

2022. 1. 12



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
카카오(035720)	Buy	190,000원
크래프톤(259960)	Buy	680,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	590,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	920,000원
넷마블(251270)	Buy	170,000원
카카오게임즈(293490)	Buy	130,000원
NHN(181710)	Buy	86,000원

인터넷/게임

실적도 거리두기

- ✓ 4Q21 인터넷/게임 업종의 실적은 대체로 TOP line의 성장은 견조했으나 인건비/마케팅비 등의 일회성 비용 증가로 인해 예상치 대비 하회하는 실적 달성 전망
- ✓ NAVER와 카카오에 대한 투자심리는 1~2월 4분기 실적 발표와 3월 대통령선거를 저점으로 반등할 것으로 기대. 변함없는 외형성장, 강화되는 시장지배력, 주요 사업부 및 자회사들의 가치 재평가에 기인
- ✓ 2022년에도 인터넷/게임 업종에 대한 투자는 메타버스/NFT/K콘텐츠/핀테크 가치 상승으로 인해 지속되어야할 것. Top Picks로 카카오와 크래프톤을 추천

4Q21 인터넷/게임, 예상치 하회 전망

4Q21 인터넷/게임 업종은 Top line의 성장은 견조했으나 인건비/마케팅비 등의 일회성 비용 증가로 인해 예상치 대비 하회하는 실적을 달성할 전망이다. NAVER와 카카오에 대한 투자심리는 1~2월 4분기 실적 발표와 3월 대통령선거를 저점으로 반등할 것으로 기대한다. 변함없는 외형성장, 강화되는 시장지배력, 주요 사업부 및 자회사들의 가치 재평가 때문이다. 2022년에도 인터넷/게임 업종에 대한 투자는 지속되어야할 것으로 Top Picks로 카카오와 크래프톤을 추천한다.

1. 실적도 거리두기

NAVER와 카카오의 Top line 성장은 변함없으나 영업이익은 4분기 정기 상여 및 인력 총원, 마케팅비 증가로 인해 예상치를 다소 하회할 전망이다. 네이버의 커머스 및 핀테크 매출액은 각각 3,803억원(+33.3% YoY), 2,417억원(+38.9% YoY)로 추정, 여전히 TOP Line 성장을 견인하며 전년동기 높은 기저로 인해 성장률 낮아보일 수 있지만 여전히 견조한 성장세이다. 카카오의 경우 사업부별로 차이 있어 카카오톡 플랫폼은 채널 2.0 효과 등으로 광고와 커머스를 아우르는 형태로 진화, 모빌리티는 거리두기 강화로 대리 수요 위축, 스토리 매출액은 8월 1일 출시한 카카오펀트의 매출 기여, 카카오페이는 정부의 대출 억제로 인해 금융거래 성장률 둔화 등의 영향 있었다. 영업이익은 카카오펀츠의 상여 지급으로 인해 당초 예상보다 인건비 증가된다.

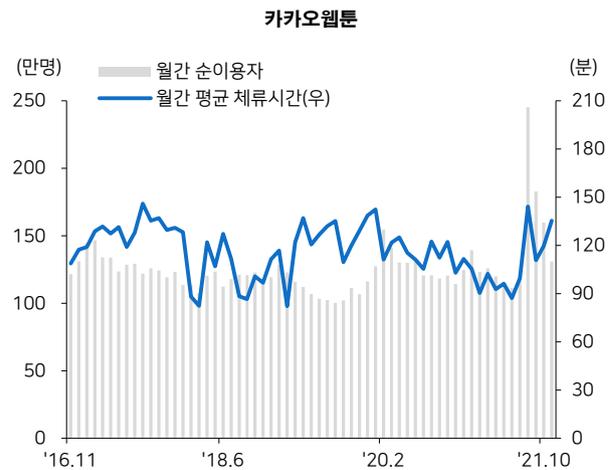
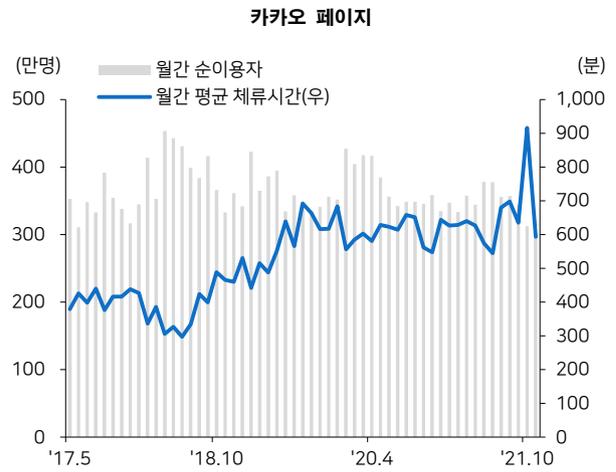
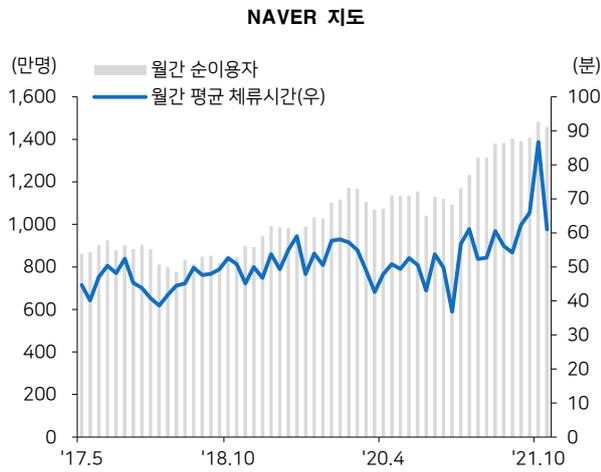
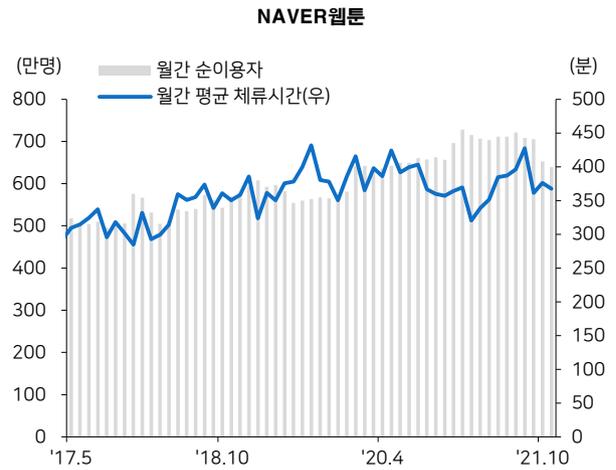
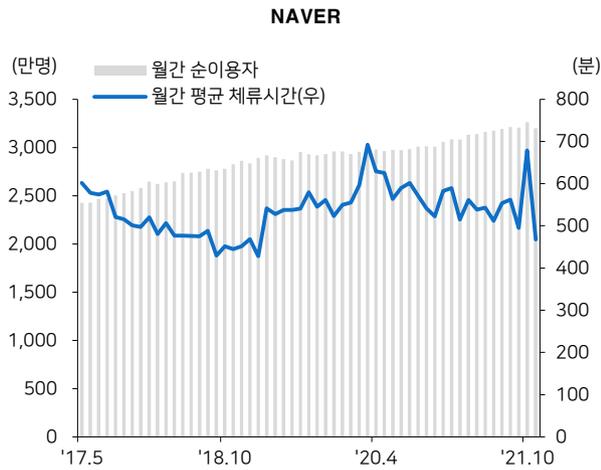
2. 언제 투자할 것인가?

NAVER와 카카오에 대한 투자심리는 3월 대통령 선거 이후 빅테크 규제 불확실성 해소되며 본격 개선될 것으로 전망한다. 게임 업종도 21년 하반기 NFT/P2E 시장 개화로 인해 무차별적인 주가 상승 있었다면 22년에는 게임성, 글로벌 서비스 능력, 확장성 등에 근거하여 1분기를 기점으로 옥석 가리는 작업이 진행될 전망이다.

3. Top Picks로 카카오, 크래프톤 추천

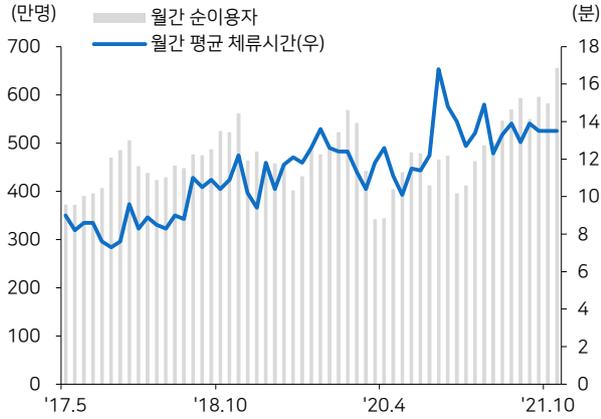
인터넷/게임 주요 Data

그림1 모바일 이용 리포트

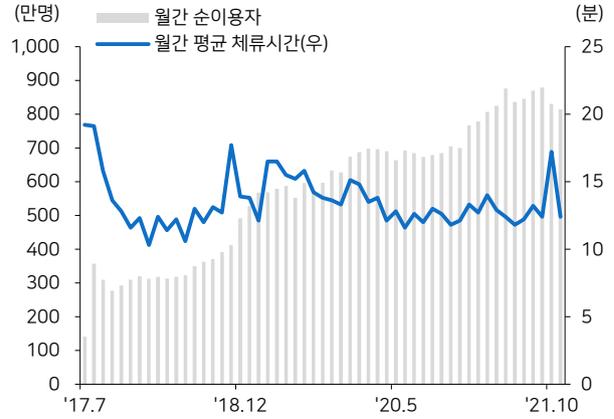


주: 모바일 앱 traffic data. NAVER TV는 기존 'NAVER 미디어 플레이어' 에서 2017.1.12 'NAVER TV' 로 명칭 변경해 서비스
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

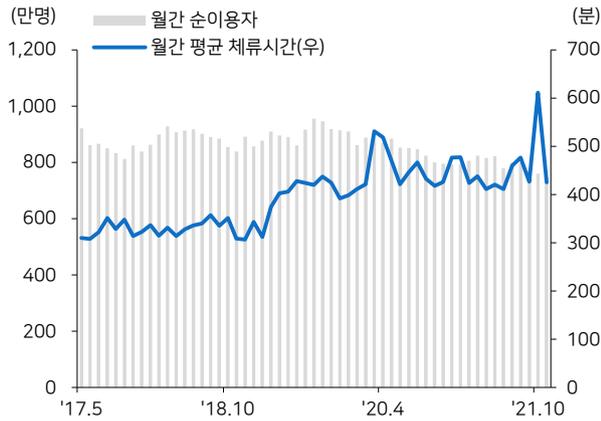
카카오 T



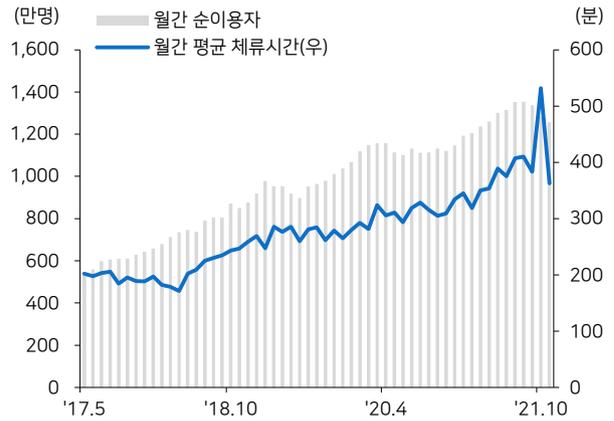
카카오뱅크



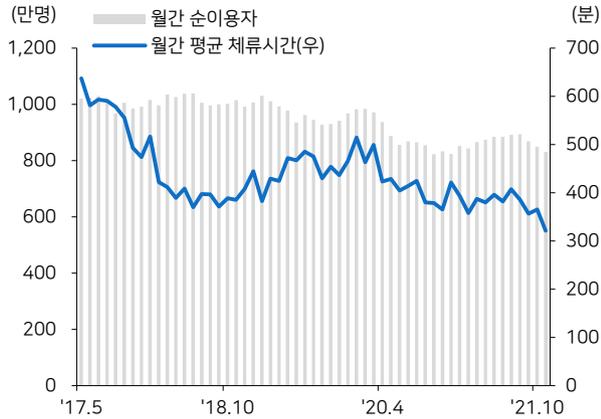
다음



인스타그램



페이스북



Youtube

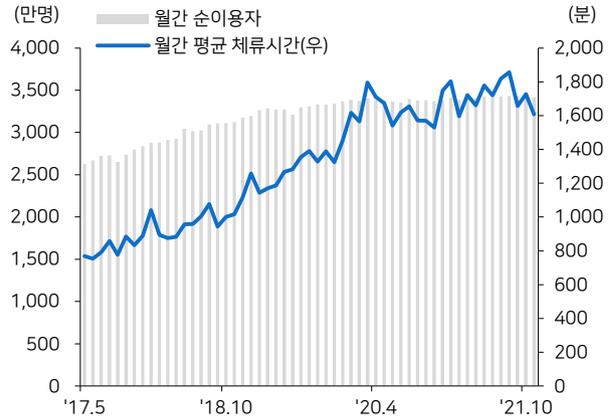
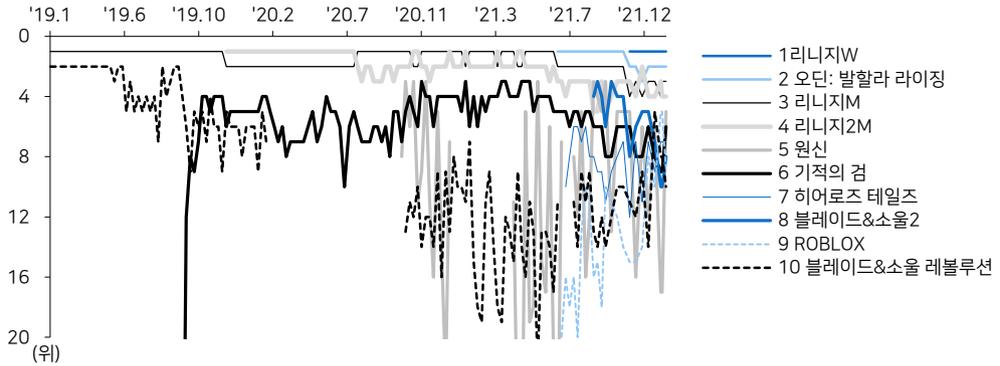
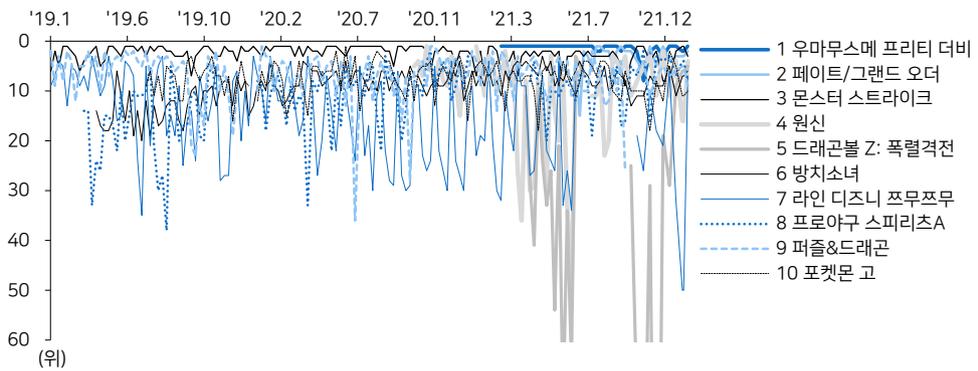


그림2 국가별 게임 매출 순위

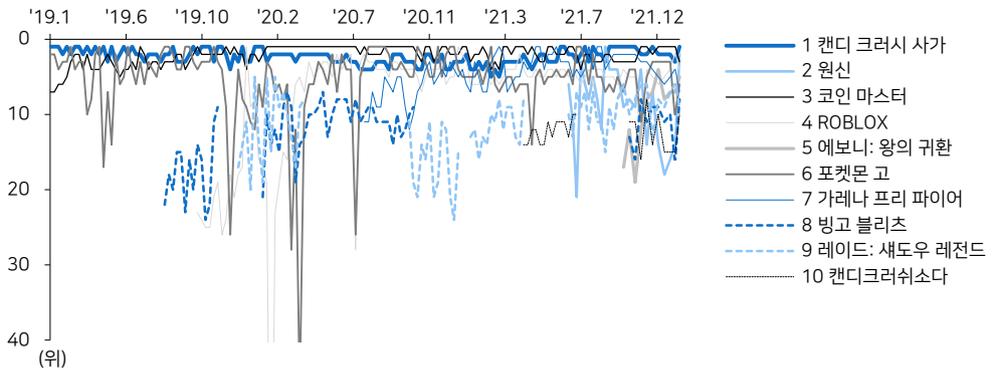
한국



일본

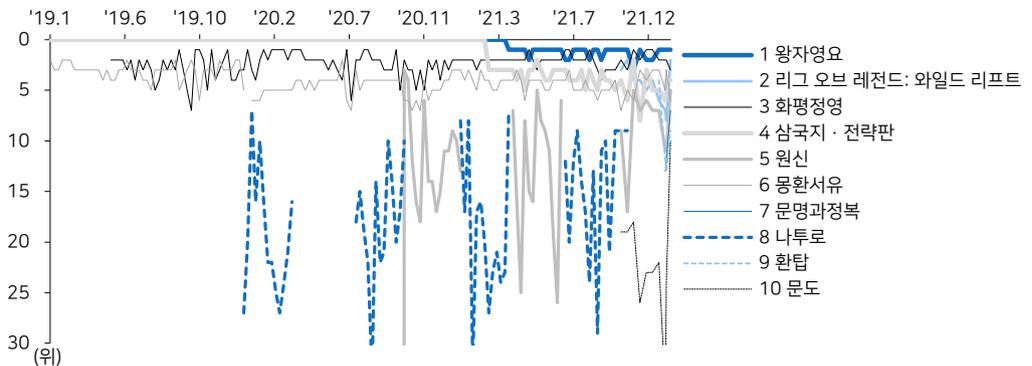


미국



중국

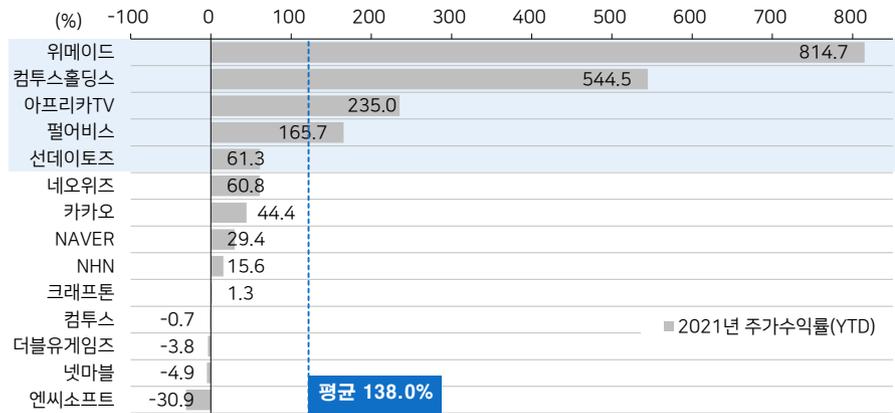
(iOS grossing 기준)



주: 2022. 1. 10 기준 구글플레이(한국, 일본, 미국) 및 iOS(중국) 매출순위

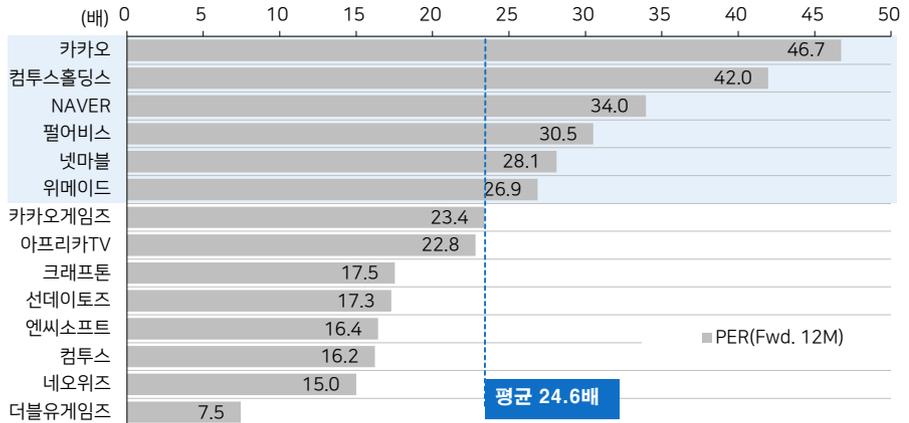
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 인터넷/게임 업종 주가수익률



주: 2021. 12. 30 기준
 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인터넷/게임 업종 12M Fwd PER 비교



주: 2021. 12. 30 기준
 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

회사	시가총액 (1.11) (조원)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		순이익 (십억원)		
		2022E	2023E						2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	
인터넷	NAVER	55.0	29.7	25.0	-	-	7.3	2.1	24.4	8,315.9	9,870.8	1,751.5	2,171.4	1,805.9	2,150.1
	카카오	42.4	38.8	31.9	13.6	2.9	11.9	4.6	27.6	7,798.5	9,370.5	1,106.0	1,464.2	1,081.4	1,316.2
	아프리카TV	1.9	18.9	14.9	47.5	0.4	39.2	6.2	12.4	346.7	426.2	122.6	158.0	99.2	126.6
	NHN	1.5	14.7	11.9	17.9	0.8	5.9	0.9	4.6	2,174.9	2,424.4	150.3	184.1	104.3	123.7
게임	크래프톤	17.9	15.4	14.0	23.9	0.6	31.5	3.6	9.5	3,192.2	3,621.2	1,428.8	1,581.1	1,133.0	1,234.7
	엔씨소프트	13.3	16.0	11.5	33.7	0.5	21.7	3.2	10.4	3,318.5	3,918.4	1,048.9	1,478.6	821.2	1,155.4
	넷마블	9.5	24.2	22.3	22.3	1.1	6.5	1.6	14.6	3,228.2	3,486.8	380.5	403.2	376.2	415.4
	펄어비스	7.7	27.4	19.7	79.0	0.3	33.8	7.5	19.7	843.8	1,077.4	347.6	486.4	283.5	388.3
	카카오게임즈	5.6	17.4	15.0	52.7	0.3	22.1	3.3	11.9	1,447.3	1,678.0	408.9	468.2	314.9	368.7
	위메이드	4.6	29.4	14.5	84.5	0.3	33.0	8.5	24.8	400.3	620.4	179.9	391.1	131.6	340.9
	컴투스	1.7	12.8	11.7	4.5	2.8	11.2	1.4	10.3	719.5	806.4	137.5	157.5	131.3	143.4
	컴투스홀딩스	1.1	37.0	27.3	37.0	1.0	9.1	3.3	21.7	165.2	187.1	50.1	65.0	28.3	38.9
	더블유게임즈	1.0	6.6	6.2	7.6	0.9	15.4	1.0	4.1	692.2	735.0	224.7	241.3	142.4	151.6
	데브시스터즈	1.0	8.0	7.3	26.2	0.3	54.5	3.2	5.9	482.1	532.6	153.4	166.9	119.1	131.4
	Average	11.7	21.2	16.6	29.0	0.8	21.6	3.6	14.4	2,366.1	2,768.2	535.0	672.7	469.4	577.5

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

회사	시가총액 (1.11) (십억달러)	PER (x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	매출액 (십억달러)		영업이익 (십억달러)		순이익 (십억달러)		
		2022E	2023E						2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	
인터넷	Google	1,840.2	22.2	19.1	14.4	1.5	26.6	6.0	14.3	245.0	284.3	86.4	100.2	81.5	93.6
	Amazon	1,637.9	48.8	33.6	29.0	1.7	20.1	9.9	19.7	554.8	648.9	32.4	50.7	36.9	54.0
	Facebook	912.6	21.2	18.4	13.5	1.6	25.6	5.3	12.9	140.1	165.5	48.5	57.6	42.8	48.8
	Tencent	566.9	24.1	19.8	19.6	1.2	15.8	3.5	18.0	103.5	120.7	30.9	35.4	23.5	28.7
	Alibaba	347.8	14.0	12.1	1.3	11.1	11.0	2.3	9.4	159.1	183.1	17.5	22.6	25.7	30.3
	Snap	67.1	72.9	33.8	76.3	1.0	-0.7	17.2	71.2	5.6	8.1	0.8	2.0	0.9	2.1
	Baidu	53.0	17.5	14.2	18.8	0.9	7.1	1.7	9.9	21.7	24.7	2.4	3.2	3.0	3.9
	Z Holdings	40.8	41.6	32.4	8.6	4.8	4.3	1.7	13.8	14.8	16.1	1.8	2.2	1.0	1.2
	Twitter	32.0	46.1	29.1	55.8	0.8	7.7	4.4	18.9	6.2	7.5	0.8	1.2	0.8	1.2
	Rakuten	15.7	-	48.2	-165.4	-	-13.8	2.5	0.7	16.1	18.4	-1.0	0.8	-0.9	0.2
	HUYA	1.6	-	19.3	51.9	-	-1.4	1.0	-	1.9	2.1	-0.1	0.0	0.0	0.1
게임	Netease	67.2	22.2	18.4	69.5	0.3	17.8	3.8	15.5	16.0	18.3	3.2	3.8	3.2	3.7
	Nintendo	60.6	15.5	15.9	-2.6	-5.9	18.2	2.8	9.5	14.3	13.4	5.0	4.8	3.6	3.3
	Blizzard	49.2	16.3	13.9	10.3	1.6	15.0	2.5	10.8	9.1	10.4	3.8	4.7	3.0	3.7
	EA	36.5	17.1	15.2	15.6	1.1	19.8	4.2	12.3	8.2	8.8	2.7	3.0	2.2	2.4
	Nexon	16.8	17.1	14.8	8.7	2.0	13.1	2.1	9.4	2.9	3.3	1.2	1.4	1.0	1.1
	Cyberagent	8.0	19.0	18.1	4.3	4.4	25.8	3.9	6.9	6.6	7.0	0.9	0.9	0.4	0.5
Average	338.5	27.7	22.1	13.5	1.9	12.5	4.4	15.8	78.0	90.6	14.0	17.3	13.4	16.4	

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

Industry Brief
2022. 1. 12

NAVER 035420

글로벌 플레이어

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4Q21 실적, 예상치 부합 전망. 서치 플랫폼, 커머스, 핀테크, 콘텐츠의 매출액 성장은 전년동기 높은 성장률(45~68% YoY) 대비로는 낮아지나 여전히 매우 고성장이 지속되며 왓패드 연결 인식 효과와 스노우(제페토) 매출 증가 때문
- ✓ 21년 네이버플러스 멤버십 가입자수는 무난히 600만 달성. 콘텐츠 매출의 고성장이 지속되며 왓패드 연결 인식 효과와 스노우(제페토) 매출 증가 때문
- ✓ 네이버페이 거래액은 11.0조원으로 41% YoY 증가 전망, 일본 마이스마트스토어는 베타서비스 중, 판매자/이용자수 추이 및 만족도 양호. 22년 봄 정식 론칭 예정
- ✓ 투자의견 Buy 및 적정주가 59만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **590,000 원**
현재주가 (1.11) **335,000 원**
상승여력 **76.1%**

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	549,564억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	81.81%
외국인비중	55.67%
52주 최고/최저가	454,000원/300,500원
평균거래대금	2,004.7억원

주요주주(%)	
국민연금공단	9.19
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.2	-19.4	8.4
상대주가	-12.8	-11.4	16.6

주가그래프



4Q21 실적, 기대치 부합 전망

4분기 매출액은 1조 8,874억원(+24.8% YoY), 영업이익은 3,862억원(+19.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.9조원, 영업이익 3,841억원)에 대체로 부합할 전망이다. 사업부문별 매출액은 서치플랫폼 8,602억원(+11.7% YoY), 커머스 4,277억원(+35.0% YoY), 핀테크 2,799억원(+39.2% YoY), 콘텐츠 2,084억원(+50.0% YoY), 클라우드 1,113억원(+30.0% YoY)으로 모든 사업부가 고른 성장을 시현한다. 21년 네이버플러스 멤버십 가입자수는 무난히 600만을 달성한 것으로 파악된다. 4분기 콘텐츠 매출은 왓패드 연결 인식과 스노우(제페토) 매출 증가로 50.0% YoY 성장할 전망이다. 영업이익률은 20.5%로 0.9%p QoQ 하락하는데 연말 상여 및 인력 충원으로 인한 인건비 증가 때문이다.

K콘텐츠에 대한 관심 - '네이버웹툰'의 재평가

2021년 네이버의 콘텐츠 매출액은 6,681억원으로 45.2% YoY 증가를 예상한다. 글로벌 웹툰거래액은 월간 1천억원을 돌파하였으며 북미 왓패드, 한국 문피아, 일본 e북 기업 인수 등을 통해 글로벌 스토리텔링 플랫폼 역량 강화된다. 거래액 성장을 대비 매출 성장률이 높은 이유는 국내 인기 IP를 해외 서비스하는 크로스 보딩 콘텐츠 비중 증가 때문이다.

한국 대표 메타버스는 '제페토'

21년 11월 소프트뱅크는 약 2,220억원을 제페토에 투자하며 제페토의 가치는 약 1.15조원으로 평가, 20년 5월 대비 7배 이상 상승하였다. 제페토 개발자 총원 및 제페토 콘텐츠 다변화(방송, 애니메이션, 콘서트/노래방 등의 콘텐츠 확장)에 쓰일 예정이다. 한편 네이버랩스는 도시단위의 디지털 트윈 사업, '아크버스'를 발표하며 네이버의 메타버스 역량은 더욱 강화된다.

(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	6,777.3	1,360.5	16,604.9	101,087	1,866.1	144,151	4.0	2.8	34.3	107.0	34.6
2022E	8,071.5	1,694.5	1,871.0	11,391	-88.9	155,052	29.4	2.2	23.2	7.6	34.8
2023E	9,534.9	2,161.8	2,212.2	13,468	18.5	168,026	24.9	2.0	18.8	8.3	34.8

4Q21 Preview – 예상치 총족 전망

4분기 매출액은 1조 8,874억원(+24.8% YoY), 영업이익은 3,862억원(+19.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 1.9조원, 영업이익 3,841억원)에 대체로 부합할 전망이다. 사업부문별 매출액은 서치플랫폼 8,602억원(+11.7% YoY), 커머스 4,277억원(+35.0% YoY), 핀테크 2,799억원(+39.2% YoY), 콘텐츠 2,084억원(+50.0% YoY), 클라우드 1,113억원(+30.0% YoY)으로 모든 사업부가 고른 성장을 시현한다. 21년 네이버플러스 멤버십 가입자수는 무난히 600만을 달성한 것으로 파악된다. 4분기 콘텐츠 매출은 왓패드 연결 인식, 카메라 매출 호조, 스노우(제페토) 매출 증가로 50.0% YoY 성장할 전망이다. 영업이익률은 20.5%로 0.9%p QoQ 하락하는데 연말 상여 및 인력 충원으로 인한 인건비 증가 때문이다.

표3 NAVER 4Q21 Preview – 예상치 총족 전망

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,887.4	1,512.6	24.8%	1,727.3	9.3%	1,886.3	0.1%
서치플랫폼	860.2	770.2	11.7%	824.9	4.3%	-	-
커머스	427.7	316.8	35.0%	380.3	12.5%	-	-
핀테크	279.9	201.1	39.2%	241.7	15.8%	-	-
콘텐츠	208.4	138.9	50.0%	184.1	13.2%	-	-
클라우드	111.3	85.6	30.0%	96.2	15.7%	-	-
영업이익	386.2	323.8	19.3%	349.8	10.4%	384.1	0.5%
세전이익	554.0	562.6	-1.5%	495.0	11.9%	-	-
지배순이익	434.8	424.6	2.4%	331.9	31.0%	413.2	5.2%
영업이익률(%)	20.5%	21.4%	-0.9%p	20.3%	0.2%p	20.4%	0.1%p
순이익률(%)	23.0%	28.1%	-5.0%p	19.2%	3.8%p	21.9%	1.1%p

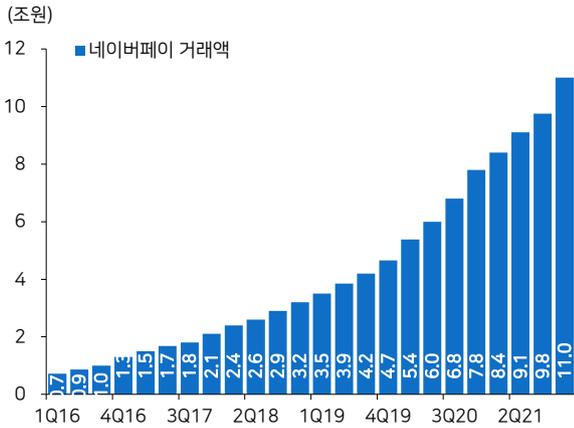
자료: NAVER, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표4 NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,887.4	1,818.4	1,977.2	2,042.8	2,233.0	5,304.1	6,777.3	8,071.5
증감율(YoY %)	29.8%	30.4%	26.9%	24.8%	21.3%	18.9%	18.3%	18.3%	21.8%	27.8%	19.1%
서치플랫폼	752.7	826.0	824.9	860.2	799.5	874.2	865.6	898.7	2,803.2	3,263.8	3,438.1
커머스	324.4	365.3	380.3	427.7	437.9	474.9	490.6	547.4	1,089.6	1,497.7	1,950.8
핀테크	209.5	232.6	241.7	279.9	293.3	314.0	333.5	377.9	677.4	963.7	1,318.8
콘텐츠	130.8	144.8	184.1	208.4	183.1	195.5	235.6	268.8	460.2	668.1	883.0
클라우드	81.7	94.9	96.2	111.3	104.6	118.6	117.4	140.2	273.7	384.1	480.8
영업비용	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,501.2	1,454.1	1,563.7	1,618.5	1,740.6	4,088.8	5,416.8	6,377.0
증감율(YoY %)	40.3%	37.2%	28.9%	26.3%	20.2%	17.8%	17.5%	15.9%	27.7%	32.5%	17.7%
개발/운영	374.3	399.6	389.0	428.5	437.1	445.8	454.7	477.5	1,196.6	1,591.4	1,815.1
파트너	510.0	581.7	608.8	642.0	618.6	691.4	720.0	759.6	1,796.6	2,342.5	2,789.6
인프라	155.0	170.6	178.2	180.5	180.2	189.2	198.7	208.6	549.8	684.3	776.7
마케팅	171.0	176.0	201.5	250.2	218.2	237.3	245.1	295.0	545.9	798.7	995.6
영업이익	288.8	335.6	349.8	386.2	364.3	413.6	424.2	492.4	1,215.4	1,360.4	1,694.5
증감율(YoY %)	-1.0%	8.9%	19.9%	19.3%	26.1%	23.2%	21.3%	27.5%	5.2%	11.9%	24.6%
OPM(%)	19.3%	20.2%	20.3%	20.5%	20.0%	20.9%	20.8%	22.1%	22.9%	20.1%	21.0%
세전이익	424.9	647.1	495.0	554.0	534.8	587.5	601.5	672.9	1,633.6	2,121.0	2,396.7
지배순이익	15,310.5	527.7	331.9	434.8	419.3	459.1	469.2	523.5	1,002.1	16,604.9	1,871.0

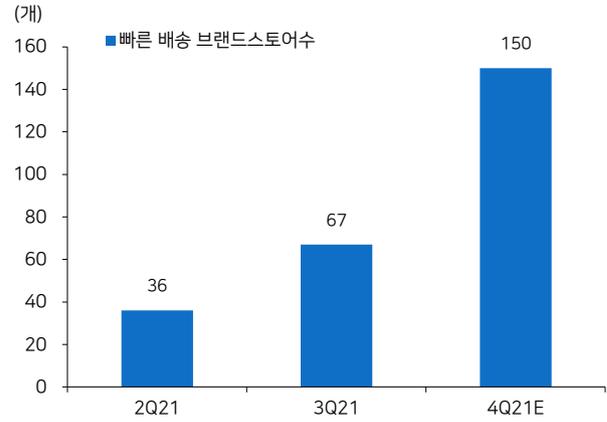
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4Q21 네이버페이 거래액 11.0조원(+41% YoY) 추정



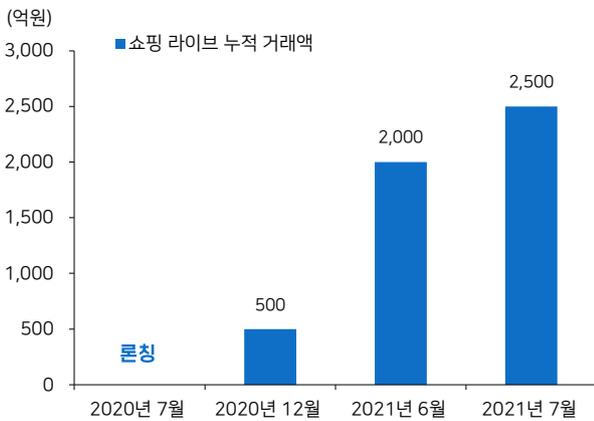
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림6 네이버 빠른 배송 브랜드스토어수(CJ대한통운)



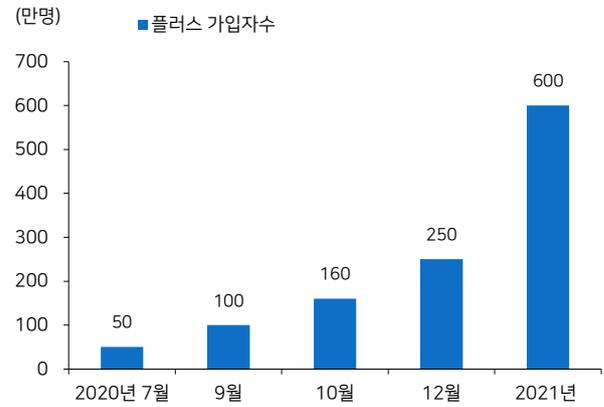
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림7 네이버 쇼핑라이브 거래액, 월간 500억원 돌파



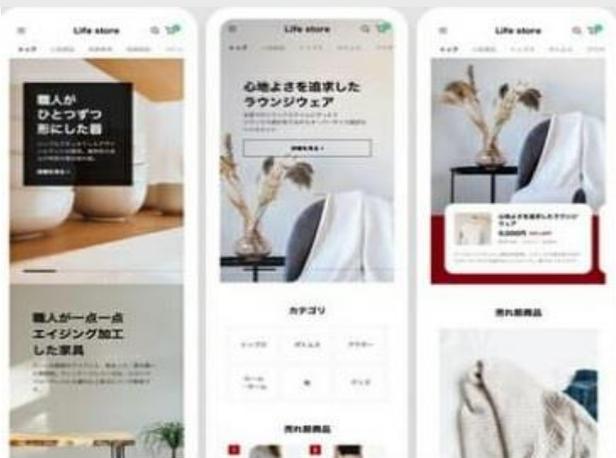
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림8 네이버플러스 멤버십 가입자수 600만 돌파 예상



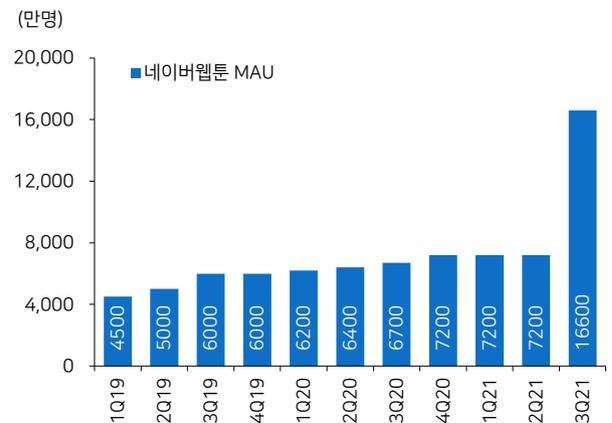
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림9 라인 마이스마트스토어



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 네이버웹툰 MAU 1.66억명 수준

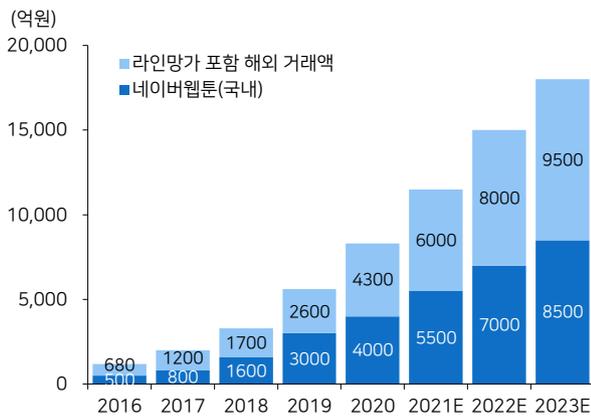


자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

네이버웹툰의 재평가 원년

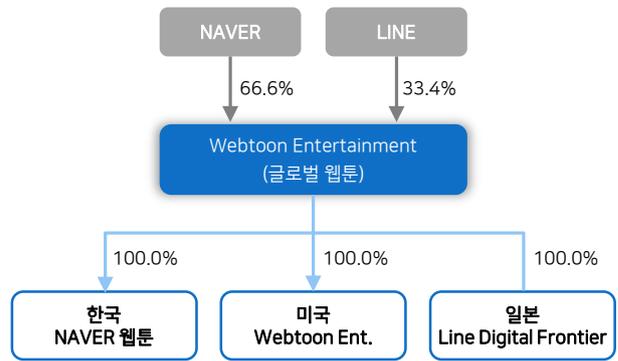
2021년 네이버의 콘텐츠 매출액은 6,681억원으로 45.2% YoY 증가를 예상된다. 글로벌 웹툰거래액은 월간 1천억원을 돌파하였으며 북미 왓패드, 한국 문피아, 일본 e북 기업 인수를 통해 글로벌 스토리텔링 플랫폼 역량 강화된다. 거래액 성장률 대비 매출 성장률이 높은 이유는 국내 인기 IP를 해외 서비스하는 크로스 보딩 콘텐츠의 매출 비중 증가 때문이다. 2020년 5월 네이버웹툰은 글로벌 지주사(웹툰 엔터테인먼트) - 국가별 사업 자회사(한국, 미국, 일본 등)의 형태로 지배구조를 재편하였고 2021년 네이버웹툰의 '스위트홈'과 '지옥' 등의 IP는 넷플릭스 오리지널로 영상화되며 글로벌 시장에서 크게 히트하며 K콘텐츠의 대표 주자로서 네이버웹툰의 경쟁력 재평가될 수 있다.

그림11 네이버웹툰 글로벌 거래액



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림12 네이버웹툰의 지배구조



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표5 2022년 네이버웹툰의 영상화 계획

출시 시점	타이틀	작가	형태	특징
2021년	스위트홈	김칸비, 황영찬	넷플릭스 오리지널	도깨비 이응복 감독 작품 20년 12월 오픈 이후 글로벌 2천만명 이상 시청하며 흥행
	D.P 개의 날	김보통	넷플릭스 오리지널	클라이맥스 스튜디오/한준희 감독, 손석구/정해인 주연, 군대, 추리물
	전지적 독자 시점	싱송	극장용 장편 영화(5편)	'신과함께' 제작사 리얼라이즈픽처스 제작, 김병우 감독, 현대 판타지
	유미의 세포들	이동건	드라마, 애니메이션	스튜디오드래곤/메리카우/스튜디오N 제작, 이상엽 감독 김고은 주연, '22년 유미의 세포들2 제작 예정
	모범택시	까를로스, 크크재진	드라마	스튜디오S/그룹에이트 제작, 박준우 감독 이제훈 주연, 모범택시2 제작 확정
	알고 있지만	정서	드라마	비온드레이/스튜디오N/JTBC스튜디오, 김가람/장지연 감독 한소희, 송강 주연, 청춘 로맨스
	지옥	최규석	넷플릭스 오리지널	클라이맥스스튜디오 제작, 부산행의 연상호 감독 제작 '헬바운드' 유아인 주연, 스릴러
2022년 1월	백수세끼	치즈	티빙 오리지널	플레이리스트/스튜디오, 김준모 감독, 하석진 주연
	내과 박원장	장봉수	티빙 오리지널	싸이더스/엑스라지픽처스, 서준범 감독, 이서진 주연, 하이퍼리얼리즘 메디컬 웹툰 원작
2022년 상반기	지금 우리 학교는	주동근	넷플릭스 오리지널	JTBC스튜디오, 이재규 감독, 학교 배경의 좀비물
	모럴센스	겨울	넷플릭스 오리지널	씨앗필름, 박현진 감독, 넷플릭스가 기획부터 참여한 로맨스 영화
	안나라수마나라	하일권	넷플릭스 오리지널	콘텐츠지음, 김성운 감독, 지창욱/최성은 주연
	내일	라마	드라마	슈퍼문픽처스, 김태윤/성치욱 공동 연출, 김희선 주연
2022년 하반기	금수저	HD3작가	드라마	삼화네트웍스, 송현욱 PD 연출, 육성재 주연
	우월한 하루	아루아니/김칸비	드라마	아이윌미디어, 조남형 감독, 24시간 리얼 스릴러물
	이번 생도 잘 부탁해	이혜	드라마	'쌈 마이웨이' 이나정 감독, 판타지 로맨스
	방과 후 전쟁활동	하일권	드라마	스튜디오드래곤 제작, 성용일 감독, SF 스릴러물
	사냥개들	정찬	넷플릭스 오리지널	스튜디오/씨앗필름, 김주환 감독 연출, 우도환/김새론/박성웅/허준호 주연
키스 식스 센스	갯년, 초코봉	디즈니 플러스 오리지널	아크미디어, 남기훈 감독, 윤계상/서지혜 주연, 로맨스물	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

한국 대표 메타버스 플레이어

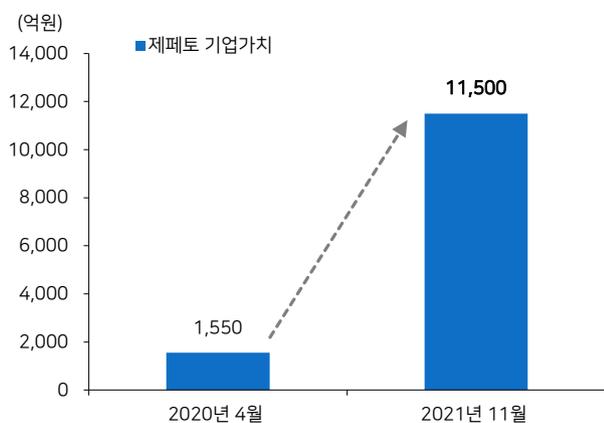
21년 11월 소프트뱅크는 약 2,220억원을 제페토에 투자하며 제페토의 가치는 약 1.15조원으로 평가, 20년 5월 대비 7배 이상 상승하였다. 제페토 개발자 총원 및 제페토 콘텐츠 다변화(방송, 애니메이션, 콘서트/노래방 등의 콘텐츠 확장)에 쓰일 예정이다. 한편 21년 12월 네이버랩스는 도시단위의 디지털 트윈 사업, '아크버스'를 발표하였는데 현실의 사물/건물/도시를 디지털 공간에 복제하는 기술로 네이버의 제2사옥과 일본에서 상용화를 계획하고 있다.

그림13 아크버스 - 디지털 트윈 사업



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림14 제페토의 가치 - 21년 7배 이상 급등



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표6 아크버스란 무엇인가?

구분	내용
주체	네이버랩스
기능	인공지능(AI) · 로봇 · 클라우드 · 디지털트윈 · 5G · 자율주행 · 증강현실(AR) 현실과 디지털 공간을 유기적으로 연결하는 융합 메타버스 생태계
핵심기술	<ul style="list-style-type: none"> 네이버클라우드와 5G를 바탕으로 빌딩과 로봇들의 두뇌 역할을 하는 멀티 로봇 인텔리전스 시스템 '아크'(ARC) 독자적인 실내 · 외 디지털트윈 데이터 제작 솔루션 '어라이크'(ALIKE)
활용 목표	<ul style="list-style-type: none"> 네이버 제2사옥에 아크 솔루션 활용 소프트뱅크와 협업하여 일본 도시 단위 고정밀 지도(HD맵) 제작 프로젝트 진행 예정

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표7 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(1/11, 원)	335,000	
상승여력(%)	76.1%	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,356.2	5,304.2	6,777.3	8,071.5	9,534.9
매출액증가율 (%)	-22.0	21.8	27.8	19.1	18.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,356.2	5,304.2	6,777.3	8,071.5	9,534.9
판매관리비	3,201.2	4,088.8	5,416.8	6,377.0	7,373.1
영업이익	1,155.0	1,215.3	1,360.5	1,694.5	2,161.8
영업이익률	26.5	22.9	20.1	21.0	22.7
금융손익	237.2	378.1	552.5	560.8	386.9
중속/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	2,121.0	2,396.7	2,839.1
법인세비용	470.6	492.5	516.6	551.2	653.0
당기순이익	396.8	845.0	16,604.4	1,845.5	2,186.1
지배주주지분 순이익	583.1	1,002.1	16,604.9	1,871.0	2,212.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,356.8	1,447.2	14,897.7	3,405.3	3,873.1
당기순이익(손실)	396.8	845.0	16,604.4	1,845.5	2,186.1
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	-430.0	-442.9	-456.2
투자자산의감소(증가)	-1,221.2	-743.6	-14,963.1	-844.2	-1,498.4
재무활동 현금흐름	52.3	1,192.1	105.1	665.4	709.4
차입금의 증감	923.4	-1,197.6	1,040.7	1,009.2	953.1
자본의 증가	34.3	218.0	-360.8	-371.6	-382.8
현금의 증가(감소)	417.6	-2,140.2	2,400.1	681.4	647.7
기초현금	3,322.9	3,740.5	1,600.3	4,000.4	4,681.8
기말현금	3,740.5	1,600.3	4,000.4	4,681.8	5,329.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,643.7	10,544.7	5,400.7	6,104.1	6,763.7
현금및현금성자산	3,740.5	1,600.3	4,000.4	4,681.8	5,329.5
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	55.1	4.3	5.2	6.1	6.1
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	32,458.8	34,923.6	37,796.5
유동부채	3,773.1	7,911.8	2,306.1	2,483.4	2,540.8
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	2,524.1	2,681.3	2,000.5
사채	752.3	5.7	5.7	5.7	5.7
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	106.4	106.4	106.4
이익잉여금	5,712.1	6,654.8	23,204.3	24,994.8	27,126.0
비지배주주지분	698.7	887.9	445.1	445.1	445.1
자본총계	6,503.9	8,255.1	24,123.9	25,914.4	28,045.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	26,431	32,274	41,259	49,137	58,046
EPS(지배주주)	3,538	6,097	101,087	11,391	13,468
CFPS	7,702	11,041	17,488	18,633	20,438
EBITDAPS	10,030	10,409	11,388	13,515	16,455
BPS	35,223	44,850	144,151	155,052	168,026
DPS	376	402	402	402	402
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	52.7	48.0	4.0	29.4	24.9
PCR	24.2	26.5	23.3	18.0	16.4
PSR	7.1	9.1	9.9	6.8	5.8
PBR	5.3	6.5	2.8	2.2	2.0
EBITDA	1,653.0	1,710.6	1,870.6	2,219.9	2,703.0
EV/EBITDA	17.8	27.5	34.3	23.2	18.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.6	15.2	107.0	7.6	8.3
EBITDA 이익률	37.9	32.3	27.6	27.5	28.3
부채비율	89.1	106.1	34.6	34.8	34.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	69.8	56.1	59.8	70.9	86.2
매출채권회전율(x)	14.9	-	-	-	-
재고자산회전율(x)	77.4	178.4	1,423.9	1,437.3	1,574.2

Industry Brief
2022. 1. 12

카카오 035720

바탕피싱의 기회

▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

- ✓ 4Q21 실적, 예상치 하회할 전망. 사업부별로 희비가 엇갈린 실적. 특비즈/페이/스토리 등의 성과 양호했으나 모빌리티/게임 등은 부진
- ✓ 광고는 비즈보드와 채널 2.0 개편 효과, 스토리 매출액도 카카오펀트 수익화 본격화로 양호, 모빌리티는 거리두기 강화로 대리 수요 위축, '게임'도 오딘 매출 하향 안정화로 감소세
- ✓ 영업이익률은 9.1%로 지난 1년간 최저 수준의 수익성 시현할 전망. 다만 4분기 실적이 저점일 가능성 높고 3월 대통령 선거 이후 규제 불확실성 해소되며 투자심리 본격 회복 가능할 것

Buy

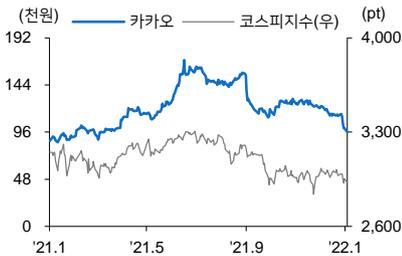
적정주가 (12개월) 190,000 원
현재주가 (1.11) 95,000 원
상승여력 100.0%

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	423,611억원
발행주식수	44,591만주
유동주식비율	73.06%
외국인비중	29.63%
52주 최고/최저가	169,500원/85,500원
평균거래대금	2,714.4억원

주요주주(%)	
김범수 외 65인	24.19
국민연금공단	7.42
MAXIMO PTE	6.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.4	-40.8	4.9
상대주가	-20.3	-34.9	12.8

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 7,176억원(+37.7% YoY), 1,568억원(+4.8% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 1.75조원, 영업이익 1,862억원) 대비 하회할 전망이다. 특비즈 매출액은 4,543억원(+24.3% YoY)으로 추정, 광고효율(ROI)을 추구하는 광고주 확대로 비즈보드 상품의 인기 지속되며 특채널은 채널 2.0 개편을 통해 예약, 구매, 결제까지 논스톱으로 가능한 임베디드 광고/커머스 플랫폼으로 진화한다. 모빌리티 매출액은 4분기 거리두기 강화로 택시는 안정적 성장, 대리 매출액은 9시 통금제한 등으로 인해 연말 최성수기 효과를 충분히 누리지 못했다. 카카오페이 매출액은 온/오프라인 결제 매출액은 계절적 성수기이며 내부 서비스 뿐 아니라 외부 가맹점도 확대되면서 결제 성장을 높였다. 금융서비스 내 대출 비교 서비스 성장은 주춤한데 정부의 대출 억제 정책, 대환대출 플랫폼 출시를 기다리는 수요 등으로 인해서 부정적 영향 있었다. 게임 매출액은 3,123억원(-32.6% QoQ)으로 추정, '오딘' 매출액은 하향 안정화되고 있으며 22년 상반기 '우마무스메', '오딘'의 글로벌 출시까지는 점진적인 매출 하락세는 불가피하다. 스토리 매출액은 8월 1일 출시된 카카오펀트의 성과 양호하고 카카오페이도 지속적으로 성장하고 있으며 타파스, 래디쉬, 프랑스 법인 등의 해외 거점을 중심으로 글로벌 성장 및 IP 판권 확보 지속되고 있다. 영업이익률은 9.1%로 3.0%p YoY 하락하는데 카카오벤처스 상여로 인한 인건비 증가와 연말 마케팅비 증가로 지난 1년간 최저 수준을 기록할 전망이다.

바탕피싱의 기회

4분기 실적이 저점일 가능성이 높고 3월 대통령 선거 이후 빅테크 규제 불확실성 해소되며 투자심리 본격 회복 가능할 전망으로 국내 대표 빅테크 주식을 투자할 수 있는 바탕피싱 기회가 오고 있다.

투자이견 Buy, 적정주가 19만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,070.1	206.8	-301.0	-717	적전	12,121	-	2.5	29.0	-5.8	52.2
2020	4,156.8	455.9	155.6	355	흑전	14,235	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021E	6,068.6	645.1	1,513.4	3,410	831.7	17,578	32.7	6.3	57.7	21.5	43.5
2022E	7,518.1	1,037.0	1,063.4	2,396	-31.0	19,952	39.7	4.8	30.5	12.8	39.9
2023E	8,818.9	1,326.5	1,312.0	2,956	22.2	22,885	32.1	4.2	25.3	13.8	36.2

4Q21 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 7,176억원(+37.7% YoY), 1,568억원(+4.8% YoY)로 추정, 컨센서스(매출액 1.75조원, 영업이익 1,862억원) 대비 하회할 전망이다. 특비즈 매출액은 4,543억원(+24.3% YoY)로 추정, 광고효율(ROI)추구를 광고주 확대로 비즈보드 상품의 인기 지속되었으며 특채널은 채널 2.0 개편을 통해 예약, 구매, 결제까지 논스톱으로 가능한 임베디드 광고/커머스 플랫폼으로 성장한다. 모빌리티 매출액은 4분기 거리두기 강화로 택시는 안정적 성장, 대리 매출액은 9시 통금제한 등으로 인해 연말 최성수기 효과를 충분히 누리지 못했다. 카카오페이 매출액은 온/오프라인 결제 매출액은 계절적 성수기이며 내부 서비스 뿐 아니라 외부 가맹점도 확대되면서 결제 성장률 높다. 금융서비스 내 대출 비교 서비스 성장은 주춤한데 정부의 대출 억제 정책, 대환대출 플랫폼 출시를 기다리는 수요 등으로 인해서 부정적 영향 있었다.

게임 매출액은 3,123억원(-32.6% QoQ)으로 추정, '오딘' 매출액은 하향 안정화되고 있으며 22년 상반기 '우마무스메', '오딘'의 글로벌 출시까지는 매출액은 점진적인 하락세 불가피하다. 뮤직 매출액은 멜론과 디지털음원 유통 양호하나 쇼노트 등의 오프라인 공연 수익은 코로나 장기화로 계속 부진하다. 스토리 매출액은 8월 1일 출시된 카카오웹툰의 성과 양호하고 카카오페이지도 지속적으로 성장하고 있으며 글로벌 성장은 타파스, 래디쉬, 프랑스 법인 등의 해외 거점으로 중심으로 글로벌 IP 판권 확보 지속되고 있다.

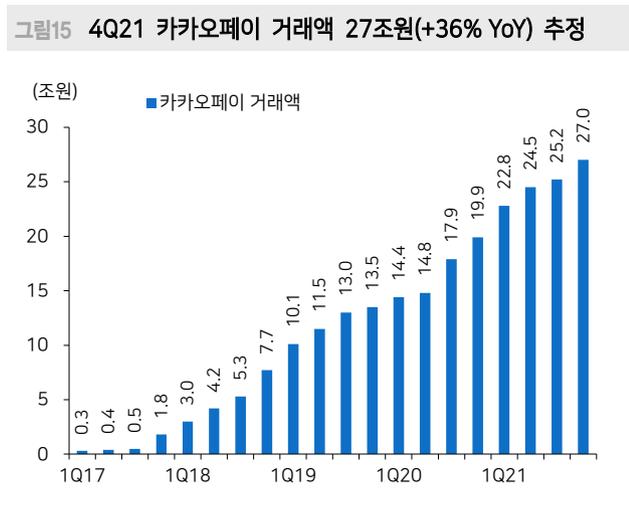
영업이익률은 9.1%로 3.0%p YoY 하락하는데 카카오벤처스 상여로 인한 인건비 증가와 연말 마케팅비 역시 증가하며 지난 1년간 최저 수준을 기록할 전망이다.

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,717.6	1,235.1	39.1%	1,740.8	-1.3%	1,750.3	-1.9%
플랫폼 부문	880.8	680.7	29.4%	778.7	13.1%	-	-
특비즈	454.3	365.4	24.3%	404.9	12.2%	-	-
포털비즈	125.8	122.7	2.5%	119.2	5.6%	-	-
플랫폼 기타	300.7	192.6	56.1%	254.7	18.1%	-	-
콘텐츠 부문	836.9	554.4	50.9%	962.1	-13.0%	-	-
게임	312.3	140.8	121.8%	463.1	-32.6%	-	-
뮤직	202.1	185.5	9.0%	197.1	2.6%	-	-
스토리	236.8	163.6	44.8%	218.7	8.3%	-	-
미디어	85.6	64.6	32.6%	83.1	3.0%	-	-
영업이익	156.8	149.7	4.8%	168.2	-6.8%	186.2	-15.8%
세전이익	265.5	-96.0	-376.5%	1,071.8	-75.2%	-	-
지배순이익	198.1	-189.1	-204.7%	779.1	-74.6%	199.4	-0.7%
영업이익률(%)	9.1%	12.1%	-3.0%p	9.7%	-0.5%p	11.9%	-1.5%p
순이익률(%)	11.5%	-15.3%	26.8%p	44.8%	-33.2%p	12.1%	0.1%p

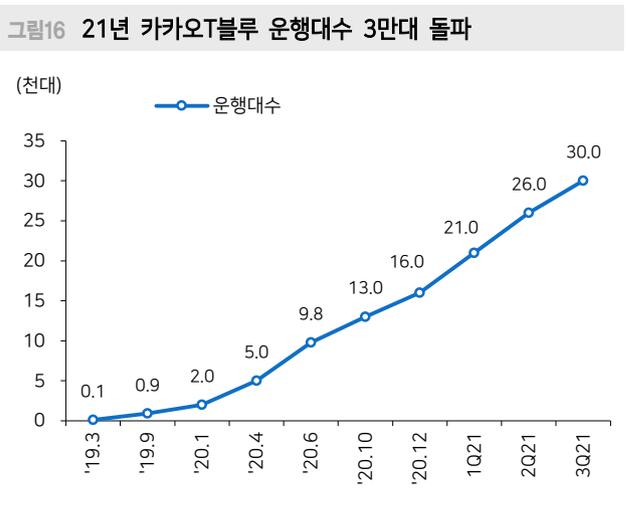
자료: 카카오, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,717.6	1,726.4	1,798.4	1,931.1	2,062.2	4,156.8	6,068.6	7,518.1
증감율(YoY %)	44.9%	41.9%	58.2%	39.1%	37.2%	33.0%	10.9%	20.1%	35.4%	46.0%	23.9%
플랫폼 부문	695.5	761.8	778.7	880.8	905.4	987.7	1,047.3	1,116.2	2,247.9	3,116.8	4,056.6
특비즈	373.6	390.5	404.9	454.3	472.0	505.3	539.8	571.3	1,149.0	1,623.2	2,088.4
포털비즈	117.5	125.1	119.2	125.8	107.9	119.0	113.7	119.5	478.0	487.6	460.2
플랫폼 기타	204.5	246.2	254.7	300.7	325.5	363.4	393.8	425.4	621.0	1,006.0	1,508.1
컨텐츠 부문	562.4	590.4	962.1	836.9	821.0	810.7	883.8	946.0	1,908.9	2,951.8	3,461.4
게임	130.3	128.6	463.1	312.3	303.2	281.5	309.1	339.9	495.5	1,034.2	1,233.7
뮤직	184.6	188.1	197.1	202.1	188.3	191.8	201.0	206.2	705.3	771.9	787.4
스토리	174.7	186.4	218.7	236.8	241.3	246.5	280.1	303.5	528.0	816.6	1,071.4
미디어	72.9	87.4	83.1	85.6	88.2	90.8	93.6	96.4	180.1	329.1	368.9
영업비용	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,560.9	1,517.2	1,551.1	1,654.7	1,758.0	3,701.0	5,423.5	6,481.0
증감율(YoY %)	41.0%	39.1%	60.4%	43.8%	37.9%	30.4%	5.2%	12.6%	29.3%	46.5%	19.5%
인건비	292.9	301.0	307.2	316.0	325.5	335.2	345.3	347.0	920.2	1,217.1	1,353.0
지급수수료	493.0	530.3	805.8	721.4	725.1	755.3	811.1	866.1	1,746.4	2,550.5	3,157.6
광고선전비	67.2	91.1	148.1	190.2	120.8	110.2	115.9	144.4	232.3	496.6	491.3
무형자산상각비	79.2	78.8	89.1	74.5	78.2	82.1	86.2	90.5	265.3	321.5	337.0
외주가공비	144.5	164.9	197.8	211.6	226.5	242.3	259.3	277.4	457.7	718.8	848.2
기타	23.6	23.4	24.7	47.2	41.2	25.9	37.1	32.6	79.1	118.9	294.0
영업이익	157.5	162.6	168.2	156.8	209.2	247.3	276.4	304.2	455.9	645.1	1,037.0
증감율(YoY %)	78.6%	66.3%	39.9%	4.8%	32.8%	52.1%	64.3%	94.0%	120.4%	41.5%	60.8%
OPM (%)	12.5%	12.0%	9.7%	9.1%	12.1%	13.8%	14.3%	14.8%	11.0%	10.6%	13.8%
세전이익	318.7	349.7	1,071.8	265.5	284.8	331.2	372.9	408.5	414.3	2,005.7	1,397.4
지배순이익	224.5	311.7	779.1	198.1	213.6	251.2	284.9	313.6	155.6	1,513.4	1,063.4

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

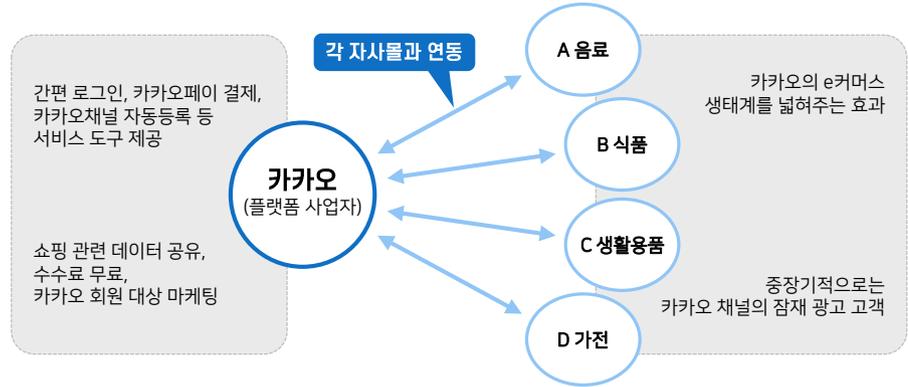


자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카카오톡 특채널의 구현 방식 - 커머스 플랫폼으로 진화



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표10 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, 1/11)	95,000	
상승여력 (%)	100.0%	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,070.1	4,156.8	6,068.6	7,518.1	8,818.9
매출액증가율 (%)	27.0	35.4	46.0	23.9	17.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3,070.1	4,156.8	6,068.6	7,518.1	8,818.9
판매관리비	2,863.3	3,701.0	5,423.5	6,481.0	7,492.4
영업이익	206.8	455.9	645.1	1,037.0	1,326.5
영업이익률	6.7	11.0	10.6	13.8	15.0
금융손익	26.4	143.4	-173.0	-175.9	-182.2
중속/관계기업손익	-19.8	8.7	618.9	464.5	487.7
기타영업외손익	-447.7	-193.7	890.0	71.8	75.4
세전계속사업이익	-234.3	414.3	2,005.7	1,397.4	1,707.4
법인세비용	107.7	240.9	369.0	268.0	327.4
당기순이익	-341.9	173.4	1,636.7	1,129.4	1,380.0
지배주주지분 손이익	-301.0	155.6	1,513.4	1,063.4	1,312.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,829.7	4,462.9	5,480.5	6,259.0	7,266.6
현금및현금성자산	1,918.2	2,877.5	4,106.1	4,949.5	6,018.8
매출채권	157.2	247.4	443.7	421.5	400.4
재고자산	49.5	45.8	47.2	48.6	50.1
비유동자산	5,907.6	6,987.4	7,339.1	7,712.3	8,108.6
유형자산	349.8	430.7	443.6	456.9	470.6
무형자산	3,548.4	3,351.6	3,452.1	3,555.7	3,662.3
투자자산	1,627.7	2,598.4	2,676.3	2,756.6	2,839.3
자산총계	8,737.3	11,954.0	12,819.6	13,971.3	15,375.2
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	6,525.3	6,525.3
기타포괄이익누계액	-16.4	86.6	282.8	282.8	282.8
이익잉여금	148.2	316.3	1,819.7	2,873.0	4,174.9
비지배주주지분	514.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8	1,128.8
자본총계	5,740.1	7,427.7	8,931.1	9,984.4	11,286.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	752.7	971.1	2,725.8	2,238.5	2,433.0
당기순이익(손실)	-341.9	173.4	1,636.7	1,129.4	1,380.0
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	296.1	420.5	-2,851.3
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	-990.8	-432.0	-445.0
재무활동 현금흐름	322.2	1,305.4	729.2	731.8	734.5
차입금의 증감	111.2	208.6	214.9	221.4	228.0
자본의 증가	397.1	791.0	692.4	210.0	125.0
현금의 증가(감소)	671.2	976.1	1,211.8	843.4	1,069.2
기초현금	1,247.0	1,918.2	2,894.3	4,106.1	4,949.5
기말현금	1,918.2	2,894.3	4,106.1	4,949.5	6,018.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,314	9,490	13,672	16,938	19,869
EPS(지배주주)	-717	355	3,410	2,396	2,956
CFPS	840	1,372	3,621	2,835	3,468
EBITDAPS	1,014	1,649	2,173	2,901	3,415
BPS	12,121	14,235	17,578	19,952	22,885
DPS	25	30	30	30	30
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-42.8	219.3	32.7	39.7	32.1
PCR	36.5	56.8	30.8	33.5	27.4
PSR	4.2	8.2	8.2	5.6	4.8
PBR	2.5	5.5	6.3	4.8	4.2
EBITDA	425.6	722.3	964.4	1,287.7	1,515.9
EV/EBITDA	29.0	45.5	57.7	30.5	25.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.8	2.7	21.5	12.8	13.8
EBITDA 이익률	13.9	17.4	15.9	17.1	17.2
부채비율	52.2	60.9	43.5	39.9	36.2
금융비용부담률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	16.1	24.1	-	-	-
매출채권회전율(x)	17.5	20.5	17.6	17.4	21.5
재고자산회전율(x)	72.0	87.3	130.5	157.0	178.8

Industry Brief
2022. 1. 12

크래프톤 259960

아직 본게임 시작전

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4Q21 실적은 예상치 하회 전망. '펍지모바일'은 전통적으로 4분기가 가장 비수기이며 11월 11일 출시된 '펍지:뉴스테이트'의 경우 이용자들의 플레이 최적화에 집중하며 수익화 정도는 미미한 상황. 과거 '펍지모바일'의 수익화도 정상궤도 진입까지 약 1년 시간 소요되었음. 1월 중순부터 국가별 타겟 마케팅 및 리포지셔닝 프로모션 시작될 것
- ✓ 상반기 언노운월즈의 신규게임 출시를 시작으로 게임포트폴리오 다각화될 것
- ✓ 글로벌 게임사에 대한 투자는 여전히 유효. 투자의견 Buy, 적정주가 68만원으로 하향

Buy

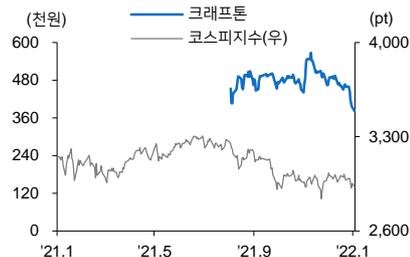
적정주가 (12개월) **680,000 원**
현재주가 (1.11) **365,000 원**
상승여력 **86.3%**

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	178,730억원
발행주식수	4,897만주
유동주식비율	52.45%
외국인비중	30.19%
52주 최고/최저가	567,000원/365,000원
평균거래대금	1,828.0억원

주요주주(%)	
장병규 외 10인	21.80
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.56
국민연금공단	7.11

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-25.4	-	-
상대주가	-23.3	-	-

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 5,361억원(+23.7% YoY), 1,876억원(+102.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,385억원, 영업이익 2,612억원) 대비 하회할 전망이다. 플랫폼별 매출액은 PC 1,230억원(+105.3% YoY), 모바일 3,934억원(+42.3% YoY), 콘솔 75억원(+4.6% YoY), 기타 122억원으로 추정된다. PC 게임 매출액은 성장형 무기 스킨 출시 효과 있었으나 3분기대비 콜라보레이션 이벤트 적었다. 한편 PC 게임 서비스는 1월 12일부터 전면 무료화 들어가며 새로운 트랙픽 유입으로 아이템 매출 증가 기대된다. '펍지 모바일' 매출액은 비수기 영향으로 전분기와 유사한 수준이다. 11월 11일 출시된 '펍지:뉴스테이트' 매출액은 425억원(일평균 8.5억원)으로 추정하며 이용자 및 게임 서비스 안정화에 집중. 22년 1분기부터 국가별 타겟 마케팅 및 리포지셔닝 프로모션 시작된다. 영업이익률은 35.0%로 2.4%p QoQ 하락하는데 예상치를 하회한 Top Line, 주식보상 비용 등의 인건비와 마케팅비 증가 때문이다.

'뉴스테이트', 아직 본게임 시작전

2022년 '뉴스테이트' 매출액 추정치를 'play for fun' 게임의 특성상 수익화가 예상보다 더디다는 점을 감안하여 1.3조원으로 35% 하향 조정한다. 그러나 기존 펍지 모바일대비 이익 기여도 더 큰 콘텐츠로 22년 언노운월즈, 칼리스트 프로토콜 등의 성과에 따라 실적 추정치 상향 가능성 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 68만원으로 하향

2022년 크래프톤은 '뉴스테이트'의 수익화 정상화 뿐 아니라 '더 칼리스트 프로토콜(PC/콘솔)', 언노운월즈의 신규 게임출시 성과에 따라 글로벌 포트폴리오 본격 다변화된다. 적정주가는 22년 '뉴스테이트' 수익추정치 하향으로 68만원으로 하향 조정한다(21p 표13 참조).

(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	1,978.3	784.3	657.8	14,484	5.6	128,498	37.3	4.2	25.7	17.5	11.5
2022E	3,026.3	1,598.0	1,250.4	25,542	76.3	154,040	14.3	2.4	7.0	18.1	9.9
2023E	3,574.8	2,004.6	1,498.5	30,608	19.8	184,648	11.9	2.0	5.0	18.1	8.5

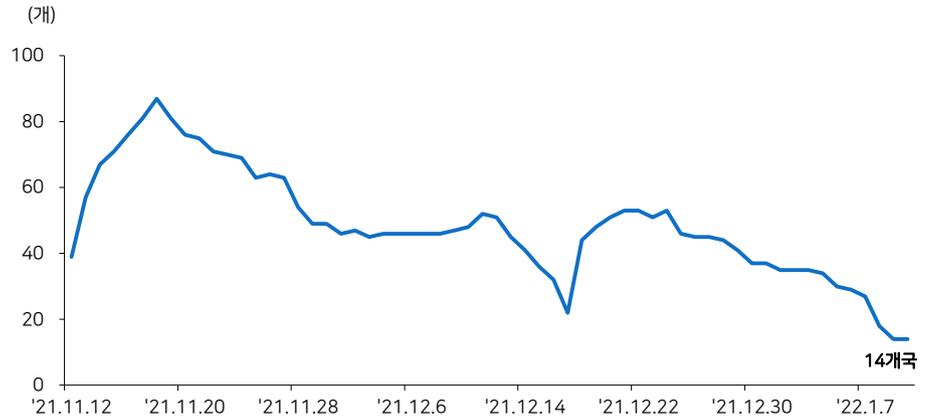
(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	536.1	433.4	23.7%	521.9	2.7%	638.5	-16.0%
온라인	123.0	59.9	105.3%	129.5	-5.0%	-	-
모바일	393.4	276.4	42.3%	380.5	3.4%	-	-
콘솔	7.5	7.2	4.6%	5.0	49.3%	-	-
기타	12.2	9.2	32.8%	6.9	76.8%	-	-
영업이익	187.6	92.6	102.7%	195.3	-3.9%	261.2	-28.2%
세전이익	186.7	-2.3	흑전	269.9	-30.8%	-	-
지배순이익	144.1	41.3	248.8%	178.3	-19.2%	198.4	-27.3%
영업이익률(%)	35.0%	21.4%	13.6%p	37.4%	-2.4%p	41.1%	-5.9%p
순이익률(%)	26.9%	9.5%	17.4%p	34.2%	-7.3%p	31.1%	-4.2%p

자료: 크래프톤, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	461.0	459.3	521.9	536.1	587.9	626.0	866.9	945.5	1,670.4	1,978.3	3,026.3
증감률(YoY %)	-9.3%	21.2%	49.2%	23.7%	27.5%	36.3%	66.1%	76.4%	53.6%	18.4%	53.0%
온라인	66.1	88.6	129.5	123.0	120.2	123.8	121.3	125.0	264.9	407.1	490.3
모바일	378.8	354.2	380.5	393.4	456.1	492.2	585.4	683.3	1,341.4	1,506.9	2,217.1
콘솔	4.0	4.2	5.0	7.5	4.0	4.0	152.0	123.0	29.5	20.7	283.0
기타	12.1	12.5	6.9	12.2	7.5	6.0	8.2	14.2	34.7	43.6	35.9
영업비용	233.8	285.2	326.7	348.5	317.8	340.9	375.1	394.5	896.6	1,194.1	1,428.3
증감률(YoY %)	50.1%	101.7%	26.3%	2.2%	35.9%	19.6%	14.8%	13.2%	23.1%	33.2%	19.6%
인건비	64.8	73.9	80.8	82.5	84.5	87.0	89.6	92.3	263.3	302.0	353.5
앱수수료/매출원가	35.8	40.2	59.6	61.3	67.2	71.5	99.1	108.1	150.9	196.9	345.9
지급수수료	76.1	95.3	70.0	94.2	96.1	98.0	100.0	102.0	272.0	335.7	396.0
마케팅비	7.4	8.0	20.5	30.2	12.5	25.0	21.2	25.0	42.6	66.1	83.7
주식보상비용/성과보상인센티브	30.0	46.9	70.6	54.5	31.0	31.9	37.0	38.1	104.7	202.0	138.0
기타	19.7	20.9	25.0	25.8	26.6	27.4	28.2	29.0	63.2	91.4	111.1
영업이익	227.2	174.2	195.3	187.6	270.0	285.1	491.8	551.0	773.9	784.3	1,598.0
증감률(YoY %)	-33.0%	-0.3%	16.5%	102.7%	18.9%	63.7%	151.9%	193.7%	115.4%	1.3%	103.8%
OPM(%)	49.3%	37.9%	37.4%	35.0%	45.9%	45.5%	56.7%	58.3%	46.3%	39.6%	52.8%
세전이익	271.4	171.8	269.9	186.7	272.7	287.9	494.7	554.0	666.8	899.9	1,609.3
지배순이익	194.0	141.3	178.3	144.1	211.9	223.7	384.4	430.5	556.3	657.8	1,250.4

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림18 'PUBG: NEW STATE' 글로벌 매출 순위 100위권 이내 국가 수



주: 22. 1. 10 GooglePlay 게임 매출 순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림19 12월 16일 '펍지:뉴스테이트' 첫 업데이트



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림20 뉴스테이트 글로벌 다운로드수 4,500만 돌파



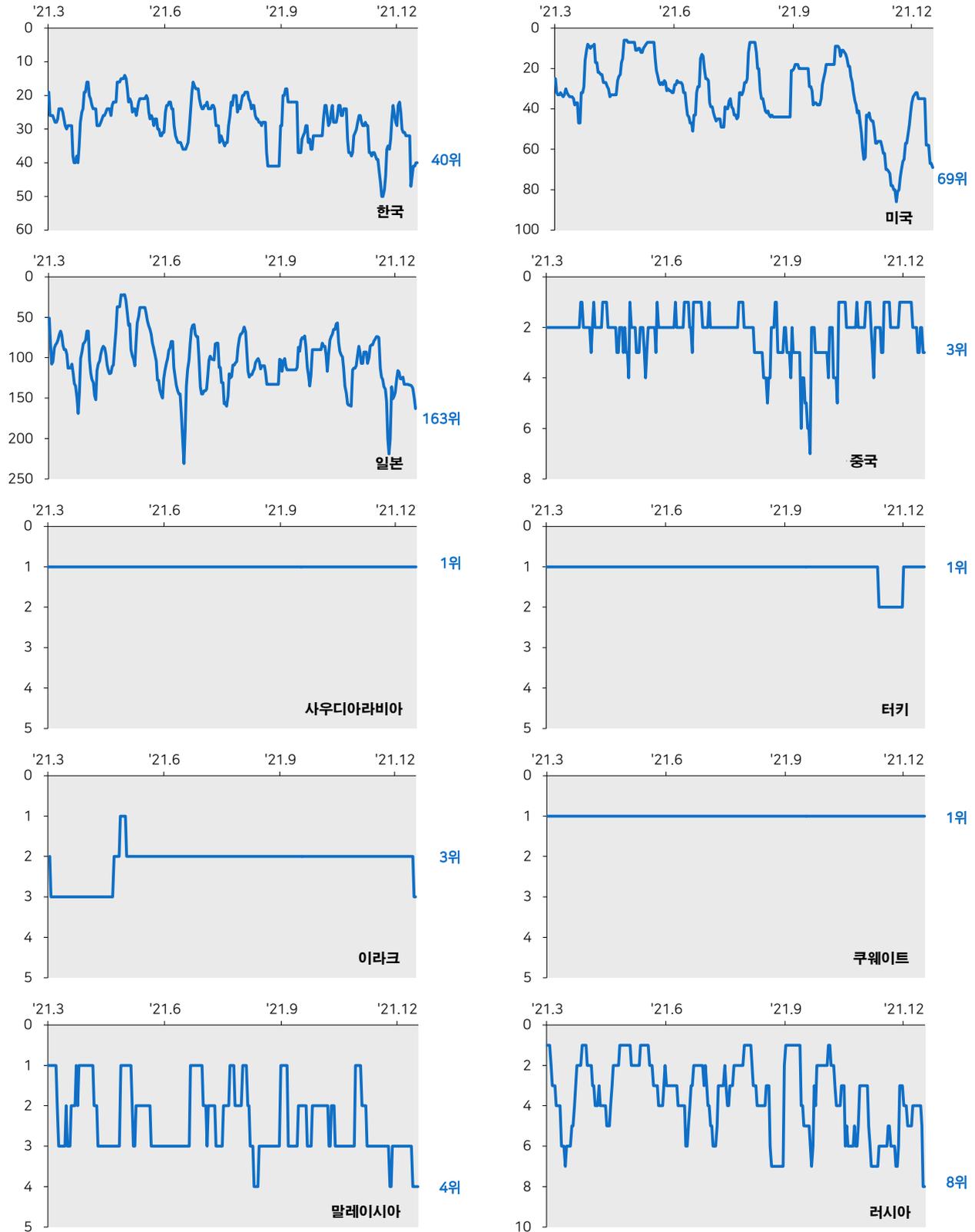
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표13 크래프톤의 적정주가 산출 내역

	단위	2022E	2023E	평균
매출액	(십억원)	3,026.3	3,574.8	2,502.3
순이익률	(%)	41.3%	41.9%	41.6%
순이익	(십억원)	1,250.4	1,498.5	1,052.9
EPS (a)	(원)	25,542	30,608	25,964.2
3yrs EPS CAGR	(%)	34.7%	34.7%	34.7%
Target PEG	(배)	0.7	0.7	0.7
적정 PER (b)	(배)	26.0	26.0	26.0
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	664,092	795,808	680,000
적정 시가총액	(십억원)	32,511.0	38,960.2	27,374.7

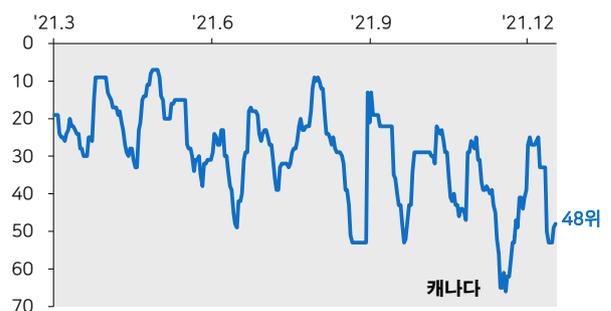
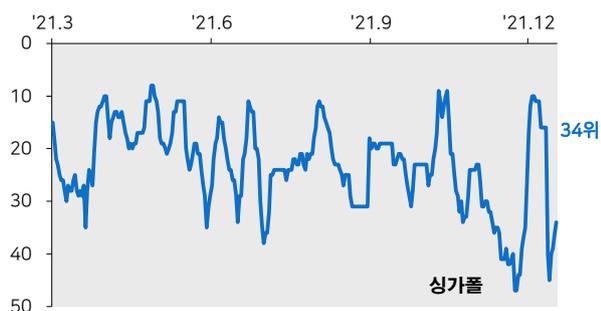
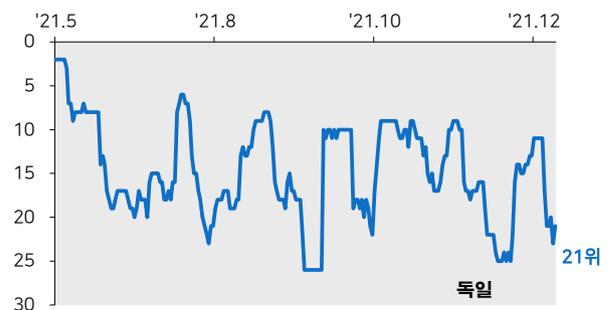
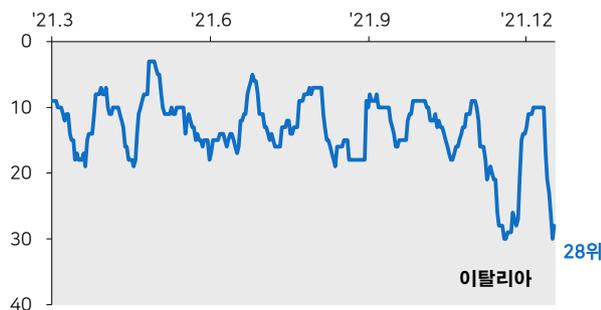
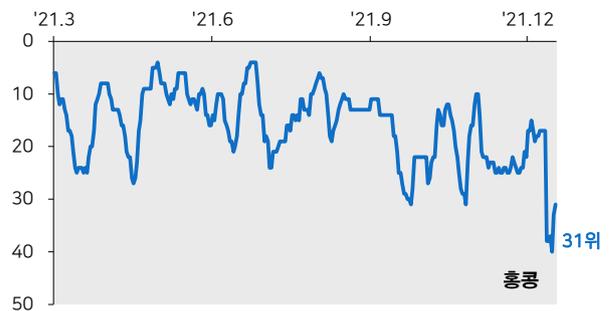
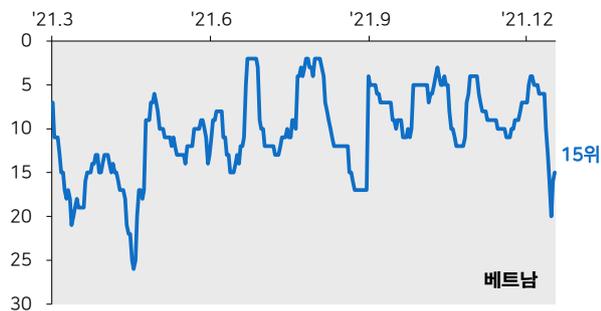
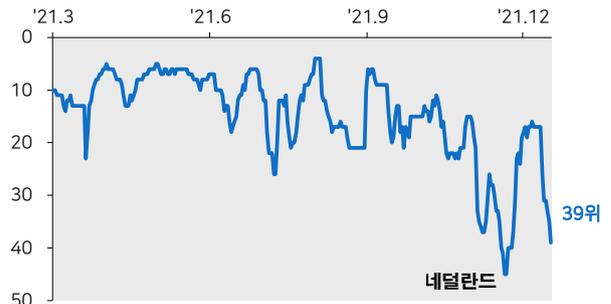
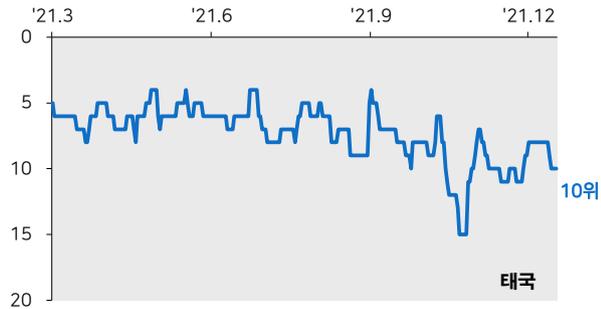
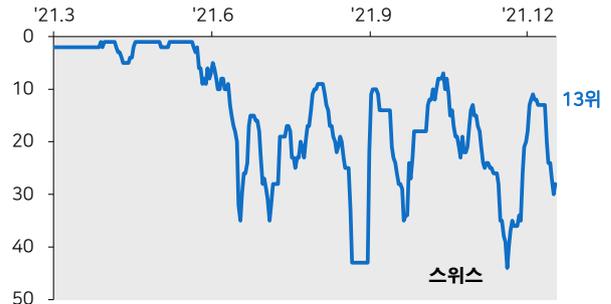
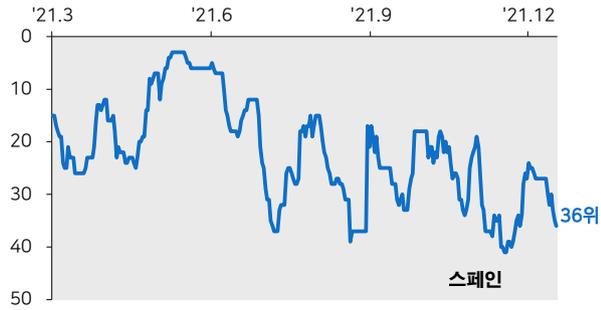
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 '배틀그라운드M' 주요 국가 게임순위



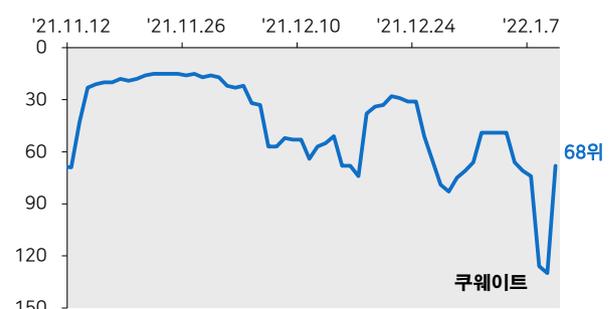
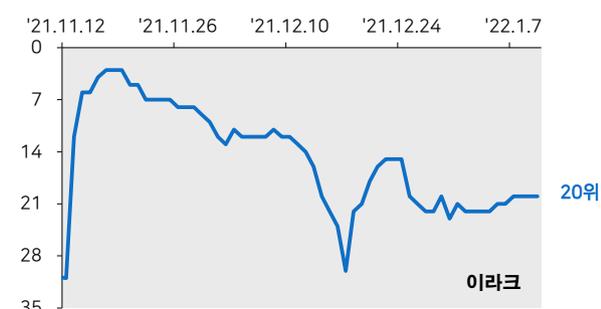
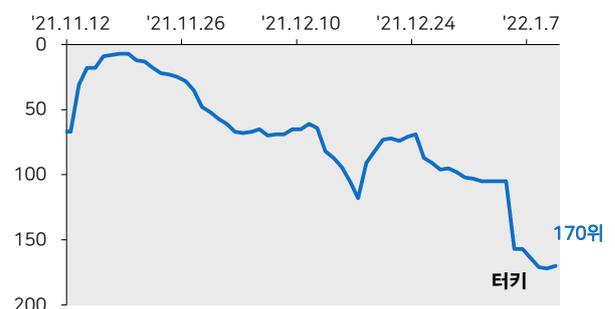
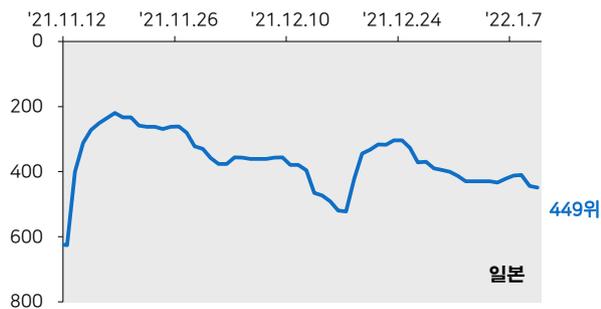
주: 2022.1.10 구글플레이 게임 매출순위 기준. 중국 '화평정영' iOS 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림22 '배틀그라운드M' 주요 국가 게임순위



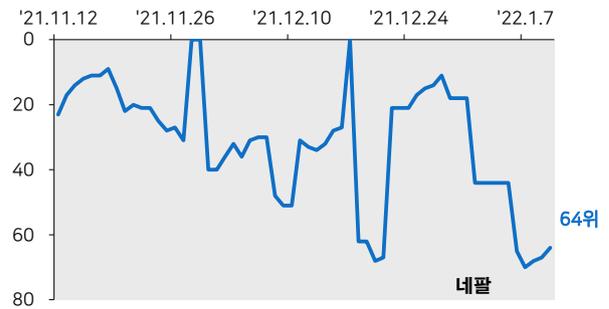
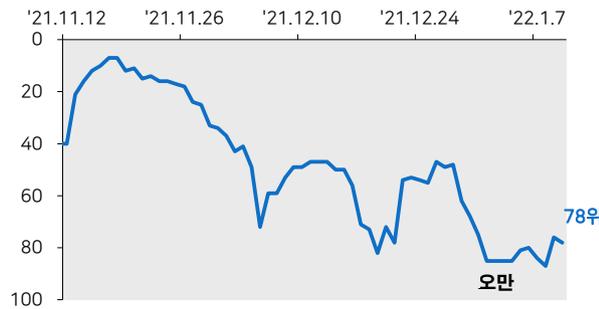
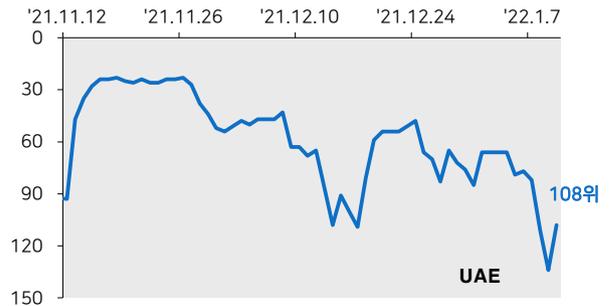
주: 2022.1.10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림23 'PUBG: NEW STATE' 주요 국가 게임순위



주: 2022.1.10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림24 'PUBG: NEW STATE' 주요 국가 게임순위



주: 2022.1.10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

크라프트톤(259960)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,087.5	1,670.4	1,978.3	3,026.3	3,574.8
매출액증가율 (%)	-2.9	53.6	18.4	53.0	18.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,087.5	1,670.4	1,978.3	3,026.3	3,574.8
판매관리비	728.2	896.6	1,194.1	1,428.3	1,570.2
영업이익	359.3	773.9	784.3	1,598.0	2,004.6
영업이익률	33.0	46.3	39.6	52.8	56.1
금융손익	-3.1	-2.3	-2.3	0.0	0.0
중속/관계기업손익	-0.9	-0.3	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	6.5	-104.6	150.0	-55.0	-60.5
세전계속사업이익	361.9	666.8	899.9	1,609.3	1,921.1
법인세비용	83.0	110.5	242.1	358.9	422.7
당기순이익	278.9	556.3	657.8	1,250.4	1,498.5
지배주주지분 손이익	278.9	556.3	657.8	1,250.4	1,498.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	726.2	1,292.5	5,849.6	7,182.8	8,478.2
현금및현금성자산	146.7	719.9	5,259.8	6,517.7	7,796.9
매출채권	367.9	462.5	507.5	556.8	611.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	263.9	426.6	814.1	833.6	855.2
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	153.2	156.7	160.5
자산총계	990.1	1,719.1	7,016.7	8,288.9	9,809.8
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	36.1	36.1
이익잉여금	-518.3	37.9	69.6	194.6	344.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	584.4	1,214.1	6,290.8	7,541.3	9,039.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	61.9	649.0	730.0	1,330.3	1,580.3
당기순이익(손실)	278.9	556.3	657.8	1,250.4	1,498.5
유형자산상각비	36.0	40.9	41.7	42.5	43.4
무형자산상각비	1.7	3.3	3.3	3.4	3.5
운전자본의 증감	-355.2	-152.5	118.5	-10.7	-11.8
투자활동 현금흐름	-52.8	-0.8	-620.3	-254.8	-300.1
유형자산의증가(CAPEX)	-16.3	-25.9	-27.2	-28.5	-30.0
투자자산의감소(증가)	-42.9	-55.0	-585.0	132.5	-135.8
재무활동 현금흐름	14.9	-27.1	4,520.5	600.9	849.1
차입금의 증감	-153.6	-7.3	111.0	3.5	3.8
자본의 증가	179.9	19.4	4,602.3	23.0	20.0
현금의 증가(감소)	22.9	573.1	4,539.9	1,258.0	1,279.1
기초현금	123.9	146.7	719.9	5,259.8	6,517.7
기말현금	146.7	719.9	5,259.8	6,517.7	7,796.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,270	41,168	43,561	61,816	73,020
EPS(지배주주)	7,249	13,709	14,484	25,542	30,608
CFPS	12,968	23,399	58,783	96,678	124,050
EBITDAPS	10,318	20,160	18,260	33,579	41,904
BPS	14,528	28,376	128,498	154,040	184,648
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	37.3	14.3	11.9
PCR	0.0	0.0	9.2	3.8	2.9
PSR	0.0	0.0	12.4	5.9	5.0
PBR	0.0	0.0	4.2	2.4	2.0
EBITDA	396.9	818.0	829.3	1,643.9	2,051.5
EV/EBITDA	-0.5	-0.8	25.7	7.0	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	99.2	61.9	17.5	18.1	18.1
EBITDA 이익률	36.5	49.0	41.9	54.3	57.4
부채비율	69.4	41.6	11.5	9.9	8.5
금융비용부담률	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	41.0	136.6	-	-	-
매출채권회전율(x)	4.8	4.0	4.1	5.7	6.1
재고자산회전율(x)	-	-	-	-	-

Industry Brief
2022. 1. 12

엔씨소프트 036570

‘리니지 W’의 성과 고무적이거나...

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4Q21 실적, 예상치 하회 전망. ‘리니지W’의 성과는 고무적이거나 기존 게임들의 매출 하향 안정화. 특히 ‘리니지2M’의 일본/대만 매출 감소세 두드러짐
- ✓ 11월 4일 출시된 ‘리니지W’의 글로벌 성공 고무적. 4Q 매출액은 2,750억원(일평균 50억원) 추정되며 1월 현재 시점에도 안정적인 트래픽 및 수익화 레벨 시현 중
- ✓ 22년 1분기 쇼케이스를 통해 신규게임 라인업 및 NFT/P2E 전략 구체화될 것
- ✓ 결국 기업가치는 실적을 따라가며 2022년 동사에 대한 Trading Buy 전략 유호

Buy

적정주가 (12개월) **920,000 원**
현재주가 (1.11) **604,000 원**
상승여력 **52.3%**

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	132,602억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	44.07%
52주 최고/최저가	1,038,000원/558,000원
평균거래대금	2,462.1억원

주요주주(%)			
김택진 외 8인	11.99		
넷마블	8.88		
국민연금공단	8.39		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.9	-24.5	-38.2
상대주가	-14.6	-17.0	-33.6

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 7,565억원(+34.8% YoY), 1,870억원(+19.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 8,204억원, 영업이익 2,459억원)를 하회할 전망이다. ‘리니지W’의 성과는 고무적으로 출시 첫 일주일 일평균 120억원의 매출 기록 하였고 1월 중순 현재까지 트래픽이 계속 상승하며 매출 수준도 매우 양호하다. 4분기 ‘리니지W’ 매출액은 2,750억원으로 일평균 50억원 수준으로 추정한다. 한편 ‘리니지M’과 ‘리니지2M’ 매출액은 각각 1,595억원(+6.1% QoQ), 1,288억원(-18.4% QoQ) 수준으로 ‘리니지W’ 출시로 인한 트래픽 감소는 5% 미만으로 극히 제한적이었으나 프로모션 부재와 ‘리니지2M’의 일본/대만 매출 감소하였다. 영업이익률은 24.2%로 3.2%p YoY 하락할 것으로 추정하며 참고로 4분기 인건비, 경상연구개발비, 광고선전비는 각각 1,386억원(+49.0% QoQ), 1,152억원(+15.4% QoQ), 962억원(+93.1% QoQ)으로 추정한다.

2022년 변화의 기로에 놓이다

2022년 엔씨소프트는 ‘리니지W’의 2권역(북미/유럽), ‘프로젝트TL’, ‘B&S2’의 해외(대만, 일본) 출시 등을 준비하고 있으며 1분기 쇼케이스를 통해 구체적인 출시 시기 및 그 밖의 신규게임 라인업 등에 대해서도 공개될 전망이다. NFT/P2E 관련해선 동사의 핵심 IP 1개에 먼저 기능이 추가될 것으로 조만간 구체화될 것으로 기대한다. ‘아이온2’의 경우 2023년 이후로 출시 연기되며 리더십 및 게임 내용의 큰 폭의 수정 있는 것으로 추정된다.

투자의견 Buy, 적정주가 92만원 유지

2022년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 2,970억원(+28.9% YoY), 8,377억원(+85.0% YoY)으로 ‘리니지W’의 성과와 다양한 신작 라인업 등에 기인하여 회복되며 기업가치 역시 반등 가능할 전망이다.

(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	2,308.2	452.8	441.5	20,112	-24.9	158,540	30.1	3.8	21.4	13.3	30.8
2022E	2,972.3	837.7	743.3	33,856	68.7	183,939	17.8	3.3	12.3	19.8	28.6
2023E	3,549.8	1,156.1	964.2	43,919	29.7	216,891	13.8	2.8	8.9	21.9	26.2

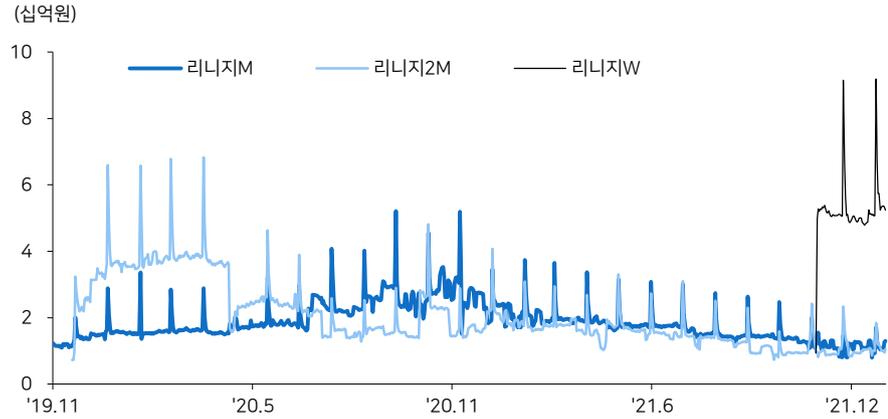
(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	756.5	561.3	34.8%	500.6	51.1%	820.4	-7.8%
PC	81.2	122.7	-33.8%	85.3	-4.8%	-	-
리니지	30.6	46.8	-34.6%	29.1	4.9%	-	-
리니지2	22.4	26.0	-13.7%	25.0	-10.4%	-	-
아이온	14.0	18.8	-25.7%	17.9	-21.8%	-	-
블레이드앤소울	11.6	15.6	-25.7%	10.4	12.0%	-	-
길드워2	10.9	14.2	-23.2%	19.2	-43.3%	-	-
로열티	38.7	44.1	-12.2%	38.7	0.0%	-	-
모바일	609.3	378.4	61.0%	331.1	84.0%	-	-
리니지M	159.5	211.7	-24.7%	150.3	6.1%	-	-
리니지2M	128.8	166.7	-22.8%	157.9	-18.4%	-	-
B&S2	18.4	-	-	-	-	-	-
리니지W	275.0	-	-	-	-	-	-
기타	46.0	16.1	185.1%	45.6	0.9%	-	-
영업이익	187.0	156.7	19.3%	112.8	65.8%	245.9	-23.9%
세전이익	211.9	119.1	78.0%	123.0	72.3%	-	-
지배순이익	166.5	80.6	106.7%	94.4	76.4%	185.0	-10.0%
영업이익률(%)	24.7%	27.9%	-3.2%p	22.5%	2.2%p	30.0%	-5.3%p
순이익률(%)	22.0%	14.4%	7.7%p	18.9%	3.2%p	22.5%	-0.5%p

자료: 엔씨소프트, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	512.5	538.5	500.6	756.5	794.0	721.1	730.7	726.5	2,416.2	2,308.2	2,972.3
증감율(YoY %)	-29.9%	0.0%	-14.4%	34.8%	54.9%	33.9%	46.0%	-4.0%	42.0%	-4.5%	28.8%
PC	130.1	108.2	85.3	81.2	80.4	93.2	118.3	146.8	465.4	404.7	438.7
리니지	48.9	36.4	29.1	30.6	30.5	30.5	30.5	30.5	175.7	145.1	122.0
리니지2	26.2	24.2	25.0	22.4	22.2	22.1	21.9	21.7	104.5	97.8	88.0
아이온	23.4	19.5	17.9	14.0	13.9	13.8	13.7	13.6	45.6	74.8	55.0
블레이드앤소울	14.1	9.8	10.4	11.6	11.4	11.1	10.9	10.7	72.2	45.9	44.1
길드워2	16.3	16.0	19.2	10.9	10.7	10.4	10.2	10.0	61.2	62.4	41.4
프로젝트TL	-	-	-	-	-	12.3	38.4	67.8	-	-	118.4
로열티	45.5	42.8	40.8	38.7	41.3	40.5	41.7	39.9	218.0	167.8	163.5
모바일	324.9	352.1	331.1	609.3	644.3	558.7	541.3	509.6	1,678.4	1,617.4	2,254.0
리니지M	172.6	134.2	150.3	159.5	159.5	142.6	133.4	128.8	828.7	616.6	564.3
리니지2M	152.2	218.0	157.9	128.8	128.8	110.4	107.1	103.9	849.6	656.9	450.2
트릭스터M	-	16.8	27.6	18.4	9.2	7.4	6.4	5.5	-	62.8	28.5
블레이드앤소울2	-	-	22.9	27.6	24.8	22.4	36.8	32.2	-	50.5	116.2
리니지W	-	-	-	275.0	322.0	276.0	257.6	239.2	-	275.0	1,094.8
기타	12.0	35.4	43.5	27.4	28.0	28.6	29.3	30.1	54.4	118.3	116.1
영업비용	455.8	425.8	404.4	569.5	542.5	562.5	522.7	506.9	1,591.4	1,855.4	2,134.7
증감율(YoY %)	-6.9%	29.2%	10.0%	40.8%	19.0%	32.1%	29.2%	-11.0%	30.2%	16.6%	15.0%
인건비	123.2	107.5	93.0	138.6	142.7	134.4	113.0	116.4	403.2	462.3	506.5
경상연구개발비	128.1	97.2	99.8	115.2	118.7	120.2	119.5	95.2	381.5	440.3	453.6
지급수수료	121.2	127.4	117.4	173.9	179.1	184.5	190.0	195.7	540.1	540.0	749.4
광고선전비	45.6	55.6	49.8	96.2	55.0	75.0	50.2	48.2	126.3	247.2	228.4
기타	37.6	38.1	44.3	45.7	47.0	48.5	49.9	51.4	140.3	165.7	196.8
영업이익	56.7	112.8	96.3	187.0	251.5	158.6	208.1	219.5	824.8	452.8	837.7
증감율(YoY %)	-76.5%	-46.0%	-55.8%	19.3%	343.3%	40.6%	116.2%	17.4%	72.2%	-45.1%	85.0%
OPM(%)	11.1%	20.9%	19.2%	24.7%	31.7%	22.0%	28.5%	30.2%	34.1%	19.6%	28.2%
세전이익	92.8	123.0	126.6	211.9	293.2	180.7	233.3	245.6	803.3	554.4	952.8
지배순이익	80.9	94.4	99.7	166.5	228.7	140.9	182.0	191.6	587.4	441.5	743.3

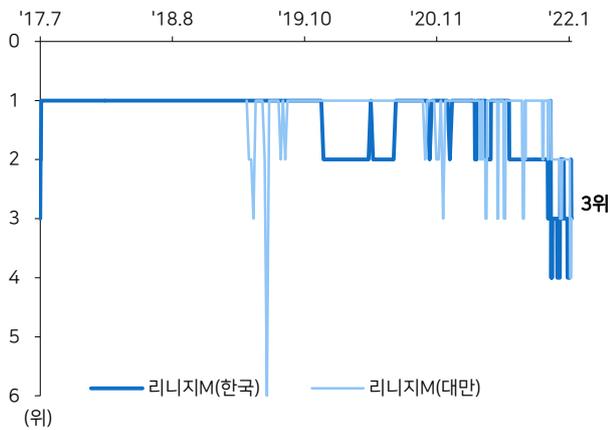
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

그림25 '리니지M', '리니지2M', '리니지W' 일매출 추이 (한국)



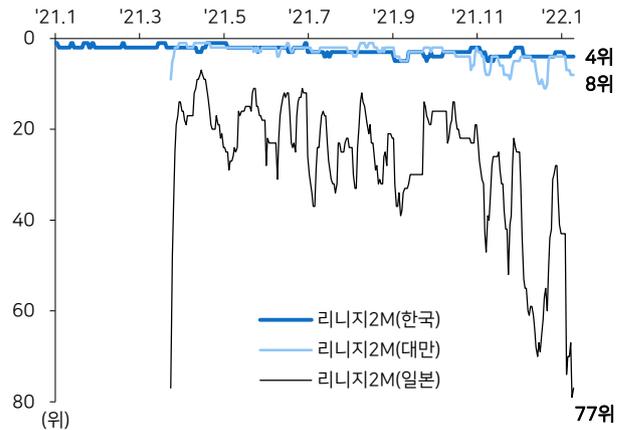
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림26 '리니지M' 매출 순위 (한국, 대만)



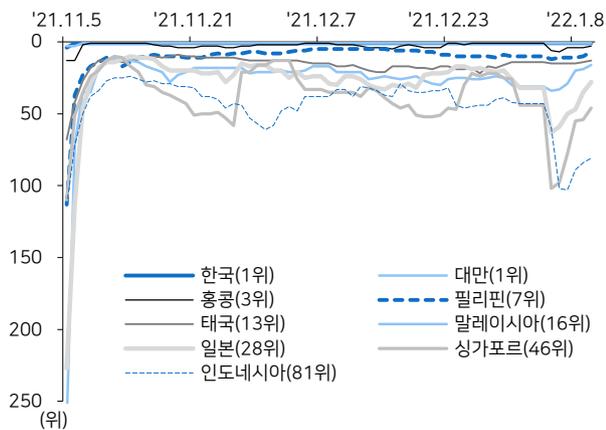
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림27 '리니지2M' 매출 순위 (한국, 대만, 일본)



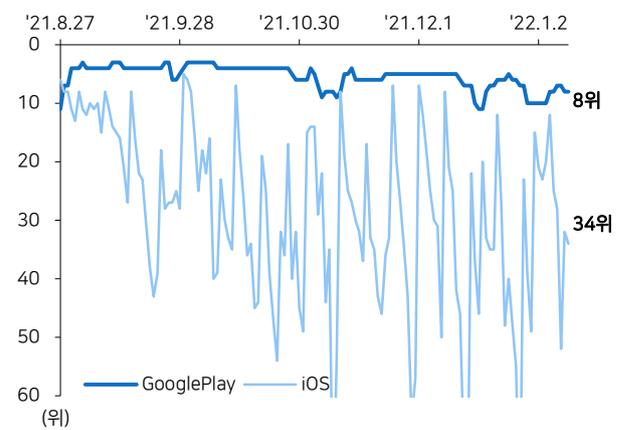
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림28 '리니지W' 주요 국가 매출 순위



주: 2021. 1. 10 구글플레이, iOS 게임 매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림29 '블레이드앤소울2' 매출 순위



주: 2022. 1. 10 구글플레이, iOS 게임 매출 순위
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,701.2	2,416.2	2,308.2	2,972.3	3,549.8
매출액증가율 (%)	-0.8	42.0	-4.5	28.8	19.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,701.2	2,416.2	2,308.2	2,972.3	3,549.8
판매관리비	1,222.2	1,591.4	1,855.4	2,134.7	2,393.7
영업이익	479.0	824.8	452.8	837.7	1,156.1
영업이익률	28.2	34.1	19.6	28.2	32.6
금융손익	38.2	17.3	55.7	93.2	96.2
중속/관계기업손익	-19.3	-5.6	-5.7	-5.9	-6.1
기타영업외손익	-1.7	-33.3	16.4	21.6	22.7
세전계속사업이익	496.2	803.3	554.4	952.8	1,236.0
법인세비용	137.0	216.6	113.9	209.6	271.9
당기순이익	359.2	586.6	440.5	743.2	964.1
지배주주지분 손이익	358.3	587.4	441.5	743.3	964.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,087.9	2,444.4	2,678.2	3,027.9	3,489.7
현금및현금성자산	303.4	157.3	321.8	600.8	989.8
매출채권	254.4	243.0	255.6	268.7	282.6
재고자산	2.1	0.7	0.8	0.8	0.8
비유동자산	1,258.5	1,636.9	1,877.9	2,167.8	2,519.1
유형자산	350.4	368.4	479.0	622.7	809.5
무형자산	49.6	49.7	64.6	83.9	109.1
투자자산	746.9	1,093.8	1,203.2	1,323.5	1,455.9
자산총계	3,346.4	4,081.2	4,556.2	5,195.8	6,008.8
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	5.1	5.1	5.1
유동성장기부채	0.0	0.0	139.9	139.9	139.9
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	278.2	278.2	278.2
이익잉여금	2,382.1	2,856.8	3,187.9	3,745.4	4,468.5
비지배주주지분	13.0	3.1	2.4	2.0	1.5
자본총계	2,512.2	3,144.7	3,483.0	4,040.2	4,763.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	392.3	707.7	537.3	846.2	1,072.1
당기순이익(손실)	359.2	586.6	440.5	743.2	964.1
유형자산상각비	51.2	64.8	89.5	78.6	65.0
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	-67.7	-71.0	-74.6
투자자산의감소(증가)	204.5	-346.9	-109.4	-120.3	-132.4
재무활동 현금흐름	-45.7	-159.3	-207.9	-171.9	-171.8
차입금의 증감	211.3	-22.8	-14.4	-15.1	-16.0
자본의 증가	2.9	-2.1	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	117.9	-146.2	164.5	279.0	389.0
기초현금	185.6	303.4	157.3	321.8	600.8
기말현금	303.4	157.3	321.8	600.8	989.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	77,514	110,057	105,138	135,390	161,694
EPS(지배주주)	16,327	26,756	20,112	33,856	43,919
CFPS	25,497	41,161	28,868	44,833	56,527
EBITDAPS	24,216	40,567	24,735	41,757	55,641
BPS	113,837	143,098	158,540	183,939	216,891
DPS	5,220	8,550	12,717	16,460	17,563
배당수익률(%)	1.0	0.9	2.1	2.7	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	33.1	34.8	30.1	17.8	13.8
PCR	21.2	22.6	21.0	13.5	10.7
PSR	7.0	8.5	5.8	4.5	3.7
PBR	4.8	6.5	3.8	3.3	2.8
EBITDA	531.5	890.6	543.0	916.7	1,221.6
EV/EBITDA	19.7	21.0	21.4	12.3	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	20.8	13.3	19.8	21.9
EBITDA 이익률	31.2	36.9	23.5	30.8	34.4
부채비율	33.2	29.8	30.8	28.6	26.2
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	56.9	91.9	38.5	68.3	93.1
매출채권회전율(x)	8.4	9.7	9.3	11.3	12.9
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,733.4	3,149.0	3,856.4	4,380.0

Industry Brief
2022. 1.12

카카오게임즈 293490

가장 저평가된 NFT 플랫폼

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4분기 실적은 '오딘'의 실적 연결인식으로 인해 예상치 상회할 전망
- ✓ 11월 1일 카카오게임즈는 '오딘' 개발사 라이온하트의 지분을 추가 30.4% 인수하며 총 51.9% 보유로 연결 인식 가능하게 되었음. '오딘' 국내 매출 하향 안정화되나 22년 대만을 시작으로 해외 출시되며 연간매출액 규모 성장할 것
- ✓ 자회사 프렌즈게임즈, 넵툰 등을 통한 NFT 플랫폼의 성장 잠재력에 주목해야
- ✓ 투자이견 Buy 및 적정주가 13만원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원
현재주가 (1.11) 72,700 원
상승여력 78.8%

KOSDAQ	969.92pt
시가총액	56,309억원
발행주식수	7,745만주
유동주식비율	41.89%
외국인비중	12.21%
52주 최고/최저가	108,700원/45,400원
평균거래대금	2,490.3억원

주요주주(%)
카카오 외 15 인 51.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.1	-14.0	55.7
상대주가	-16.7	-8.7	56.8

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 상회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,123억원(+119.9% YoY), 980억원(+491.3% YoY)로 컨센서스(매출액 3,313억원, 영업이익 708억원) 대비 외형은 하회, 이익은 상회할 전망이다. '오딘'은 '리니지W' 출시 이후 국내 매출 순위 2~3위로 하락하며 하향 안정화 진행 중이나 4Q21부터 라이온하트 지분 추가 취득으로 오딘 성과 연결인식되며 이익은 예상치 상회한다. 영업이익률은 31.4%로 19.7%p YoY 상승할 것으로 추정된다. 참고로 4분기 인건비, 지급수수료, 마케팅비는 각각 479억원(+51.0% QoQ), 1,020억원(-68.5% QoQ), 320억원(-12.2% QoQ)로 추정된다. 마케팅비는 3분기 '오딘' 광고선전비 감소했으나 11월 지스타 메인스폰서참여로 인해 소폭 감소된다.

NFT 플랫폼 성공의 key는 '확장성'

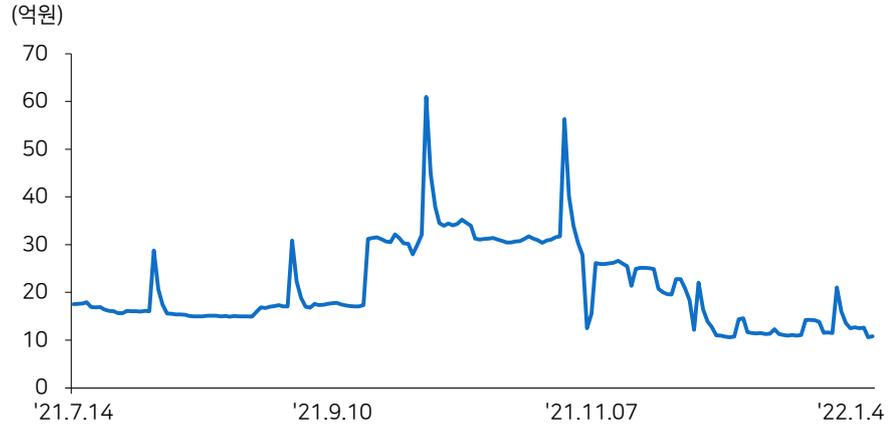
동사는 '비온드 게임'을 목표로 비즈니스 영역을 게임에서 스포츠, 메타버스, NFT 분야로 확장한다. 자회사 프렌즈게임즈에서 NFT 거러소를 개발 중이며 게임 뿐 아니라 카카오엔터테인먼트의 아이돌, 음원 등 다양한 디지털 콘텐츠가 자산화된다.

투자이견 Buy, 적정주가 13만원 유지

2022년 '오딘'의 연결 인식으로 큰 폭의 실적 성장이 기대되며 적정가치 9.8조원은 영업가치 8.3조원과 투자자산 0.9조원, 현금 0.7조원의 합산 가치로 22E PER은 20배 하회하여 이익으로 설명가능한 NFT 플랫폼 기업으로 저평가 메리트 극대화되고 있다.

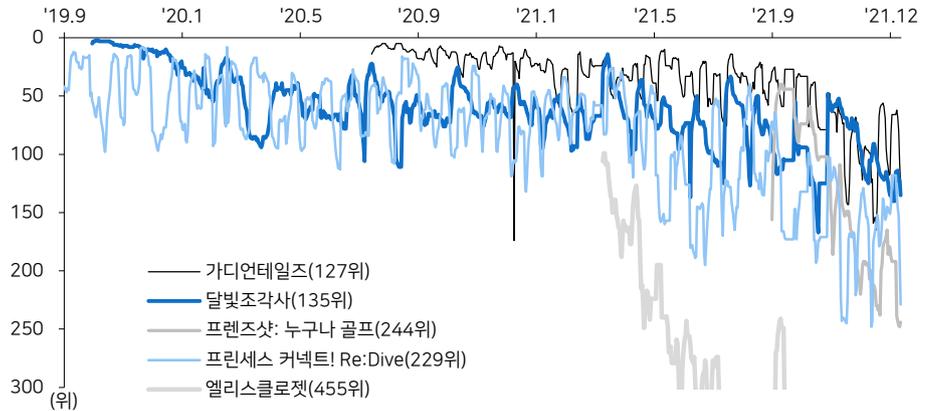
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	391.0	35.0	11.0	197	-54.7	7,443	-	-	-	2.6	41.8
2020	495.5	66.5	86.0	1,379	582.0	13,529	33.4	3.4	33.1	12.1	27.7
2021E	1,038.1	164.5	136.3	1,839	64.7	20,495	52.9	4.7	35.5	10.8	60.2
2022E	1,233.7	405.8	326.2	4,401	145.5	30,023	16.5	2.4	10.4	17.4	43.4
2023E	1,425.6	506.7	403.6	5,446	23.1	40,595	13.4	1.8	7.3	15.4	33.3

그림30 '오딘:발할라 라이징' 일매출액, 견조하게 유지되고 있음



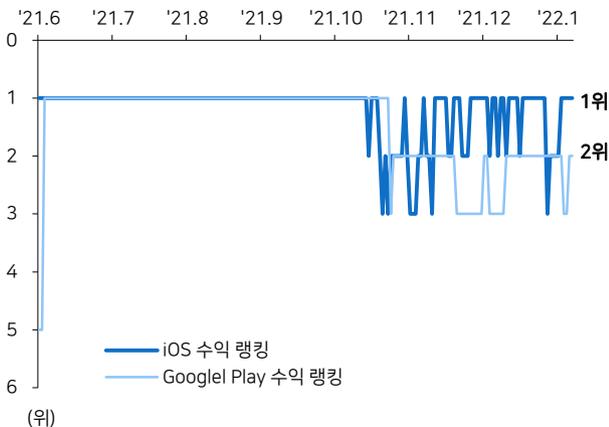
자료: 와이즈앱, GooglePlay 기준, 메리츠증권 리서치센터

그림31 카카오게임즈 주요 모바일 게임 매출 순위 (국내)



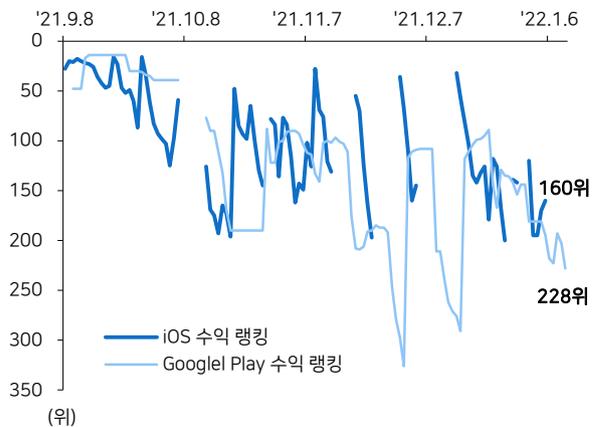
주: 2022. 1. 10 GooglePlay 게임 매출 순위 기준
자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

그림32 '오딘:발할라 라이징' 국내 매출 순위



자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

그림33 '월드플리퍼' 국내 매출 순위



자료: Appannie, 메리츠증권 리서치센터

표16 카카오게임즈 4Q21 Preview – 예상치 상회 전망

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	312.3	142.0	119.9%	466.2	-33.0%	331.3	-5.7%
PC 게임	17.0	51.7	-67.1%	17.9	-5.0%	-	-
모바일 게임	263.2	71.4	268.6%	410.5	-35.9%	-	-
기타	32.1	19.0	68.9%	37.7	-14.9%	-	-
영업이익	98.0	16.6	491.3%	42.7	129.4%	70.8	38.4%
세전이익	100.4	16.3	516.4%	45.1	122.8%	-	-
지배순이익	78.8	25.2	212.4%	35.7	120.8%	54.6	44.3%
영업이익률 (%)	31.4%	11.7%	19.7%p	9.2%	22.2%p	21.4%	10.0%p
순이익률 (%)	25.2%	17.8%	7.5%p	7.7%	17.6%p	16.5%	8.8%p

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표17 카카오게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	130.1	129.5	466.2	312.3	303.2	281.5	309.1	339.9	495.5	1,038.1	1,233.7
증감율(YoY %)	34.9%	21.5%	209.7%	119.9%	133.0%	117.4%	-33.7%	8.8%	26.7%	109.5%	18.9%
PC 게임	51.1	18.8	17.9	17.0	16.2	16.6	17.1	17.7	183.9	104.8	67.6
모바일 게임	60.1	84.3	410.5	263.2	236.8	213.2	238.7	267.4	248.9	818.1	956.1
기타	18.9	26.4	37.7	32.1	50.2	51.7	53.3	54.9	62.8	115.1	210.0
영업비용	114.5	121.4	423.4	214.2	194.3	206.5	211.0	216.1	429.0	873.6	827.9
증감율(YoY %)	36.8%	34.1%	227.5%	70.8%	69.7%	70.1%	-50.2%	0.9%	20.5%	103.6%	-5.2%
인건비	25.7	25.6	31.7	47.9	41.0	42.2	43.4	44.7	90.1	130.9	171.3
지급수수료	60.3	59.5	324.2	102.0	99.0	92.0	101.0	111.0	242.7	545.9	403.0
광고선전비	8.1	13.3	36.4	32.0	21.2	38.5	32.0	25.0	31.1	89.9	116.7
감가상각비	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	3.8	4.2	4.7
무형자산상각비	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	9.1	7.9	8.9
기타	17.6	19.9	28.1	29.2	29.8	30.5	31.1	31.8	52.2	94.8	123.3
영업이익	15.6	8.1	42.7	98.0	108.9	75.1	98.1	123.8	66.6	164.5	405.8
증감율(YoY %)	22.8%	-49.5%	101.3%	491.3%	598.1%	826.3%	129.6%	26.2%	90.1%	147.2%	146.7%
OPM(%)	12.0%	6.3%	9.2%	31.4%	35.9%	26.7%	31.7%	36.4%	13.4%	15.8%	32.9%
세전이익	20.1	3.0	45.1	100.4	111.4	77.6	100.8	126.5	77.9	168.6	416.2
지배순이익	20.8	1.0	35.7	78.8	87.3	60.9	78.9	99.0	86.0	136.3	326.2

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표18 카카오게임즈 Valuation

(십억원)	내용	비고
게임사업 가치 (A)	8,271.9	
12m forward NP	330.9	
Target PER (배)	25.0	글로벌 대형 게임사 평균
투자자산 가치 (B)	911.9	
크래프톤	300.8	지분율 1.66%, 시가 기준
넵툰	300.5	지분율 32.63%, 시가 기준
엑스엘게임즈	128.0	지분율 52.97% 장부가 기준
세나테크놀로지	95.2	지분율 54.53%, 인수가 기준
프렌즈게임즈	17.7	지분율 82.4%, 장부가 기준
기타	69.8	애드엑스, 오션드라이브, 세컨드다이버 등
순현금 (C)	681.7	
총 기업가치 (A+B+C)	9,865.5	
12개월 적정주가 (원)	130,000	

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표19 카카오게임즈의 2022년 게임 라인업

출시 일정	게임명	장르	개발사	지역	플랫폼	게임특징
1H22	디스테라 (Early Access)	서바이벌FPS	리얼리티매직	PC	글로벌 (Steam)	<ul style="list-style-type: none"> 1인칭 슈팅게임(FPS)와 SF세계관을 결합한 생존게임 기후 변화 등 다양한 환경 변화를 반영한 다채로운 플레이
	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	라이온하트	PC/모바일	대만	<ul style="list-style-type: none"> 거대한 스케일과 최고급 그래픽 퀄리티로 몰입도 증가 선명하고 현실감 있는 하이엔드 그래픽의 북유럽 세계관 구현
	Kakaopage Play(가칭)	스토리	애드페이지	모바일	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 카카오페이지 IP 활용한 스토리게임과 인터랙티브 콘텐츠 이용자가 선택한 대화에 따라 다른 결과 나오는 게임
	프렌즈샷: 누구나골프	캐주얼	프렌즈게임즈	모바일	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 다양한 국가별 특징을 담아 골프장 구현 육성/수집이 가능한 캐릭터로 다채로운 플레이 가능
	프렌즈게임즈 신작	퍼즐	프렌즈게임즈	모바일	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 카카오프렌즈 IP 활용한 게임 제작 게임,스포츠, 메타버스에 특화된 NFT 거래 플랫폼 개발 중
	우마무스메 프리티 더비	육성 시뮬레이션	사이게임즈	국내	모바일	<ul style="list-style-type: none"> 실존하는 경주마의 이름을 이어 받은 미소녀 캐릭터들 등장 실제 경마를 연상케 하는 레이스와 몰입도 높은 육성 콘텐츠
2H22	에버소울	액션RPG	로드컴플릿	모바일	글로벌	<ul style="list-style-type: none"> 포스트 아포칼립스와 중세판타지 세계관의 애니메이션 3D 그래픽의 모바일 RPG
	가디스 오더	횡스크롤 액션 RPG	로드 컴플릿 (배정현)	글로벌 (중국 제외)	모바일	<ul style="list-style-type: none"> 2D 도트 그래픽으로 화려한 전투 액션을 구현 육성/수집 요소를 고루 갖춘 독자적인 게임성으로 차별화
	프로젝트 Ares	글로벌향 MMO 액션 RPG	세컨드다이버 (반승철)	글로벌 (중국 제외)	모바일+PC 멀티플랫폼	<ul style="list-style-type: none"> 최상급의 그래픽 퀄리티와 차별화된 차세대 액션 탑재 근미래 세계관의 SF장르 구현을 위한 몰입도 있는 시나리오
	엑스엘게임즈 신작	MMORPG	엑스엘게임 (송재경)	글로벌	모바일	<ul style="list-style-type: none"> 엔리얼엔진4를 사용하여, PC 게임의 퀄리티를 모바일에서 구현하고 있는 글로벌향 블록버스터 MMO

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	391.0	495.5	1,038.1	1,233.7	1,425.6
매출액증가율 (%)	-7.1	26.7	109.5	18.9	15.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	391.0	495.5	1,038.1	1,233.7	1,425.6
판매관리비	356.0	429.0	873.6	827.9	918.9
영업이익	35.0	66.5	164.5	405.8	506.7
영업이익률	9.0	13.4	15.8	32.9	35.5
금융손익	4.2	34.2	35.2	36.3	37.4
종속/관계기업손익	-1.0	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타영업외손익	-18.1	-21.2	-21.8	-22.4	-23.1
세전계속사업이익	20.1	77.9	168.6	416.2	509.5
법인세비용	11.3	10.4	36.4	91.6	110.0
당기순이익	8.9	67.5	132.2	324.6	399.6
지배주주지분 손이익	11.0	86.0	136.3	326.2	403.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	70.3	82.3	196.3	402.5	477.6
당기순이익(손실)	8.9	67.5	132.2	324.6	399.6
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	127.9	134.2
차입금의 증감	27.1	66.5	68.5	70.6	72.7
자본의 증가	-3.6	398.9	410.9	423.2	435.9
현금의 증가(감소)	142.3	320.1	639.0	548.4	576.4
기초현금	104.8	247.1	567.2	1,206.2	1,754.7
기말현금	247.1	567.2	1,206.2	1,754.7	2,331.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	333.6	695.6	1,352.7	1,921.8	2,521.9
현금및현금성자산	247.1	567.2	1,206.2	1,754.7	2,331.1
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	2,469.1	3,223.7	4,040.2
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	496.9	496.9	496.9
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	1,108.3	1,488.3	1,868.3
기타포괄이익누계액	-16.5	85.7	85.7	85.7	85.7
이익잉여금	93.6	179.5	315.8	641.9	1,045.5
비지배주주지분	1.8	22.6	22.6	22.6	22.6
자본총계	417.4	1,025.4	1,541.7	2,247.8	3,031.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,004	7,949	14,006	16,646	19,234
EPS(지배주주)	197	1,379	1,839	4,401	5,446
CFPS	871	1,418	1,600	4,316	5,372
EBITDAPS	947	1,424	2,529	5,794	7,165
BPS	7,443	13,529	20,495	30,023	40,595
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	33.4	52.9	16.5	13.4
PCR	0.0	32.4	60.7	16.8	13.5
PSR	0.0	5.8	6.9	4.4	3.8
PBR	0.0	3.4	4.7	2.4	1.8
EBITDA	52.8	88.8	187.4	429.4	531.0
EV/EBITDA	-4.2	33.1	35.5	10.4	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	12.1	10.8	17.4	15.4
EBITDA 이익률	13.5	17.9	18.1	34.8	37.2
부채비율	41.8	27.7	60.2	43.4	33.3
금융비용부담률	0.3	1.0	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	29.0	13.5	32.3	77.4	93.8
매출채권회전율(x)	12.6	11.2	19.3	22.9	26.5
재고자산회전율(x)	37.1	42.0	88.4	105.1	121.4

Industry Brief
2022. 1. 12

넷마블 251270

스핀엑스 연결 효과

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4Q21 실적, 예상치 하회 전망. 3~4분기 출시된 '마블퓨처레볼루션'과 '세븐나이츠2'의 성과 부진하나 8월 인수한 스펀엑스 연결 효과로 전분기대비 실적은 개선 전망
- ✓ 8월 넷마블은 글로벌 소셜카지노 3위 게임업체 스펀엑스를 약 2.6조원에 인수. 2021E 매출액은 약 7천억원, 영업이익 2천억원 수준으로 추정. 다만 영업권 상각비용 발생 규모에 따라 영업이익 기여폭 달라질 수 있음
- ✓ 12월 P2E 게임 '챔피언스:어센션'을 공개하고 블록체인 게임 플랫폼인 아이템게임즈 인수를 추진하는 등 적극적인 신규사업 확대 전략 긍정적

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원
현재주가 (1.11) 110,000 원
상승여력 54.5%

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	94,549억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	31.18%
외국인비중	22.73%
52주 최고/최저가	147,500원/110,000원
평균거래대금	336.6억원

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

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.1	-17.6	-13.4
상대주가	-6.5	-9.4	-6.8

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 하회 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 7,168억원(+14.9% YoY), 625억원(+24.3% YoY)으로 컨센서스(매출액 7,886억원, 영업이익 791억원)대비 하회할 전망이다. 3~4분기 출시된 '마블퓨처레볼루션'과 '세븐나이츠2'의 성과 부진하나 8월 인수한 스펀엑스 연결 효과로 전분기대비 실적은 개선될 전망이다. 8월 넷마블은 글로벌 소셜카지노 3위 게임업체 '스핀엑스'를 약 2.6조원에 인수, 2021E 매출액은 약 7천억원, 영업이익 2천억원 수준으로 추정된다. 다만 스펀엑스 인수로 발생하는 인건비 증가와 영업권 상각비용에 따라 영업이익 증가폭은 예상보다 크진 않다.

P2E 및 블록체인 역량 강화

12월 넷마블은 P2E 게임 '챔피언스:어센션'을 공개한 데 이어 블록체인 게임 플랫폼인 아이템게임즈를 인수 추진 중이다. '챔피언스:어센션'은 플레이어간 대전을 통해 보상을 획득하고 NFT 형태로 소유할 수 있다. 또한 12월말 언론 보도에 따르면 블록체인 게임 플랫폼 아이템게임즈 경영권 인수를 검토 중으로 적극적인 신규사업 확대라는 점에서 긍정적이다. 2022년 신규게임 라인업 및 신규사업 전략은 1분기 NTP(Netmarble with Press)를 통해 확인된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

스핀엑스 인수로 높아진 실적 안정성과 블록체인, NFT 등의 투자전략도 긍정적. 22년 경쟁 심화될 NFT 게임 시장에서 결국 중요한 것은 글로벌 콘텐츠 서비스 역량이라는 측면에서 동사에 대해서도 긍정적인 투자접근 필요하다.

(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	2,471.4	159.5	218.5	2,543	-31.7	76,936	49.2	1.6	36.6	3.6	39.3
2022E	3,119.7	452.8	492.0	5,724	116.9	81,965	19.2	1.3	14.9	7.2	38.6
2023E	3,447.7	572.5	591.9	6,886	20.1	88,122	16.0	1.2	12.3	8.1	37.6

표20 넷마블 4Q21 Preview - 컨센서스 하회 전망

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	716.8	623.8	14.9%	607.0	18.1%	788.6	-9.1%
리니지2레볼루션	27.3	49.9	-45.3%	30.4	-10.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	77.3	93.6	-17.4%	78.9	-2.0%	-	-
마블퓨처파이트	17.8	18.7	-4.7%	18.2	-1.9%	-	-
쿠키잼	24.3	25.0	50.4%	24.8	51.4%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	23.8	31.2	-23.7%	24.3	-2.1%	-	-
블소레볼루션	28.8	25.0	11.1%	28.3	-2.0%	-	-
일곱개의 대죄	41.6	74.9	-44.4%	42.5	-2.0%	-	-
제2의 나라	101.2	-	-	121.4	-16.6%	-	-
기타	322.8	305.7	18.6%	238.3	52.1%	-	-
영업이익	62.5	82.5	-24.2%	26.6	135.1%	79.1	-21.0%
세전이익	115.0	220.0	-47.7%	56.0	105.4%	-	-
지배순이익	86.1	100.0	-13.9%	30.2	185.2%	83.7	2.9%
영업이익률(%)	8.7%	13.2%	-4.5%p	4.4%	4.3%p	10.0%	-1.3%p
순이익률(%)	12.0%	16.0%	-4.0%p	5.0%	7.0%p	10.6%	1.4%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표21 넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	570.4	577.2	607.0	716.8	763.4	777.2	783.1	796.0	2,484.8	2,471.4	3,119.7
증감율(YoY %)	7.0%	-15.8%	-5.5%	14.9%	33.8%	34.7%	29.0%	11.1%	14.0%	-0.5%	26.2%
리니지2레볼루션	45.6	34.6	30.4	27.3	26.8	26.2	25.7	25.2	221.2	137.9	103.9
마블컨테스트오브챔피언	68.4	75.0	78.9	77.3	75.8	75.0	73.5	72.1	353.7	299.7	296.4
마블퓨처파이트	17.1	17.3	18.2	17.8	17.5	17.1	16.8	16.5	88.3	70.5	67.9
쿠키잼	22.8	23.1	24.8	24.3	23.8	23.3	22.9	22.4	104.7	95.0	92.4
해리포터 호그와트 미스터리	28.5	28.9	24.3	23.8	23.3	22.9	22.4	21.9	112.1	105.5	90.5
블소레볼루션	34.2	28.9	29.4	28.8	28.2	27.6	27.1	26.5	186.9	121.2	105.4
일곱개의 대죄: Grand Cross	85.6	75.0	42.5	41.6	39.6	37.6	36.8	36.1	392.0	244.7	150.1
A3:스틸얼라이브	30.6	29.0	28.5	27.9	27.3	26.0	25.4	24.9	107.6	116.0	103.7
세븐나이트2	62.7	28.9	26.6	23.9	73.6	66.2	59.6	53.7	74.9	142.1	253.1
제2의 나라: Cross Worlds	-	69.3	121.4	101.2	82.8	82.8	74.5	78.2	-	291.9	318.3
기타	174.7	167.2	182.2	322.8	344.8	372.4	398.3	418.5	843.5	846.9	1,443.8
영업비용	516.2	561.0	580.4	654.2	659.9	665.8	667.8	673.5	2,212.7	2,311.8	2,666.9
증감율(YoY %)	0.7%	-7.1%	4.6%	20.9%	27.8%	18.7%	15.1%	2.9%	12.0%	4.5%	15.4%
인건비	143.4	154.6	140.7	160.0	164.8	155.6	174.8	180.1	531.2	598.7	808.3
지급수수료	246.4	246.4	254.6	291.6	301.3	297.5	290.8	286.7	1,025.1	1,039.0	1,799.0
마케팅비	77.6	100.4	100.4	112.5	99.2	101.0	101.8	103.5	392.5	390.9	694.5
기타	48.7	59.6	84.7	90.1	94.5	111.7	100.3	103.2	263.9	283.2	408.8
영업이익	54.2	16.1	26.6	62.5	103.5	111.4	115.4	122.5	272.1	159.5	452.8
증감율(YoY %)	165.3%	-80.3%	-69.5%	-24.2%	91.0%	590.0%	333.7%	95.9%	34.2%	-41.4%	183.9%
OPM(%)	9.5%	2.8%	4.4%	8.7%	13.6%	14.3%	14.7%	15.4%	10.9%	6.5%	14.5%
세전이익	94.6	62.5	56.0	115.0	145.9	158.3	167.4	180.1	474.6	328.2	651.7
지배순이익	56.4	45.7	30.2	86.1	109.9	119.5	126.4	136.2	313.0	218.5	492.0

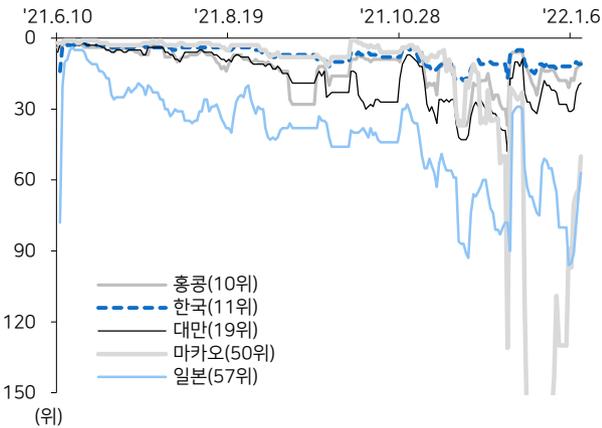
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림34 2022년 넷마블의 신규 게임 라인업

시기	게임명	장르	출시국가	개발사	내용
1H22	세븐나이츠 레볼루션	MMORPG	한국	넷마블넥서스	<ul style="list-style-type: none"> 나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화 21년 12월 8일부터 사전예약 개시, 22년 1분기 출시 전망
	제2의 나라: 크로스 월드	MMORPG	글로벌 (기 출시국, 중국 제외)	넷마블네오	<ul style="list-style-type: none"> 레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사시시조 음원 상당수 사용 지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용한 카툰 렌더링 3D 그래픽
	머지 쿤야 아일랜드	머지	글로벌 (중국 제외)	넷마블엔투	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌에서 인기있는 머지류 장르로 다양한 오브젝트를 합쳐 새로운 오브젝트를 만들고 활용하여 섬을 꾸며나가는 게임 '쿤야' IP에서 세계관을 확대하여 신규캐릭터 '쿠야' IP 기반의 감성적 게임
	BTS드림: 타이니탄 하우스	리듬, 퍼미기	글로벌 (중국 제외)	넷마블네오	<ul style="list-style-type: none"> 리듬액션과 하우스링 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 '타이니탄'을 활용한 리듬액션 게임과 드림하우스를 꾸며가는 게임

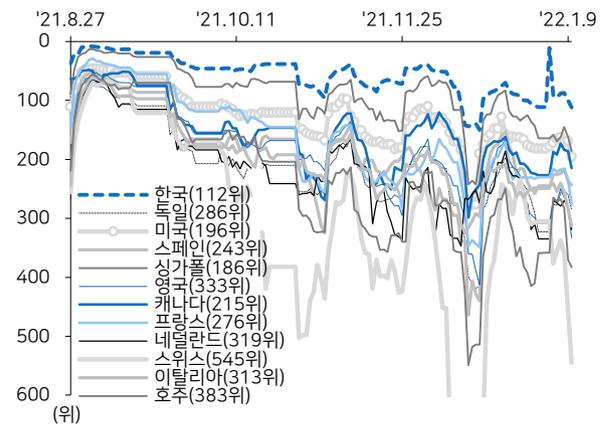
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림35 '제2의 나라' 매출 순위 (한국 및 아시아)



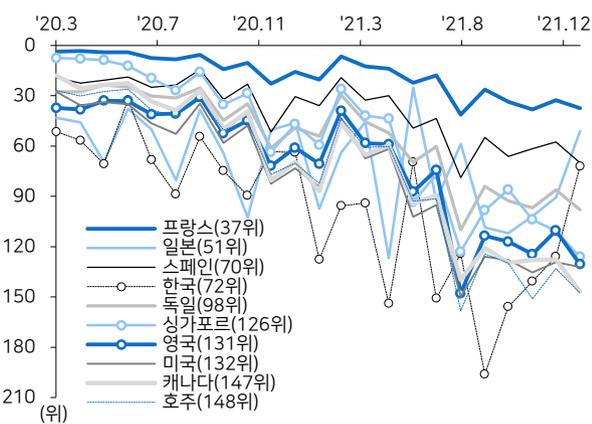
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림36 '마블 퓨처 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)



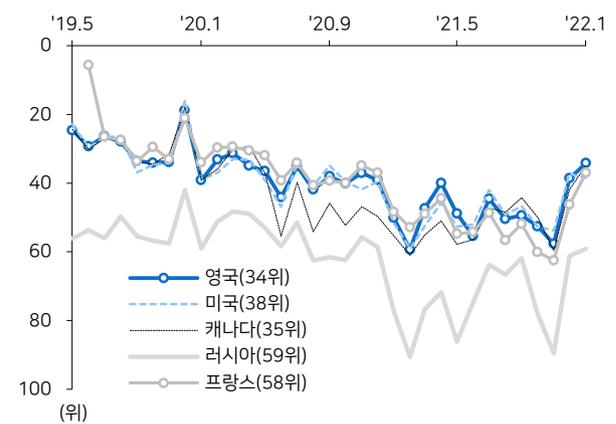
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림37 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)



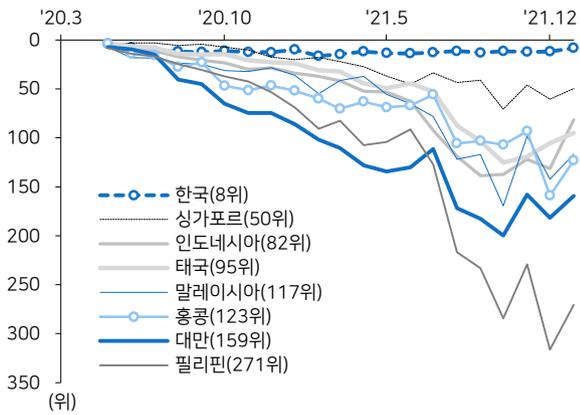
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림38 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 매출 순위 (글로벌)



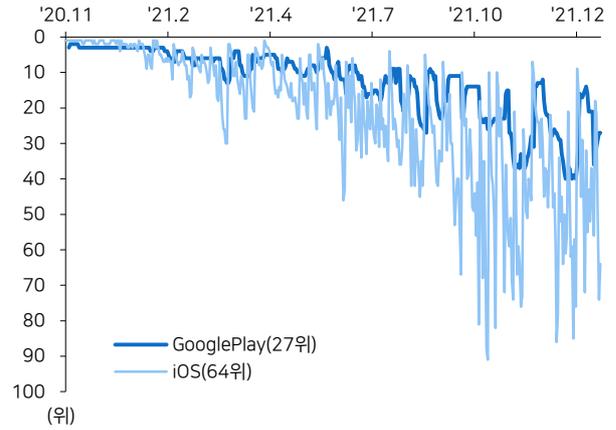
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림39 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)



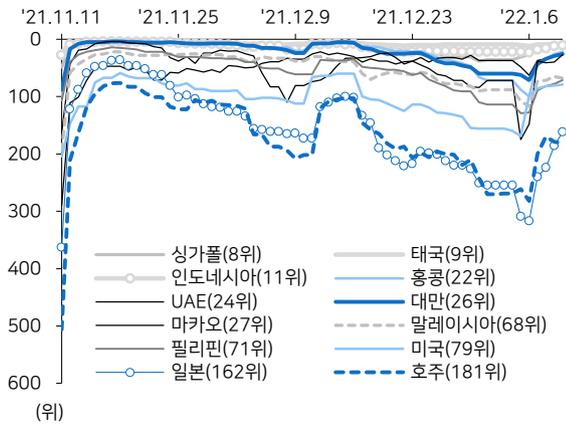
주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림40 '세븐나이츠2' 매출 순위 (한국)



주: 2022. 1. 10 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림41 '세븐나이츠2' 글로벌 매출 순위



주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림42 12월 잼시티, P2E 게임 '챔피언스 어센션' 출시



자료: 잼시티, 메리츠증권 리서치센터

표22 넷마블 Valuation

구분	(단위)	내용
게임사업 가치 (A)	(십억원)	11,231.2
22E EBITDA	(십억원)	576.0
Target EBITDA multiple	(배)	19.5
투자자산 가치 (B)	(십억원)	3,510.7
코웨이 (지분율 25.1%, NAV 30% 할인)	(십억원)	956.2
하이브 (지분율 19.9%, NAV 30% 할인)	(십억원)	1,742.6
엔씨소프트 (지분율 8.9%, NAV 30% 할인)	(십억원)	812.0
총 기업가치 (A+B)	(십억원)	14,742.0
12개월 적정주가	(원)	170,000

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표23 2021년 넷마블 투자 및 지분매각 히스토리

시기	대상 기업	금액(십억원)	지분율(%)	형태	목적
2021년 8월	카카오게임즈	237.1	4.32	현금	보유주식 매각을 통한 유동성 확보
	카카오뱅크	563.3	1.6	현금	카카오뱅크 762만주를 2차례에 걸쳐 매각
2021년 9월	루디아	192.5	100.0	현금	자회사 잼시티(지분율 58%)를 통해 캐나다 모바일게임사 인수 '슈라기월드:더 게임' 등의 세계적인 IP 기반의 게임 개발 및 퍼블리싱 현재 DC 및 디즈니 IP 활용한 모바일게임 개발 중 '슈라기월드:얼라이브'는 AR게임 장르세어 독보적인 위치
2021년 10월	스핀엑스	2,626.0	100.0	현금	소셜카지노 게임사 인수 통해 게임 포트폴리오 다각화
2021년 12월	카카오뱅크	481.6	1.6	현금	카카오뱅크 잔여 지분 전량 762만주 매각하며 총 1.1조원 유동성 확보

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,178.7	2,484.8	2,471.4	3,119.7	3,447.7
매출액증가율 (%)	7.8	14.0	-0.5	26.2	10.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,178.7	2,484.8	2,471.4	3,119.7	3,447.7
판매관리비	1,976.0	2,212.7	2,311.8	2,662.6	2,875.2
영업이익	202.7	272.1	159.5	452.8	572.5
영업이익률	9.3	10.9	6.5	14.5	16.6
금융손익	37.2	11.7	22.8	23.9	25.1
중속/관계기업손익	12.9	192.0	162.4	165.7	169.0
기타영업외손익	-34.4	-1.1	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	218.4	474.6	328.2	651.7	768.9
법인세비용	48.6	136.6	86.5	150.1	177.1
당기순이익	169.8	338.1	231.2	501.6	602.2
지배주주지분 순이익	156.0	313.0	218.5	492.0	591.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,695.0	2,879.4	3,146.1
현금및현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,103.6	2,258.4	2,494.1
매출채권	147.1	181.8	226.5	237.8	249.7
재고자산	5.1	4.6	5.2	5.8	6.6
비유동자산	3,246.0	6,402.7	6,826.9	7,214.1	7,628.1
유형자산	235.6	423.1	444.3	466.5	489.8
무형자산	1,383.8	1,291.8	1,485.5	1,634.1	1,797.5
투자자산	1,467.9	4,536.2	4,737.9	4,946.4	5,165.3
자산총계	5,806.1	8,223.4	9,521.8	10,093.5	10,774.2
유동부채	664.6	1,633.5	1,700.8	1,774.1	1,854.1
매입채무	52.7	70.5	201.8	232.0	266.9
단기차입금	16.1	807.5	807.5	807.5	807.5
유동성장기부채	15.5	12.2	33.6	33.6	33.6
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	170.0	178.5	187.4
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	1,401.8	1,850.9	2,399.8
비지배주주지분	196.5	243.5	221.8	238.7	258.4
자본총계	4,648.3	5,650.6	6,834.7	7,283.8	7,832.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	381.3	372.3	351.3	634.1	744.1
당기순이익(손실)	169.8	338.1	231.2	501.6	602.2
유형자산상각비	36.0	39.2	44.6	44.9	38.4
무형자산상각비	82.1	72.6	76.0	94.8	89.0
운전자본의 증감	44.9	-27.1	-49.0	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	-2,962.5	-3,051.4	-3,142.9
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	6.3	6.5	6.7
현금의 증가(감소)	26.2	-317.3	846.1	154.8	235.7
기초현금	1,548.7	1,574.8	1,257.5	2,103.6	2,258.4
기말현금	1,574.8	1,257.5	2,103.6	2,258.4	2,494.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	25,464	28,959	28,758	36,295	40,111
EPS(지배주주)	1,823	3,647	2,543	5,724	6,886
CFPS	3,899	4,928	4,274	8,276	9,401
EBITDAPS	3,750	4,473	3,260	6,894	8,143
BPS	51,919	62,986	76,936	81,965	88,122
DPS	0	767	767	767	767
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.6	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	50.7	36.1	49.2	19.2	16.0
PCR	23.7	26.7	29.2	13.3	11.7
PSR	3.6	4.5	4.3	3.0	2.7
PBR	1.8	2.1	1.6	1.3	1.2
EBITDA	320.8	383.8	280.1	592.5	699.9
EV/EBITDA	19.9	30.3	36.6	14.9	12.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	6.3	3.6	7.2	8.1
EBITDA 이익률	14.7	15.4	11.3	19.0	20.3
부채비율	24.9	45.5	39.3	38.6	37.6
금융비용부담률	0.4	0.9	1.0	0.7	0.7
이자보상배율(x)	23.1	11.8	6.6	19.7	24.8
매출채권회전율(x)	13.2	15.1	12.1	13.4	14.1
재고자산회전율(x)	516.9	509.8	523.1	666.6	673.1

Industry Brief
2022. 1. 12

NHN 181710

물적분할로 인한 주가 하락 과도

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 4Q21 실적, 예상치 부합 전망. 국내 모바일 웹보드 1위 유지, 모바일게임 매출액은 '쯔쯔쯔', '푸니푸니', '콤포스' 등 기존 게임의 콜라보레이션 효과와 12월 1일 출시된 '드래곤퀘스트:케시케시'의 30일치 매출 기여
- ✓ 물적분할 이후 주가 하락 과도. NHN 본사는 게임 위주의 실적 달성, 클라우드 비즈니스 성장성 높으나 아직 손실 사업부로 분할로 인한 가치변화 제한적
- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가는 게임사업부 이익추정치 조정으로 8.6만원으로 하향

Buy

적정주가 (12개월) 86,000 원
현재주가 (1.11) 39,400 원
상승여력 118.3%

KOSPI	2,927.38pt
시가총액	7,709억원
발행주식수	3,752만주
유통주식비율	46.07%
외국인비중	17.91%
52주 최고/최저가	51,851원/34,950원
평균거래대금	223.0억원
주요주주(%)	
이준호 외 22 인	49.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.7	-5.1	-0.5
상대주가	-19.5	4.3	7.0

주가그래프



4Q21 실적, 예상치 부합 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,959억원(+11.5% YoY), 294억원(+93.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 5,106억원, 영업이익 301억원)에 대체로 부합할 전망이다. 게임 매출액은 955억원(+9.9% QoQ)으로 모바일 웹보드 1위 잘 유지하며 양호했고 12월 1일에 출시한 '드래곤퀘스트:케시케시' 반응 양호하며 30일치 매출 기여하였다. 페이코 거래액은 2.1조원(+11% QoQ)로 캠퍼스존을 비롯한 오프라인 결제 증가와 온라인 거래도 위드코로나로 여행/항공/엔터테인먼트 등의 수요 회복하고 있어 긍정적이다. 영업이익률은 5.9%로 외형 확대에도 전년 동기와 유사하며 특별상여, 일회성 수수료 등의 원오프 비용 발생될수 있다.

물적분할 발표 이후 주가하락 과도

21년 12월 24일 NHN은 클라우드 사업 부문을 단순 물적분할해 NHN클라우드(가칭)을 신설할 것을 발표하였다. 22년 3월 29일 주주총회를 거쳐 4월 1일에 분할 예정인데 클라우드 사업 부문의 전문성 및 시장 경쟁력을 강화하기 위한 이다. 동사는 KISA(공공 기관 인증)를 최초로 취득, 한컴과의 제휴, NHN두레이(협업툴 및 SaaS) 설립 등을 통해 클라우드 비즈니스 육성 노력이 가시화되고 있는 단계이다.

투자이견 Buy, 적정주가 8.6만원으로 하향

물적분할 이후 주가 하락 과도하다. NHN 본사는 게임 위주로 수익 창출하였으며, 클라우드 비즈니스의 성장성 높으나 아직 손실 사업부로 분할로 인한 가치변화 제한적이기 때문이다. 22년 '선택과 집중' 전략에 근거한 이익 성장, 페이코의 오프라인 결제액 성장, 위믹스 플랫폼에 출시할 P2E 게임 성공 기대감 등에 근거하여 과도한 주가 하락은 매수 기회이다.

(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	329	-77.9	42,082	105.9	0.8	6.6	0.8	36.7
2020	1,675.2	102.2	21.5	572	20.6	42,564	68.1	0.9	6.8	1.4	38.3
2021E	1,873.8	104.9	92.4	2,463	233.5	44,606	18.3	1.0	2.7	5.7	40.1
2022E	2,115.6	125.2	103.0	2,746	13.4	47,351	14.4	0.8	1.5	6.0	41.5
2023E	2,379.3	154.0	113.5	3,025	23.2	50,376	13.0	0.8	0.9	6.2	43.0

표24 NHN 4Q21 Preview - 예상치 부합 전망

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	495.9	444.9	11.5%	472.5	4.9%	510.6	-2.9%
게임	98.5	98.5	0.0%	95.5	3.1%	-	-
결제&광고	224.0	190.9	17.4%	208.4	7.5%	-	-
콘텐츠	43.3	44.6	-3.0%	43.8	-1.2%	-	-
커머스	78.8	74.6	5.6%	76.9	2.5%	-	-
기술	60.5	40.7	48.6%	57.2	5.8%	-	-
기타	1.7	1.6	5.0%	1.5	12.0%	-	-
영업이익	29.4	15.2	93.7%	27.9	5.5%	30.1	-2.2%
세전이익	28.7	-35.6	-180.7%	52.5	-45.3%	-	-
지배순이익	21.2	-38.7	-154.8%	40.3	-47.4%	6.3	236.5%
영업이익률(%)	5.9%	3.4%	2.5%p	5.9%	0.0%p	5.9%	0.0%p
순이익률(%)	4.3%	-8.7%	13.0%p	8.5%	-4.3%p	1.2%	3.0%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표25 NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	452.0	453.4	472.5	495.9	500.4	518.4	538.8	558.0	1,641.2	1,873.8	2,115.6
증감율(YoY %)	16.6	14.3	14.8	11.5	10.7	14.3	14.0	12.5	10.3	14.2	12.9
게임	111.6	86.9	95.5	98.5	102.6	101.7	102.4	104.0	409.0	392.5	410.6
결제&광고	181.2	196.2	208.4	224.0	220.3	232.7	246.4	256.2	668.0	809.8	955.7
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	43.3	44.6	45.9	47.3	48.7	166.2	175.6	186.4
커머스	77.4	79.6	76.9	78.8	81.2	83.6	86.1	88.7	279.0	312.7	339.5
기술	44.7	51.6	57.2	60.5	62.1	64.2	65.9	69.6	148.3	214.0	261.7
기타	0.8	1.1	1.5	1.7	0.6	1.2	1.6	1.8	10.6	5.1	5.2
영업비용	426.9	433.5	444.6	466.4	474.2	488.4	503.1	524.6	1,555.4	1,771.4	1,990.4
증감율(YoY %)	17.7	15.7	14.5	8.5	11.1	12.7	13.2	12.5	10.9	13.9	12.4
인건비	92.5	92.7	89.5	94.2	97.0	99.9	102.9	115.0	264.7	368.9	414.9
지급수수료	277.8	286.1	299.5	315.5	319.0	328.6	338.4	345.2	1,002.4	1,178.9	1,331.2
광고선전비	22.5	21.0	18.1	20.2	20.6	21.2	21.9	22.5	77.7	81.8	86.2
감가상각비	17.5	18.0	18.6	18.8	19.4	19.9	20.5	22.0	66.1	72.9	81.9
통신비	6.0	6.1	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	25.2	25.3	28.8
기타	10.6	9.6	9.9	11.0	11.3	11.7	12.0	12.4	119.3	41.1	47.4
영업이익	25.1	19.9	27.9	29.4	26.2	30.0	35.7	33.3	85.8	102.3	125.2
증감율(YoY %)	0.4	-10.0	18.7	93.7	4.4	50.6	28.0	13.2	-1.0	19.3	22.3
OPM(%)	5.6	4.4	5.9	5.9	5.2	5.8	6.6	6.0	5.2	5.5	5.9
세전이익	30.6	22.9	52.5	28.7	34.9	38.8	44.7	32.8	52.0	134.7	151.1
지배순이익	19.4	11.5	40.3	21.2	23.6	25.9	31.5	22.0	21.5	92.4	103.0

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표26 NHN - 클라우드 사업부 물적분할 결정

구분		내용 (십억원)			
분할 후 존속회사	회사명	엔에이치엔 주식회사 (NHN Corporation)			
	분할후 재무내용	자산총계	1,745.6	부채총계	85.7
		자본총계	1,660.0	자본금	9.8
	존속사업부문 최근 사업연도매출액	2021년 09월 30일	현재기준		
	주요사업	온라인게임과 모바일게임, 클라우드 기반 CSP 사업 등			
분할 후 상장유지 여부	○				
분할 설립회사	회사명	(가칭) 엔에이치엔클라우드 주식회사 (NHN Cloud Corporation)			
	설립시 재무내용	자산총계	82.7	부채총계	35.7
		자본총계	46.9	자본금	5.0
	신설사업부문 최근 사업연도 매출액	2021년 09월 30일	현재기준		
	주요사업	클라우드, 호스팅, 컴퓨터 및 통신기기를 이용한 정보자료처리 및 기타 컴퓨터 운영 관련 서비스업 등			
재상장신청 여부	×				
분할기일		2022년 4월 1일			

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표27 NHN 100% 무상증자 결정 - 유동성 확보

구분	내용			
	보통주식	기타주식		
신주의 종류와 수	1,795만주	-		
1주당 액면가액	500원			
증자전 발행주식총수	1,957만주	-		
신주배정기준일	2022년 1월 1일			
1주당 신주배정 주식수	1만주	-		
신주의 배당기산일	2022년 1월 1일			
신주의 상장예정일	2022년 1월 24일			
무상증자 배정내역	구분 (만주)	무상증자 전	무상증자배정내역	무상증자 후
	보통주(자기주식 제외)	1,795	1,795	3,591
	보통주(자기주식)	161	-	161
	계	1,957	1,795	3,752
신주의 배정권이 없는 주식의 총수		자기주식 161만주		

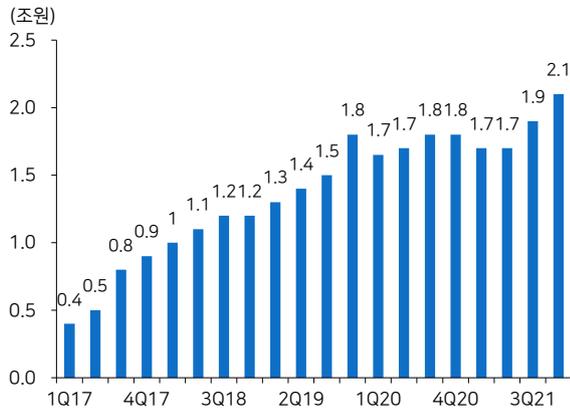
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표28 NHN Valuation

	단위	내용
게임 (A)	(십억원)	946.5
2021E 순이익	(십억원)	63.1
Target PER	(배)	15.0
페이코 (B)	(십억원)	502.7
총 가입자수	(만명)	1,100.0
가입자당 가치	(원)	66,818.2
기타 투자자산 (C)	(십억원)	237.0
총 기업가치 (A+B+C)	(십억원)	1,686.3
12개월 적정주가	(원)	86,000
현주가 (1/11)	(원)	39,400
상승여력	(%)	118.3%

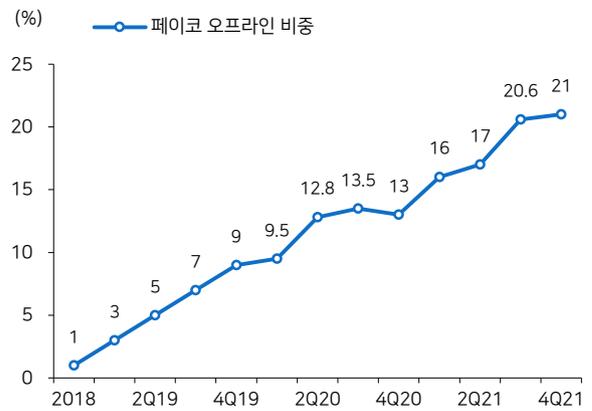
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림43 4Q21 페이코 거래액 2.1조원(+11% QoQ)으로 증가



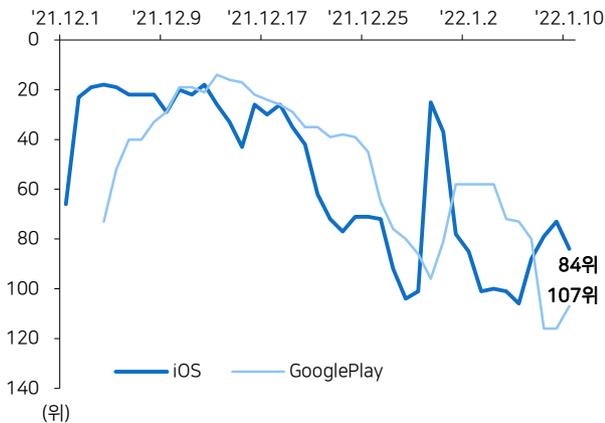
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림44 페이코 오프라인 비중 21% 기록하며 업계 최고 수준



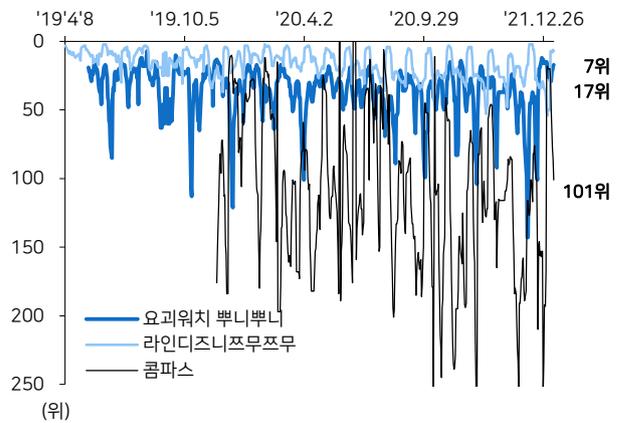
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림45 '드래곤퀘스트:케시케시' 매출 순위



주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림46 일본 주요 게임들 매출 순위



주: 2022. 1. 10 구글플레이 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,488.6	1,675.2	1,873.8	2,115.6	2,379.3
매출액증가율 (%)	17.7	12.5	11.9	12.9	12.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,488.6	1,675.2	1,873.8	2,115.6	2,379.3
판매관리비	1,401.9	1,573.0	1,768.9	1,990.4	2,225.3
영업이익	86.7	102.2	104.9	125.2	154.0
영업이익률	5.8	6.1	5.6	5.9	6.5
금융손익	10.1	-2.8	20.4	26.5	28.8
중속/관계기업손익	-0.1	9.1	-1.2	-0.8	-0.7
기타영업외손익	-31.2	-85.5	0.2	3.7	3.8
세전계속사업이익	65.5	23.0	134.7	151.1	183.5
법인세비용	42.4	41.2	41.5	45.3	53.2
당기순이익	23.2	28.0	93.2	105.8	130.3
지배주주지분 손이익	12.3	21.5	92.4	103.0	113.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,058.7	1,086.9	1,205.8	1,358.0	1,524.5
현금및현금성자산	457.4	534.6	614.8	725.4	846.7
매출채권	139.0	126.3	254.2	266.9	280.2
재고자산	38.2	48.3	49.7	51.2	52.8
비유동자산	1,441.6	1,464.0	1,478.1	1,442.5	1,419.4
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	607.1	624.3	643.9
자산총계	2,500.3	2,550.9	2,714.8	2,914.2	3,130.0
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	51.9	51.9	51.9
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	14.7	14.7	14.7
부채총계	671.6	706.8	777.4	855.2	940.7
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-17.7	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
이익잉여금	400.2	434.1	527.3	649.0	779.2
비지배주주지분	249.9	247.3	263.9	282.5	299.3
자본총계	1,828.7	1,844.2	1,937.4	2,059.0	2,189.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	107.7	141.3	92.9	123.6	128.9
당기순이익(손실)	23.2	28.0	93.2	105.8	130.3
유형자산상각비	57.2	49.8	54.4	48.7	38.7
무형자산상각비	12.9	16.3	15.0	4.2	4.0
운전자본의 증감	3.2	-2.1	105.3	28.4	32.4
투자활동 현금흐름	-18.7	3.2	-3.4	-3.7	-4.1
유형자산의증가(CAPEX)	-57.2	-45.7	-48.0	-50.4	-52.9
투자자산의감소(증가)	30.8	-98.9	-15.9	-16.3	-16.8
재무활동 현금흐름	-17.0	-65.2	43.7	49.1	51.6
차입금의 증감	13.5	-14.2	-6.1	-5.1	-4.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	71.9	77.2	80.3	110.5	121.3
기초현금	385.5	457.4	534.6	614.8	725.4
기말현금	457.4	534.6	614.8	725.4	846.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	39,677	44,650	49,943	56,389	63,419
EPS(지배주주)	329	572	2,463	2,746	3,025
CFPS	4,786	5,098	5,131	5,158	5,318
EBITDAPS	4,178	4,487	4,643	4,746	5,243
BPS	42,082	42,564	44,606	47,351	50,376
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	105.9	68.1	18.3	14.4	13.0
PCR	7.3	7.6	8.8	7.6	7.4
PSR	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6
PBR	0.8	0.9	1.0	0.8	0.8
EBITDA	156.8	168.4	174.2	178.0	196.7
EV/EBITDA	6.6	6.8	2.7	1.5	0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	1.4	5.7	6.0	6.2
EBITDA 이익률	10.5	10.0	9.3	8.4	8.3
부채비율	36.7	38.3	40.1	41.5	43.0
금융비용부담률	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	16.5	19.2	-	-	-
매출채권회전율(x)	8.9	12.6	9.9	8.1	8.7
재고자산회전율(x)	39.3	38.7	38.2	41.9	45.8

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

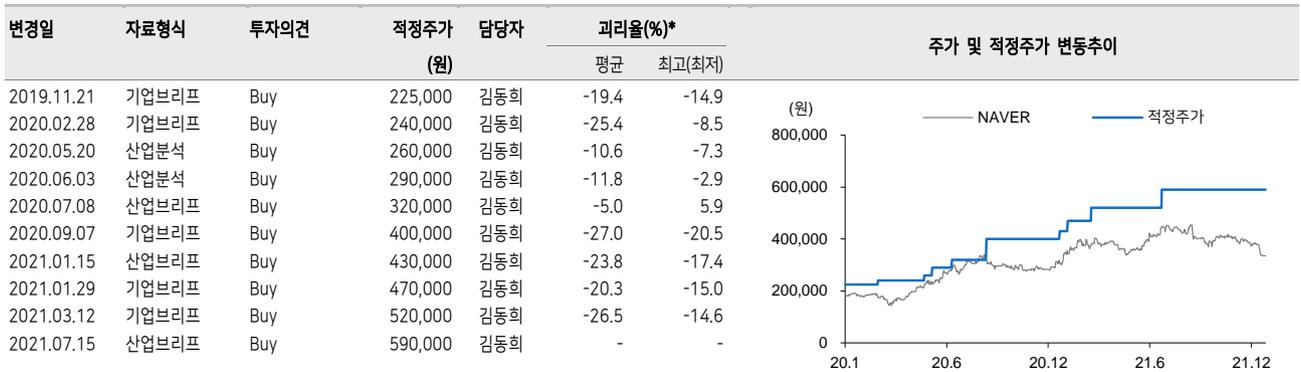
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

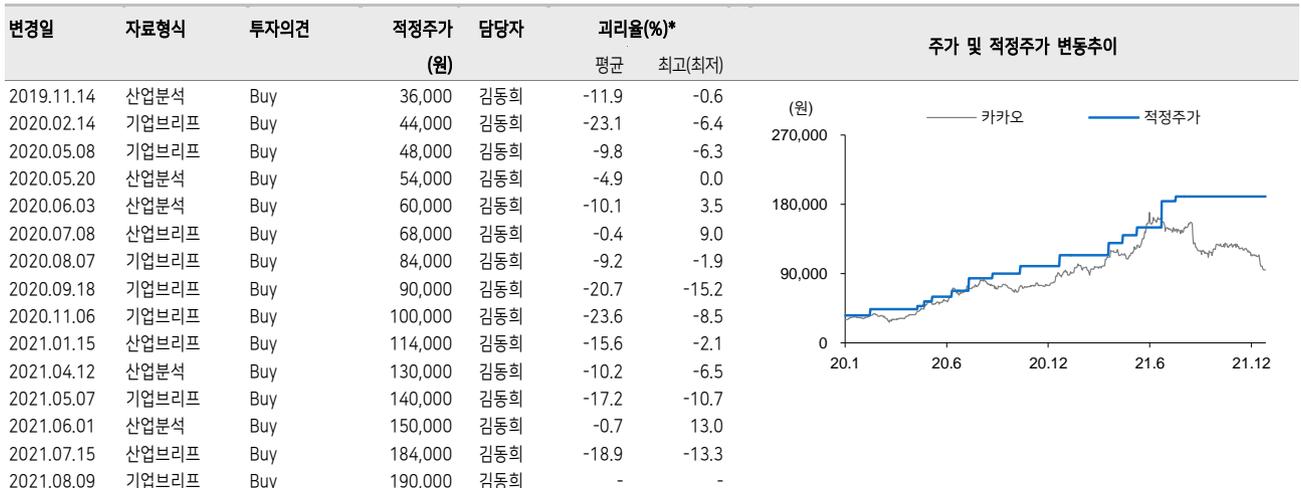
NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



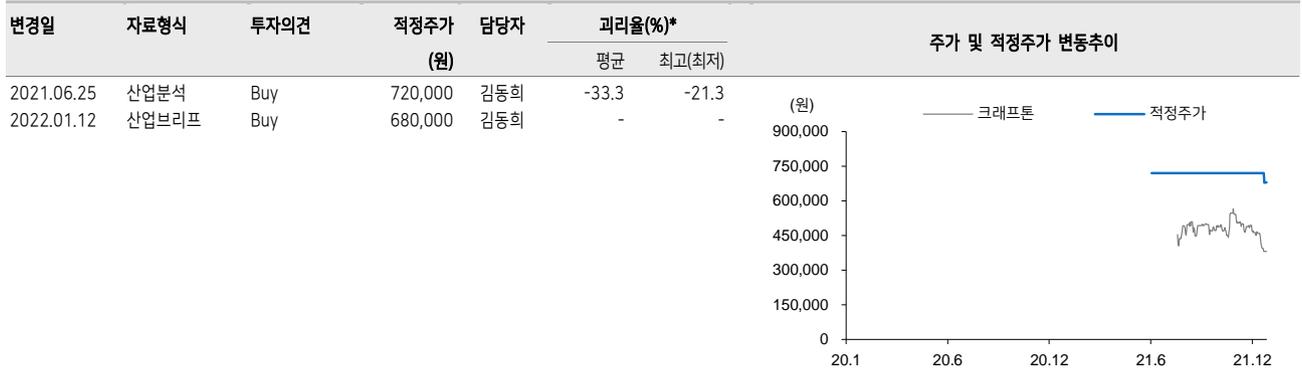
카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



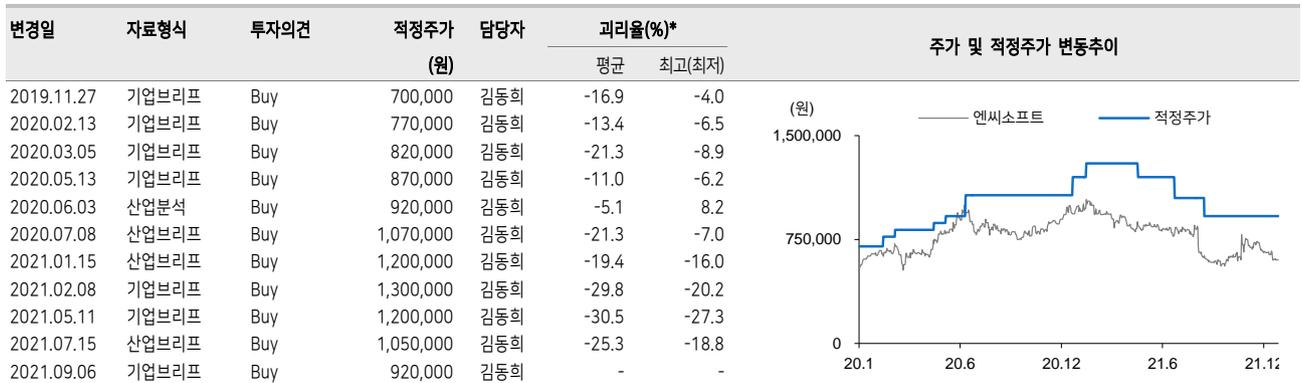
크라프트 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



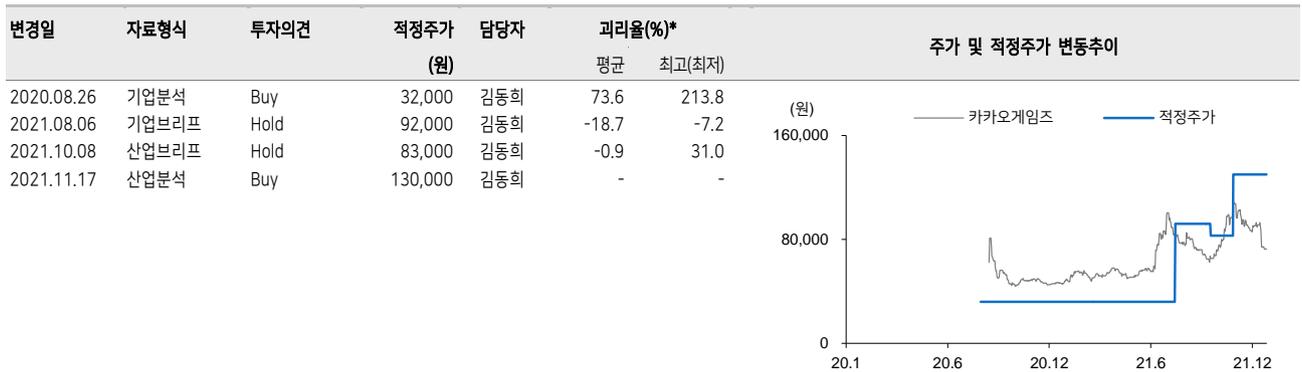
엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



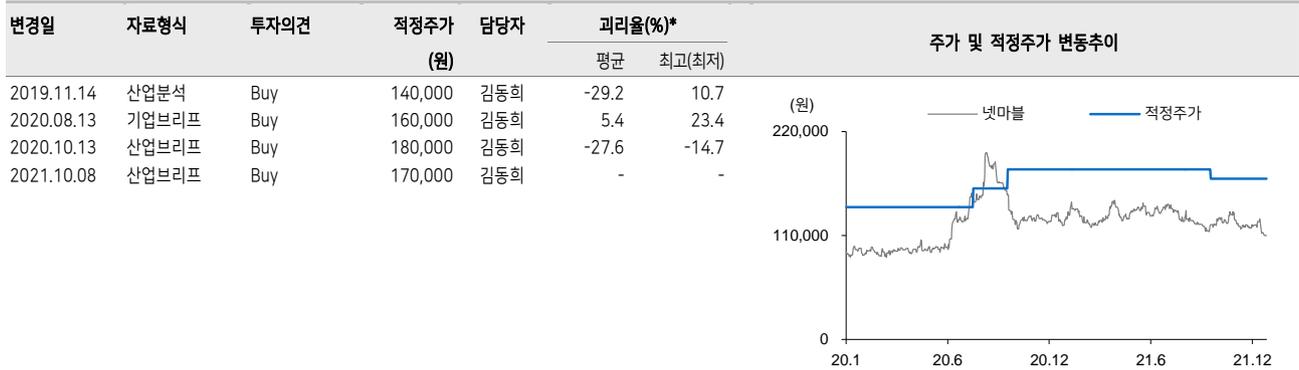
카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

