,405	35.2	2.5	28.9	7.4	34.6
2023E	9,361.4	2,346.7	2,564.5	15,612	39.2	170,933	25.2	2.3	21.6	9.6	34.1

표7 NAVER 3Q21 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,685.7**	**1,360.8**	**23.9%**	**1,663.5**	**1.3%**	**1,730.6**	**-2.6%**
서치플랫폼	801.3	710.1	12.8%	826.0	-3.0%	-	-
커머스	385.3	285.4	35.0%	365.3	5.5%	-	-
핀테크	243.6	174.0	40.0%	232.6	4.7%	-	-
콘텐츠	144.8	115.0	26.0%	144.8	0.0%	-	-
클라우드	110.6	76.3	45.0%	94.9	16.5%	-	-
영업이익	**343.7**	**291.7**	**17.8%**	**335.6**	**2.4%**	**338.1**	**1.7%**
세전이익	**513.7**	**361.6**	**42.1%**	**647.1**	**-20.6%**	-	-
지배순이익	**389.1**	**245.5**	**58.5%**	**527.7**	**-26.3%**	**374.8**	**3.8%**
영업이익률(%)	20.4%	21.4%	-1.0%p	20.2%	0.2%p	19.5%	0.9%p
순이익률(%)	23.1%	18.0%	5.0%p	31.7%	-8.6%p	21.7%	1.4%p

자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표8 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**1,154.7**	**1,276.0**	**1,360.8**	**1,512.6**	**1,499.1**	**1,663.5**	**1,685.7**	**1,842.7**	**5,304.1**	**6,691.1**	**7,919.4**
증감율(YoY %)	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	23.9%	21.8%	21.8%	26.1%	18.4%
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	801.3	847.8	2,803.2	3,227.8	3,399.8
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	385.3	421.3	1,089.6	1,496.3	1,940.8
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	243.6	277.5	677.4	963.3	1,312.6
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	144.8	173.6	460.2	594.1	756.8
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	110.6	122.4	273.7	409.6	509.3
영업비용	**862.9**	**968.0**	**1,069.1**	**1,188.9**	**1,210.3**	**1,327.9**	**1,342.0**	**1,470.1**	**4,088.8**	**5,350.3**	**6,250.2**
증감율(YoY %)	22.8%	23.3%	32.1%	31.6%	40.3%	37.2%	25.5%	23.7%	27.7%	30.9%	16.8%
개발/운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	399.6	411.6	428.5	1,196.6	1,614.0	1,801.4
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	566.1	642.0	1,796.6	2,299.8	2,721.7
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	175.7	178.5	549.8	679.8	776.7
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	171.0	176.0	188.6	221.1	545.9	756.7	950.3
영업이익	**291.8**	**308.1**	**291.7**	**323.8**	**288.8**	**335.6**	**343.7**	**372.6**	**1,215.4**	**1,340.7**	**1,669.2**
증감율(YoY %)	0.6%	1.6%	1.8%	17.6%	-1.0%	8.9%	17.8%	15.1%	5.2%	10.3%	24.5%
OPM(%)	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.4%	20.2%	22.9%	20.0%	21.1%
세전이익	**420.1**	**289.3**	**361.6**	**562.6**	**424.9**	**647.1**	**513.7**	**545.6**	**1,633.6**	**2,131.3**	**2,392.5**
지배순이익	**184.8**	**147.3**	**245.5**	**424.6**	**15,310.5**	**527.7**	**389.1**	**415.1**	**1,002.1**	**16,642.4**	**1,833.8**

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표9 NAVER 투자의 속도, 빨라지다

시기	투자 기업	투자금액(십억원)	형태	특징
2017년 3월	YG엔터테인먼트	100.0	현금	엔터테인먼트 컨텐츠 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	왈라팝	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
2021년 9월	문피아	60.5	현금	지분율 56.26% 확보, 웹소설IP 및 작가 확보

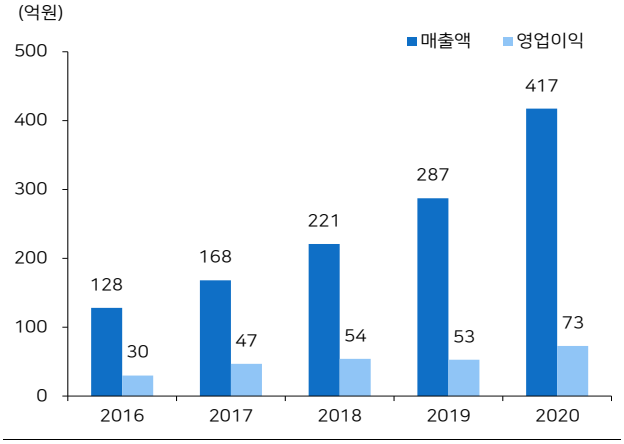
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 1위 웹소설 기업, 문피아 인수

구분	내용
회사명	주식회사 문피아
자본금	45.1억원
발행주식총수	9,022천주
취득주식수	1,820천주
취득금액	605.2억원
소유주식수	5,076천주
지분비율	56.26%
취득방법	현금취득
취득목적	사업제휴
취득예정일자	2021년 9월 30일

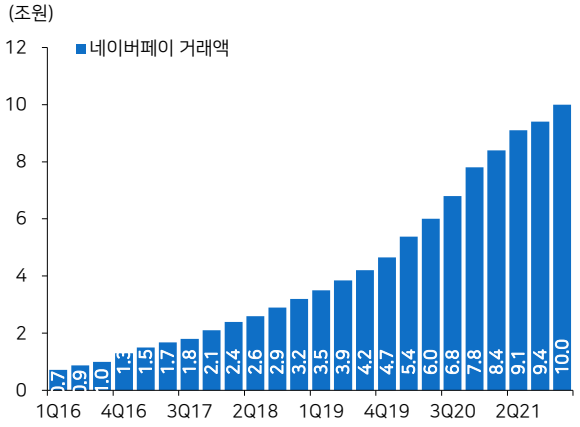
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림16 문피아 매출액과 영업이익 추이



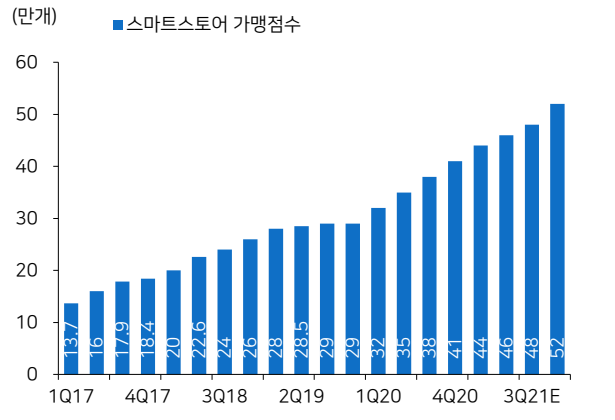
자료: 문피아, 메리츠증권 리서치센터

그림17 3Q21 네이버페이 거래액 9.4조원 추정



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림18 3Q21 스마트스토어 가맹점수 48만개 추정



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표10 NAVER 적정주가 산출 내역

(십억원)	2021E	비고
NAVER (A)	**79,345.2**	
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
네이버쇼핑	**40,000.0**	
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
네이버파이낸셜	**10,077.1**	
2021E 매출액	1,007.7	21E 네이버파이낸셜 예상 매출액
Target PSR(배)	10.0	
네이버웹툰	**7,979.3**	
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
동영상	**1,558.7**	**네이버 TV, V 라이브, 위버스의 가치**
네이버 TV	1,146.8	NAVER 전체 디스플레이 광고매출 대비 10% 추정
위버스컴퍼니	411.9	위버스플랫폼 가치 0.9 조원, 지분율 49% 반영
기타	**950.0**	**스노우, 네이버랩스 등 관계사/투자자산 장부가액 30% 할인**
Z 홀딩스 (B)	**12,890.6**	**NAV 대비 30% 할인**
Z 홀딩스 시가총액	56,661.8	Z 홀딩스 합병 후 기업가치 472 억달러, 54 조원 가정
지분율(%)	32.5	
현금성자산 (C)	**1,992.0**	
자사주 (D)	**3,710.0**	
총 기업가치 (A+B+C+D)	**97,937.7**	
적정주가(원)	**590,000**	
현주가(10/7, 원)	393,500	
상승여력(%)	49.9%	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**4,356.2**	**5,304.2**	**6,691.1**	**7,919.4**	**9,361.4**
매출액증가율 (%)	-22.0	21.8	26.1	18.4	18.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.2	6,691.1	7,919.4	9,361.4
판매관리비	3,201.2	4,088.8	5,350.3	6,250.2	7,014.8
영업이익	**1,155.0**	**1,215.3**	**1,340.8**	**1,669.2**	**2,346.7**
영업이익률	26.5	22.9	20.0	21.1	25.1
금융손익	237.2	378.1	552.5	560.8	736.4
종속/관계기업손익	18.4	115.6	347.3	356.1	373.9
기타영업외손익	-19.4	-75.5	-78.8	-70.6	-53.0
세전계속사업이익	1,391.3	1,633.6	2,131.3	2,392.5	3,373.4
법인세비용	470.6	492.5	449.9	526.4	775.9
당기순이익	**396.8**	**845.0**	**16,681.4**	**1,866.2**	**2,597.5**
지배주주지분 순이익	583.1	1,002.1	16,642.4	1,833.8	2,564.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**1,356.8**	**1,447.2**	**14,272.3**	**3,355.7**	**4,269.0**
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,681.4	1,866.2	2,597.5
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	-3,285.8	27.0	-185.6
투자활동 현금흐름	**-1,078.1**	**-2,503.2**	**-9,326.7**	**-2,163.9**	**-2,884.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-435.9	-759.4	-782.2	-805.7	-829.8
투자자산의감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-14,873.4	-971.6	-1,632.2
재무활동 현금흐름	**52.3**	**1,192.1**	**105.1**	**665.4**	**709.4**
차입금의 증감	923.4	-1,197.6	-1,153.3	-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	1,782.8	639.9	1,051.7
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	3,383.1	4,023.0
기말현금	3,740.5	1,600.3	3,383.1	4,023.0	5,074.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	5,732.9	6,607.4	7,739.0
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	3,383.1	4,023.0	5,074.7
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	55.1	4.3	4.5	4.6	4.8
비유동자산	6,655.8	6,469.6	22,636.7	23,894.3	25,664.5
유형자산	1,596.3	1,684.6	2,006.3	2,206.9	2,251.1
무형자산	341.4	105.1	853.7	939.1	1,033.0
투자자산	3,487.4	4,346.5	19,430.9	20,402.5	22,034.7
자산총계	**12,299.5**	**17,014.2**	**32,543.8**	**35,037.4**	**38,329.9**
유동부채	3,773.1	7,911.8	3,611.2	3,972.3	4,369.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	509.6	481.2	419.2	419.2	419.2
유동성장기부채	50.0	95.0	167.7	167.7	167.7
비유동부채	2,022.5	847.4	4,723.7	5,036.9	5,381.5
사채	752.3	5.7	1,591.6	1,591.6	1,591.6
장기차입금	50.0	145.0	1,207.0	1,207.0	1,207.0
부채총계	**5,795.6**	**8,759.1**	**8,334.9**	**9,009.2**	**9,751.0**
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,575.3	1,793.3	1,432.5	1,432.5	1,432.5
기타포괄이익누계액	-91.1	106.4	-13.8	-13.8	-13.8
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	23,289.4	25,108.6	27,659.3
비지배주주지분	698.7	887.9	462.5	500.9	500.9
자본총계	**6,503.9**	**8,255.1**	**24,208.9**	**26,028.2**	**28,578.9**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	40,734	48,212	56,990
EPS(지배주주)	3,538	6,097	101,315	11,164	15,612
CFPS	7,702	11,041	10,984	11,577	15,545
EBITDAPS	10,030	10,409	11,268	13,361	17,581
BPS	35,223	44,850	144,563	155,405	170,933
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	3.9	35.2	25.2
PCR	24.2	26.5	35.8	34.0	25.3
PSR	7.1	9.1	9.7	8.2	6.9
PBR	5.3	6.5	2.7	2.5	2.3
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,850.9	2,194.6	2,887.9
EV/EBITDA	17.8	27.5	34.6	28.9	21.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	107.0	7.4	9.6
EBITDA 이익률	37.9	32.3	27.7	27.7	30.8
부채비율	89.1	106.1	34.4	34.6	34.1
금융비용부담률	0.4	0.4	-	-	-
이자보상배율(x)	69.8	56.1	-	-	-
매출채권회전율(x)	14.9	-	-	-	-
재고자산회전율(x)	77.4	178.4	1,517.2	1,743.4	2,000.9

Industry Brief
2021. 10. 8

카카오 035720

규제리스크에 대처하는 자세

- ✓ 3Q21 실적, 예상치 하회할 전망. 3분기 '오딘'의 흥행 성과 반영되는 첫 분기이나 지급수수료 및 마케팅비도 증가. 전분기대비 이익 성장하나 눈높이에는 다소 못 미칠 가능성
- ✓ 규제리스크 대두되고 있으나 10월 국정감사를 저점으로 주가 회복 기대
- ✓ 11월 카카오페이 기업공개에 대한 기대 유효. MTS 출시 혹은 디지털 손해보험사 라이선스 취득 등으로 투자플랫폼으로 성장 구체화되는 더욱 좋은 타이밍

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	190,000 원
현재주가 (10.7)	119,500 원
상승여력	59.0%

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	531,766억원
발행주식수	44,536만주
유동주식비율	72.99%
외국인비중	30.25%
52주 최고/최저가	169,500원/65,900원
평균거래대금	5,977.6억원
주요주주(%)	
김범수 외 65 인	24.24
국민연금공단	8.40
MAXIMO PTE	6.29

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.4	10.2	57.0
상대주가	-16.4	16.9	26.7

주가그래프

3Q21 실적, 예상치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 6,332억원(+48.4% YoY), 2,147억원(+78.6% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.6조원, 영업이익 2,346억원)대비 하회한다. 카카오 광고와 커머스 매출액은 올해 연간 성장률 가이던스 50%를 충족하며 견조하고, 카카오T블루 매출액은 가맹택시수가 안정적으로 증가(2Q21 2.6만대)하고 대리 역시 코로나 이전 수준으로 많이 회복했다. 카카오페이의 결제 및 금융거래(펀드, 대출) 성장세는 견조하며 최근 P2P 금융상품과 보험비교 서비스 중단되었으나 매출 영향은 극히 제한적이다. 스토리 매출액은 카카오재팬의 호조, 8월초 카카오웹툰 리뉴얼 성과로 2,137억원(+44.0% YoY)로 추정한다. 미디어 매출 역시 킹덤아신전(공동제작) 매출 인식, 드라마 경찰수업 방영 수익, 연예매니지먼트 매출 활성화로 양호하다. 다만 영업이익은 컨센서스 대비 못 미칠 가능성 있는데 마케팅비와 매출연동비(지급수수료) 증가 때문이다. 3분기 마케팅비와 매출연동비는 각각 1,325억원, 7,025억원으로 추정하며 오딘 관련 프로모션과 매출 증가에 따른 마켓수수료 및 개발사 수익배분 비용 증가 때문이다.

규제리스크에 대처하는 자세

10월 국정감사에서 카카오의 김범수 의장은 "골목상권을 침해하는 사업에는 절대로 진출하지 않으며 만약 관련되어 있다면 반드시 철수하겠다." 고 언급하며 카카오의 최근 이슈에 대해 적극 대처하겠다는 의지를 다시한번 천명하였다. 이미 지난 9월 14일 카카오는 상생 방안을 발표하여 골목상권 논란이 되는 사업은 철수하고 파트너 지원 확대를 위한 기금 3천억원(5년간)을 조성하며 케이큐브홀딩스를 사회적 가치 창출 기업으로 전환할 것을 발표하였다. 카카오의 기업가치는 10월 국정감사를 저점으로 점진적 회복 가능하며 11월 카카오페이의 기업공개 기대감은 여전히 유효하다.

(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	-2,102.1	12,121	-	2.5	29.0	-5.8	52.2
2020	4,156.8	455.9	155.6	355	-148.6	14,235	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021E	5,951.5	755.7	1,028.2	2,317	501.3	16,485	51.6	7.2	46.9	15.1	46.0
2022E	7,384.5	1,035.6	1,057.9	2,383	1.8	18,846	50.1	6.3	38.6	13.5	42.0
2023E	8,698.1	1,336.7	1,305.0	2,940	23.0	21,763	40.6	5.5	31.9	14.5	37.9

표11 카카오 3Q21 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,633.2**	**1,100.4**	**48.4%**	**1,352.2**	**20.8%**	**1,632.2**	**0.0%**
플랫폼 부문	**790.7**	**578.5**	**36.7%**	**761.8**	**3.8%**	**-**	**-**
톡비즈	408.9	292.5	39.8%	390.5	4.7%	-	-
포털비즈	108.7	121.2	-10.3%	125.1	-13.1%	-	-
신사업	273.0	164.9	65.6%	246.2	10.9%	-	-
콘텐츠 부문	**842.5**	**521.9**	**61.4%**	**590.4**	**42.7%**	**-**	**-**
게임 콘텐츠	353.1	150.4	134.9%	128.6	174.7%	-	-
뮤직 콘텐츠	185.6	182.0	2.0%	188.1	-1.3%	-	-
유료 콘텐츠	213.7	148.4	44.0%	186.4	14.7%	-	-
IP비즈니스 기타	90.1	41.1	118.9%	87.4	3.0%	-	-
영업이익	**214.7**	**120.2**	**78.6%**	**162.6**	**32.0%**	**234.6**	**-8.7%**
세전이익	**320.4**	**179.6**	**78.4%**	**349.7**	**-8.4%**	**-**	**-**
지배순이익	**311.7**	**127.5**	**144.4%**	**311.7**	**0.0%**	**259.9**	**19.9%**
영업이익률(%)	13.1%	10.9%	2.2%p	12.0%	1.1%p	14.4%	-1.3%p
순이익률(%)	19.1%	11.6%	7.5%p	23.0%	-4.0%p	15.9%	3.2%p

자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표12 카카오의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**868.4**	**952.9**	**1,100.4**	**1,235.1**	**1,258.0**	**1,352.2**	**1,633.2**	**1,708.1**	**4,156.7**	**5,951.5**	**7,384.5**
증감율(YoY %)	22.9%	30.0%	40.5%	45.7%	44.9%	41.9%	48.4%	38.3%	35.4%	43.2%	24.1%
플랫폼 부문	**472.1**	**516.6**	**578.5**	**680.7**	**695.5**	**761.8**	**790.7**	**856.6**	**2,247.9**	**3,104.5**	**3,939.0**
톡비즈	233.9	257.2	292.5	365.4	373.6	390.5	408.9	438.3	1,149.0	1,611.2	2,006.7
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	125.1	108.7	117.1	478.0	468.4	427.2
신사업	121.6	141.9	164.9	192.6	204.5	246.2	273.0	301.2	621.0	1,024.9	1,505.1
콘텐츠 부문	**396.3**	**436.3**	**521.9**	**554.4**	**562.4**	**590.4**	**842.5**	**851.5**	**1,908.9**	**2,846.9**	**3,445.6**
게임 콘텐츠	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	128.6	353.1	342.9	495.5	954.9	1,229.7
뮤직 콘텐츠	169.2	168.7	182.0	185.5	184.6	188.1	185.6	189.2	705.3	747.5	762.4
유료 콘텐츠	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	186.4	213.7	226.7	528.0	801.4	1,053.7
IP비즈니스 기타	33.3	41.2	41.1	64.6	72.9	87.4	90.1	92.8	180.1	343.1	399.7
영업비용	**780.2**	**855.1**	**980.2**	**1,085.5**	**1,100.4**	**1,189.6**	**1,418.5**	**1,487.3**	**3,701.0**	**5,195.8**	**6,348.9**
증감율(YoY %)	15.0%	23.5%	35.4%	41.3%	41.0%	39.1%	44.7%	37.0%	29.3%	40.4%	22.2%
인건비	198.7	216.5	239.3	265.7	292.9	301.0	280.9	315.7	920.2	1,190.5	1,352.0
지급수수료	381.7	409.5	463.7	491.5	493.0	530.3	702.5	727.4	1,746.4	2,453.2	3,144.6
광고선전비	29.9	38.5	76.3	87.5	67.2	91.1	132.5	136.6	232.3	427.5	482.6
무형자산상각비	58.7	61.6	66.8	78.2	79.2	78.8	73.0	74.5	265.3	305.4	337.0
외주가공비	92.1	106.6	113.9	145.1	144.5	164.9	169.9	175.0	457.7	654.3	772.0
기타	19.1	22.3	20.3	17.4	23.6	23.4	59.8	58.1	79.1	165.0	260.6
영업이익	**88.2**	**97.8**	**120.2**	**149.7**	**157.5**	**162.6**	**214.7**	**220.8**	**455.9**	**755.7**	**1,035.6**
증감율(YoY %)	218.9%	141.7%	103.5%	88.1%	78.6%	66.3%	78.6%	47.6%	120.4%	65.8%	37.1%
OPM (%)	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	13.1%	12.9%	11.0%	12.7%	14.0%
세전이익	**126.6**	**204.1**	**179.6**	**-96.0**	**318.7**	**349.7**	**320.4**	**329.6**	**414.3**	**1,318.4**	**1,396.0**
지배순이익	**77.5**	**139.8**	**127.5**	**-189.1**	**224.5**	**311.7**	**242.5**	**249.5**	**155.6**	**1,028.2**	**1,057.9**

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표13 11월 3일 카카오페이 상장 예정

구분	내용
공모주식수	1,700만주
배정비율	일반 25~30%, 기관 55~75%, 우리사주조합 20%
공모희망가액	60,000원 ~ 90,000원
공모예정금액	1.02조원 ~ 1.53조원
예정시가총액	7.82조원 ~ 11.7조원
수요예측일	2021년 10월 20일 ~ 21일
공모가 확정일	2021년 10월 22일
우리사주조합 청약일	2021년 10월 25일
청약예정일	2021년 10월 25일 ~ 2021년 10월 26일
신주상장예정일	2021년 11월 3일

자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표14 카카오페이 주당 평가가액 산출내역

(백만원)	카카오페이	산출식
매출액 성장률	98.70%	A
성장률 조정계수	45	B
성장률 조정 EV/Sales 배수	44.4	C=A*B
매출액	386,756	D
기업가치(EV)	17,162,949	E=C*D
순차입금	-633,859	F
적정 시가총액	17,796,808	G=E-F

자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표15 카카오페이 공모가액 산출내역

구분	내용
주당 평가가액	130,976원
평가액 대비 할인율	54.19% ~ 31.28%
희망 공모가액 밴드	60,000원 ~ 90,000원
확정 공모가액	-

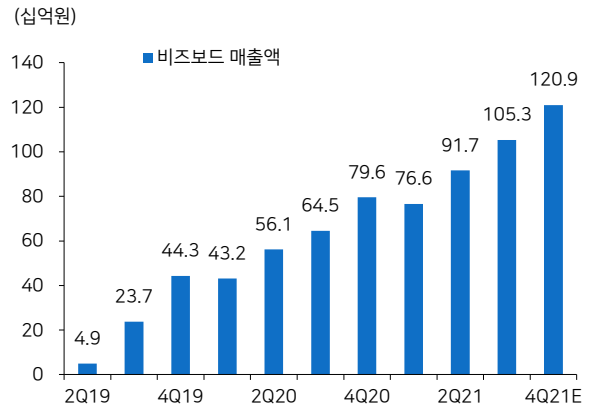
자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터

표16 카카오 상생전략

구분	내용
카카오 공동체	골목상권 논란 사업 철수 및 혁신 사업 중심으로 재편
	5년간 3,000억원 규모 기금 조성해 플랫폼에 참여하는 공급자, 종사자 복지 증진
케이큐브홀딩스	김범수 의장 100% 지분 소유 투자회사에서 미래 교육, 인재 양성 같은 사회적 가치 창출 기업으로 전환
카카오모빌리티	기업 고객 대상 꽃 · 간식 · 샐러드 배달 중개 서비스 철수
	택시 기사 대상 프로맴버십 요금 월3만9,000원으로 인하
	대리운전 기사의 수수료를 20% 고정에서 수요 · 공급에 따라 0~20%로 조정
	대리운전사업자와 상생안도 마련 예정
	택시 배차 확률을 높이는 대신 콜비를 받는 '스마트호출' 전면 폐지

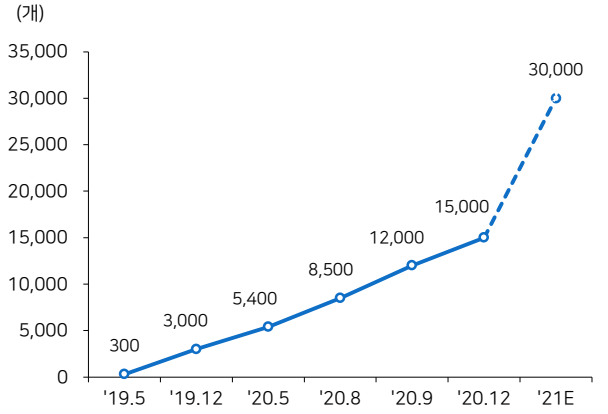
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림19 비즈보드 - 비즈채널 관문으로 톡비즈 성장에 기여



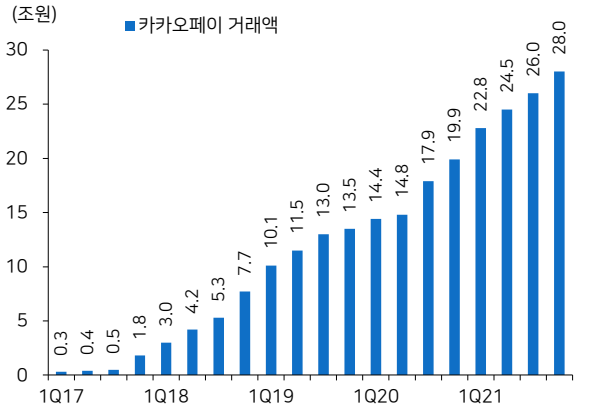
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림20 톡보드 광고주 수 - 21년 3만개로 증가 추정



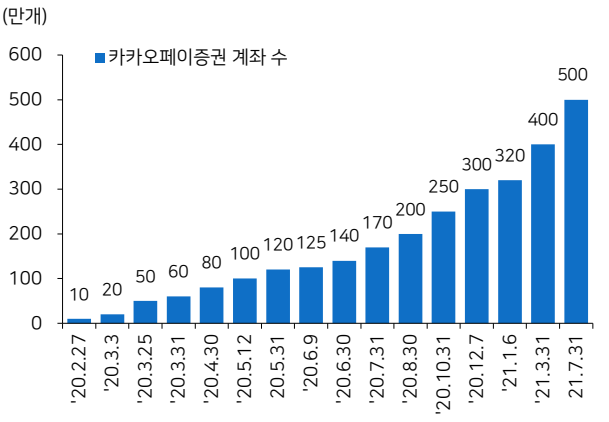
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림21 3Q21 카카오페이 거래액 26조원 예상



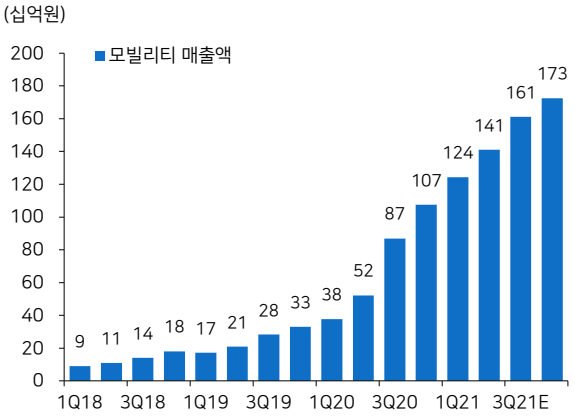
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림22 카카오페이증권 계좌 수 500만개 돌파



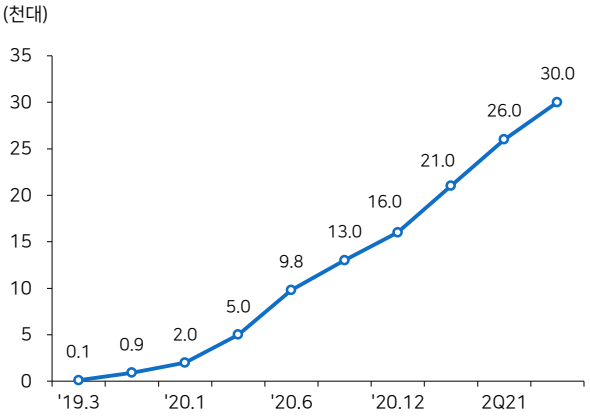
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림23 모빌리티 매출액, 가파른 성장세



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림24 21년 카카오T블루 운행대수 3만대 목표



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표17 카카오 Valuation – 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치 (A)	**30,336.1**	
광고(카카오톡 + 다음)	21,836.1	21E NPM 35% 가정, PER 30 배 적용
커머스	8,500.0	21E 쇼핑 거래액 8.5 조원(지그재그 포함) × PSR 1 배 적용
자회사 가치 (B)	**50,469.4**	
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	3,677.2	지분율 63.4%, 5.3 조원(21E Sales × PSR 10 배) 가정
카카오엔터테인먼트	10,543.0	지분율 68.5%, 페이지 5.6 조원, M 3.5 조원, 래디쉬/타파스 1.1 조원, 멜론 3.0 조원 합산
픽코마	8,113.6	지분율 72.9%, 8.8 조원(거래액 1 조원 × PSR 8.8 배) 가정
카카오뱅크	7,232.0	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	4,097.6	기타 관계기업 투자자산 가치(카카오인베스트먼트, 카카오키즈, 그라운드 X 등) 반영
순현금 (C)	**3,810.3**	
NAV (A+B+C)	**84,615.8**	
적정주가 (원)	**190,000**	
현주가 (원, 10/7)	119,500	
상승여력 (%)	59.0%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**3,070.1**	**4,156.8**	**5,951.5**	**7,384.5**	**8,698.1**
매출액증가율 (%)	27.0	35.4	43.2	24.1	17.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,070.1	4,156.8	5,951.5	7,384.5	8,698.1
판매관리비	2,863.3	3,701.0	5,195.8	6,348.9	7,361.4
영업이익	**206.8**	**455.9**	**755.7**	**1,035.6**	**1,336.7**
영업이익률	6.7	11.0	12.7	14.0	15.4
금융손익	26.4	143.4	136.3	129.5	123.0
종속/관계기업손익	-19.8	8.7	618.9	464.5	487.7
기타영업외손익	-447.7	-193.7	-203.4	-213.6	-224.3
세전계속사업이익	-234.3	414.3	1,318.4	1,396.0	1,717.6
법인세비용	107.7	240.9	262.1	321.1	395.1
당기순이익	**-341.9**	**173.4**	**1,056.3**	**1,074.9**	**1,322.6**
지배주주지분 순이익	-301.0	155.6	1,028.2	1,057.9	1,305.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**752.7**	**971.1**	**2,240.6**	**2,233.0**	**2,426.1**
당기순이익(손실)	-341.9	173.4	1,056.3	1,074.9	1,322.6
유형자산상각비	139.1	175.7	208.0	145.7	87.6
무형자산상각비	79.7	90.7	111.2	105.0	101.7
운전자본의 증감	370.8	183.3	188.8	194.5	200.3
투자활동 현금흐름	**-414.2**	**-1,260.7**	**-543.8**	**-305.3**	**-190.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-106.4	-183.2	-188.6	-194.3	-200.1
투자자산의감소(증가)	-831.5	-962.0	-125.0	-224.5	-242.5
재무활동 현금흐름	**322.2**	**1,305.4**	**729.2**	**731.8**	**734.5**
차입금의 증감	111.2	208.6	-25.4	-40.7	-41.9
자본의 증가	397.1	791.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	671.2	976.1	726.6	837.9	1,062.3
기초현금	1,247.0	1,918.2	2,894.3	3,620.9	4,458.8
기말현금	1,918.2	2,894.3	3,620.9	4,458.8	5,521.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	4,462.9	4,995.3	5,768.3	6,769.0
현금및현금성자산	1,918.2	2,877.5	3,620.9	4,458.8	5,521.1
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	3,286.9	3,612.8	1,402.3
자산총계	**8,737.3**	**11,954.0**	**12,334.3**	**13,480.6**	**14,877.5**
유동부채	2,133.8	2,627.6	2,779.7	2,880.0	2,962.0
매입채무	29.0	37.7	38.8	40.0	41.1
단기차입금	11.2	130.3	123.8	144.4	144.4
유동성장기부채	0.2	40.2	0.1	0.1	0.1
비유동부채	563.8	1,166.1	1,193.2	1,221.1	1,250.0
사채	40.0	321.8	832.1	832.1	832.1
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	44.5	44.5
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	1,334.5	2,382.3	3,677.2
비지배주주지분	514.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8
자본총계	**5,740.1**	**7,427.7**	**8,445.9**	**9,493.7**	**10,788.6**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,314	9,490	13,409	16,637	19,597
EPS(지배주주)	-717	355	2,317	2,383	2,940
CFPS	840	1,372	2,313	2,713	3,338
EBITDAPS	1,014	1,649	2,422	2,898	3,438
BPS	12,121	14,235	16,485	18,846	21,763
DPS	25	30	30	30	30
배당수익률(%)	0.1	-	-	-	-
Valuation(Multiple)					
PER	-42.8	219.3	51.6	50.1	40.6
PCR	36.5	56.8	51.7	44.1	35.8
PSR	4.2	8.2	8.9	7.2	6.1
PBR	2.5	5.5	7.2	6.3	5.5
EBITDA	425.6	722.3	1,074.9	1,286.3	1,526.1
EV/EBITDA	29.0	45.5	46.9	38.6	31.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.8	2.7	15.1	13.5	14.5
EBITDA 이익률	13.9	17.4	18.1	17.4	17.5
부채비율	52.2	60.9	46.0	42.0	37.9
금융비용부담률	0.4	0.5	-	-	-
이자보상배율(x)	16.1	24.1	-	-	-
매출채권회전율(x)	17.5	20.5	17.2	17.1	21.2
재고자산회전율(x)	72.0	87.3	128.0	154.2	176.3

Industry Brief
2021. 10. 8

크래프톤 259960

배틀그라운드 전성시대

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 3Q21 실적, PUBG PC와 모바일 모두 양호. 로얄패스, 성장형 무기 등 수익화 능력 고도화되며 In-game ARPU 상승세. 7월초 인도 '배틀그라운드 모바일' 출시 매출 반영
- ✓ 'PUBG:뉴스테이트'의 글로벌 사전예약자수는 9월 16일 기준 4천만명 돌파. 8월말 2차 알파테스트 이후 게이머들의 기대감 고조. 10월 중순 출시 일정 공개될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 72만원 유지

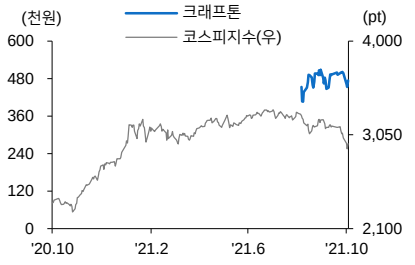
Buy

적정주가 (12 개월)	720,000 원
현재주가 (10.7)	474,000 원
상승여력	51.9%

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	232,030억원
발행주식수	4,895만주
유동주식비율	52.43%
외국인비중	6.09%
52주 최고/최저가	509,000원/406,000원
평균거래대금	3,116.6억원
주요주주(%)	
장병규 외 11인	24.02
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)	13.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	-	-
상대주가	9.9	-	-

주가그래프



3Q21 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,983억원(+42.4% YoY), 2,135억원(+27.4% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 4,510억원, 영업이익 1,830억원)에 대체로 부합한다. 플랫폼별 매출액은 PC 661억원(+8.0% YoY), 모바일 4,187억원(+44.2% YoY), 콘솔 75억원(+132.4% YoY), 기타 60억원으로 추정한다. 영업이익률은 42.8%로 신규게임 출시 앞두고 인건비/마케팅비 증가하나 여전히 40%대의 영업마진은 매우 양호한 수익성이다. 참고로 3분기 인건비와 주식보상비용/성과인센티브는 각각 782억원(+26.3% YoY), 302억원(+79.4% YoY)으로 추정한다.

'뉴스테이트', 더욱 강력해질 배틀그라운드 IP

9월 16일 'PUBG:뉴스테이트'의 글로벌 사전예약자수는 4,000만명을 돌파하였다. 8월말 3일간 글로벌 28개국에서 2차 알파테스트를 진행하였으며 PC 수준의 그래픽과 조작감 등 높은 완성도로 게이머들의 좋은 반응 이끌어내 성공 가능성은 더욱 높아졌다. 9월 1일부터 인도 지역에서도 사전예약이 시작되어 출시 시점에는 7~8천만명 수준의 트래픽 유입 가능하다. 10월 중순 출시일 발표시 성공에 대한 기대감은 더욱 커질수 있다. 당사는 2022년 '뉴스테이트' 매출액 2.2조원, 일평균 61억원 수준으로 추정한다.

차이나 의존도 낮아질 것, 게임업종 Top Pick으로 지속추천

중국 정부의 게임 규제 강화로 인한 부정적 영향은 제한적이다. 텐센트 게임매출에서 청소년 비중(16세 미만 2.6% 비중) 낮으며 4분기 '뉴스테이트' 출시로 인해 동사의 중국 매출 의존도는 더욱 낮아지기 때문이다. 글로벌 게임 시장에서 배틀그라운드 IP를 지속 성장시키고 있으며 '뉴스테이트' 출시로 글로벌 게임사로서의 영향력 더욱 확대되는 크래프톤을 게임 업종 Top Pick으로 지속 추천한다. 투자의견 Buy 및 적정주가 72만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,087.5	359.3	278.9	7,249	-16.9	14,528	-	-	-	99.2	69.4
2020	1,670.4	773.9	556.3	13,709	89.1	28,376	-	-	-	61.9	41.6
2021E	2,143.7	935.2	746.0	16,426	19.8	130,456	28.9	3.6	17.3	19.6	11.4
2022E	3,780.3	2,057.9	1,607.8	32,880	100.2	163,336	14.4	2.9	7.7	22.4	9.4
2023E	4,360.8	2,481.9	1,870.8	38,259	16.4	201,595	12.4	2.4	5.8	21.0	7.8

표18 크래프톤 3Q21 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**498.3**	**349.9**	**42.4%**	**459.3**	**8.5%**	**451.0**	**10.5%**
온라인	66.1	61.2	8.0%	88.6	-25.4%	-	-
모바일	418.7	290.3	44.2%	354.2	18.2%	-	-
콘솔	7.5	3.2	132.4%	4.2	80.2%	-	-
기타	6.0	12.0	-50.2%	12.5	-51.8%	-	-
영업이익	**213.5**	**167.6**	**27.4%**	**174.2**	**22.6%**	**183.0**	**16.7%**
세전이익	**212.5**	**142.5**	**49.2%**	**171.8**	**23.7%**	**-**	**-**
지배순이익	**164.1**	**110.0**	**49.2%**	**141.3**	**16.1%**	**134.8**	**21.7%**
영업이익률(%)	42.8%	47.9%	-5.1%p	37.9%	4.9%p	40.6%	2.3%p
순이익률(%)	32.9%	31.4%	1.5%p	30.8%	2.2%p	29.9%	3.0%p

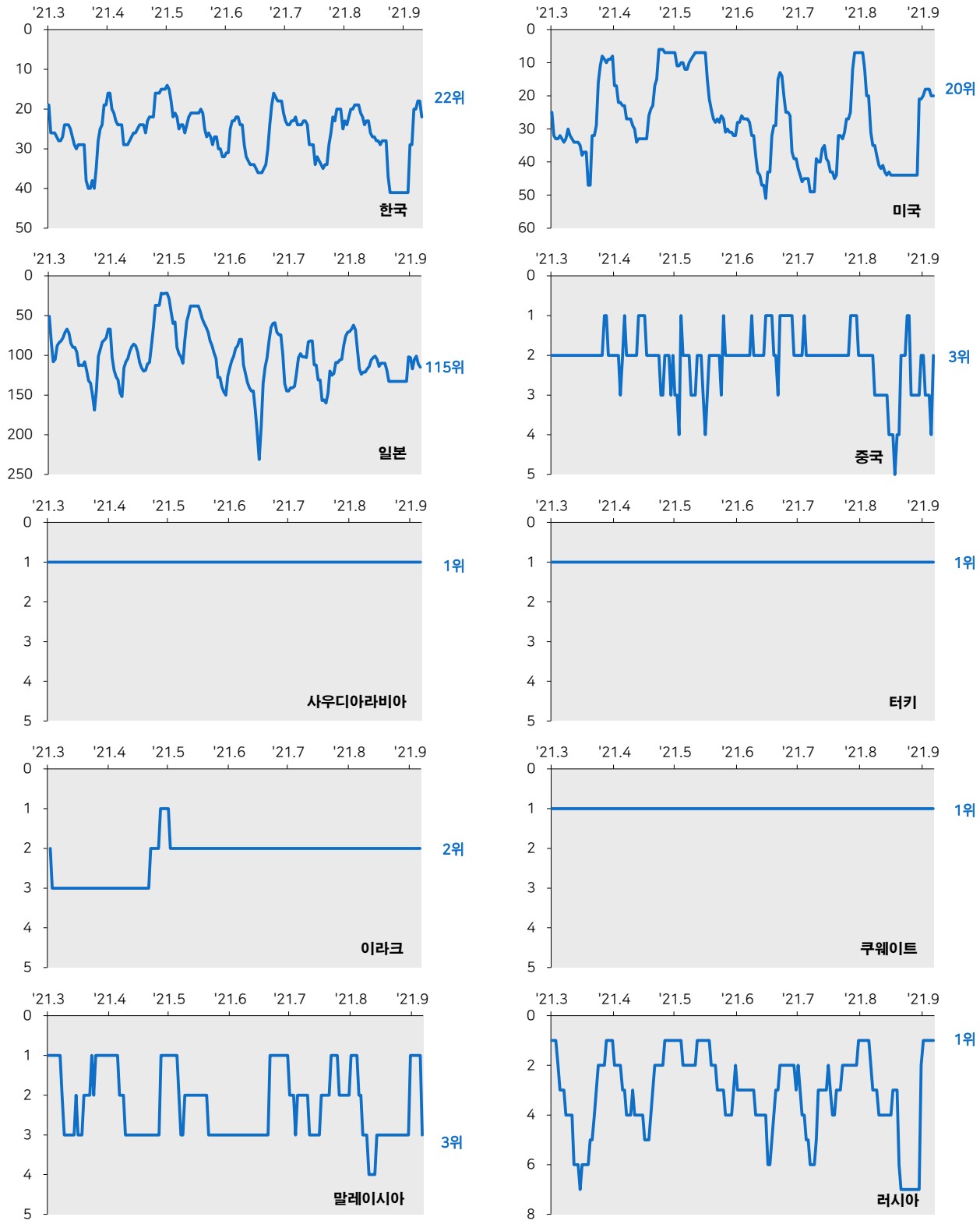
자료: 크래프톤, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표19 크래프톤 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**508.2**	**379.1**	**349.9**	**433.4**	**461.0**	**459.3**	**498.3**	**725.1**	**1,670.4**	**2,143.7**	**3,780.3**
증감율(YoY %)	98.8%	90.0%	47.4%	9.7%	-9.3%	21.2%	42.4%	67.3%	53.6%	28.3%	76.3%
온라인	71.9	71.9	61.2	59.9	66.1	88.6	66.1	54.5	264.9	275.2	302.7
모바일	435.0	339.7	290.3	276.4	378.8	354.2	418.7	650.9	1,341.4	1,802.6	3,158.7
콘솔	11.3	7.8	3.2	7.2	4.0	4.2	7.5	7.5	29.5	23.3	283.0
기타	3.4	10.0	12.0	9.2	12.1	12.5	6.0	12.2	34.7	42.7	35.9
영업비용	**155.7**	**141.4**	**258.6**	**340.8**	**233.8**	**285.2**	**284.8**	**404.7**	**896.6**	**1,208.5**	**1,722.4**
증감율(YoY %)	-0.5%	126.7%	-17.7%	74.6%	50.1%	101.7%	10.1%	18.8%	23.1%	34.8%	42.5%
인건비	51.3	63.4	61.9	86.7	64.8	73.9	78.2	82.5	263.3	299.4	339.7
앱수수료/매출원가	35.8	40.6	40.3	34.2	35.8	40.2	41.2	122.0	150.9	239.2	636.1
지급수수료	58.0	78.3	54.8	80.9	76.1	95.3	98.5	102.0	272.0	372.0	428.8
마케팅비	10.6	9.5	10.2	12.3	7.4	8.0	15.2	45.0	42.6	75.6	92.7
주식보상비용/성과보상인센티브	11.2	48.3	16.8	28.3	30.0	46.9	30.2	31.1	104.7	138.2	129.7
기타	15.8	14.5	15.2	17.6	19.7	20.9	21.5	22.1	63.2	84.2	95.4
영업이익	**338.9**	**174.8**	**167.6**	**92.6**	**227.2**	**174.2**	**213.5**	**320.3**	**773.9**	**935.2**	**2,057.9**
증감율(YoY %)	242.0%	443.7%	465.1%	-53.3%	-33.0%	-0.3%	27.4%	246.0%	115.4%	20.8%	120.0%
OPM(%)	66.7%	46.1%	47.9%	21.4%	49.3%	37.9%	42.8%	44.2%	46.3%	43.6%	54.4%
세전이익	**369.7**	**157.0**	**142.5**	**-2.3**	**271.4**	**171.8**	**212.5**	**319.4**	**666.8**	**975.1**	**2,069.2**
지배순이익	**294.0**	**111.0**	**110.0**	**41.3**	**194.0**	**141.3**	**164.1**	**246.6**	**556.3**	**746.0**	**1,607.8**

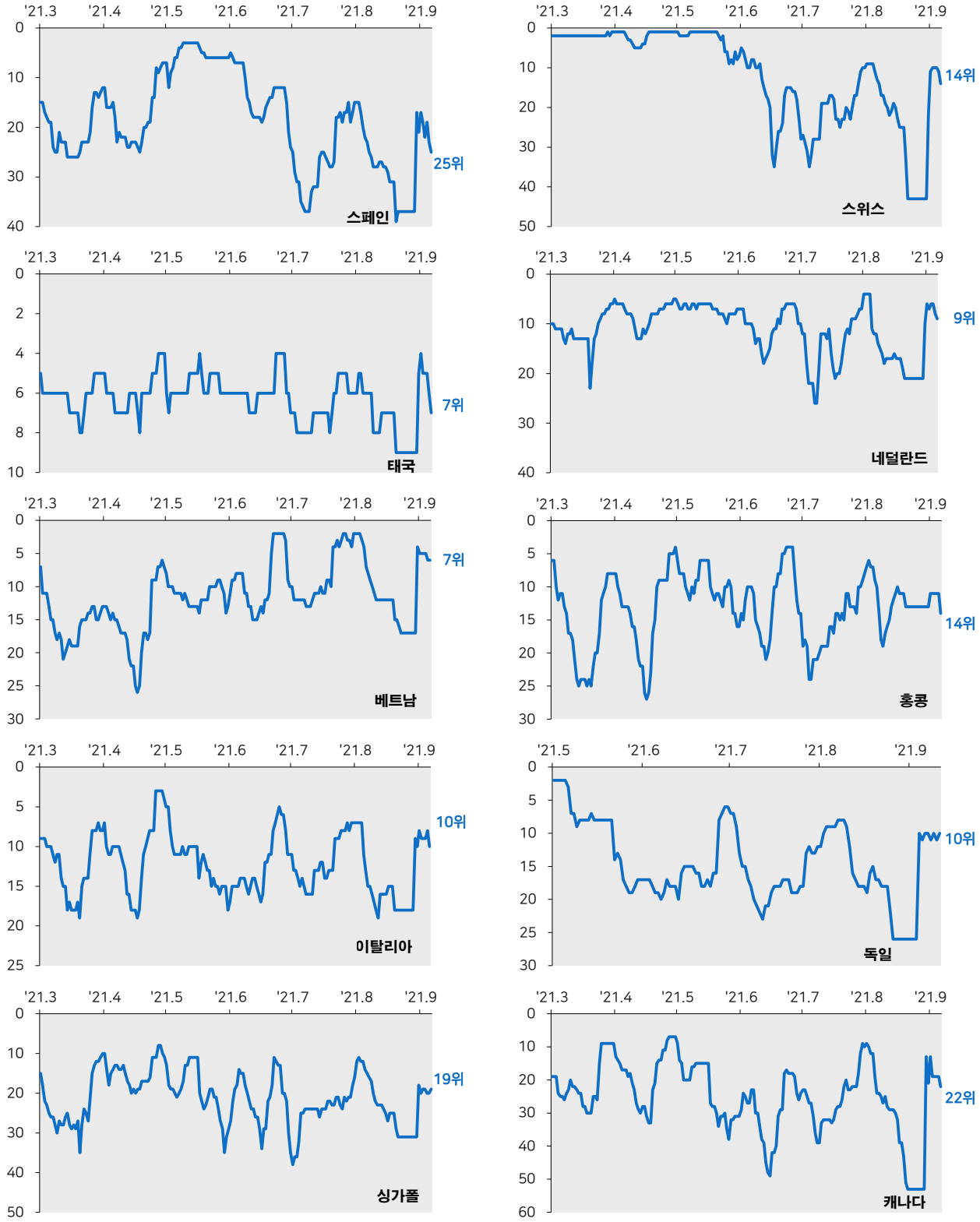
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림25 배틀그라운드M 주요 국가 게임순위



주: 2021.10.6 구글플레이 게임 매출순위 기준. 중국 '화평정영' iOS 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림26 배틀그라운드M 주요 국가 게임순위



주: 2021.10.6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤(259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,087.5**	**1,670.4**	**2,143.7**	**3,780.3**	**4,360.8**
매출액증가율 (%)	-2.9	53.6	28.3	76.3	15.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	2,143.7	3,780.3	4,360.8
판매관리비	728.2	896.6	1,208.5	1,722.4	1,878.8
영업이익	**359.3**	**773.9**	**935.2**	**2,057.9**	**2,481.9**
영업이익률	33.0	46.3	43.6	54.4	56.9
금융손익	-3.1	-2.3	-2.5	-2.7	-3.0
종속/관계기업손익	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4
기타영업외손익	6.5	-104.6	52.0	57.2	62.9
세전계속사업이익	361.9	666.8	975.1	2,069.2	2,398.4
법인세비용	83.0	110.5	229.2	461.4	527.7
당기순이익	**278.9**	**556.3**	**746.0**	**1,607.8**	**1,870.8**
지배주주지분 순이익	278.9	556.3	746.0	1,607.8	1,870.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**61.9**	**649.0**	**818.2**	**1,687.6**	**1,952.6**
당기순이익(손실)	278.9	556.3	746.0	1,607.8	1,870.8
유형자산상각비	36.0	40.9	76.4	54.8	33.5
무형자산상각비	1.7	3.3	6.1	4.0	2.4
운전자본의 증감	-355.2	-152.5	-198.3	-257.8	-335.1
투자활동 현금흐름	**-52.8**	**-0.8**	**-18.1**	**-18.8**	**-19.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-16.3	-25.9	-33.7	-43.8	-56.9
투자자산의감소(증가)	-42.9	-55.0	-71.5	-93.0	-120.9
재무활동 현금흐름	**14.9**	**-27.1**	**4,608.7**	**958.2**	**1,221.4**
차입금의 증감	-153.6	-7.3	-13.8	-19.1	-25.5
자본의 증가	179.9	19.4	4,602.3	50.0	65.0
현금의 증가(감소)	22.9	573.1	4,967.9	1,275.6	1,651.4
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3
기말현금	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3	8,614.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	726.2	1,292.5	6,277.6	7,628.4	9,296.0
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,687.8	6,963.3	8,614.7
매출채권	367.9	462.5	476.4	490.6	505.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	263.9	426.6	812.5	832.0	853.5
유형자산	127.3	140.4	382.0	393.5	405.3
무형자산	5.5	11.6	15.1	19.7	25.6
투자자산	77.6	132.3	177.6	181.1	184.9
자산총계	**990.1**	**1,719.1**	**7,104.9**	**8,734.5**	**10,627.7**
유동부채	288.0	406.7	541.1	557.3	574.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	117.7	98.3	184.8	190.3	196.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**405.7**	**505.0**	**725.9**	**747.7**	**770.1**
자본금	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	984.6	1,003.8	5,606.1	5,606.1	5,606.1
기타포괄이익누계액	-3.2	33.0	-3.1	-3.1	-3.1
이익잉여금	-518.3	37.9	78.4	239.2	426.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**584.4**	**1,214.1**	**6,379.0**	**7,986.8**	**9,857.6**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,270	41,168	47,203	77,309	89,181
EPS(지배주주)	7,249	13,709	16,426	32,880	38,259
CFPS	12,968	23,399	27,680	46,469	55,924
EBITDAPS	10,318	20,160	22,410	43,288	51,491
BPS	14,528	28,376	130,456	163,336	201,595
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	28.9	14.4	12.4
PCR	-	-	17.1	10.2	8.5
PSR	-	-	10.0	6.1	5.3
PBR	-	-	3.6	2.9	2.4
EBITDA	396.9	818.0	1,017.7	2,116.7	2,517.8
EV/EBITDA	-0.5	-0.8	17.3	7.7	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	19.6	22.4	21.0
EBITDA 이익률	36.5	49.0	47.5	56.0	57.7
부채비율	69.4	41.6	11.4	9.4	7.8
금융비용부담률	0.8	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	41.0	136.6	150.0	300.1	329.1
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.6	7.8	8.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2021. 10. 8

엔씨소프트 036570

트래픽 >>> 과금

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 11월 4일 '리니지W'는 글로벌 13개국(한국, 대만, 일본, 러시아 등)에서 동시 출시 전망. 리니지IP 기반의 글로벌 첫 게임이라는 측면에서 기대. 게이머들이 우려했던 무리한 과금정책(아인하사드, 용옥, 수호성 등)을 제거하고 이용자 트래픽을 우선시하는 전략은 긍정적
- ✓ 3분기 실적은 예상치 하회 전망. '리니지M'과 '리니지2M' 매출 감소, '블소2'의 성과는 예상보다 부진. 인건비/마케팅비 증가로 인해 실적 부진 전망

Buy

적정주가 (12 개월)	920,000 원
현재주가 (10.7)	571,000 원
상승여력	61.1%

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	125,357억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	81.39%
외국인비중	45.23%
52주 최고/최저가	1,038,000원/560,000원
평균거래대금	1,496.8억원
주요주주(%)	
김택진 외 8 인	11.99
국민연금공단	9.94
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-34.2	-25.7
상대주가	-0.2	-30.3	-40.0

주가그래프

3Q21 실적, 예상치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,877억원(+0.4% YoY), 1,130억원(-48.1% YoY)으로 컨센서스(매출액 5,790억원, 영업이익 1,426억원)를 하회할 전망이다. 3분기 '리니지M' 매출액은 1,702억원(+26.9% QoQ, 일평균 18.0억원)으로 기대보다 덜 반등하며, '리니지2M'은 1,803억원(-17.3% QoQ, 일평균 19.6억원)으로 한국 매출이 주로 하락하였다. 8월 26일 출시된 '블소2'의 성과는 예상보다는 견조하여 국내 구글플레이 매출 순위는 3~5위권을 유지하고 있다. 영업이익률은 19.2%로 18.0%p YoY 하락 추정하는데 인건비 및 마케팅비 증가 때문이다. 3분기 광고선전비는 '블소2' 출시 및 '리니지W' 사전마케팅으로 53.6% QoQ 증가한 854억원으로 추정한다.

과금 보다는 트래픽을 잡는 전략

8월 26일 출시된 '블레이드앤소울2'의 초기 성과는 예상보다 부진하다. 다만 'B&S2'의 국내 구글플레이 게임 매출 순위는 8월 28일 7위, 9월 30일 5위, 10월 6일 3위로 꾸준히 Top 5위권을 유지하고 있다. 엔씨소프트는 게이머들의 의견을 적극 반영하여 과도한 BM를 삭제하고 트래픽을 회복하는 전략에 집중하고 있다. '리니지W' 역시 아인하사드, 용옥, 수호성 등을 없애고 게임 아이템 및 계정 거래를 지원하는 등의 유저 친화적인 정책을 펼치며 아시아 게임시장에서 리니지IP를 좋아하는 충성도 높은 유저층에 기반하여 '블소2' 대비 양호한 성과 달성 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 92만원 유지

11월 4일 출시되는 '리니지W'의 흥행 성과에 따라 엔씨소프트의 주가 및 실적 방향성이 결정된다. 리니지IP는 이미 한국, 일본, 대만에서 '리니지M'과 '리니지2M'으로 출시되어 서비스 중이나 Peak 대비 이용자수는 상당히 낮은 수준, 휴면유저 유입과 새로운 그래픽과 게임성 등에 기반하여 성공 가능하다.

(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	2,308.3	416.1	352.7	16,063	-40.0	155,470	35.5	3.7	22.5	10.8	31.4
2022E	2,949.2	833.7	691.9	31,518	96.6	179,099	18.1	3.2	12.0	18.8	29.4
2023E	3,188.0	1,068.3	845.1	38,495	22.1	207,960	14.8	2.7	9.4	19.9	27.3

표20 엔씨소프트 3Q21 Preview - 예상치 하회 전망

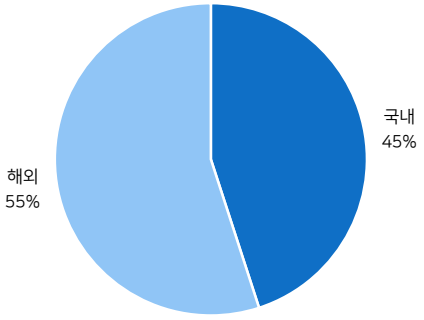
(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**587.7**	**585.2**	**0.4%**	**538.5**	**9.1%**	**579.0**	**1.5%**
PC	**94.2**	**122.4**	**-23.1%**	**108.2**	**-13.0%**	**-**	**-**
리니지	40.5	49.9	-18.8%	36.4	11.1%	-	-
리니지2	22.6	26.3	-14.2%	24.2	-6.5%	-	-
아이온	16.2	8.5	91.6%	19.5	-17.0%	-	-
블레이드앤소울	12.0	17.2	-30.2%	9.8	22.2%	-	-
길드워2	11.1	18.8	-41.0%	16.0	-30.6%	-	-
로열티	**47.1**	**58.8**	**-19.9%**	**42.8**	**10.0%**	**-**	**-**
모바일	**421.3**	**389.6**	**8.1%**	**352.1**	**19.6%**	**-**	**-**
리니지M	170.2	245.2	-30.6%	134.2	26.9%	-	-
리니지2M	180.3	144.5	24.8%	218.0	-17.3%	-	-
B&S2	43.2	-	-	-	-	-	-
기타	**25.1**	**14.3**	**75.8%**	**35.4**	**-29.1%**	**-**	**-**
영업이익	**113.0**	**217.7**	**-48.1%**	**112.8**	**0.2%**	**142.6**	**-20.8%**
세전이익	**105.3**	**212.2**	**-50.4%**	**123.0**	**-14.4%**	**-**	**-**
지배순이익	**80.8**	**153.2**	**-47.3%**	**94.4**	**-14.4%**	**122.9**	**-34.3%**
영업이익률(%)	19.2%	37.2%	-18.0%p	20.9%	-1.7%p	24.6%	-5.4%p
순이익률(%)	13.7%	26.2%	-12.4%p	17.5%	-3.8%p	21.2%	-7.5%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림27 11월 4일 '리니지W' 출시

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림28 '리니지W' 사전예약자수 1천만 돌파



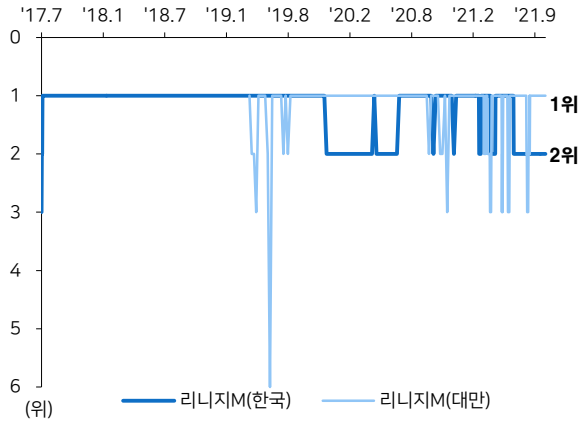
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표21 엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**731.1**	**538.6**	**585.2**	**561.3**	**512.5**	**538.5**	**587.7**	**669.6**	**2,416.2**	**2,308.3**	**2,949.2**
증감율(YoY %)	103.8%	31.1%	47.1%	5.2%	-29.9%	0.0%	0.4%	19.3%	42.0%	-4.5%	27.8%
PC	**114.4**	**105.9**	**122.4**	**122.7**	**130.1**	**108.2**	**94.2**	**92.9**	**465.4**	**425.3**	**516.9**
리니지	44.8	34.3	49.9	46.8	48.9	36.4	40.5	40.4	175.7	166.3	161.3
리니지2	26.4	25.8	26.3	26.0	26.2	24.2	22.6	22.4	104.5	95.4	88.0
아이온	10.1	8.2	8.5	18.8	23.4	19.5	16.2	14.0	45.6	73.1	55.0
블레이드앤소울	19.6	19.8	17.2	15.6	14.1	9.8	12.0	13.5	72.2	49.4	51.2
길드워2	12.5	15.6	18.8	14.2	16.3	16.0	11.1	10.9	61.2	54.3	41.4
프로젝트TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.3
로열티	**52.8**	**62.3**	**58.8**	**44.1**	**45.5**	**42.8**	**47.1**	**45.2**	**218.0**	**180.7**	**188.9**
모바일	**553.2**	**357.1**	**389.6**	**378.4**	**324.9**	**352.1**	**421.3**	**504.1**	**1,678.4**	**1,602.4**	**2,127.2**
리니지M	212.0	159.9	245.2	211.7	172.6	134.2	170.2	175.2	828.7	652.2	580.5
리니지2M	341.1	197.3	144.5	166.7	152.2	218.0	180.3	174.6	849.6	725.2	695.6
트릭스터M	-	-	-	-	-	16.8	27.6	18.4	-	62.8	28.5
B&S2	-	-	-	-	-	-	43.2	64.4	-	107.6	202.4
리니지W	-	-	-	-	-	-	-	71.5	-	71.5	373.1
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	247.2
기타	**10.7**	**13.3**	**14.3**	**16.1**	**12.0**	**35.4**	**25.1**	**27.4**	**54.4**	**99.9**	**116.1**
영업비용	**489.7**	**329.6**	**367.5**	**404.6**	**455.8**	**425.8**	**474.7**	**536.0**	**1,591.4**	**1,892.3**	**2,115.5**
증감율(YoY %)	75.4%	17.1%	37.4%	2.7%	-6.9%	29.2%	29.2%	32.5%	30.2%	18.9%	11.8%
인건비	102.2	84.3	78.5	138.1	123.2	107.5	112.3	132.4	403.2	475.5	574.2
경상연구개발비	130.5	97.0	99.5	54.6	128.1	97.2	102.1	115.2	381.5	442.6	453.6
지급수수료	182.3	100.0	122.9	134.9	121.2	127.4	139.0	155.2	540.1	542.9	668.9
광고선전비	39.5	12.5	29.6	44.7	45.6	55.6	85.4	96.2	126.3	282.8	259.5
기타	35.1	35.8	37.0	32.4	37.6	38.1	35.9	37.0	140.3	148.5	159.3
영업이익	**241.4**	**209.0**	**217.7**	**156.7**	**56.7**	**112.8**	**113.0**	**133.6**	**824.8**	**416.1**	**833.7**
증감율(YoY %)	203.6%	61.5%	68.9%	11.0%	-76.5%	-46.0%	-48.1%	-14.8%	72.2%	-49.6%	100.4%
OPM(%)	33.0%	38.8%	37.2%	27.9%	11.1%	20.9%	19.2%	20.0%	34.1%	18.0%	28.3%
세전이익	**255.6**	**216.4**	**212.2**	**119.1**	**92.8**	**123.0**	**105.3**	**125.9**	**803.3**	**447.0**	**887.0**
지배순이익	**195.5**	**158.2**	**153.2**	**80.6**	**80.9**	**94.4**	**80.8**	**96.6**	**587.4**	**352.6**	**691.9**

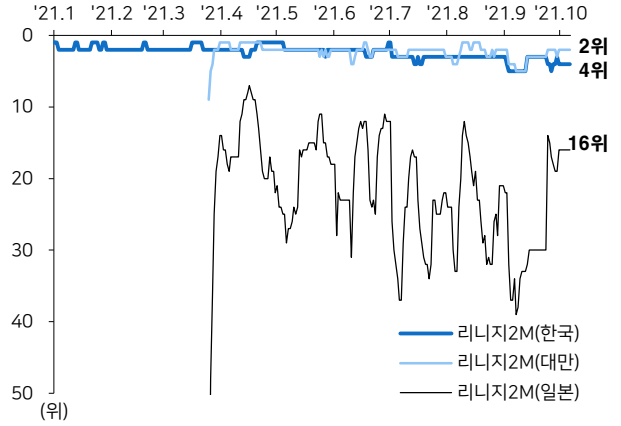
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림29 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



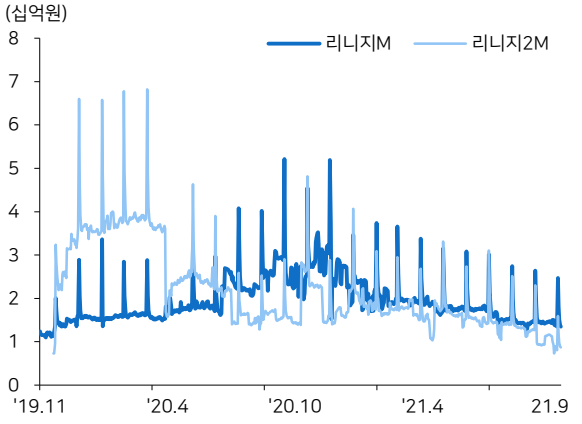
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림30 '리니지2M' 매출 순위 (한국, 대만, 일본)



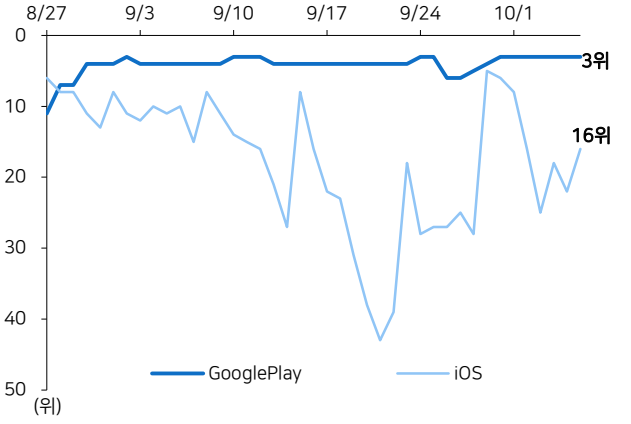
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림31 '리니지2M'과 '리니지M' 일매출 추이 (한국)



주: 2021. 10. 5 구글플레이 기준
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림32 '블소2' 매출 순위 (한국)



주: 2021. 10. 6 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,701.2**	**2,416.2**	**2,308.3**	**2,949.2**	**3,188.0**
매출액증가율 (%)	-0.8	42.0	-4.5	27.8	8.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,308.3	2,949.2	3,188.0
판매관리비	1,222.2	1,591.4	1,892.3	2,115.5	2,119.6
영업이익	**479.0**	**824.8**	**416.1**	**833.7**	**1,068.3**
영업이익률	28.2	34.1	18.0	28.3	33.5
금융손익	38.2	17.3	59.7	93.5	96.3
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	447.0	887.0	1,083.4
법인세비용	137.0	216.6	95.2	195.1	238.3
당기순이익	**359.2**	**586.6**	**351.8**	**691.8**	**845.0**
지배주주지분 순이익	358.3	587.4	352.7	691.9	845.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**392.3**	**707.7**	**603.4**	**749.7**	**934.6**
당기순이익(손실)	359.2	586.6	351.8	691.8	845.0
유형자산상각비	51.2	64.8	66.7	68.7	70.8
무형자산상각비	1.2	1.0	0.8	0.5	0.5
운전자본의 증감	-70.8	-45.8	85.8	14.5	15.3
투자활동 현금흐름	**-234.2**	**-695.6**	**-377.4**	**-418.3**	**-470.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-51.0	-64.4	-66.4	-68.4	-70.4
투자자산의감소(증가)	204.5	-346.9	-357.3	-368.0	-379.0
재무활동 현금흐름	**-45.7**	**-159.3**	**-438.3**	**-198.2**	**-208.1**
차입금의 증감	211.3	-22.8	-23.4	-24.1	-24.9
자본의 증가	2.9	-2.1	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	117.9	-146.2	97.9	240.5	299.7
기초현금	185.6	303.4	157.3	255.2	495.7
기말현금	303.4	157.3	255.2	495.7	795.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,611.6	2,922.8	3,295.3
현금및현금성자산	303.4	157.3	255.2	495.7	795.3
매출채권	254.4	243.0	250.3	257.8	265.6
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**	**4,489.5**	**5,090.6**	**5,814.3**
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	5.4	5.6	5.8
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	257.1	264.8	272.8
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	432.6	432.6	432.6
기타포괄이익누계액	108.4	278.2	289.5	289.5	289.5
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,121.3	3,640.2	4,274.1
비지배주주지분	13.0	3.1	3.1	3.1	3.1
자본총계	**2,512.2**	**3,144.7**	**3,416.3**	**3,935.0**	**4,568.7**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,514	110,057	105,144	134,333	145,210
EPS(지배주주)	16,327	26,756	16,063	31,518	38,495
CFPS	25,497	41,161	24,830	42,495	51,105
EBITDAPS	24,216	40,567	22,025	41,125	51,907
BPS	113,837	143,098	155,470	179,099	207,960
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	2.2	2.9	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	33.1	34.8	35.5	18.1	14.8
PCR	21.2	22.6	23.0	13.4	11.2
PSR	7.0	8.5	5.4	4.3	3.9
PBR	4.8	6.5	3.7	3.2	2.7
EBITDA	531.5	890.6	483.5	902.9	1,139.6
EV/EBITDA	19.7	21.0	22.5	12.0	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	10.8	18.8	19.9
EBITDA 이익률	31.2	36.9	20.9	30.6	35.7
부채비율	33.2	29.8	31.4	29.4	27.3
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	56.9	91.9	35.4	68.0	86.0
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	9.4	11.6	12.2
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,149.2	3,826.3	3,933.5

Industry Brief
2021. 10. 8

넷마블 251270

아쉬운 '마퓨레'의 부진

- ✓ 3Q21 실적, 예상치 하회 전망. 6월 10일 출시된 '제2의 나라' 가 온기반영되나 '마블 퓨처레볼루션'이 어려운 게임성, 높은 진입장벽 등으로 기대보다 부진
- ✓ 영업이익은 인건비와 마케팅비 증가로 컨센서스 하회할 전망
- ✓ 4Q21부터 스핀엑스 실적 연결 인식되어 안정적인 이익레벨 시현 기대. 꾸준한 영업가치 개선과 투자자산의 현금화를 통한 게임업에 재투자하는 전략 긍정적
- ✓ 투자의견 Buy 유지하나, 투자자산 가치 변경으로 적정주가는 17만원으로 하향

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

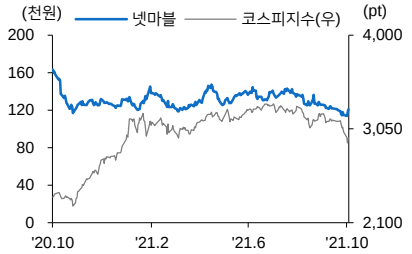
적정주가 (12 개월)	170,000 원
현재주가 (10.7)	121,000 원
상승여력	40.5%

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	104,004억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.18%
외국인비중	22.96%
52주 최고/최저가	161,000원/114,000원
평균거래대금	345.6억원

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

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-5.8	-24.8
상대주가	4.3	-0.2	-39.4

주가그래프



3Q21 실적, 예상치 하회 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 7,355억원(+14.5% YoY), 682억원(-21.9% YoY)으로 컨센서스(매출액 7,097억원, 영업이익 835억원)대비 하회할 전망이다. 6월 10일 출시된 '제2의 나라' 성과가 온기 반영되는 첫 분기이나 8월 25일 출시된 '마블퓨처레볼루션'이 어려운 게임성, 높은 진입장벽 등으로 인해 예상보다 부진하다. 영업이익률은 9.3%로 4.3%p YoY 하락하는데 인건비와 마케팅비 증가에 주로 기인한다. 3분기 인건비와 마케팅비는 각각 1,407억원(+27.4% QoQ), 1,300억원(+38.5% QoQ)로 추정한다.

스핀엑스가 연결될 4Q21 실적 기대

4분기 매출액과 영업이익은 각각 8,684억원(+39.2% YoY), 1,436억원(+74.0% YoY)로 추정, 스핀엑스 연결로 인해 동사의 이익변동성은 크게 축소된다. 2021년 스핀엑스 연간 매출액과 영업이익은 각각 7천억원, 2천억원 수준으로 추정된다. 4분기에도 '세븐나이츠2'의 해외 출시, '세븐나이츠레볼루션', 'BTS드림' 등의 신규게임 준비되고 있어 양질의 IP 게임은 지속적으로 출시된다.

성공 투자의 결실

2021년 넷마블은 스핀엑스(소셜카지노 게임사, 2.5조원에 인수)와 루디아(쥬라 기월드 개발 게임사, 1,925억원에 인수)를 인수하며 게임사업 경쟁력 강화를 위한 공격적인 투자를 진행하고 있다. 이를 위해 지난 8월 카카오게임즈와 카카오뱅크의 지분 매각을 통해 투자자산을 적극으로 유동화하고 이를 동사에 핵심사업에 재투자하는 전략도 매우 긍정적이다.

(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	2,751.5	282.2	337.4	3,926	3.4	78,067	30.8	1.5	26.5	5.6	38.6
2022E	3,836.3	653.2	646.3	7,519	87.3	85,087	16.1	1.4	13.2	9.2	37.2
2023E	4,346.8	964.0	893.2	10,392	37.8	94,979	11.6	1.3	8.7	11.5	35.0

표22 넷마블 3Q21 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**735.5**	**642.3**	**14.5%**	**577.2**	**27.4%**	**709.7**	**3.6%**
리니지2레볼루션	33.9	57.8	-41.3%	34.6	-2.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	73.5	96.3	-23.7%	75.0	-2.0%	-	-
마블퓨처파이트	17.0	19.3	-11.9%	17.3	-2.0%	-	-
쿠키잼	24.8	25.7	-3.5%	23.1	7.4%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	28.3	32.1	-11.9%	28.9	-2.0%	-	-
블소레볼루션	28.3	51.4	-45.0%	28.9	-2.0%	-	-
일곱개의 대죄: Grand Cross	73.5	109.2	-32.7%	75.0	-2.0%	-	-
A3:스틸얼라이브	28.5	19.3	47.7%	29.0	-2.0%	-	-
세븐나이츠2	26.6	-	-	28.9	-8.0%	-	-
제2의 나라: Cross Worlds	138.0	-	-	69.3	99.2%	-	-
기타	263.1	231.2	13.8%	167.2	57.4%	-	-
영업이익	**68.2**	**87.3**	**-21.9%**	**16.1**	**322.6%**	**83.5**	**-18.3%**
세전이익	**115.9**	**116.0**	**-0.1%**	**62.5**	**85.3%**	**-**	**-**
지배순이익	**86.8**	**83.7**	**3.7%**	**45.7**	**89.8%**	**86.9**	**-0.1%**
영업이익률(%)	9.3%	13.6%	-4.3%p	2.8%	6.5%p	11.8%	-2.5%p
순이익률(%)	11.8%	13.0%	-1.2%p	7.9%	3.9%p	12.2%	-0.4%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표23 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**532.9**	**685.7**	**642.3**	**623.8**	**570.4**	**577.2**	**735.5**	**868.4**	**2,484.8**	**2,751.4**	**3,836.3**
증감율(YoY %)	11.6%	30.3%	3.6%	12.4%	7.0%	-15.8%	14.5%	39.2%	14.0%	10.7%	39.4%
리니지2레볼루션	58.6	54.9	57.8	49.9	45.6	34.6	33.9	33.3	221.2	147.5	126.5
마블컨테스트오브챔피언	74.6	89.1	96.3	93.6	68.4	75.0	73.5	72.1	353.7	289.1	276.2
마블퓨처파이트	16.0	34.3	19.3	18.7	17.1	17.3	17.0	16.6	88.3	68.0	63.3
쿠키잼	26.6	27.4	25.7	25.0	22.8	23.1	24.8	24.3	104.7	95.0	92.4
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	27.4	32.1	31.2	28.5	28.9	28.3	27.7	112.1	113.4	105.4
블소레볼루션	42.6	61.7	51.4	31.2	34.2	28.9	29.4	28.8	186.9	121.2	105.4
일곱개의 대죄: Grand Cross	63.9	144.0	109.2	74.9	85.6	75.0	73.5	72.1	392.0	306.2	259.7
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	28.9	26.6	23.9	74.9	142.1	253.1
제2의 나라: Cross Worlds	-	-	-	-	-	69.3	138.0	119.6	-	326.9	345.0
기타	213.2	205.7	231.2	193.4	174.7	167.2	262.1	422.2	843.5	1,026.2	2,011.4
영업비용	**512.5**	**604.0**	**554.9**	**541.3**	**516.2**	**561.0**	**667.3**	**724.8**	**2,212.7**	**2,469.2**	**3,183.1**
증감율(YoY %)	15.5%	22.5%	3.6%	7.4%	0.7%	-7.1%	20.2%	33.9%	12.0%	11.6%	28.9%
인건비	124.4	131.2	137.8	137.8	143.4	154.6	140.7	153.4	531.2	592.1	801.6
지급수수료	227.2	287.7	263.8	246.4	246.4	246.4	314.0	370.7	1,025.1	1,177.5	1,937.5
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	77.6	100.4	130.0	112.9	392.5	420.9	724.5
기타	65.9	60.2	67.6	70.3	48.7	59.6	82.6	87.8	263.9	278.7	404.4
영업이익	**20.4**	**81.7**	**87.3**	**82.5**	**54.2**	**16.1**	**68.2**	**143.6**	**272.0**	**282.2**	**653.2**
증감율(YoY %)	-39.8%	146.1%	3.5%	61.5%	165.3%	-80.3%	-21.9%	74.0%	34.2%	3.7%	131.5%
OPM(%)	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	2.8%	9.3%	16.5%	10.9%	10.3%	17.0%
세전이익	**54.1**	**84.6**	**116.0**	**220.0**	**94.6**	**62.5**	**115.9**	**196.1**	**474.6**	**469.1**	**852.1**
지배순이익	**53.9**	**75.3**	**83.7**	**100.0**	**56.4**	**45.7**	**86.8**	**148.5**	**313.0**	**337.4**	**646.3**

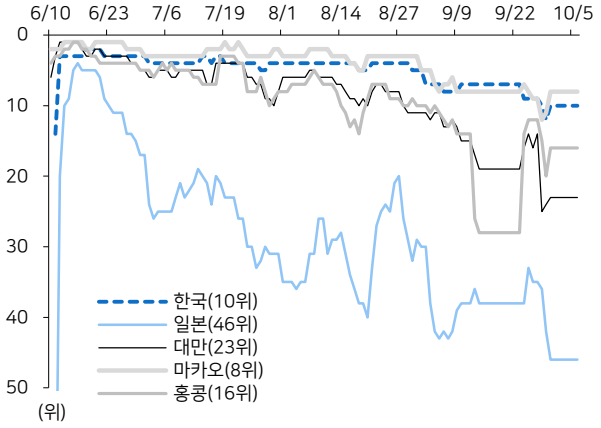
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표24 2021년 넷마블의 신규 게임 라인업

시기	게임명	장르	출시국가	개발사	내용
2021.3.4	블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	글로벌 (한국, 일본, 중국, 동남아 제외)	체리벅스	▪ 원작 PC게임 '블레이드 앤 소울' IP 재해석 ▪ 직업을 선택하여 즐기는 방대한 세계관과 무공 액션
2021.4.7	NBA 볼스타즈	스포츠	글로벌 (중국 제외)	넷마블	▪ 미국프로농구(NBA), 미국프로농구선수협회(NBPA) IP를 활용한 모바일 게임
2021.6.10	제2의 나라	MMORPG	한국, 일본, 대만	넷마블 네오	▪ 레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사이시조 음원 상당수 사용 ▪ 지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용한 카툰 렌더링 3D 그래픽 ▪ 4월 14일 사전예약 개시. 6월 10일 출시
2021.8.25	마블 퓨처 볼루션	RPG	글로벌 (중국 제외)	넷마블 몬스터	▪ 마블코믹스 작가가 시나리오 작성. 슈퍼 빌런에 대항하는 3D 액션 게임 ▪ 글로벌 팬층 타겟으로 팍스 이스트 2020에서 공개
4Q21	세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	한국, 일본	넷마블 넥서스	▪ 나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화 ▪ '세븐나이츠2'와 비교했을 때 비주얼 스타일과 유저의 아바타 유무가 차별점
	BTS드림	RPG	글로벌 (중국 제외)	넷마블 네오	▪ 리듬액션과 하우징 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 '타이니탄'을 활용한 리듬액션 게임과 드림하우스를 꾸며가는 게임
	머지 쿠야 아일랜드	머지	글로벌 (중국 제외)	넷마블 엔투	▪ 글로벌에서 인기있는 머지류 장르로 다양한 오브젝트를 합쳐 새로운 오브젝트를 만들고 활용하여 섬을 꾸며나가는 게임 ▪ '쿵야' IP에서 세계관을 확대하여 신규캐릭터 '쿠야' IP 기반의 감성적 게임

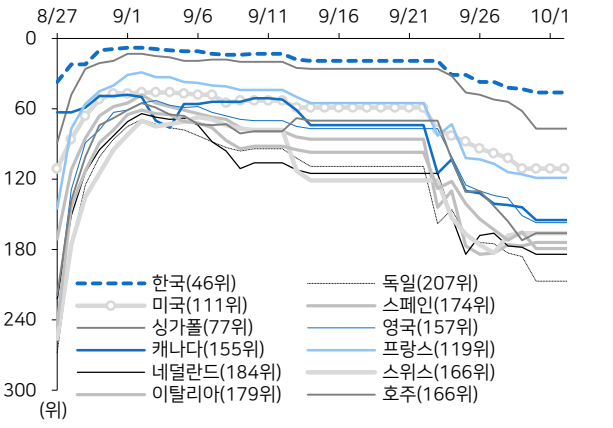
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림33 '제2의 나라' 매출 순위



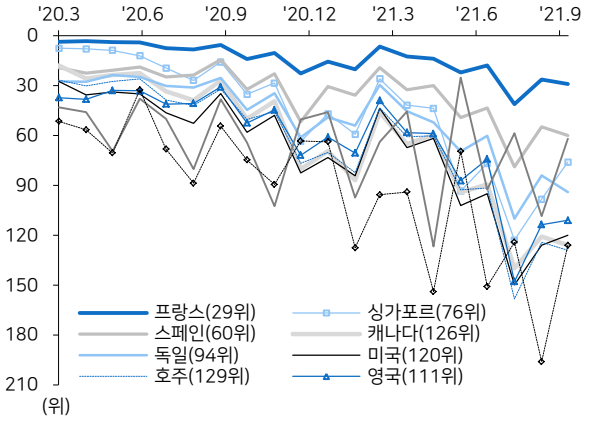
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림34 '마블 퓨처 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)



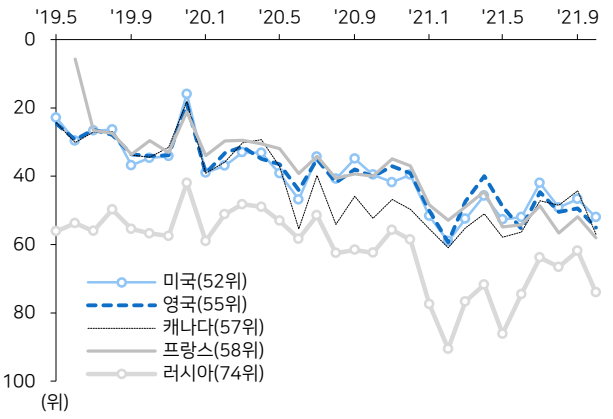
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림35 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)



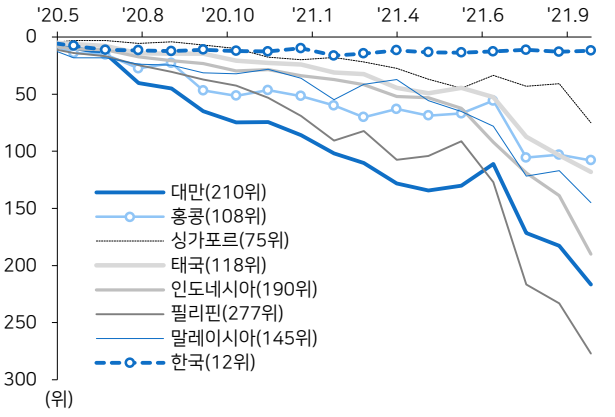
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림36 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 매출 순위 (글로벌)



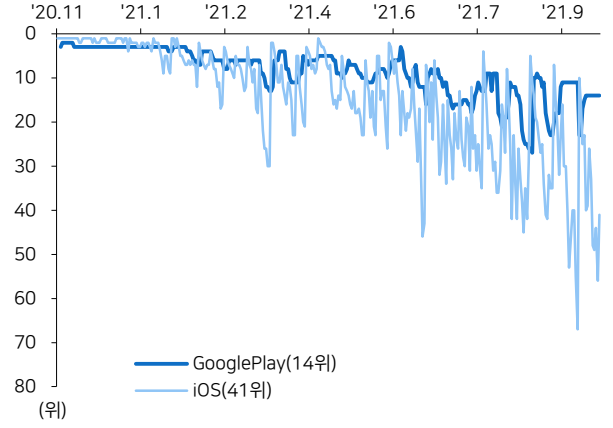
주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림37 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)



주: 2021. 10. 6 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림38 '세븐나이즈2' 매출 순위 (한국)



주: 2021. 10. 6 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

표25 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)**	**4,362.0**
코웨이 (지분율 25.1%, NAV 20% 할인)	(십억원)	1,092.8
하이브 (지분율 19.9%, NAV 20% 할인)	(십억원)	1,868.2
엔씨소프트 (지분율 8.9%, NAV 20% 할인)	(십억원)	928.0
카카오뱅크 (지분율 1.6%, NAV 20% 할인)	(십억원)	473.0
총 기업가치 (A+B)	**(십억원)**	**14,776.8**
12개월 적정주가	**(원)**	**170,000**

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표26 2021년 넷마블 투자 및 지분매각 히스토리

시기	대상 기업	금액(십억원)	지분율(%)	형태	목적
2021년 8월	스핀엑스	2,513.0	100.0	현금	소셜카지노 게임사 인수 통해 게임 포트폴리오 다각화
	카카오뱅크	563.3	1.6	현금	보유주식 매각을 통한 유동성 확보
	카카오게임즈	237.1	4.32	현금	보유주식 매각을 통한 유동성 확보
2021년 9월	루디아	192.5	100.0	현금	자회사 잼시티(지분율 58%)를 통해 캐나다 모바일게임사 인수 '쥬라기월드:더 게임' 등의 세계적인 IP 기반의 게임 개발 및 퍼블리싱 현재 DC 및 디즈니 IP 활용한 모바일게임 개발 중 '쥬라기월드:얼라이브'는 AR게임 장르세어 독보적인 위치

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**2,178.7**	**2,484.8**	**2,751.5**	**3,836.3**	**4,346.8**
매출액증가율 (%)	7.8	14.0	10.7	39.4	13.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,178.7	2,484.8	2,751.5	3,836.3	4,346.8
판매관리비	1,976.0	2,212.7	2,469.3	3,074.7	3,382.8
영업이익	**202.7**	**272.1**	**282.2**	**653.2**	**964.0**
영업이익률	9.3	10.9	10.3	17.0	22.2
금융손익	37.2	11.7	22.8	23.9	25.1
종속/관계기업손익	12.9	192.0	162.4	165.7	169.0
기타영업외손익	-34.4	-1.1	-2.0	-3.0	-4.0
세전계속사업이익	218.4	474.6	469.1	852.1	1,160.4
법인세비용	48.6	136.6	118.9	196.2	267.2
당기순이익	**169.8**	**338.1**	**350.2**	**655.9**	**903.6**
지배주주지분 순이익	156.0	313.0	337.4	646.3	893.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**381.3**	**372.3**	**470.3**	**788.4**	**1,045.5**
당기순이익(손실)	169.8	338.1	350.2	655.9	903.6
유형자산상각비	36.0	39.2	42.4	37.8	32.5
무형자산상각비	82.1	72.6	35.3	9.1	8.7
운전자본의 증감	44.9	-27.1	34.8	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	-1,845.0	-385.0	-396.6
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	965.0	1,625.8	2,145.6
기초현금	1,548.7	1,574.8	1,257.5	905.9	923.1
기말현금	1,574.8	1,257.5	2,222.5	2,531.7	3,068.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,813.9	3,152.6	3,720.7
현금및현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,222.5	2,531.7	3,068.7
매출채권	147.1	181.8	204.4	229.7	258.3
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**	**9,640.8**	**10,366.7**	**11,348.8**
유동부채	664.6	1,633.5	1,700.8	1,774.1	1,854.1
매입채무	52.7	70.5	79.3	89.1	100.2
단기차입금	16.1	807.5	262.0	262.0	262.0
유동성장기부채	15.5	12.2	39.4	39.4	39.4
비유동부채	493.2	939.3	986.3	1,035.6	1,087.4
사채	0.0	159.5	159.6	159.6	159.6
장기차입금	201.1	161.9	421.6	421.6	421.6
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	1,520.8	2,124.1	2,974.4
비지배주주지분	196.5	243.5	243.5	243.5	243.5
자본총계	**4,648.3**	**5,650.6**	**6,953.7**	**7,557.0**	**8,407.3**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	25,464	28,959	32,016	44,633	50,571
EPS(지배주주)	1,823	3,647	3,926	7,519	10,392
CFPS	3,899	4,928	4,038	6,717	9,550
EBITDAPS	3,750	4,473	4,187	8,146	11,694
BPS	51,919	62,986	78,067	85,087	94,979
DPS	0	767	767	767	767
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	50.7	36.1	30.8	16.1	11.6
PCR	23.7	26.7	30.0	18.0	12.7
PSR	3.6	4.5	3.8	2.7	2.4
PBR	1.8	2.1	1.5	1.4	1.3
EBITDA	320.8	383.8	359.8	700.1	1,005.2
EV/EBITDA	19.9	30.3	26.5	13.2	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	6.3	5.6	9.2	11.5
EBITDA 이익률	14.7	15.4	13.1	18.3	23.1
부채비율	24.9	45.5	38.6	37.2	35.0
금융비용부담률	0.4	0.9	0.9	0.6	0.5
이자보상배율(x)	23.1	11.8	11.7	27.8	40.5
매출채권회전율(x)	13.2	15.1	14.2	17.7	17.8
재고자산회전율(x)	516.9	509.8	560.3	695.0	700.5

Industry Brief
2021. 10. 8

카카오게임즈 293490

'오딘'으로 퀀텀점프

- ✓ 3분기 실적은 Top Line은 부합하나 영업이익은 예상치 하회 전망
- ✓ 매출액은 3,531억원(+134.6% YoY)으로 '오딘' 흥행 장기화로 크게 성장. 영업이익은 485억원(+128.2% YoY)로 컨센서스(714억원)대비 하회 예상
- ✓ 9월 28일 출시된 신규게임 '월드플리퍼'의 초기 성과는 기대에 못미쳐. 카카오VX 사업 축소 우려 있었으나 그럴 가능성은 극히 제한적으로 판단됨
- ✓ 투자의견 Hold 유지하며 적정주가는 83,000원으로 9.8% 하향

▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12 개월)	83,000 원
현재주가 (10.7)	67,300 원
상승여력	23.3%

KOSDAQ	953.43pt
시가총액	50,265억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	42.64%
외국인비중	10.41%
52주 최고/최저가	100,400원/44,050원
평균거래대금	2,399.9억원
주요주주(%)	
카카오 외 14 인	50.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.8	23.7	23.5
상대주가	-3.6	26.3	12.6

주가그래프

3Q21 실적, 예상치 하회 전망

3분기 실적은 Top Line은 부합하나 영업이익은 예상치를 하회할 전망이다. 3분기 매출액은 3,531억원(+134.6% YoY)으로 '오딘' 흥행 장기화로 크게 성장하나 영업이익은 485억원(+128.2% YoY)으로 마케팅 및 지급수수료 증가로 컨센서스(714억원)대비 하회할 전망이다. 참고로 3분기 마케팅비와 지급수수료는 각각 2,057억원(+245.8% QoQ), 452억원(+239.5% QoQ)으로 '오딘' 관련 비용이 크게 증가하였다.

'오딘:발할라라이징'의 성과가 장기화되고 있는데 매주 진행되는 컨텐츠 업데이트, 연내 월드전, 공성전 등의 메인 컨텐츠 추가 기대, 중소과금러 비중이 높아 탄탄한 트래픽 보여주고 있어 국내 흥행은 지속될 가능성이 높다.

'오딘' 으로 기업가치 리레이팅 충분히 진행

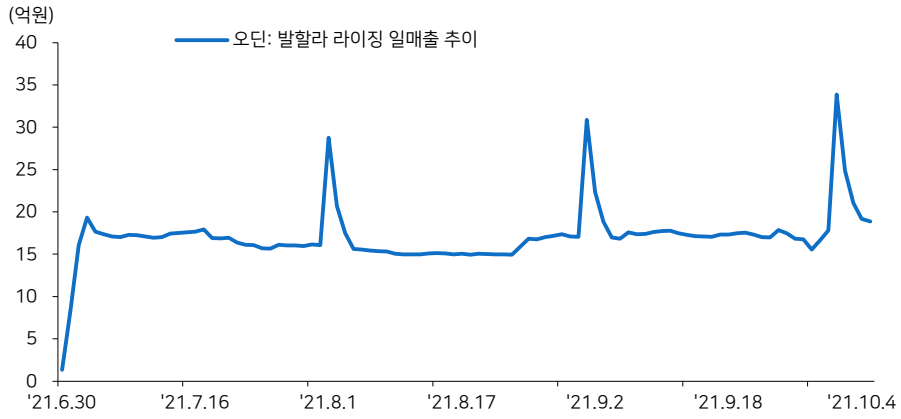
9월 28일 출시된 신규게임 '월드플리퍼'의 초기 성과는 기대에 못미친다. 10월 5일 기준 국내 구글플레이 게임 매출 순위는 39위 수준이다. 2022년 하반기 출시 예정인 엑스엘게임즈의 신규 MMO와 세컨드다이브의 '프로젝트Ares'의 성공가능성 높다고 보나 아직 출시까지 반년 이상 남아있다. 현재 '오딘'은 2022년 2분기 대만 출시를 준비하고 있으며 북미/유럽 등 글로벌 지역도 순차적으로 준비해간다는 계획이다. 다만 '오딘' 성공으로 인한 기업가치 리레이팅 충분히 진행되어 추가 신규게임 성공시까지 주가 횡보 국면 예상한다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가는 83,000원으로 하향

적정 기업가치 6.1조원은 게임사업 4.5조원(12m forward NP 1,727억원×Target PER 26배)과 투자자산 9,793억원(크래프톤 0.4조원, 넵튠 0.25조원 등) 등의 합산 값이다.

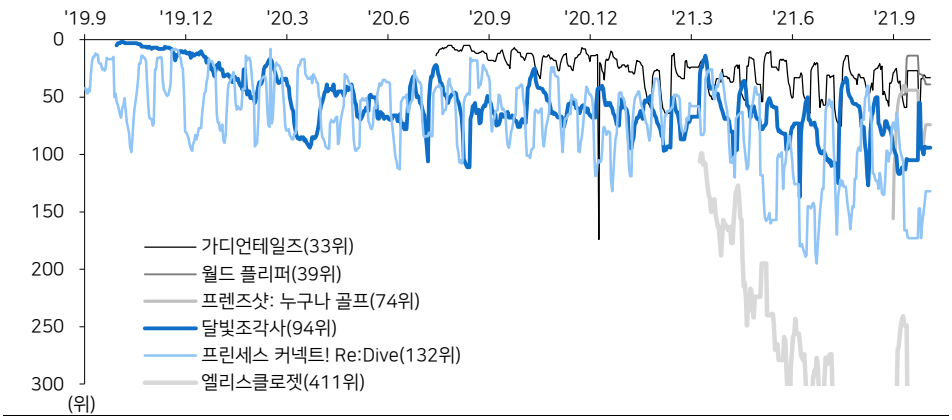
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	391.0	35.0	11.0	197	-54.7	7,443	-	-	-	2.6	41.8
2020	495.5	66.5	86.0	1,379	582.0	13,529	33.4	3.4	33.1	12.1	27.7
2021E	955.6	138.8	116.2	1,568	39.7	20,224	42.9	3.3	24.3	9.3	61.0
2022E	1,229.7	236.9	194.4	2,622	71.9	27,974	25.7	2.4	13.5	10.9	46.6
2023E	1,421.0	301.9	243.3	3,282	24.0	36,383	20.5	1.8	9.5	10.2	37.1

그림39 '오딘:발할라 라이징' 일매출액, 견조하게 유지되고 있음



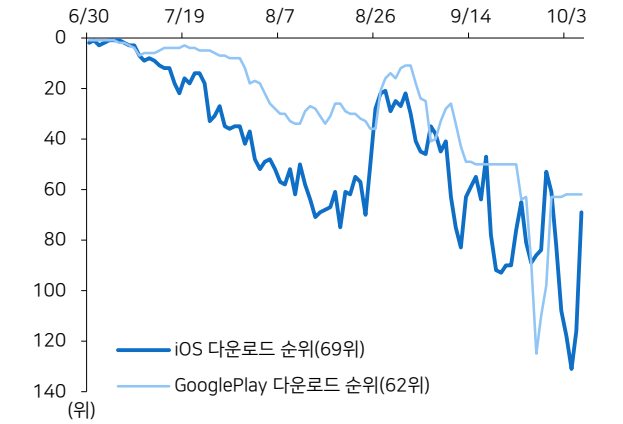
자료: 와이즈앱, GooglePlay 기준, 메리츠증권 리서치센터

그림40 카카오게임즈 주요 모바일 게임 매출 순위 (국내)



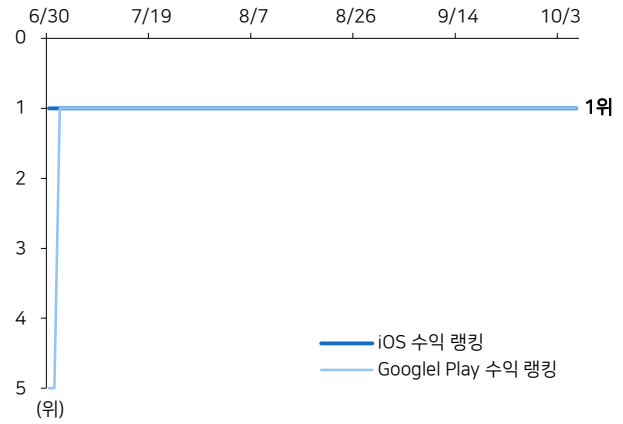
주: 2021. 10. 6 GooglePlay 게임 매출 순위 기준
자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

그림41 '오딘:발할라 라이징' 국내 다운로드 순위



자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

그림42 '오딘:발할라 라이징' 국내 매출 순위 1위 지속 중



자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

표27 카카오게임즈 3Q21 Preview – 예상치 하회 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**353.1**	**150.5**	**134.6%**	**129.5**	**172.7%**	**370.2**	**-4.6%**
PC 게임	17.9	43.9	-59.3%	18.8	-5.0%	-	-
모바일 게임	309.3	89.5	245.6%	84.3	266.9%	-	-
기타	26.0	17.1	51.8%	26.4	-1.5%	-	-
영업이익	**48.5**	**21.2**	**128.2%**	**8.1**	**498.0%**	**71.4**	**-32.1%**
세전이익	**50.8**	**25.5**	**99.0%**	**3.0**	**1,583.3%**	-	
지배순이익	**40.2**	**27.9**	**43.7%**	**1.0**	**3,947.3%**	**64.8**	**-38.0%**
영업이익률 (%)	13.7%	14.1%	-0.4%p	6.3%	7.5%p	19.3%	-5.6%p
순이익률 (%)	11.4%	18.6%	-7.2%p	0.8%	10.6%p	17.5%	-6.1%p

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표28 카카오게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**96.4**	**106.5**	**150.5**	**142.0**	**130.1**	**129.5**	**353.1**	**342.9**	**495.5**	**955.6**	**1,229.7**
증감율(YoY %)	4.7%	11.5%	54.2%	34.3%	34.9%	21.5%	134.6%	141.4%	26.7%	92.9%	28.7%
PC 게임	42.9	45.4	43.9	51.7	51.1	18.8	17.9	17.0	183.9	104.7	67.4
모바일 게임	42.8	45.2	89.5	71.4	60.1	84.3	309.3	293.8	248.9	747.5	952.3
기타	10.7	16.0	17.1	19.0	18.9	26.4	26.0	32.1	62.8	103.4	210.0
영업비용	**83.7**	**90.5**	**129.3**	**125.5**	**114.5**	**121.4**	**304.7**	**276.3**	**429.0**	**816.9**	**992.9**
증감율(YoY %)	1.6%	3.2%	43.7%	30.7%	36.8%	34.1%	135.6%	120.3%	20.5%	90.4%	21.5%
인건비	19.1	21.9	22.1	26.8	25.7	25.6	30.3	32.4	90.1	114.0	144.0
지급수수료	50.4	48.7	74.8	68.8	60.3	59.5	205.7	199.8	242.7	525.3	638.8
광고선전비	2.1	3.2	14.4	11.4	8.1	13.3	45.2	20.2	31.1	86.8	108.6
감가상각비	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	3.8	4.2	4.7
무형자산상각비	1.9	2.6	2.7	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	9.1	7.9	8.9
기타	9.3	13.0	14.3	15.6	17.6	19.9	20.4	20.8	52.2	78.7	87.9
영업이익	**12.7**	**16.0**	**21.2**	**16.6**	**15.6**	**8.1**	**48.5**	**66.6**	**66.6**	**138.7**	**236.9**
증감율(YoY %)	31.1%	104.0%	177.7%	69.1%	22.8%	-49.5%	128.2%	301.6%	90.1%	108.5%	70.7%
OPM(%)	13.2%	15.1%	14.1%	11.7%	12.0%	6.3%	13.7%	19.4%	13.4%	14.5%	19.3%
세전이익	**15.0**	**21.2**	**25.5**	**16.3**	**20.1**	**3.0**	**50.8**	**69.0**	**78.0**	**142.9**	**247.2**
지배순이익	**13.5**	**19.1**	**27.9**	**25.2**	**20.8**	**1.0**	**40.2**	**54.3**	**85.7**	**116.2**	**194.4**

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표29 카카오게임즈 Valuation

(십억원)	내용	비고
게임사업 가치 (A)	**4,489.2**	
12m forward NP	172.7	
Target PER (배)	26.0	글로벌 대형 게임사 평균
투자자산 가치 (B)	**979.3**	
크래프톤	398.4	지분율 1.66%, 공모가 기준
넵튠	248.0	지분율 32.63%, 장부가 기준
엑스엘게임즈	128.0	지분율 52.97% 장부가 기준
세나테크놀로지	95.2	지분율 54.53%, 인수가 기준
라이온하트 스튜디오	22.2	지분율 21.58%, 장부가 기준
프렌즈게임즈	17.7	지분율 82.4%, 장부가 기준
기타	69.8	애드엑스, 오션드라이브, 세컨드다이브 등
순현금 (C)	**661.6**	
총 기업가치 (A+B+C)	**6,130.1**	
12개월 적정주가 (원)	**83,000**	

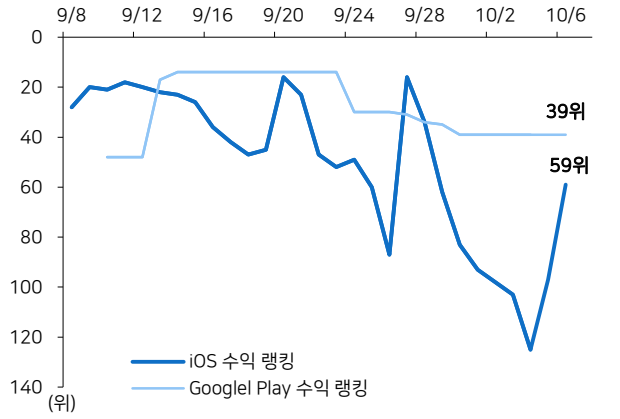
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표30 카카오게임즈의 2021년 이후 게임 라인업

출시 일정	게임명	장르	개발사	지역	플랫폼	게임특징
3Q21	프렌즈샷: 누구나골프	캐주얼	자체개발 (프렌즈게임즈)	글로벌	모바일	▪ 다양한 국가별 특징을 담아 골프장 구현 ▪ 육성/수집이 가능한 캐릭터로 다채로운 플레이 가능
	월드플리퍼	액션RPG	사이게임즈	국내, 북미유럽, 동남아	모바일	▪ 다양한 캐릭터 조합을 통한 전략 플레이 가능 ▪ 감성적인 2D 도트 그래픽에 핀볼 요소 가미한 액션 RPG
4Q21	엘리온	MMORPG	크래프톤	북미유럽	PC	▪ 플레이어만의 스킬을 만들어, 전투에 활용 가능 ▪ 커스터마이징한 스킬 셋팅으로 전투의 재미 극대화
	카카오페이지 플레이	스토리	자체개발 (애드페이지)	글로벌	모바일	▪ 카카오페이지 IP 활용한 스토리게임과 인터랙티브 컨텐츠 ▪ 이용자가 선택한 대화에 따라 다른 결과 나오는 게임
	디스테라 (Early Access)	서바이벌FPS	리얼리티매직	PC	글로벌 (Steam)	▪ 1인칭 슈팅게임(FPS)와 SF세계관을 결합한 생존게임 ▪ 기후 변화 등 다양한 환경 변화를 반영한 다채로운 플레이
1H22	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	라이온하트	PC/모바일	대만	▪ 거대한 스케일과 최고급 그래픽 퀄리티로 몰입도 증가 ▪ 선명하고 현실감 있는 하이엔드 그래픽의 북유럽 세계관 구현
	에버소울	액션RPG	로드컴플릿	모바일	글로벌	▪ 포스트 아포칼립스와 중세판타지 세계관의 애니메이션 3D 그래픽의 모바일 RPG
	가디스 오더	횡스크롤 액션 RPG	로드 컴플릿 (배정현)	글로벌 (중국 제외)	모바일	▪ 2D 도트 그래픽으로 화려한 전투 액션을 구현 ▪ 육성/수집 요소를 고루 갖춘 독창적인 게임성으로 차별화
2H22	프로젝트 Ares	글로벌향 MMO 액션 RPG	세컨드다이브 (반승철)	글로벌 (중국 제외)	모바일+PC 멀티플랫폼	▪ 최상급의 그래픽 퀄리티와 차별화된 차세대 액션 탑재 ▪ 근미래 세계관의 SF장르 구현을 위한 몰입도 있는 시나리오
	엑스엘게임즈 신작	MMORPG	엑스엘게임 (송재경)	글로벌	모바일	▪ 언리얼엔진4를 사용하여, PC 게임의 퀄리티를 모바일에서 구현하고 있는 글로벌향 블록버스터 MMO
2022	우마무스메 프리티 더비	육성 시뮬레이션	사이게임즈	국내	모바일	▪ 실존하는 경주마의 이름을 이어 받은 미소녀 캐릭터들 등장 ▪ 실제 경마를 연상케 하는 레이스와 몰입도 높은 육성 콘텐츠

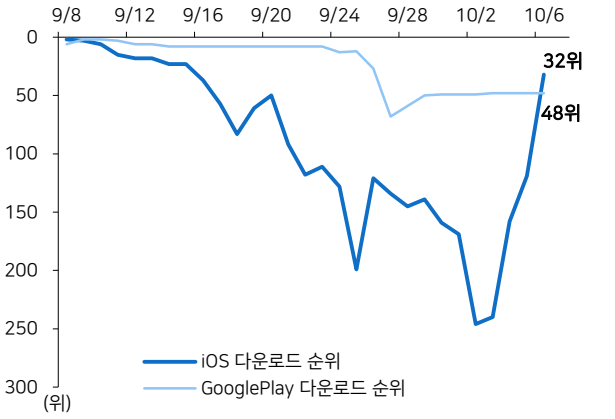
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림43 '월드플리퍼' 한국 다운로드 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림44 '월드플리퍼' 한국 매출 순위



자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**391.0**	**495.5**	**955.6**	**1,229.7**	**1,421.0**
매출액증가율 (%)	-7.1	26.7	92.9	28.7	15.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	391.0	495.5	955.6	1,229.7	1,421.0
판매관리비	356.0	429.0	816.9	990.3	1,119.0
영업이익	**35.0**	**66.5**	**138.8**	**236.9**	**301.9**
영업이익률	9.0	13.4	14.5	19.3	21.2
금융손익	4.2	34.2	35.2	36.3	37.4
종속/관계기업손익	-1.0	-1.6	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.1	-21.2	-21.8	-22.4	-23.1
세전계속사업이익	20.1	77.9	142.9	247.2	304.8
법인세비용	11.3	10.4	30.7	54.4	65.6
당기순이익	**8.9**	**67.5**	**112.2**	**192.8**	**239.2**
지배주주지분 순이익	11.0	86.0	116.2	194.4	243.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**70.3**	**82.3**	**176.2**	**265.6**	**311.9**
당기순이익(손실)	8.9	67.5	112.2	192.8	239.2
유형자산상각비	10.5	13.2	13.6	14.0	14.4
무형자산상각비	7.3	9.1	9.4	9.6	9.9
운전자본의 증감	10.9	-14.7	-15.1	-15.6	-16.1
투자활동 현금흐름	**76.6**	**-168.4**	**-315.7**	**-85.7**	**-76.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-4.2	-27.8	-28.6	-29.5	-30.4
투자자산의감소(증가)	-19.4	-204.6	-399.9	-146.4	-131.8
재무활동 현금흐름	**-5.0**	**408.7**	**1,120.1**	**97.9**	**97.9**
차입금의 증감	27.1	66.5	10.0	4.8	5.0
자본의 증가	-3.6	398.9	8.0	-	-
현금의 증가(감소)	142.3	320.1	618.9	416.6	416.1
기초현금	104.8	247.1	567.2	1,186.2	1,602.8
기말현금	247.1	567.2	1,186.2	1,602.8	2,018.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	333.6	695.6	1,326.9	1,744.8	2,162.1
현금및현금성자산	247.1	567.2	1,186.2	1,602.8	2,018.9
매출채권	34.7	53.8	53.8	53.8	53.8
재고자산	11.8	11.7	11.7	11.7	11.7
비유동자산	258.2	614.3	932.0	953.6	1,017.4
유형자산	11.0	49.4	45.2	54.2	65.1
무형자산	55.7	153.3	252.0	264.6	317.5
투자자산	129.4	332.4	558.2	558.2	558.2
자산총계	**591.8**	**1,309.9**	**2,449.0**	**3,071.8**	**3,728.0**
유동부채	143.3	159.3	174.5	192.3	213.4
매입채무	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
단기차입금	2.5	0.0	2.0	2.0	2.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	31.1	125.2	753.0	783.5	795.4
사채	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
장기차입금	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
부채총계	**174.4**	**284.5**	**927.4**	**975.9**	**1,008.8**
자본금	5.6	7.4	7.5	7.5	7.5
자본잉여금	331.2	728.3	736.2	736.2	736.2
기타포괄이익누계액	-16.5	85.7	307.1	307.1	307.1
이익잉여금	93.6	179.5	295.7	490.1	733.3
비지배주주지분	1.8	22.6	22.6	22.6	22.6
자본총계	**417.4**	**1,025.4**	**1,521.6**	**2,095.9**	**2,719.2**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,004	7,949	12,894	16,592	19,172
EPS(지배주주)	197	1,379	1,568	2,622	3,282
CFPS	871	1,418	1,329	2,538	3,208
EBITDAPS	947	1,424	2,181	3,514	4,402
BPS	7,443	13,529	20,224	27,974	36,383
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
Valuation(Multiple)					
PER	-	33.4	42.9	25.7	20.5
PCR	-	32.4	50.6	26.5	21.0
PSR	-	5.8	5.2	4.1	3.5
PBR	-	3.4	3.3	2.4	1.8
EBITDA	52.8	88.8	161.7	260.5	326.2
EV/EBITDA	-4.2	33.1	24.3	13.5	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	12.1	9.3	10.9	10.2
EBITDA 이익률	13.5	17.9	16.9	21.2	23.0
부채비율	41.8	27.7	61.0	46.6	37.1
금융비용부담률	0.3	1.0	-	-	-
이자보상배율(x)	29.0	13.5	-	-	-
매출채권회전율(x)	12.6	11.2	17.8	22.8	26.4
재고자산회전율(x)	37.1	42.0	81.4	104.7	121.0

Industry Brief
2021. 10. 8

NHN 181710

회복의 시그널

- ✓ 3Q21 실적, 예상치 부합 전망. 웹보드 게임 매출이 추석 명절 효과와 포커클래식의 호조로 양호. 일본 '콤파스' 역시 오버로드와 콜라보레이션 진행하며 일본 게임 매출 순위 Top 10에 랭크되며 호조. 게임 사업부의 이익 기여도 확대
- ✓ 7월 PNP시큐어 지분 전량 매각하여 3분기부터 연결실적에서 제거됨에도 견조한 실적 달성. 3분기 페이코 거래액은 1.9조원 수준으로 추정. 오랜만에 성장
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 10만원으로 소폭 하향

▲ 인터넷/게임
Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

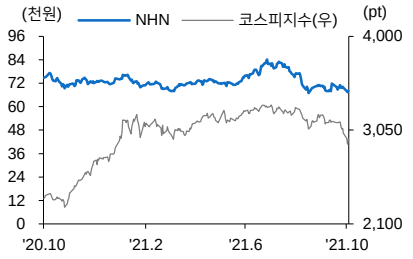
Buy

적정주가 (12 개월)	**100,000 원**
현재주가 (10.7)	**68,300 원**
상승여력	**46.4%**

KOSPI	2,959.46pt
시가총액	13,363억원
발행주식수	1,957만주
유동주식비율	44.85%
외국인비중	12.02%
52주 최고/최저가	84,200원/67,000원
평균거래대금	47.6억원
주요주주(%)	
이준호 외 20인	47.65
국민연금공단	8.04
한국투자신탁운용	5.01

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-2.4	-6.1	-9.2
상대주가	5.1	-0.4	-26.7

주가그래프



3Q21 실적, 예상치 부합 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4,640억원(+10.6% YoY), 272억원(-6.8% YoY)으로 컨센서스(매출액 4,745억원, 영업이익 268억원)에 대체로 부합할 전망이다. 게임 매출액은 953억원으로 9.6% QoQ 증가 예상하는데 웹보드 게임이 추석 명절 효과로 양호했고 일본 게임 '콤파스' 역시 오버로드와의 콜라보레이션 인기로 일본 게임 매출 순위 Top 10 안에 랭크되며 선전했다. 결제/광고 매출액은 1,996억원으로 18.2% YoY의 견조한 성장세를 유지하고 커머스와 기술 매출액도 각각 804억원(+8.9% YoY), 474억원(+20.9% YoY)으로 추정한다. 영업이익률은 5.9%로 2.2%p YoY 하락할 것으로 추정하는데 컨텐츠 비즈니스 등 비주력사업의 영업적자 발생 때문이다.

페이코, 오랜만에 '성장'

3분기 페이코 거래액은 1.9조원(+11.8% QoQ)으로 오랜만에 성장성을 회복한다. 오프라인 결제 비율도 18% 수준으로 확대될 것으로 추정하는데 페이코오더, 식권 등의 결제액 꾸준히 증가하고 있으며 6월 30일 출시된 포인트 플러스 거래액도 성장세이다. 페이코포인트 충전 금액도 전년대비 2배 이상 증가하고 있어 페이코 비즈니스의 경쟁력이 점진적으로 회복되고 있다. 2021년 페이코 별도 매출액과 순손실은 각각 300억원, 320억원 수준으로 전년(매출액 280억원, 순손실 360억원)대비 개선될 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 10만원으로 하향 조정

투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 게임사업부 실적 조정으로 기존 11만원에서 10만원으로 하향 조정한다.

(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	1,881.5	110.1	108.2	5,529	260.7	85,804	12.4	0.8	5.3	6.6	40.0
2022E	2,087.8	135.9	105.8	5,409	-3.2	89,232	12.6	0.8	4.7	6.2	41.9
2023E	2,369.0	187.4	142.0	7,255	37.0	94,072	9.4	0.7	3.5	7.9	43.2

표31 NHN 3Q21 Preview – 예상치 부합 전망

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**464.0**	**419.4**	**10.6%**	**461.7**	**0.5%**	**474.5**	**-2.2%**
게임	95.3	100.4	-5.1%	86.9	9.6%	-	-
결제&광고	199.6	168.9	18.2%	196.2	1.7%	-	-
콘텐츠	45.5	42.5	7.1%	45.9	-0.8%	-	-
커머스	80.4	73.9	8.9%	79.6	1.1%		
기술	47.4	39.2	20.9%	60.0	-21.0%	-	-
기타	2.2	2.0	8.0%	1.1	96.4%	-	-
영업이익	**27.2**	**27.4**	**-0.6%**	**23.8**	**14.4%**	**26.8**	**1.6%**
세전이익	**30.6**	**35.1**	**-12.8%**	**27.1**	**13.0%**	**-**	**-**
지배순이익	**22.7**	**29.7**	**-23.7%**	**17.0**	**33.4%**	**21.5**	**5.4%**
영업이익률(%)	5.9%	6.5%	-0.7%p	5.2%	0.7%p	5.6%	0.2%p
순이익률(%)	4.9%	7.1%	-2.2%p	3.7%	1.2%p	4.5%	0.4%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표32 NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**394.6**	**405.1**	**419.4**	**456.1**	**459.9**	**461.7**	**464.0**	**495.9**	**1,675.2**	**1,881.5**	**2,087.8**
증감율(YoY %)	6.5%	10.6%	19.2%	14.0%	16.6%	14.0%	10.6%	8.7%	12.5%	12.3%	11.0%
게임	104.7	105.5	100.4	98.5	111.6	86.9	95.3	98.5	409.0	392.3	410.6
결제&광고	151.3	156.9	168.9	190.9	181.2	196.2	199.6	223.7	668.0	800.7	929.8
콘텐츠	39.4	39.6	42.5	44.6	42.6	45.9	45.5	46.9	166.2	180.9	202.1
커머스	63.7	66.8	73.9	74.6	77.4	79.6	80.4	82.9	279.0	320.3	357.0
기술	36.6	39.6	39.2	52.0	52.7	60.0	47.4	48.7	167.4	208.8	208.0
기타	4.9	2.1	2.0	1.6	0.8	1.1	2.2	1.7	10.6	5.7	5.9
영업비용	**366.3**	**378.7**	**392.0**	**436.0**	**430.8**	**437.8**	**436.8**	**466.0**	**1,573.0**	**1,771.4**	**1,951.9**
증감율(YoY %)	5.0%	11.1%	18.9%	14.0%	17.6%	15.6%	11.4%	6.9%	12.2%	12.6%	10.2%
인건비	85.2	86.4	85.8	92.0	95.0	95.3	96.0	98.9	349.4	385.2	429.8
지급수수료	231.5	241.5	252.3	283.0	278.7	287.5	283.7	308.4	1,008.3	1,158.3	1,270.7
광고선전비	15.0	18.2	20.7	23.8	22.5	21.0	22.0	22.4	77.7	87.9	94.2
감가상각비	16.5	16.5	16.4	16.7	17.5	18.1	18.6	18.8	66.1	73.0	81.9
통신비	6.5	6.4	6.1	6.2	6.0	6.1	6.3	6.5	25.2	24.9	27.9
기타	11.6	9.7	10.7	14.3	11.1	9.8	10.1	11.0	46.3	42.0	47.4
영업이익	**28.3**	**26.4**	**27.4**	**20.0**	**29.2**	**23.8**	**27.2**	**29.9**	**102.2**	**110.1**	**135.9**
증감율(YoY %)	30.2%	4.0%	24.5%	14.6%	3.0%	-10.0%	-0.6%	49.1%	17.9%	7.7%	23.5%
OPM(%)	7.2%	6.5%	6.5%	4.4%	6.3%	5.2%	5.9%	6.0%	6.1%	5.9%	6.5%
세전이익	**31.1**	**33.6**	**35.1**	**-30.7**	**35.2**	**27.1**	**30.6**	**60.3**	**69.1**	**153.2**	**139.4**
지배순이익	**14.1**	**16.4**	**29.7**	**-38.7**	**25.6**	**17.0**	**22.7**	**42.9**	**21.5**	**108.2**	**105.8**

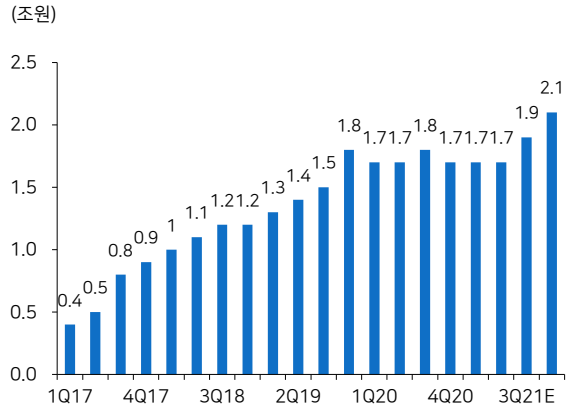
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표33 NHN Valuation

(십억원, 배, 만명,원)	내용
게임 (A)	**1,388.2**
2021E 순이익	92.5
Target PE	15.0
페이코 (B)	**502.7**
총 가입자수	1,100.0
가입자당 가치	66,818.2
기타 투자자산 (C)	**195.0**
총 기업가치 (A+B+C)	**2,086.0**
12개월 적정주가	**100,000**
현주가 (10/7)	68,300
상승여력	46.4%

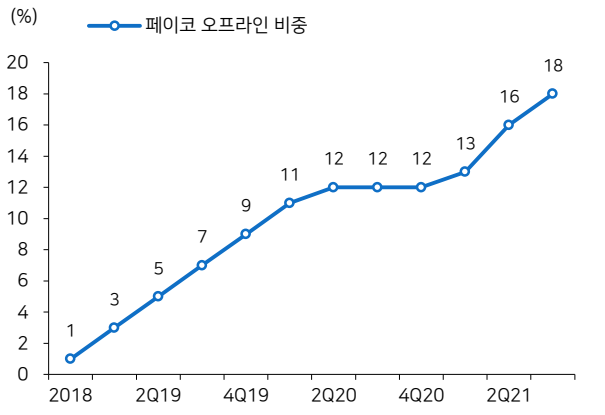
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림45 3Q21 페이코 거래액 1.9조원으로 성장 예상



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림46 페이코 오프라인 비중 18% 수준으로 확대



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,488.6**	**1,675.2**	**1,881.5**	**2,087.8**	**2,369.0**
매출액증가율 (%)	17.7	12.5	12.3	11.0	13.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,488.6	1,675.2	1,881.5	2,087.8	2,369.0
판매관리비	1,401.9	1,573.0	1,771.4	1,951.9	2,181.6
영업이익	**86.7**	**102.2**	**110.1**	**135.9**	**187.4**
영업이익률	5.8	6.1	5.9	6.5	7.9
금융손익	10.1	-2.8	29.0	8.5	-2.3
종속/관계기업손익	-0.1	9.1	12.5	4.0	3.3
기타영업외손익	-31.2	-85.5	-1.8	-0.5	-0.6
세전계속사업이익	65.5	23.0	153.2	139.4	191.0
법인세비용	42.4	41.2	52.3	41.8	57.3
당기순이익	**23.2**	**28.0**	**100.8**	**97.6**	**133.7**
지배주주지분 순이익	12.3	21.5	108.2	105.8	142.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**107.7**	**141.3**	**203.1**	**212.1**	**256.3**
당기순이익(손실)	23.2	28.0	100.8	97.6	133.7
유형자산상각비	57.2	49.8	53.0	45.1	36.0
무형자산상각비	12.9	16.3	11.5	4.3	4.1
운전자본의 증감	3.2	-2.1	-9.4	28.4	32.4
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	-15.9	-16.3	-16.8
재무활동 현금흐름	**-17.0**	**-65.2**	**43.8**	**49.1**	**51.6**
차입금의 증감	13.5	-14.2	-4.0	-4.1	-4.3
자본의 증가	0.0	0.0	-0.8	-0.9	0.3
현금의 증가(감소)	71.9	77.2	87.9	86.5	124.7
기초현금	385.5	457.4	534.6	622.4	708.9
기말현금	457.4	534.6	622.4	708.9	833.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,058.7	1,086.9	1,213.4	1,341.6	1,511.4
현금및현금성자산	457.4	534.6	622.4	708.9	833.6
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	1,547.8	1,584.1	1,623.6
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	623.3	640.5	660.1
자산총계	**2,500.3**	**2,550.9**	**2,722.5**	**2,897.8**	**3,117.0**
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	57.1	57.1	57.1
유동성장기부채	24.1	8.7	9.3	9.3	9.3
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	14.5	14.5	14.5
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	72.6	72.6	72.6
이익잉여금	400.2	434.1	512.0	607.6	729.8
비지배주주지분	249.9	247.3	266.3	296.8	335.8
자본총계	**1,828.7**	**1,844.2**	**1,945.0**	**2,042.6**	**2,176.3**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	76,085	85,621	96,166	106,712	121,083
EPS(지배주주)	631	1,096	5,529	5,409	7,255
CFPS	9,177	9,777	5,284	3,109	4,728
EBITDAPS	8,012	8,605	8,925	9,473	11,630
BPS	80,696	81,621	85,804	89,232	94,072
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
Valuation(Multiple)					
PER	105.9	68.1	12.4	12.6	9.4
PCR	7.3	7.6	12.9	22.0	14.4
PSR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	156.8	168.4	174.6	185.3	227.6
EV/EBITDA	6.6	6.8	5.3	4.7	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	1.4	6.6	6.2	7.9
EBITDA 이익률	10.5	10.0	9.3	8.9	9.6
부채비율	36.7	38.3	40.0	41.9	43.2
금융비용부담률	0.4	0.3	-	-	-
이자보상배율(x)	16.5	19.2	-	-	-
매출채권회전율(x)	8.9	12.6	9.9	8.0	8.7
재고자산회전율(x)	39.3	38.7	38.4	41.4	45.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

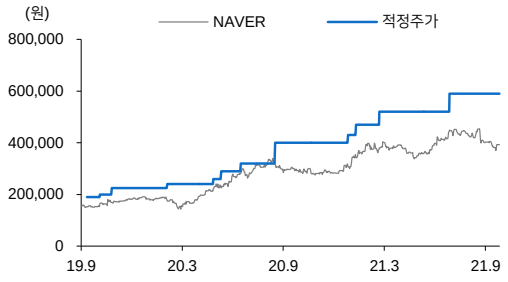
2021 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.10.08	산업브리프	Buy	190,000	김동희	-19.2	-17.4
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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

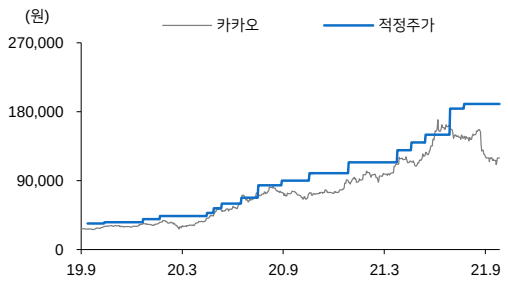


카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.10.08	산업브리프	Buy	34,000	김동희	-18.5	-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	-18.9	-13.3
2021.08.09	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

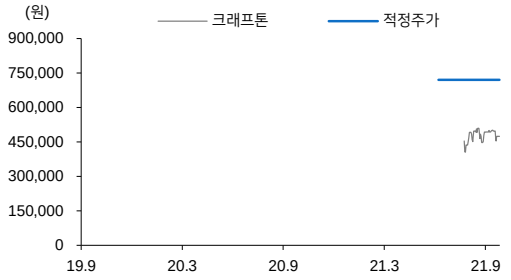


크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.06.25	산업분석	Buy	720,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

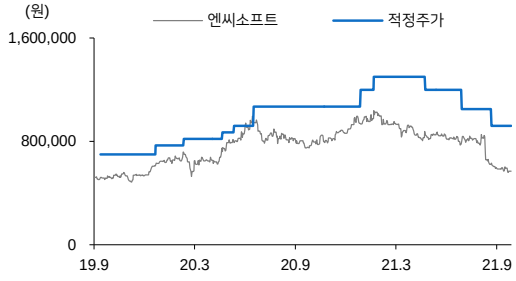


엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.10.08	산업브리프	Buy	700,000	김동희	-23.4	-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	-25.3	-18.8
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

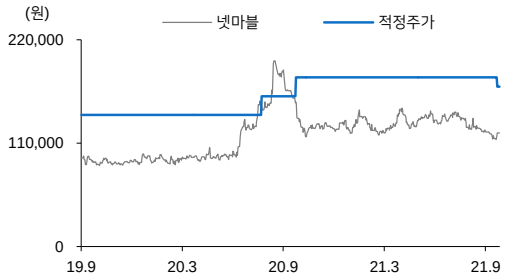


넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-27.5	-14.7
2021.10.08	기업브리프	Buy	170,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

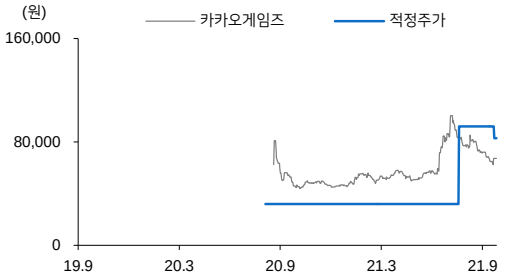


카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

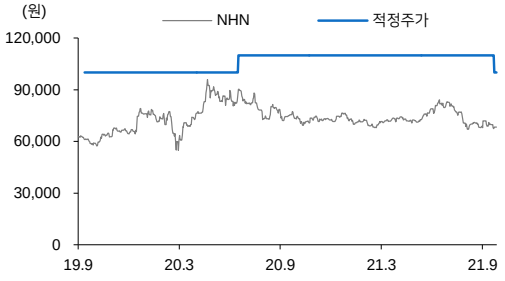
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.08.26	기업분석	Buy	32,000	김동희	73.6	213.8
2021.08.06	기업브리프	Hold	92,000	김동희	-18.7	-7.2
2021.10.08	기업브리프	Hold	83,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.10.08	산업브리프	Buy	100,000	김동희	-27.5	-4.1
2020.07.08	산업브리프	Buy	110,000	김동희	-32.0	-17.9
2021.07.08		1 년 경과			-33.1	-24.5
2021.10.08	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-	-

주가 및 적정주가 변동추이