

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 17일 발간된

[2022년 전망 시리즈 14 - 인터넷/게임: 연결 그 이상의 것] 임



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 14

인터넷/게임_연결 그 이상의 것 (해설판)

- ✓ 플랫폼 기업들의 주가는 빅테크 규제 리스크 대두로 부진. 디지털 경제의 속성과 산업의 생태계 전반의 혁신과 성장 인센티브 저해 감안하면 사회적 비용 지불(세금, 과징금, 상생기금 등) 형태로 수렴될 가능성 높아
- ✓ 인터넷의 역사는 정보와 사람을 연결하는 매개체 및 형태 변화의 역사. 네이버제트는 K메타버스의 선두주자로서 제페토의 기업가치는 20년 1,550억원에서 21년 1.15조원으로 가파른 상승
- ✓ 실패하지 않을 핀테크 투자. 21년 카카오뱅크와 카카오페이는 공모가 대비 각각 60%, 100% 상승 경험 중. 비바리퍼블리카와 두나무 역시 연초대비 100% 이상의 상승세
- ✓ 게임산업은 NFT/P2E 기능 탑재로 인해 급성장하는 게임사의 등장. 결국 NFT 게임의 성공 요인은 1) 재미있는 게임을 개발하는 R&D, 2) 글로벌 서비스 능력, 3) 확장성에 있어 22년 추가 차별화 예상
- ✓ Top Picks: 카카오, 크래프톤

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 인터넷 광고	▪ 둔화 ▪ 둔화 ▪ 성장 지연	▪ 온라인 소비 증가세 지속 ▪ 회복 ▪ 퍼포먼스 광고의 성장 지속	▪ 성장 가속화 ▪ 성장 ▪ 기대 이상의 성장
	2. 게임의 흥행과 신규 플랫폼 진출	▪ 지연 ▪ 한한령 개선 안됨 ▪ 경쟁 심화/ 규제리스크 대두 ▪ 대중화 지연	▪ 일정 부합 ▪ 점진적 개선 ▪ 점진적 개화 ▪ 예상 수준	▪ 예상보다 빠른 출시 ▪ 전면 개방 ▪ 기대 이상의 성과 ▪ 예상보다 빠른 성장
	3. 테크핀	▪ 지연 ▪ 일정 지연 / 규제리스크 지속 ▪ 추가 부진	▪ 일정 부합 ▪ 점진적 성장 ▪ 꾸준한 재평가	▪ 예상보다 빠른 성장 ▪ 금융업에 유의미한 변화 ▪ 가파른 기업가치 상승
산업 투자 전략		▪ 매크로 변화에 따른 영향 적은 회사 ▪ 기존 수익원으로 안정적 수익창출 가능	▪ 온라인 쇼핑, 콘텐츠 소비 증가세 지속 ▪ 신규 게임의 흥행 성과와 새로운 플랫폼에 적극 도전하는 회사 ▪ 투자가 이익으로 회수	▪ 디지털 변화 더욱 가속화 ▪ NAVER와 카카오 자회사들의 재평가 ▪ 마켓컬리, SSG닷컴 상장으로 네이버쇼핑의 재평가 가능성 ▪ 카카오엔터테인먼트 등의 IPO 가능성
Top-Picks		▪ NAVER, 엔씨소프트	▪ 카카오, 크래프톤	▪ 카카오, 크래프톤

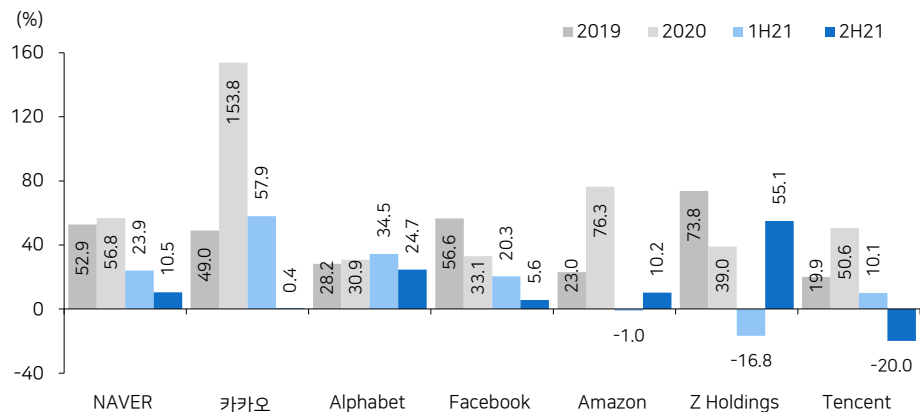
Prologue

플랫폼 기업의 성장통

2021년 하반기 플랫폼 기업들의 주가는 규제리스크 대두로 부진했다. 디지털 경제는 초기 대규모의 인력/자본의 투자가 성공하면 한계비용이 급감하며 규모의 경제 효과가 극대화되며, 이용자가 많아질수록 플랫폼의 네트워크 효과가 커지고 빅데이터의 선순환 효과가 발휘된다. 따라서 인위적으로 플랫폼 기업들의 인수합병을 막거나 Top Line을 억제하는 정책은 혁신과 성장 인센티브를 억제할 위험이 있고, 소비자들 역시 플랫폼을 통해 누리는 막대한 효용이 감소될 수 있다는 리스크가 존재한다.

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. 2021년 국정감사에서 카카오의 김범수 의장은 “골목상권을 침해하는 사업에는 절대 진출하지 않으며 만약 관련되어 있다면 철수하겠다.”며 중소기업과의 상생과 사회적 가치 창출에 대한 의지를 천명했다. 골목상권 논란이 되는 사업은 철수하고 파트너 지원 확대를 위한 기금 3천억원(5년간) 조성하며 케이큐브홀딩스를 사회적 가치 창출 기업으로 전환할 것을 발표한바 있다.

그림1 국내외 플랫폼 기업들의 주가수익률(2019년 이후)



주: 2021. 11. 16 기준

자료: Wisefn, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 인터넷에 대한 공정 기여법의 내용

구분	내용
법률안	안정적 기여를 통해 저렴한 인터넷을 만들기 위한 자금 보달법 (보편 서비스 기금) Funding Affordable Internet with Reliable (FAIR) Contribution Act
배경	- 미국 공화당의 로저 위커, 토드 영 등 상원의원이 공동 발의 - 미국의 보편 기금(Universal Service Fund)은 농어촌, 교육시설 네트워크 투자를 위해 정부가 이용자 통신요금의 일정 비율을 징수하고 정부 재정을 분담해서 확보하는 기금으로 연간 100억달러 규모로 운영
목적	빅테크 기업에 투자비용을 분담시켜 이용자 부담 해소, 네트워크 인프라 진화 목적
내용	- 구글, 애플, 페이스북, 아마존, 넷플릭스 등 빅테크 기업을 '인터넷 서비스 제공사업자(ISP, 통신사)와 대비되는 '인터넷 중단 제공사업자(Internet Edge Provider)'로 정의 기존 콘텐츠 제공 사업자 개념에서 확장해 생태계 지위와 이용 책임 명확하게 규정 - 법률안 통과시 FCC는 빅테크 기업의 디지털 광고 및 사용자 수수료 등 수익원을 파악해 보편기금 부과 체계의 공정성, 빅테크 기업의 보편기금 분담 체계 등을 조사해서 보편기금 분담 절차와 분담액 기준 등을 마련

자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

표2 2021년 대한민국 국정감사 - 카카오/NAVER 관련 이슈들

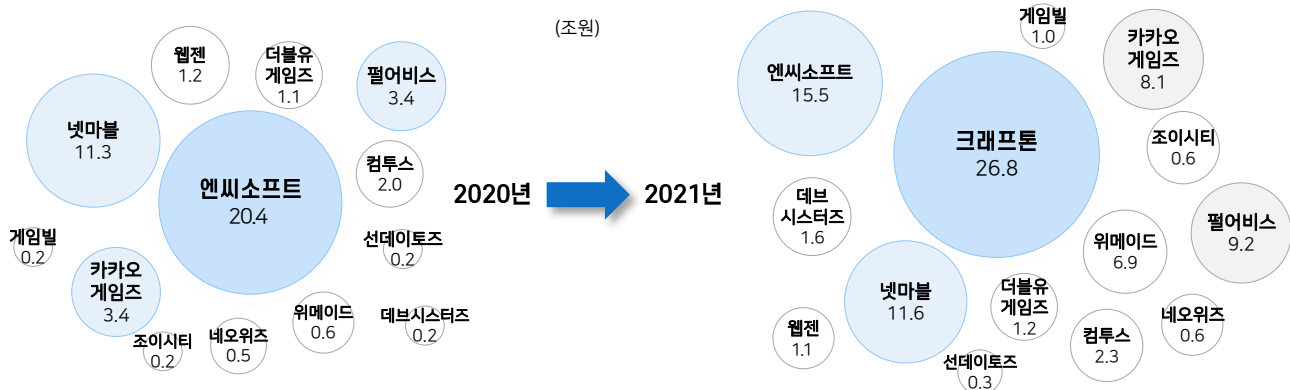
구분	질의 내용 및 주요 안건
정부위원회	카카오: 골목상권 침해 사업 절대 안하며 추가 생방안 제시, 케이큐브 홀딩스는 사회적 책임 기업으로 전환할 것
국토교통위원회	카카오 모빌리티: 프로멤버십 폐지 검토 및 한달 내 추가상생한 제출할 것 택시사업자와 제휴해 약 16.7% 광고료와 정보이용료 지급 계약
문화체육관광위원회	카카오웹툰: 창작자에 최소 60% 배분하는 웹툰 생태계 개선안 발표 네이버웹툰: 글로벌화 지향하며 작가의 88%를 직접 계약 맺고 있음
환경노동위원회	NAVER: 직장내 괴롭힘 문제 관련 조직 전체를 선하는 노력할 것
과학기술정보방송통신위원회	NAVER: 구글/넷플릭스도 망 사용료 내야 공정경쟁, 공정한 인터넷 환경과 역차별 문제에 대한 고민 필요하다는 의견 제시 카카오: 포털 뉴스는 공정성 등 사회적 영향 고려해 개선 진행 중
농림축산수산위	카카오/NAVER: 의약품 온라인 불법거래 기술적으로 차단하기 위한 개선 대책 강구

자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터

게임업 투자의 지각변동

2021년 게임업 투자의 지각 변동이 진행 중이다. 게임 산업은 신규게임 성공 유무와 NFT/P2E 등 신규 플랫폼 도전에 따라 실적 성장과 리레이팅이 가능하다. 2021년 1월 데브시스터즈의 '쿠기런:킹덤', 6월 카카오게임즈의 '오딘:발할라 라이징' 성공을 통해 신규게임 성공시 실적과 기업가치가 크게 레벨업할 수 있다는 점을 보여주었다. 또한 8월 크래프톤이 국내 주식시장에 입성하며 글로벌 게임사에 대한 투자 기회가 확대되었다. 하반기에는 P2E 시장 진출 여부에 따라 중형게임사들의 주가가 급등하였다. 2022년에도 게임산업의 주가 차별화는 지속되며 21년 11월 'PUBG:뉴스테이트'와 '리니지W'를 출시하며 좋은 성과를 내고 있는 크래프톤과 엔씨소프트에 대해서도 긍정적인 투자 관점이 필요하다.

그림2 한국 게임업 투자의 지각 변동



주: 2021. 11. 16 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

모바일 인터넷의 다음은 '메타버스'

정보 연결 형태의 변화

인터넷 산업의 역사는 정보와 사람을 연결하는 매개체 및 형태 변화의 역사이다. 1930년대는 통신과 전화, 2000년대부터는 SNS의 등장, 2007년 스마트폰이 인터넷 산업의 역사를 바꾸었고, 2020년 이후 메타버스 기반의 연결이 시작되었으며, 2025년 이후부터는 블록체인 기반의 네트워크 대중화가 예상된다. 메타버스는 1992년 닐 스티븐슨의 사이버펑크SF소설 '스노 크래시'에 아바타란 단어와 함께 등장하였고 1985년 리처드 게리엇이 개발한 '울티마IV'에서 게임 내 분신과 캐릭

터로 사용되었다. 블리자드의 'WOW', 엔씨소프트의 '리니지'에도 있어왔던 개념이었으나, 달라진 것은 블록체인 기반으로 디지털 아이템과 캐릭터를 '진짜 실물감있게 소유할 수 있게 되었다는 점'이다.

그림3 연결의 진화



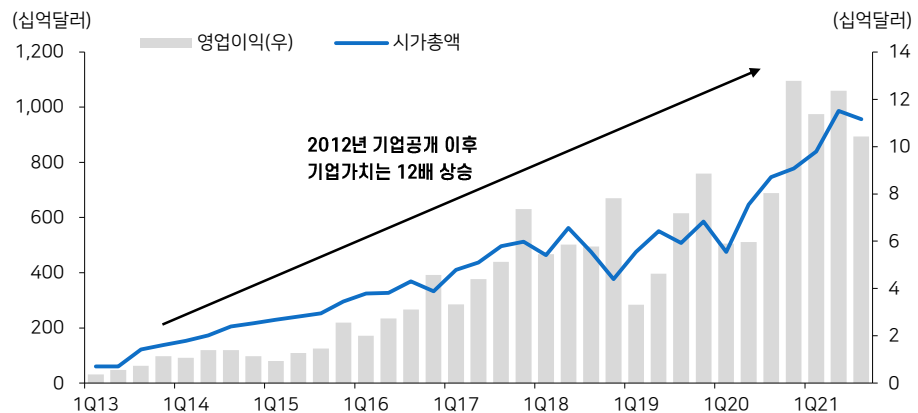
자료: 한스미디어(메타버스가 만드는 가상경제 시대가 온다), 메리츠증권 리서치센터

메타버스는 새로운 인터넷

"앞으로 5년안에 사람들은 우리를 소셜미디어 회사가 아닌 메타버스 기업으로 보게 될 것이다. 메타버스를 실현하기 위해선 많은 노력이 필요할 뿐 아니라 앞으로 수년 동안 엄청나게 많은 투자가 필요하다. 메타버스를 위한 투자에는 인력투자도 큰 비중을 차지하며 이런 많은 투자들이 앞으로 엄청나게 많은 가치를 창출하게 될 것이다." - 마크주커버그 Meta-Facebook CEO

Meta-Facebook은 글로벌 가상 공간 선도 기업으로 나아가고자 하며 차세대 가상현실 기기, '프로젝트 캄브리아', 가상의 집인 '호라이즌 홈', 1.5억달러 규모의 교육 프로그램, AR플랫폼 '스파크VR' 등을 발표하였다. 메타버스는 페이스북이 지향하는 미래로, 단순한 '아바타 세상'이 아닌 사람들이 디바이스를 통해 상호 교류 가능한 공간에 접속해서 소통하고 일을 하거나 운동을 하는 '실물감 있는 차세대 가상공간'이 될 것이다.

그림4 페이스북의 기업가치와 영업이익



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 페이스북 커넥트 2021 발표 내용

구분	내용
사명 변경	페이스북 사명을 'Meta'로 변경. 메타버스 종합회사로 본질적인 변화할 것
사업 부문	1) 기존 SNS 플랫폼 비즈니스(페이스북, 인스타그램, 왓츠앱) 2) 메타버스 관련 사업(Reality Lab; VR, AR 등)
캠브리아 (Cambria)	오culus 차기 VR 시리즈로 2022년 출시 예정. 헤드셋 내에서 깊이감과 원근법이 적용된 물리적 세계 표현
주요 자체 플랫폼	1) Horizon: Home, Worlds, Workroom 2) Calling in VR: VR 기기로 상대와 화상 통화
게임/엔터	메타버스 세상 내 게임/엔터는 빼놓을 수 없는 존재, 이미 콘텐츠 대부분을 차지하고 있지만 더 확장될 것
환경	환경 측면에서도 미래를 향한 큰 걸음: 1년 메타버스로 출퇴근 시, 1인당 탄소배출 저감효과는 여객기가 한 번 운항하지 않는 수준

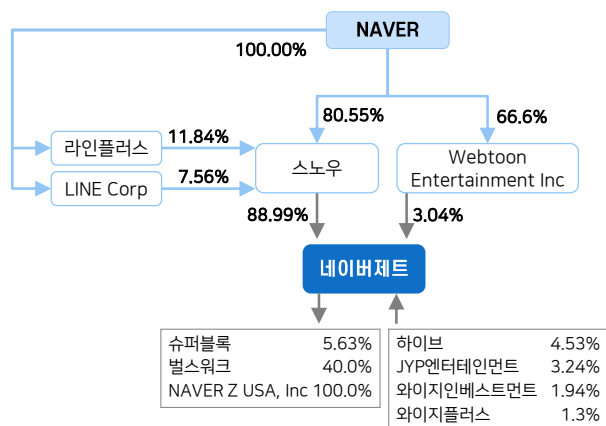
- 마크 저커버그는 메타버스가 인터넷을 승계할 것이라 판단. 지난 몇 년간 상품(product)을 만드는 것보다 생태계(ecosystem)를 만드는 것이 중요하다고 느꼈음
- 앞으로 10년 안에 수십억 명이 메타버스를 쓰고 수천억 달러의 디지털 커머스를 주최하며, 수백만명의 크리에이터와 개발자에게 직업을 제공하는 것

자료: 페이스북, 메리츠증권 리서치센터

K메타버스의 선두주자

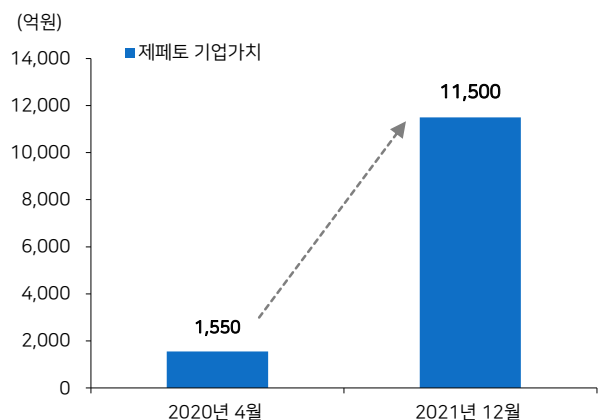
네이버의 제페토는 2018년 출시되어 21년 10월 현재 전세계 165개국 이상에서 2억 4천만명이 가입한 메타버스 플랫폼이다. 창작자들은 제페토 안에서 아이템 뿐 아니라 콘서트, 노래방 등 재미있는 경험을 할 수 있는 콘텐츠를 제작하고, 참여할 수 있다. 네이버제트는 2020년 5월 스노우 주식회사의 제페토 앱 사업부문이 물적분할되어 설립되었는데 분할 당시 JYP, YG, 하이브로부터 총 170억원의 투자 유치하며, 기업가치 1,550억원으로 평가된 바 있다. 2021년 12월 소프트뱅크 비전펀드 등이 약 2,200억원의 투자를 결정하며 기업가치는 1.15조원으로 급등하였다. 제페토의 2021년 영업수익은 485% YoY 증가한 503억원으로 추정, 22년에도 119% YoY 증가한 1,103억원을 예상한다.

그림5 네이버제트 지배구조



자료: 네이버제트, 메리츠증권 리서치센터

그림6 제페토의 기업가치 추이



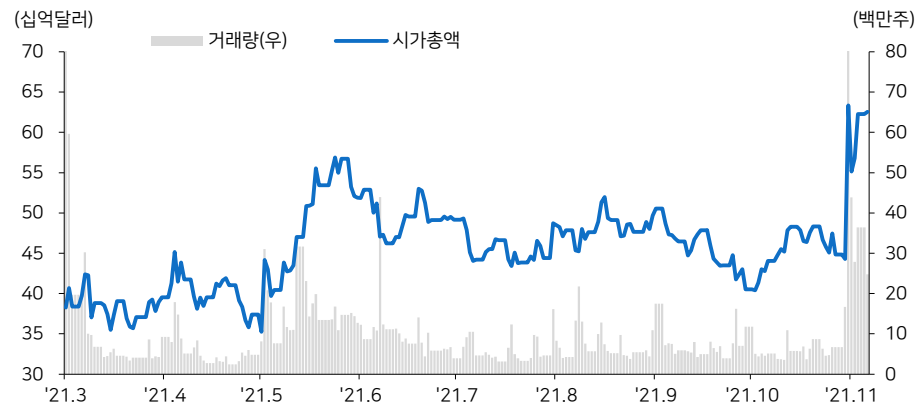
자료: 네이버제트, 메리츠증권 리서치센터

메타버스 valuation

- PSR(Price to Sales Ratio)로 평가

플랫폼의 초기 밸류에이션은 가입자당 가치 혹은 창출 가능한 매출 규모 대비 기업가치(PSR)로 평가한다. 페이스북, 에어비앤비, 우버 등 플랫폼 기업들의 초기 평균 PSR은 25~30배였으며, 수익 모델이 성숙화되며 PSR 10~15배 수준으로 하향 안정화된 바 있다. 로블록스의 기업가치는 3Q21 실적발표 이후 50% 이상 급등하였으며 22년 예상 매출액 규모 대비 PSR 18.9배 수준에서 거래되고 있다. 제페토의 기업가치는 로블록스와 동일하거나 40% 할인된 멀티플 적용시 약 11~19억달러로 평가된다.

그림7 로블록스 시가총액과 거래량



주: 2021. 11. 16 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 메타버스 Valuation

구분	단위	페이스북	카카오	로블록스	제페토
월간활성 이용자수	(만명)	358,000	4,662	17,000	1,200
2022E 매출액	(백만달러)	130,000	6,000	3,300	100
Equity Value	(백만달러)	900,094	50,000	62,549	1,104~1,890
2022E PSR	(배)	6.9	8.3	18.9	11.4~18.9
2022E Avg. PER	(배)			11.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

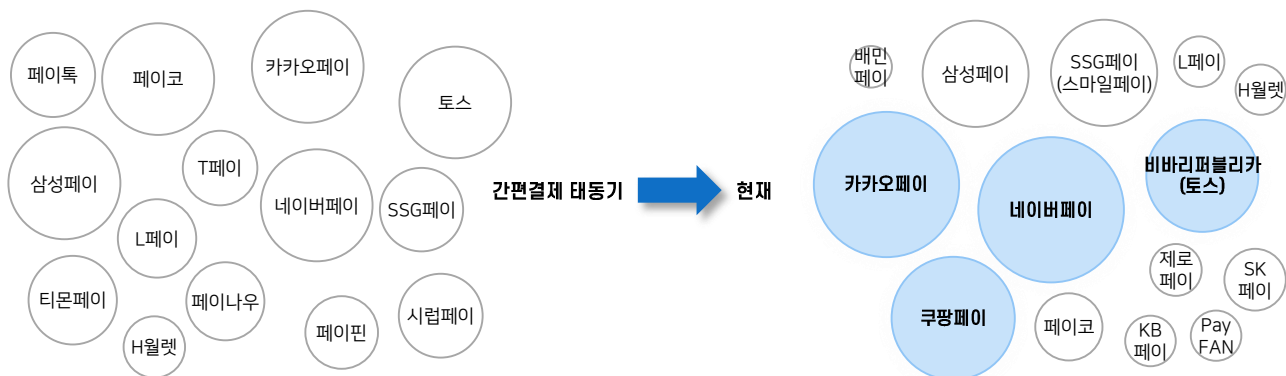
마음놓고 핀테크하다

테크핀 경쟁구도 변화

- Captive, Platform, Scale

2022년 간편결제/송금 사업자의 거래총액은 533.7조원으로 연간 카드결제액 대비 55.8% 비중을 차지한다. 2020~21년 COVID19로 인해 비대면결제 및 송금 시장은 더욱 가파르게 성장했고, 2025년도에는 연간 카드결제액 규모와 유사한 수준까지 확대될 전망이다. 한국의 테크핀 시장은 상위 사업자(Captive Market, Platform, Scale Economy) 위주로 과점화 되었다. 과거 국내 간편결제 서비스 태동기에는 신용카드사부터 유통사, PG사, 플랫폼, 이동통신사 등이 제공하는 모바일 간편결제서비스가 30여종 등장하는 춘추전국시대였다면, 2020년 이후 카카오와 NAVER는 플랫폼 네트워크 효과에 근거하여 시장 지배력을 확대하였고, 비바리퍼블리카와 쿠팡페이가 추격 중이다.

그림8 2016년 vs 2021년

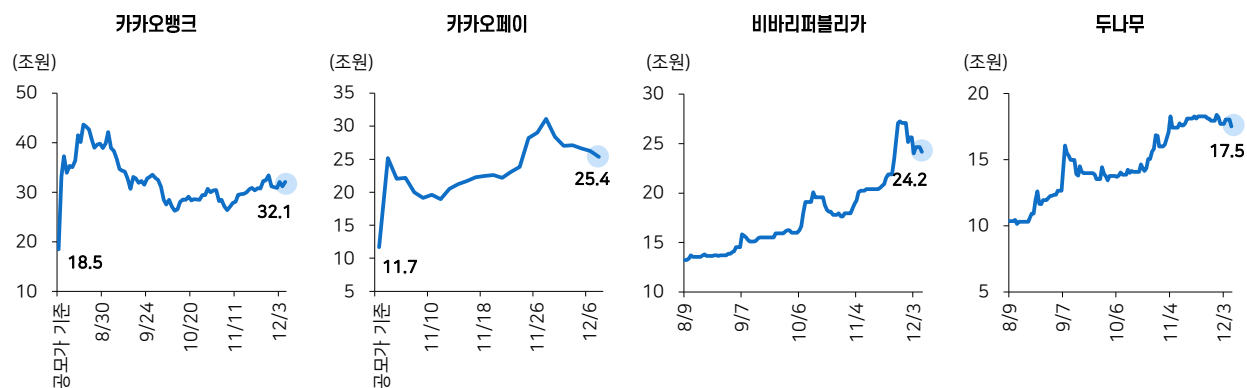


자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 핀테크 기업들의 가치

2021년 국내 Top 핀테크 기업들의 가치는 최소 50~100%의 리레이팅 진행 중이며, 2021년 카카오뱅크는 공모가 대비 60% 상승, 카카오페이 역시 공모가 대비 100%의 수익률을 실현 중이다. 비바리퍼블리카는 3월 증권, 10월 은행 출범하며 연초대비 100% 상승하며 약 24조원, 두나무도 이익창출 능력 대비 저평가, 미국 나스닥 IPO 가능성 대두되며 18조원 수준이다. 이는 핀테크 기업들의 성장과 플랫폼 확장성, 시장 지배력 강화에 대한 기대감 선반영된 것으로 보이며, 수익 포트폴리오 다변화, 디지털 금융의 혁신에 힘입어 지속적인 리레이팅 실현할 것으로 보인다.

그림9 국내 주요 핀테크 기업들의 가치



주: 2021. 12. 7 기준

자료: Wisefn, 증권플러스, 메리츠증권 리서치센터

가입자당 가치 평가

국내 핀테크 플랫폼의 이용자당 가치평가를 해보면 적게는 50만원에서 많게는 200만원까지 평가 가능하다. 평균 111만원 가치 평가대비 30% 할인을 적용시 카카오페이의 기업가치는 15.4조원으로 추정한다. 카카오뱅크(은행), 비바리퍼블리카(은행, 증권), 카카오페이(증권, 보험)는 금융 라이선스 취득하여 핀테크 플랫폼으로 본격 성장해가고 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 부여받고 있다. 2022년 카카오페이는 MTS 출시와 디지털 손해보험사 본인이 취득 등으로 금융업에 본격 진출이 기대된다.

표5 카카오페이 Valuation – 이용자당 가치평가시 약 15.4조원 수준

	EV (Equity Value) (십억원)	이용자수 (만명)	이용자당 가치 (만원)
비바리퍼블리카	20,000	1,300	154
네이버페이	10,000	1,700	59
쿠팡페이	6,000	1,200	50
카카오뱅크	28,000	1,400	200
평균	15,500	1,400	111
카카오페이	15,423	1,990	78

주: 장외 가치 및 21년 10월 기준 월간 활성 이용자수 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

NFT, 디지털 자산의 소유권

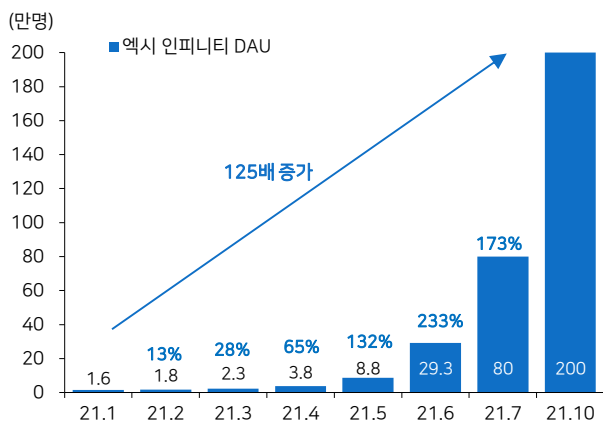
엑시 인피니티가 대표적 게임

게임을 하면서 돈을 벌수 있는 블록체인 기반의 '플레이 투 언(Play to Earn)' 게임이 등장했다. 베트남 스카이마비스의 '엑시 인피니티'가 대표적이다. '엑시 인피니티'는 2017년 베트남 게임사 스카이마비스가 개발한 블록체인 기반 게임이다. 플레이어는 AXS라는 기본 토큰으로 몬스터를 구매해야 전투 플레이 가능하며, 게임 플레이에 따라 돈으로 교환할 수 있는 암호화 토큰으로 보상이 이루어진다. 21년 3분기 월간 매출액은 2~3억달러 수준으로, 글로벌 이더리움 기반의 NFT 게임 중 1위 규모이다.

한국형 플레이투언 게임

위메이드의 '미르4'는 '미르의 전설2' 세계관을 계승한 MMORPG로 블록체인 기술을 적용한 글로벌 버전이 인기다. 게임 내 핵심 재화인 '흑철' 채집을 통해 게임 토큰 '드레이크' 생성하고, 드레이크는 위믹스로 교환 가능한 구조이다. 글로벌 4개의 코인 거래소에서 현금으로 유동화가 가능하며, 게임 캐릭터 역시 NFT화해서 게임 유저들 사이에 계정 거래 가능하도록 할 계획이다. 위믹스 가격은 '미르4' 글로벌 버전 출시 이후에 개당 250원에서 25,000원대로 100배 가격 상승한 바 있다.

그림10 '엑시 인피니티' 일간 게임 이용자수 200만명



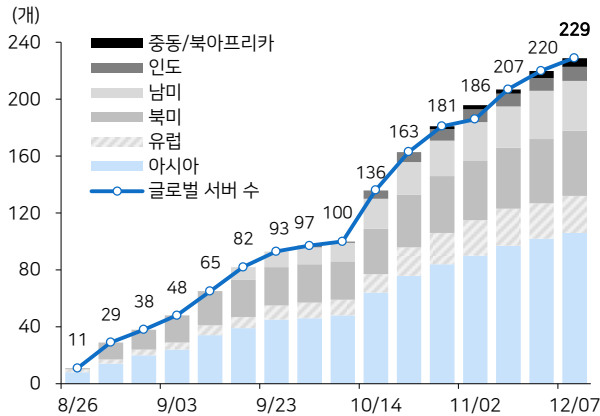
자료: axieinfinity.com, 메리츠증권 리서치센터

그림11 21년 스카이마비스 기업가치 30억 달러로 평가



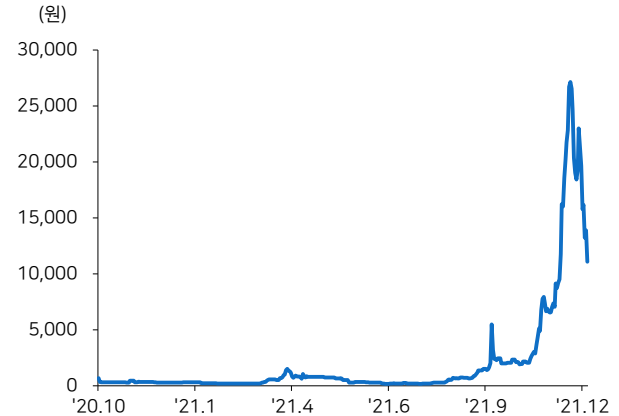
자료: Skymavis, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '미르4' 글로벌 운영 서버수 크게 증가 중



자료: 위메이드, 메리츠증권 리서치센터

그림13 위믹스 가격 추이



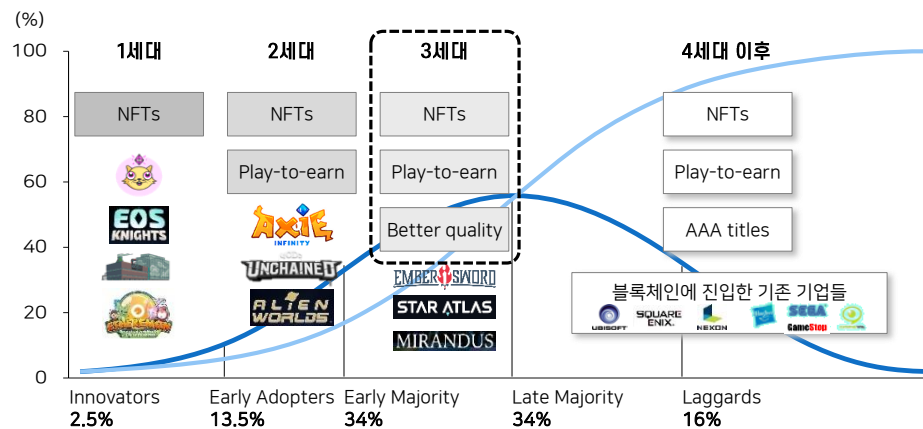
자료: 빗썸, 메리츠증권 리서치센터

전통적 게임 모델의 변화와 NFT게임의 성공 요인

전통 게임은 게임 자체는 무료로 제공하고 인게임 아이템/스킨 판매로 수익 창출해서 100% 가져가는 구조였다면, Axie 게임은 분배가 기본 원리이다. 플레이어들이 직접 엑시를 만들수 있고 플레이어간 시장에서 거래 가능하며, 창출 가치의 95%가 게이머들에게 돌아가고 Axie 개발사는 건별로 4.25%의 NFT 거래 수수료만 가져가게 된다.

2022년 블록체인/메타버스 시장의 경쟁은 심화될 건데 결국 중요한 건 1) 재미있는 게임을 개발할 수 있는 R&D, 2) 글로벌 콘텐츠를 안정적으로 운영할 수 있는 서비스 능력, 3) 규모의 경제 구축을 위한 확장성이다. 글로벌 게임 네트워크 및 디지털 콘텐츠의 확장성 측면에서 위메이드 다음으로 성공 가능성이 높은 게임사는 카카오게임즈로 판단된다.

그림14 NFT게임의 Adoption S Curve



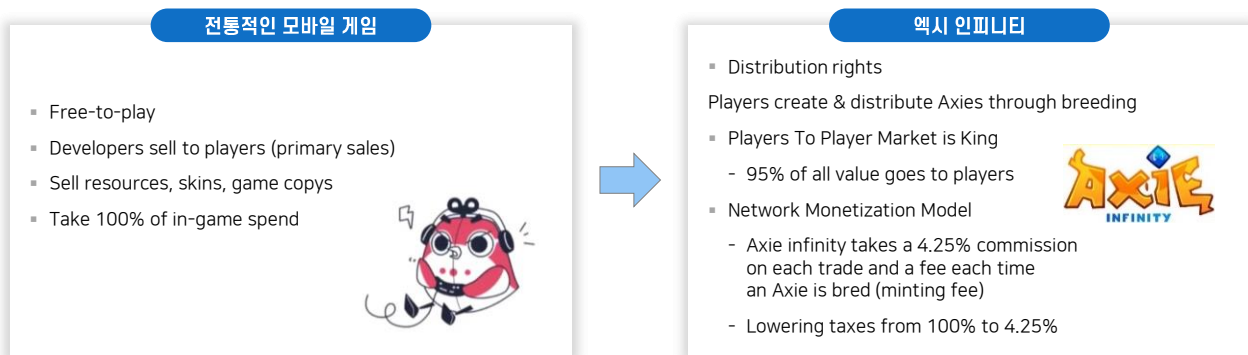
자료: Nansen, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 게임사들의 NFT 준비 현황

기업명	NFT 추진 내용 및 향후 전략
위메이드	- 미르4 글로벌 동접자수 130만명, 글로벌 서버 207개 운영 - 흑철이라는 재화로 게임내에서 아이템 강화 - 자체 코인은 드레이코로 변환, 위믹스 월렛에서 위믹스 토큰으로 교환 - 디파이:10만 흑철에 대해서 10억분의 1 이자 지급 - 자회사, 위메이드트리 통해 꾸준히 개발해온 위믹스 플랫폼의 역할 - 3년간 구축한 위믹스 생태계의 힘. 최근 위메이드 트리는 흡수합병됨 - 22년말까지 100개 게임을 위믹스에 올리고 100개 게임들에 위믹스 코인 통해 거래 가능하게 하자는 목표
엔씨소프트	- 핵심 IP인 리니지와 길드워 등에 NFT 및 P2E 기능 탑재 준비 - 게임 내 경제 시스템 관리 및 이해, 경험/지식/기술이 가장 풍부한 회사 - M&A 스탠스도 적극적으로 변화. 현금보유액(2.2조원)에 기반하여 관련 기업 및 기술에 공격적 투자할 것으로 밝혀
컴투스 /컴투스홀딩스	- NFT 개발사 캔디디지털에 1천만달러 투자 / 모회사 게임빌이 코인원 지분 38.43% 투자 - 캔디 디지털은 글로벌 암호화폐 투자사 갤럭시 디지털이 설립한 회사 - 컴투버스는 컴투스가 준비하는 블록체인 메타버스 플랫폼.
네이버제트(제페토)	- 2021년 5월 더 샌드박스와의 협약. 제페토 NFT 970개 발매 - 더 샌드박스에는 제페토 테마의 메타버스 구현
카카오게임즈	- 프렌즈게임즈는 웨이투잇과 합병. 디지털 가치 유통 플랫폼 구축 목표 - 웨이투잇은 블록체인 기반 디지털 플랫폼 '보라' 운영 중 - 글로벌 온라인게임 서비스 플랫폼 '플레이투잇'을 통해 온라인게임 IP 퍼블리싱 중

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 게임 비즈니스의 변화



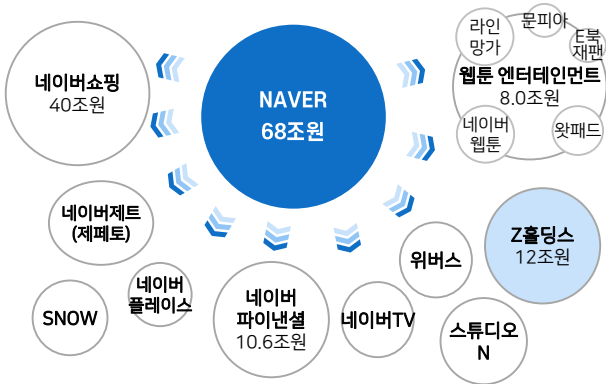
자료: Skymavis, 메리츠증권 리서치센터

Platform Big Bang

2022년에도 지속될 것

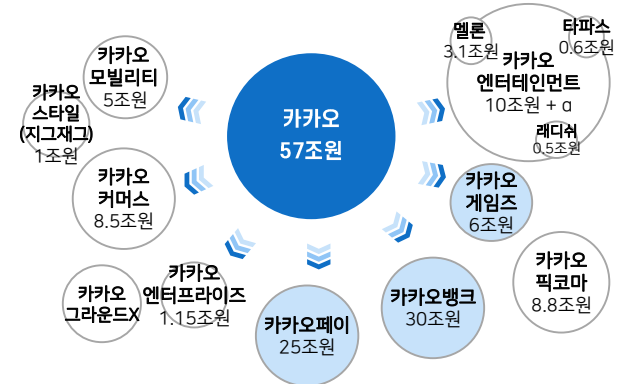
2022년에도 한국 빅테크 기업들의 플랫폼 빅뱅은 지속될 것이다. 자회사의 성장이 전체 기업 집단의 재평가로 이어지는 구조로, NAVER는 네이버파이낸셜, 네이버쇼핑, Z홀딩스의 성장과 22년 웹툰 엔터테인먼트의 미국 IPO를 기대한다. 카카오는 2020년 카카오게임즈, 2021년 카카오뱅크와 카카오페이의 성공적인 기업공개를 통해 2022년 카카오엔터테인먼트, 카카오픽코마의 IPO에 대한 기대감이 커졌다. 2021년 NAVER와 카카오의 시가총액 차이는 미미했으며 22년 누가 한국의 No.1 소프트웨어 기업이 될지 주목해야 할 시점이다.

그림16 NAVER



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카카오



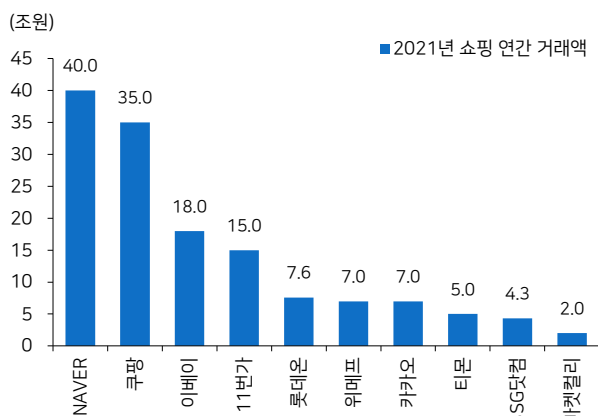
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

Platform Big Bang

국내 대표 쇼핑 플랫폼,
NAVER와 쿠팡

2021년 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장으로 국내 전자상거래 업체들의 재평가가 시작되었다. 11월 기준 쿠팡의 시가총액은 60조원으로, 2021년 예상 총매출액 대비 PSR 1.7배 부여받은 수준이다. 2022년에는 마켓컬리, SSG닷컴 등의 기업공개를 통해 네이버쇼핑과 카카오커머스 가치는 지속적으로 재평가될 가능성이 크다. 2021년 기준 네이버쇼핑과 카카오커머스의 기업가치는 각각 40.0조원, 7.0조원으로 평가된다. 쿠팡, 마켓컬리 등과 비교 할때 40% 이상 할인된 수준으로 재평가될 Upside Potential 크다고 판단되며, 국내 전자상거래 시장 내 쿠팡과 NAVER 등의 상위 기업들의 경쟁력은 지속적으로 강화될 전망이다.

그림18 국내 쇼핑사업자별 거래액 순위 - NAVER와 쿠팡 선두



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표7 쇼핑 플랫폼의 가치

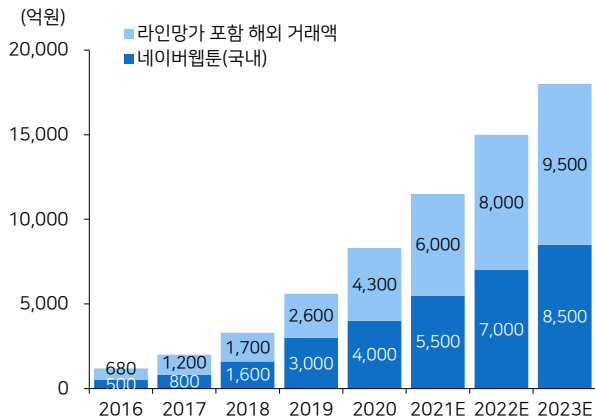
(조원)	기업가치	2021E 총매출액	2021E PSR (배)
쿠팡	60.0	35.0	1.7
이베이코리아	5.0	18.0	0.3
11번가	3.0	15.0	0.2
SSG닷컴	10.0	6.0	1.7
마켓컬리	4.0	2.0	2.0
위메프	2.8	7.0	0.4
티켓몬스터	1.7	5.0	0.3
평균	12.4	12.6	0.9
네이버쇼핑	40.0	40.0	1.0
카카오커머스	7.0	7.0	1.0

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

네이버웹툰과 카카오웹툰의 성장

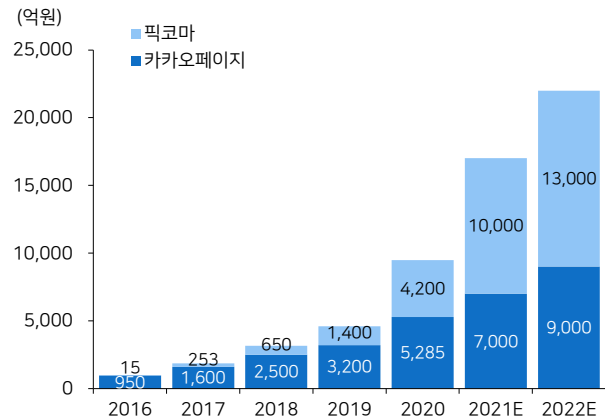
2022년 네이버웹툰의 거래액은 1.5조원으로 전년대비 30.4% 성장할 전망이다 (라인망가 8천억원 포함). 21년 3분기 네이버웹툰의 글로벌 거래액은 월간 1천억원을 돌파하였고 일본 ebook 이니셔티브 재팬 인수 가시화되며 충분히 달성 가능할 전망이다. 글로벌 네이버웹툰의 지배구조는 글로벌 비즈니스를 총괄하는 미국 본사(웹툰 Ent.)가 한국(네이버웹툰), 미국(웹툰 엔터테인먼트), 일본(라인 디지털 프론티어)의 국가별 사업회사를 거느리는 형태로 미국 주식 시장에서 기업공개 가능성을 염두해둔 지배구조이다. 카카오의 글로벌 웹툰 비즈니스의 성장도 가속화되어 2022년 카카오페이지의 글로벌 IP 거래액은 2.1조원으로 23.5% YoY 성장이 기대된다. 검증된 스토리 IP와 비즈니스 모델을 기반으로 국내외 웹툰 성장 주도하며, 글로벌 시장 공략을 위해 적극적인 인수합병 전략을 취하고 있다.

그림19 네이버 웹툰의 글로벌 거래액
- 2022년 1.5조원 전망



자료: NAVER, Z홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림20 카카오페이지+픽코마 거래액
- 2022년 글로벌 IP 거래액 2조원 돌파 추정



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

2022년 Top Picks

카카오, 크래프톤,
카카오게임즈 추천

2022년 인터넷/게임 업종 Top Pick으로 카카오, 크래프톤, 그리고 카카오게임즈를 추천한다. 카카오는 규제리스크 본격 대두되며 과도기적 상황을 지나고 있지만 Top Line 성장에 있어선 달라진 게 없어 22년 매출액과 영업이익은 각각 7.5조원(+23.9% YoY), 9,528억원(+41.7% YoY)으로 이익레버리지 확대될 전망이다. 크래프톤 역시 21년 11월 PUBG:뉴스테이트 출시를 통해 배틀그라운드 포트폴리오 확장되고 있으며 22년 '더 칼리스트 프로토콜'과 언노운월즈의 신작 등 PC/콘솔 라인업 출시되어 글로벌 게임사로 한단계 레벨업한다. 카카오게임즈도 11월 '오딘' 개발사 라이온하트의 최대주주로 올라서며 2022년 카카오게임즈의 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(+18.9% YoY), 4,243억원(+119.7% YoY) 예상된다. '비욘드 게임'을 목표로 비즈니스 영역을 게임에서 스포츠, 메타버스, NFT 분야로 확장할 목표로 자회사 프렌즈게임즈에서 NFT 거래소를 개발 중에 있으며 골프 티타임 예약권, 게임 아이템, 아이돌 팬아트 등의 디지털 자산을 판매할 계획이다.

Compliance Notice

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

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