

2023년 전망 시리즈

7

인터넷/게임

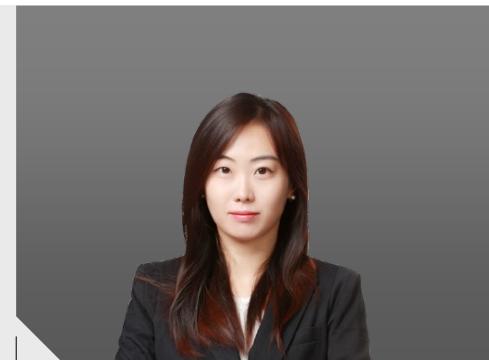
은밀하게 위대하게

2023년 전망 시리즈 **7**
인터넷/게임

은밀하게 위대하게

Neutral

종목	투자판단	적정주가
필어비스 (263750)	Buy	78,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	490,000원
아프리카TV (067160)	Buy	110,000원
NAVER (035420)	Buy	210,000원
카카오 (035720)	Buy	63,000원



인터넷/게임
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Contents

Part I	Platform All we need is time	07
Part II	Game 4%에서 25% 시장으로	19
기업분석	펼어비스 (263750) 시장의 자금 흐름 측면에서 펼어비스 평가하기	40
	엔씨소프트 (036570) Ready for next step	43
	아프리카TV (067160) 귀한 성장	47
	NAVER (035420) 다음 수익화 시기를 기다리며	50
	카카오 (035720) 카카오톡 수익화→신사업→??	54

Summary

은밀하게 위대하게 Neutral

Platform

All we need is time

- I
- 2022년 국내를 플랫폼 사업자는 부진한 수익률을 기록함. 그러나 실적 조정 폭이 커서 밸류에이션 변화는 미미
- 글로벌 Peer와 2023년 영업이익 성장률은 유사한 데 반해 밸류에이션은 국내 사업자가 높아 Top down 매력도 낮음
- Bottom up 측면에서 1) 양사의 핵심 사업인 광고+커머스 이익 성장 기대하기 어렵고, 2) 신사업은 상장 이슈로 마케팅 경쟁 재점화 예상되어 2023년 이익 성장을 주도하기는 어려워 보임
- Top down과 Bottom up 측면에서 업체 자체적으로 상황을 반전시키기 어려운 시기. 다음 스텝까지 다소간 시간 필요

Game

4%에서 25% 시장으로

- II
- 상반기 글로벌 모바일 게임 시장은 7% 감소. 3분기도 12% 감소한 것으로 예상되어 모바일 시장은 부진한 흐름 지속
- 그럼에도 불구하고 국내 게임 개발사에 대한 관심이 필요한 시기라고 판단됨. 과거 엔터/드라마 산업이 그러했듯 국내 게임 업체들, 2023년 글로벌 플랫폼에 편입되며 시장 확대가 시작되는 중요한 시기가 될 것으로 전망되기 때문
- 과거 넷플릭스가 그러했듯 북미 중심으로 게임 구독 서비스 ‘게임패스’ 빠르게 침투 중. 특히 게임패스 구독자들은 유사 사용자보다 모든 항목에서 약 50% 많은 지출을 하고 있는 것으로 나타나 소비자의 지출 패턴 변화가 확인됨
- 1) 코로나 기간 5천만대 이상 신규 보급된 콘솔 기기와 2) 엑스박스, 게임패스를 앞세운 마이크로소프트의 적극적 행보는 PC/콘솔로 게임 시장 성장의 축이 옮겨 갈 것임을 유추할 수 있게 하는 중요한 요소
- 마이크로소프트를 비롯해 모바일 위주로 투자하던 텐센트, 아마존까지 글로벌 빅테크 투자 흐름 또한 PC/콘솔로 전환
- 투자 우선순위: PC/콘솔 부분 유료화 도입 게임>PC/콘솔 싱글 플레이>모바일 게임>퍼블리셔
- 국내 모바일 시장 포화되며 글로벌을 엿보기 시작한 국내 게임사들에게 글로벌 게임 플랫폼들의 본격 전쟁은 2023년 글로벌 향 게임 출시를 앞둔 국내 게임사들에게 더 큰 기회를 열어줄 것. PC/콘솔 준비된 펠어비스와 엔씨소프트 추천

결론

- III
- 플랫폼 사업자 또한 이익 성장기 가장 outperform. 2023년의 부진한 이익 전망은 낮아진 주가에 매력을 다소 반감시킴
- 반면 게임은 콘텐츠 산업 중 마지막으로 글로벌 플랫폼에 합류될 전망. 엔터/드라마 등 여타 콘텐츠 산업이 글로벌 플랫폼으로 합류되며 전고점 모두 돌파했다는 점 고려했을 때 새로운 시장에 시선을 고정하고 국내 게임사 바라볼 시기

2023년 전망 시리즈 **7**
인터넷/게임

기업분석

종목	투자판단	적정주가
펄어비스 (263750)	Buy	78,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	490,000원
아프리카TV (067160)	Buy	110,000원
NAVER (035420)	Buy	210,000원
카카오 (035720)	Buy	63,000원

펄어비스 (263750) 시장의 자금 흐름 측면에서 펄어비스 평가하기

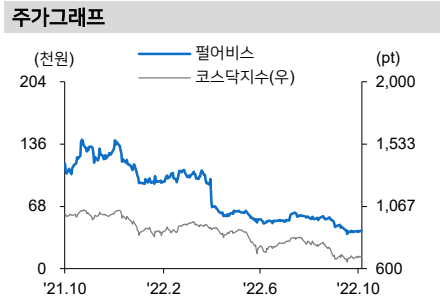
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	78,000원
현재주가 (11.2)	44,700원
상승여력	74.5%
KOSDAQ	697.37pt
시가총액	28,713억원
발행주식수	6,424만주
유동주식비율	51.23%
외국인비중	13.85%
52주 최고/최저가	141,000원/37,750원
평균거래대금	156.3억원

주요주주(%)	
김대일 외 12 인	44.00
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-34.1	-57.9
상대주가	-7.6	-14.7	-39.1



준비된 게임에 집중할 때

- 2Q22 적자에 진입한 동사의 영업이익은 당분간 BEP 전후로 스윙 보일 것
- 그러나 이보다는 23/24년 출시 예정작과 현금 제외 시 2.4조원 가치까지 시가총액 하락했다는 점에 주목
- <붉은 사막>과 <도깨비> 모두 글로벌 PC/콘솔을 타겟팅한 트리플 A 대작에 해당. 오는 12월 TGA에서 플레이 영상 공개 후 본격적인 B2C 마케팅 예상
- 여타 싱글 플레이 게임과 달리 <붉은 사막>은 출시 일정 기간 후 인게임 BM 구조를 갖추는 부분 유료화 도입 예정
- 21년 첫 공개되었던 <도깨비> 또한 높은 글로벌 관심 기록한 바 있음. <로블록스>와 같이 UCC 기능 도입될 예정으로 초기 성공적으로 안착 시 네트워크 효과로 높은 성장세 예상

글로벌 자금 흐름 고려 시 현 가치는 M&A 측면에서 매력도 높아

- 동사의 시가총액은 약 2.9조원으로 현금 보유액을 제외할 경우 2.4조원의 영업가치를 의미함
- 글로벌 게임 시장의 자금이 PC/콘솔 게임 개발력을 갖춘 업체들에 집중되고 있는 만큼 과거 <검은 사막>을 글로벌 성공으로 이끈 전력이 있고, 준비된 신작을 고려했을 때 현 가치는 M&A 측면에서 매력적으로 인식될 시기
- Downside보다는 upside risk가 커진 시기. 지난한 과거에 기반한 현재보다는 새로운 시장이 기다리는 내년에 베풀할 때. 적정주가 78,000원 및 섹터 최선호 의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	488.8	157.3	100.9	1,543	-36.3	9,739	33.7	5.3	17.3	16.5	40.9
2021	403.8	43.0	59.4	897	-41.9	10,858	154.1	12.7	132.9	8.8	88.7
2022E	355.2	3.1	56.3	867	-3.4	12,070	51.6	3.7	119.3	7.5	64.3
2023E	672.8	219.5	156.5	2,437	181.1	14,507	18.3	3.1	11.1	18.3	50.2
2024E	722.9	280.9	240.4	3,742	53.5	18,248	11.9	2.4	8.2	22.8	42.9

필어비스 실적 전망

2023년 전망 시리즈 7
인터넷/게임

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	535.9	488.8	403.8	355.2	672.7	722.9
PC	162.4	208.7	222.9	234.6	247.2	337.7
콘솔	53.7	54.7	35.6	24.6	308.6	231.1
모바일	323.5	220.9	104.5	91.5	116.9	154.1
% YoY						
매출	32.4	-8.8	-17.4	-12.0	89.4	7.5
PC	25.8	28.5	6.8	5.2	5.4	36.6
콘솔	N/A	1.9	-35.0	-30.8	1,154.0	-25.1
모바일	17.3	-31.7	-52.7	-12.5	27.8	31.8
영업비용						
영업비용	385.3	331.5	360.8	352.1	453.2	442.0
% to sales	71.9	67.8	89.4	99.1	67.4	61.1
% YoY	62.8	-14.0	8.8	-2.4	28.7	-2.5
인건비	120.5	127.0	168.1	185.0	175.0	167.3
지급수수료	143.9	111.6	82.5	71.7	127.1	143.7
광고선전비	78.3	44.0	54.3	39.4	68.5	42.6
상각비	17.4	21.9	24.3	25.8	26.6	27.3
기타	25.3	27.0	31.6	30.2	56.1	61.1
이익 추정						
영업이익	150.6	157.3	43.0	3.1	219.5	280.9
% YoY	-10.4	4.4	-72.7	-92.8	7,009.8	28.0
영업이익률(%)	28.1	32.2	10.6	0.9	32.6	38.9
세전이익	181.3	142.0	77.7	49.8	225.8	300.9
% YoY	3.4	-21.7	-45.2	-36.0	353.6	33.3
지배주주순이익	157.7	100.9	59.4	56.3	156.5	240.4
% YoY	7.7	-36.0	-41.1	-5.2	178.0	53.5

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

필어비스(263750)

2023년 전망 시리즈 7

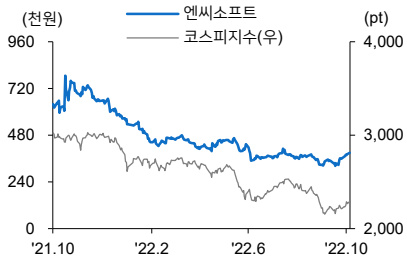
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	488.8	403.8	355.2	672.8	722.9
매출액증가율(%)	-8.8	-17.4	-12.0	89.4	7.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	488.8	403.8	355.2	672.8	722.9
판매비와관리비	331.5	360.8	352.1	453.2	442.0
영업이익	157.3	43.0	3.1	219.5	280.9
영업이익률(%)	32.2	10.6	0.9	32.6	38.9
금융손익	-23.2	36.8	37.8	12.2	25.9
종속/관계기업관련손익	0.0	-2.6	-5.6	-5.6	-5.6
기타영업외손익	7.8	0.6	14.5	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	142.0	77.7	49.8	225.8	300.9
법인세비용	41.1	18.4	-6.5	69.2	60.5
당기순이익	100.9	59.4	56.3	156.5	240.4
지배주주지분 순이익	100.9	59.4	56.3	156.5	240.4
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	481.8	721.7	656.0	796.7	1,080.3
현금및현금성자산	202.1	243.9	194.2	389.1	619.8
매출채권	42.7	44.7	39.3	74.5	80.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	415.4	634.9	617.7	603.0	594.4
유형자산	96.8	137.4	126.3	115.4	108.1
무형자산	270.1	302.4	298.4	294.5	290.8
투자자산	22.8	168.0	166.0	166.1	168.6
자산총계	897.2	1,356.6	1,273.7	1,399.8	1,674.7
유동부채	181.7	274.2	174.2	136.0	145.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	35.0	35.0	35.0	35.0
유동성장기부채	84.4	0.0	38.1	0.0	0.0
비유동부채	78.6	363.4	324.2	331.9	357.4
사채	0.0	146.7	146.7	146.7	146.7
장기차입금	20.0	143.7	163.7	163.7	193.7
부채총계	260.3	637.6	498.4	467.9	502.5
자본금	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	202.3	211.3	211.3	211.3	211.3
기타포괄이익누계액	-9.3	11.5	11.5	11.5	11.5
이익잉여금	490.1	549.5	605.8	762.3	1,002.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	636.9	719.0	775.3	931.8	1,172.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	157.4	64.4	-118.0	147.7	225.4
당기순이익(손실)	100.9	59.4	56.3	156.5	240.4
유형자산감가상각비	13.1	15.2	16.1	10.9	7.4
무형자산상각비	8.8	9.2	4.0	3.9	3.7
운전자본의 증감	22.5	25.4	-181.3	-10.4	-26.0
투자활동 현금흐름	-70.4	-237.7	10.2	85.3	-24.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.7	-47.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-11.2	-147.9	2.1	-0.1	-2.5
재무활동 현금흐름	-55.7	211.0	58.1	-38.1	30.0
차입금증감	-27.1	316.5	58.1	-38.1	30.0
자본의증가	2.3	9.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	25.8	41.8	-49.7	194.9	230.7
기초현금	176.4	202.1	243.9	194.2	389.1
기말현금	202.1	243.9	194.2	389.1	619.8
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,480	6,103	5,469	10,473	11,254
EPS(지배주주)	1,543	897	867	2,437	3,742
CFPS	2,733	949	936	3,602	4,904
EBITDAPS	2,742	1,018	358	3,647	4,546
BPS	9,739	10,858	12,070	14,507	18,248
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.7	154.1	51.6	18.3	11.9
PCR	19.1	145.7	47.7	12.4	9.1
PSR	7.0	22.7	8.2	4.3	4.0
PBR	5.3	12.7	3.7	3.1	2.4
EBITDA	179.2	67.3	23.2	234.3	292.0
EV/EBITDA	17.3	132.9	119.3	11.1	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	8.8	7.5	18.3	22.8
EBITDA이익률	36.7	16.7	6.5	34.8	40.4
부채비율	40.9	88.7	64.3	50.2	42.9
금융비용부담률	0.7	1.1	2.0	1.1	1.0
이자보상배율(x)	45.3	10.0	0.4	29.9	38.6
매출채권회전율(x)	9.4	9.2	8.5	11.8	9.4
재고자산회전율(x)					

Buy

적정주가 (12개월)	490,000원		
현재주가 (11.2)	400,500원		
상승여력	22.3%		
KOSPI	2,336.87pt		
시가총액	87,926억원		
발행주식수	2,195만주		
유동주식비율	80.51%		
외국인비중	43.17%		
52주 최고/최저가	786,000원/322,500원		
평균거래대금	345.4억원		
주요주주(%)			
김택진 외 6 인	11.99		
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26		
넷마블	8.88		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.8	-5.8	-37.7
상대주가	6.8	8.4	-19.7
주가그래프			



<로스트 아크>, <오징어 게임>의 공통점

- 2023년 <프로젝트 TL>이 아마존 퍼블리싱을 통해 스팀 등 글로벌 출시를 준비하고 있는 것으로 알려짐
- 스마일게이트RPG의 <로스트아크>의 경우 MMORPG임에도 불구하고 아마존의 마케팅과 만나 스팀 기준 동시접속자 수 역대 2위를 기록할 만큼 높은 성과를 기록함
- 다른 분야지만 <오징어 게임>도 국내보다 해외에서 신선하다는 폭발적 반응을 불러일으킨 점을 고려했을 때 TL이 글로벌 소비자에게 신선할 수 있다는 점을 염두할 필요가 있어 보이는 주가

1세대 국내 PC→2세대 국내 M→3세대 글로벌 PC/콘솔

- 1) 예상 신작이 글로벌 PC/콘솔 장르에 해당되고 2) 아마존 퍼블리싱을 택하는 점은 마케팅 효과를 기대하게 함. 더불어 3) 모바일 게임과 반대로 스팀, 게임패스 등 글로벌 게임 플랫폼 지표 높은 상승세 기록 중으로 새로이 진입하는 시장의 인게임 BM 구조 채택한 게임들의 수혜가 예상됨
- 동사 적정주가를 49만원으로 상향함. 밸류에이션 틀은 유지하나 TL 출시 시기를 2분기말로 앞당긴 데 따름
- 기존 모바일 하락에 대한 시장 우려 크다는 점 인지. 그러나 과거 엔터, 드라마와 같은 콘텐츠 산업의 글로벌 시장 진출이 밸류에이션 상승을 야기했다는 점 고려했을 때 내수 플레이어라고 인식되는 동사는 글로벌 PC/콘솔 시장에서 약간의 가능성만 보여주더라도 valuation 상승하며 실적 확인까지 높아진 주가 버티는 힘이 될 것
- 높은 성장 예상되는 글로벌 PC/콘솔 시장 내 준비된 업체가 부족한 상황 속에서 동사 매력도 높음. 차선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,416.2	824.8	587.4	26,756	63.3	143,098	34.8	6.5	21.0	20.8	29.8
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022E	2,523.8	543.1	460.9	20,992	16.2	158,150	19.1	2.5	12.0	13.9	28.9
2023E	2,520.2	556.7	495.1	22,551	7.4	173,969	17.8	2.3	11.1	13.6	23.5
2024E	2,728.8	627.6	548.6	24,988	10.8	191,501	16.0	2.1	9.2	13.7	22.1

적정주가 및 주요 지표

엔씨소프트 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	23,957	2H23-1H24 지배순이익 기준
적정배수(X)	20.4	과거 5년 평균 17배에 신작 발매 전임을 감안하여 20% 할증
적정주가	490,000	488,723원 반올림
현재주가	400,500	
상승여력(%)	22.3	

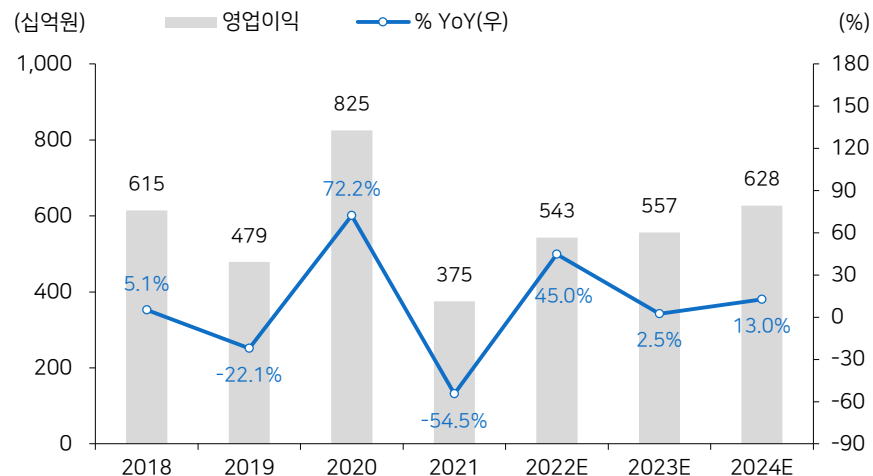
자료: 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 과거 12M Fwd PER



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 영업이익



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 전망

2023년 전망 시리즈 7
인터넷/게임

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	1,701.2	2,416.2	2,308.8	2,523.8	2,520.2	2,728.8
온라인	456.2	459.2	426.1	373.8	733.4	870.8
모바일	998.8	1,678.4	1,610.5	1,916.5	1,549.4	1,615.4
기타	48.6	60.6	99.9	88.0	89.2	89.2
로열티	197.5	218.0	172.4	145.4	148.3	153.5
% YoY						
매출	-0.8	42.0	-4.4	9.3	-0.1	8.3
온라인	-4.3	0.6	-7.2	-12.3	96.2	18.7
모바일	9.4	68.0	-4.0	19.0	-19.2	4.3
기타	11.9	24.7	64.7	-11.9	1.3	0.0
로열티	-29.9	10.4	-21.0	-15.6	2.0	3.5
영업비용						
영업비용	1,222.2	1,591.4	1,933.6	1,980.6	1,963.5	2,101.2
% to sales	71.8	65.9	83.7	78.5	77.9	77.0
% YoY	11.1	30.2	21.5	2.4	-0.9	7.0
매출변동비 및 기타	507.9	682.6	707.9	848.2	924.7	1,019.3
상각비	52.0	63.7	93.6	106.5	112.0	114.5
마케팅비	107.3	127.0	282.6	189.9	139.2	130.0
인건비	552.1	718.2	849.5	851.1	880.3	937.9
이익 추정						
영업이익	479.0	824.8	375.2	543.1	556.7	627.6
% YoY	-22.1	72.2	-54.5	44.7	2.5	12.7
영업이익률(%)	28.2	34.1	16.3	21.5	22.1	23.0
세전이익	496.2	803.3	491.3	618.5	644.2	711.7
% YoY	-22.2	61.9	-38.8	25.9	4.2	10.5
지배주주순이익	358.2	587.4	396.9	460.9	495.1	548.6
% YoY	-14.4	64.0	-32.4	16.1	7.4	10.8

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,416.2	2,308.8	2,523.8	2,520.2	2,728.8
매출액증가율(%)	42.0	-4.4	9.3	-0.1	8.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,523.8	2,520.2	2,728.8
판매비와관리비	1,591.4	1,933.6	1,980.6	1,963.5	2,101.2
영업이익	824.8	375.2	543.1	556.7	627.6
영업이익률(%)	34.1	16.3	21.5	22.1	23.0
금융손익	17.3	104.3	14.3	60.5	66.5
종속/관계기업관련손익	-5.6	15.8	-5.2	-3.9	-0.5
기타영업외손익	-33.3	-3.9	66.2	30.9	18.2
세전계속사업이익	803.3	491.3	618.5	644.2	711.7
법인세비용	216.6	95.6	158.5	149.9	163.9
당기순이익	586.6	395.7	460.0	494.3	547.8
지배주주지분 손익	587.4	396.9	460.9	495.1	548.6

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,715.0	2,988.9	3,469.6
현금및현금성자산	157.3	255.9	267.0	686.3	1,284.1
매출채권	243.0	277.9	303.8	271.1	193.0
재고자산	0.7	6.4	0.7	2.1	2.3
비유동자산	1,636.9	2,129.3	1,762.7	1,728.5	1,659.9
유형자산	368.4	747.3	700.4	653.7	611.6
무형자산	49.7	42.3	41.8	41.3	40.8
투자자산	1,093.8	1,201.4	882.3	895.3	869.3
자산총계	4,081.2	4,581.9	4,477.7	4,717.3	5,129.5
유동부채	509.3	663.4	328.8	277.7	367.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.3	5.2	5.2	5.2	5.2
유동성장기부채	0.0	140.0	46.7	0.0	0.0
비유동부채	427.2	767.3	675.8	620.7	560.3
사채	249.6	349.1	349.1	279.1	279.1
장기차입금	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0
부채총계	936.5	1,430.7	1,004.6	898.4	927.3
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	278.2	255.8	255.8	255.8	255.8
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,394.6	3,741.9	4,126.8
비지배주주지분	3.1	2.4	1.0	-0.4	-2.0
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,473.1	3,818.9	4,202.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	707.7	391.1	130.1	584.5	659.3
당기순이익(손실)	586.6	395.7	460.0	494.3	547.8
유형자산감가상각비	64.8	92.5	51.9	46.7	42.0
무형자산상각비	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-45.8	35.2	-347.4	78.0	69.0
투자활동 현금흐름	-695.6	-188.1	93.3	89.7	86.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-5.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-346.9	-107.6	319.2	-13.0	26.0
재무활동 현금흐름	-159.3	-112.4	-212.3	-254.8	-148.4
차입금증감	-22.8	436.7	-93.3	-116.7	0.0
자본의증가	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-146.2	98.7	11.1	419.3	597.8
기초현금	303.4	157.3	255.9	267.0	686.3
기말현금	157.3	255.9	267.0	686.3	1,284.1

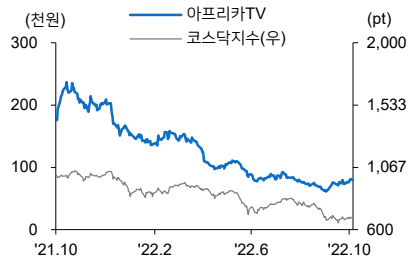
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	110,057	105,166	114,956	114,796	124,295
EPS(지배주주)	26,756	18,078	20,992	22,551	24,988
CFPS	41,161	23,268	27,474	28,105	32,224
EBITDAPS	40,567	21,360	27,128	27,508	30,525
BPS	143,098	143,429	158,150	173,969	191,501
DPS	8,550	5,860	6,805	7,310	8,100
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.7	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.8	35.6	19.1	17.8	16.0
PCR	22.6	27.6	14.6	14.3	12.4
PSR	8.5	6.1	3.5	3.5	3.2
PBR	6.5	4.5	2.5	2.3	2.1
EBITDA	890.6	468.9	595.6	603.9	670.2
EV/EBITDA	21.0	27.4	12.0	11.1	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	13.9	13.6	13.7
EBITDA이익률	36.9	20.3	23.6	24.0	24.6
부채비율	29.8	45.4	28.9	23.5	22.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	91.9	28.5	31.6	37.8	46.9
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	8.7	8.8	11.8
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	714.6	1,826.9	1,253.5

아프리카TV (067160) 귀한 성장

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	110,000원		
현재주가 (11.2)	70,900원		
상승여력	55.1%		
KOSDAQ	697.37pt		
시가총액	8,150억원		
발행주식수	1,149만주		
유동주식비율	69.11%		
외국인비중	23.50%		
52주 최고/최저가	237,000원/61,500원		
평균거래대금	180.9억원		
주요주주(%)			
씨인트인터넷내셔널 외 6 인	25.79		
국민연금공단	5.22		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.5	-34.2	-66.8
상대주가	7.5	-14.9	-52.0
주가그래프			



What's in 3Q22 result?

- 3분기 동사의 실적은 시장 추정치를 하회. 그러나 실적 발표 후 동사 주가는 크게 상승. 이는 매크로 환경과 달리 높았던 동사의 광고 성장률(+60% YoY)에 기인했음
- 플랫폼 광고와 콘텐츠 광고 각각 YoY 30%, 79% 증가하며 고른 성장세를 기록함
- 플랫폼 광고: 애플/구글 개인정보 정책 변화로 인해 First-party 데이터 보유 업체의 수혜 영향으로 해석
- 콘텐츠 광고: 기존 게임의 라이프 사이클 장기화를 위해 마케팅비가 증가하고 있기 때문. 콘텐츠 광고 성과는 플랫폼 광고 수요 증가로 이어지는 선순환 구조를 이룰 것으로 예상. 2023년 광고 성장률 26% 전망

투자 포인트: (-)는 끝나가고 (+) 성장은 더욱 높아진다

- 바닥을 다지는 negative: 트위치 화질 저하로 인해 아프리카TV 이용자 감소는 바닥을 다지고 있다고 판단. 아프리카 TV로 유입되는 신규 BJ 효과로 콘텐츠 다양성 증가, 주 시청자 연령대도 하락할 가능성 높아짐
- 높아진 positive: 디지털 광고 시장 성장률 둔화에도 불구하고 1) 베이스가 낮고 2) demographic이 특징을 지닌 동사의 광고 플랫폼으로써 매력도 높아지는 상황
- 기존 기부 경제 영향 미치는 트래픽 감소 바닥을 다지고 있고, 광고는 본격적으로 성장 궤도에 오름. 2023년 PER 기준 9배로 밸류에이션 부담도 낮아진 상황. 귀한 성장이 주목받는 시기

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	196.6	50.4	36.6	3,184	6.1	12,758	19.0	4.7	9.1	27.6	97.9
2021	272.3	88.8	71.0	6,179	95.4	18,209	32.8	11.1	20.4	39.9	94.9
2022E	324.9	86.4	72.6	6,318	2.1	23,834	11.2	3.0	6.7	30.1	14.9
2023E	376.5	108.9	88.8	7,729	21.9	30,737	9.2	2.3	5.1	28.3	11.6
2024E	446.0	135.2	111.6	9,705	25.6	39,446	7.3	1.8	3.3	27.7	17.1

아프리카TV 실적 전망

2023년 전망 시리즈 7

인터넷/게임

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	166.5	196.6	272.3	324.9	376.5	446.0
플랫폼 서비스	128.5	159.9	212.6	238.8	266.9	301.8
광고	28.8	29.4	53.5	81.4	102.9	132.3
멀티플랫폼	7.6	3.8	2.3	0.6	0.8	0.8
기타	3.0	3.6	3.8	4.2	6.0	11.1
% YoY						
매출	31.5	18.0	38.5	19.3	15.9	18.5
플랫폼 서비스	28.1	24.4	33.0	12.3	11.8	13.1
광고	49.3	2.0	82.2	52.0	26.4	28.6
멀티플랫폼	75.4	-50.3	-37.4	-73.5	23.3	0.0
기타	9.4	18.7	6.9	9.4	43.4	86.6
영업비용						
영업비용	129.3	146.2	183.5	238.5	267.6	310.8
% to sales	77.7	74.4	67.4	73.4	71.1	69.7
% YoY	30.0	13.0	25.5	30.0	12.2	16.1
인건비	39.0	43.5	50.8	65.6	69.9	77.3
지급수수료	49.4	58.0	85.7	121.1	138.2	168.9
컨텐츠 제작비	15.1	14.5	16.7	20.1	21.3	23.0
상각비	10.7	13.7	14.7	16.6	17.0	17.7
기타	15.0	16.5	15.6	15.2	21.3	23.9
이익 추정						
영업이익	37.2	50.4	88.8	86.4	108.9	135.2
% YoY	37.1	35.6	76.2	-2.7	26.0	24.2
영업이익률(%)	22.3	25.6	32.6	26.6	28.9	30.3
세전이익	42.6	47.5	89.1	89.8	110.2	137.7
% YoY	60.3	11.5	87.4	0.8	22.7	25.0
지배주주순이익	34.4	36.6	71.0	72.6	88.8	111.6
% YoY	59.4	6.5	94.1	2.2	22.3	25.6

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

아프리카TV(067160)

2023년 전망 시리즈 7

인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	196.6	272.3	324.9	376.5	446.0
매출액증가율(%)	18.0	38.5	19.3	15.9	18.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196.6	272.3	324.9	376.5	446.0
판매비와관리비	146.2	183.5	238.5	267.6	310.8
영업이익	50.4	88.8	86.4	108.9	135.2
영업이익률(%)	25.6	32.6	26.6	28.9	30.3
금융손익	1.3	2.7	2.8	2.5	3.7
종속/관계기업관련손익	-0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-4.2	-2.6	0.9	-0.9	-0.9
세전계속사업이익	47.5	89.1	89.8	110.2	137.7
법인세비용	9.7	18.1	17.5	22.0	27.0
당기순이익	36.3	70.9	72.3	88.2	110.8
지배주주지분 순이익	36.6	71.0	72.6	88.8	111.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	195.6	313.0	230.7	312.2	454.5
현금및현금성자산	66.0	75.1	0.2	119.7	284.2
매출채권	10.0	11.5	13.8	47.4	3.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	96.4	95.1	83.9	81.2	74.6
유형자산	38.2	34.4	24.8	16.0	10.7
무형자산	16.3	16.0	15.3	14.7	14.2
투자자산	22.4	25.5	24.5	31.3	30.5
자산총계	292.0	408.2	314.6	393.4	529.1
유동부채	128.6	193.4	19.3	19.4	25.7
매입채무	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9
단기차입금	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	0.0	8.1	2.7	0.0	0.0
비유동부채	15.8	5.3	21.6	21.6	51.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.1	0.0	20.0	20.0	50.0
부채총계	144.5	198.7	40.8	41.0	77.2
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	53.5	60.0	60.0	60.0	60.0
기타포괄이익누계액	-3.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	106.4	170.4	235.0	314.4	414.5
비지배주주지분	0.9	0.1	-0.2	-0.8	-1.6
자본총계	147.6	209.4	273.8	352.5	451.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	72.3	133.5	-77.7	96.3	152.5
당기순이익(손실)	36.3	70.9	72.3	88.2	110.8
유형자산감가상각비	12.6	13.9	14.6	8.8	5.3
무형자산상각비	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	8.0	27.2	-165.0	-1.3	35.8
투자활동 현금흐름	-17.8	-113.4	-3.7	34.0	-8.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.3	-9.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	9.4	-3.0	1.0	-6.8	0.8
재무활동 현금흐름	-15.7	-11.2	6.6	-10.7	20.5
차입금증감	-1.5	-1.5	14.6	-2.7	30.0
자본의증가	1.3	6.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	38.7	9.1	-74.9	119.6	164.4
기초현금	27.3	66.0	75.1	0.3	119.8
기말현금	66.0	75.1	0.3	119.8	284.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	17,101	23,689	28,268	32,752	38,800
EPS(지배주주)	3,184	6,179	6,318	7,729	9,705
CFPS	6,500	9,941	8,875	10,183	12,171
EBITDAPS	5,575	9,009	8,845	10,290	12,272
BPS	12,758	18,209	23,834	30,737	39,446
DPS	650	730	730	870	1,050
배당수익률(%)	1.1	0.4	1.0	1.2	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	19.0	32.8	11.2	9.2	7.3
PCR	9.3	20.4	8.0	7.0	5.8
PSR	3.5	8.6	2.5	2.2	1.8
PBR	4.7	11.1	3.0	2.3	1.8
EBITDA	64.1	103.6	101.7	118.3	141.1
EV/EBITDA	9.1	20.4	6.7	5.1	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.6	39.9	30.1	28.3	27.7
EBITDA이익률	32.6	38.0	31.3	31.4	31.6
부채비율	97.9	94.9	14.9	11.6	17.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
이자보상배율(x)	99.5	94.6	65.1	64.8	54.4
매출채권회전율(x)	27.8	25.3	25.7	12.3	17.6
재고자산회전율(x)					

NAVER (035420) 다음 수익화 시기를 기다리며

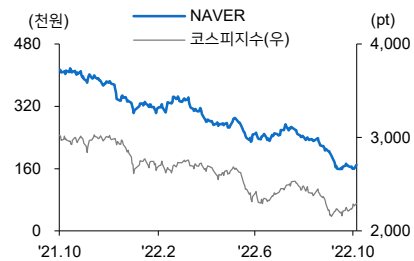
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	210,000원
현재주가 (11.2)	174,000원
상승여력	20.7%
KOSPI	2,336.87pt
시가총액	285,445억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	82.91%
외국인비중	49.76%
52주 최고/최저가	417,500원/158,500원
평균거래대금	1,854.7억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	-38.1	-57.6
상대주가	-17.1	-28.8	-45.3

주가그래프



핵심 이익 부분: 무거워진 광고. 커머스로 이동한 핵심 성장 동력, 자회사에 돌려

- 높아진 광고 매출 기저로 인해 투자자들은 핵심 영업 이익 또 하나의 축이었던 커머스 이익 성장에 기대 바 있음
- 동사의 국내 커머스 전략은 현재와 같은 온라인 침투율 상승, 비용 상승 인플레이션 상황 하에서 가장 가시적 성과를 거둘 것으로 기대. 연간 3천억원 내외의 영업이익 기여가 예상되나 1) 크림과 2) 2023.04 인수가 예정된 포쉬마크의 적자(각각 연간 1천억원 정도)가 부담

신사업

- 클라우드: 수주성 산업의 성격으로 장기 성장은 긍정적이나 2023년 이익 성장이 예상 상회할 가능성은 낮아
- 웹툰/웹소설: 카카오엔터/픽코마의 상장이 2023년 준비 중으로 경쟁사로부터 시작된 마케팅 경쟁 재점화 예상

본격적 주가 상승은 마진 상승기가 될 것

- 23년 이익 성장률과 PER은 각각 12%와 24배로 글로벌 Peer 대비 매력도 높지 않고 사업부 상황도 녹록지 않음
- 네이버에 대한 적정주가를 기존 25만원에서 21만원으로 하향함. 신규 적정주가는 광고를 비롯한 전사 실적 조정을 진행한 데 따름. 본격적 주가 상승은 마진 상승기로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	6,817.6	1,325.5	1,648.9	100,400	1,851.3	143,467	3.8	2.6	35.8	106.7	40.2
2022E	8,122.2	1,278.8	834.2	5,085	-95.4	147,137	34.2	1.2	15.7	3.5	37.4
2023E	9,433.3	1,431.1	1,196.4	7,293	51.2	153,522	23.9	1.1	13.9	4.9	36.5
2024E	10,418.6	1,603.9	1,626.0	9,912	38.9	162,533	17.6	1.1	12.1	6.3	34.6

적정주가 및 주요 지표

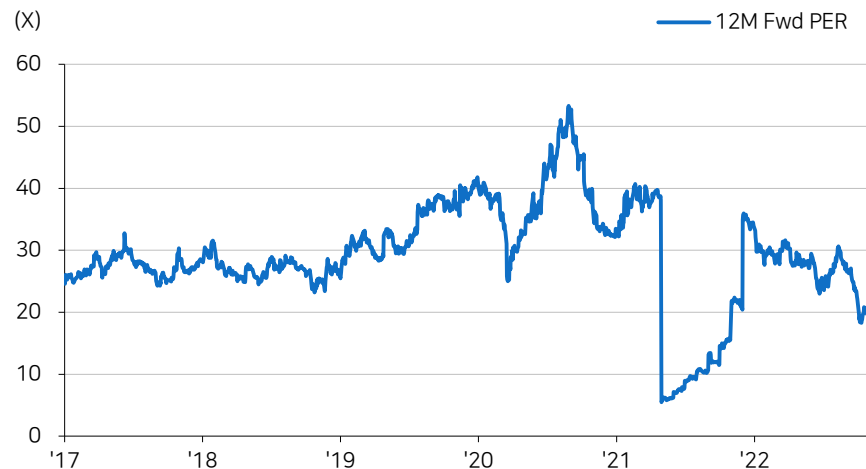
2023년 전망 시리즈 7
인터넷/게임

네이버 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	7,020	2023E 당기 순이익 기준. Z홀딩스 효과 제거를 위함
적정배수(X)	30.0	과거 5년 평균
적정주가	210,000	210,600원 반올림
현재주가	174,000	
상승여력(%)	20.7	

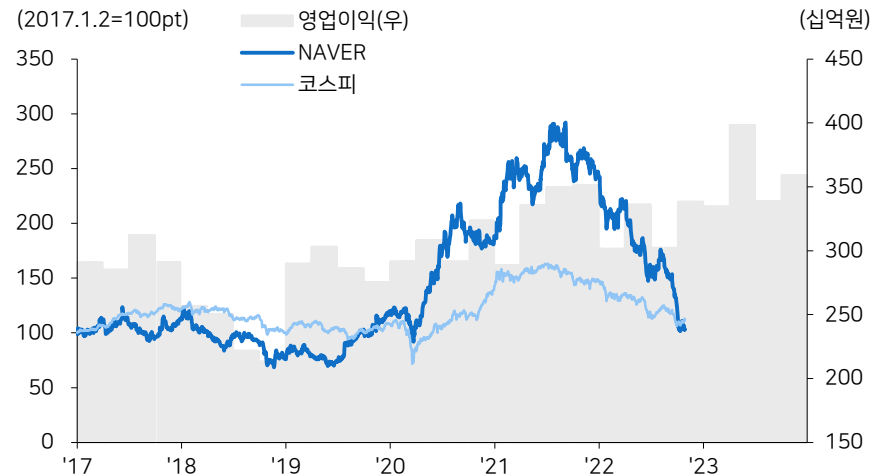
자료: 메리츠증권 리서치센터

네이버 과거 12M Fwd PER



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

네이버 주가와 영업이익률



주: 3Q22-4Q23 영업이익률은 당사 추정치 사용
자료: NAVER, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

네이버 실적 전망

2023년 전망 시리즈 7

인터넷/게임

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	4,356	5,304	6,818	8,122	9,433	10,419
서치플랫폼	2,655	2,820	3,308	3,544	3,655	3,806
커머스	792	1,092	1,488	1,787	2,383	2,759
핀테크	407	677	979	1,249	1,543	1,752
콘텐츠	309	431	660	1,153	1,414	1,563
클라우드	194	283	383	390	439	539
% YoY						
매출	-22.0	21.8	28.5	19.1	16.1	10.4
서치플랫폼	0.7	6.2	17.3	7.1	3.1	4.1
커머스	5.3	37.9	36.3	20.0	33.4	15.8
핀테크	22.1	66.6	44.5	27.6	23.5	13.6
콘텐츠	126.4	39.5	52.9	74.8	22.7	10.5
클라우드	82.4	46.2	35.2	1.8	12.7	22.7
영업비용	3,201	4,089	5,492	6,843	8,002	8,815
% to sales	73.5	77.1	80.6	84.3	84.8	84.6
% YoY	-31.1	27.7	34.3	24.6	16.9	10.2
개발/운영비용	1,029	1,302	1,753	2,087	2,328	2,628
파트너	1,393	1,650	2,172	2,843	3,258	3,555
인프라	421	374	496	569	588	593
마케팅	358	763	1,072	1,344	1,828	2,039
이익 추정						
영업이익	1,155	1,215	1,325	1,279	1,431	1,604
% YoY	22.5	5.2	9.1	-3.5	11.9	12.1
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.4	15.7	15.2	15.4
세전이익	1,391	1,634	2,126	1,194	1,719	2,259
% YoY	25.1	17.4	30.2	-43.8	43.9	31.4
지배주주순이익	583	1,002	16,490	834	1,196	1,626
% YoY	-10.1	71.9	1,545.6	-94.9	43.4	35.9

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,304.2	6,817.6	8,122.2	9,433.3	10,418.6
매출액증가율(%)	21.8	28.5	19.1	16.1	10.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,304.2	6,817.6	8,122.2	9,433.3	10,418.6
판매비와관리비	4,088.8	5,492.1	6,843.4	8,002.2	8,814.8
영업이익	1,215.3	1,325.5	1,278.8	1,431.1	1,603.9
영업이익률(%)	22.9	19.4	15.7	15.2	15.4
금융손익	378.1	436.4	164.8	566.0	946.4
종속/관계기업관련손익	115.6	544.7	-297.7	-36.0	-21.9
기타영업외손익	-75.5	-180.1	48.4	-242.4	-269.6
세전계속사업이익	1,633.6	2,126.4	1,194.3	1,718.7	2,258.7
법인세비용	492.5	648.7	432.8	567.1	658.6
당기순이익	845.0	16,477.6	761.5	1,151.7	1,600.1
지배주주지분 손이익	1,002.1	16,489.9	834.2	1,196.4	1,626.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	10,544.7	5,527.9	6,749.7	7,533.2	8,799.1
현금및현금성자산	1,600.3	2,781.4	3,792.5	4,431.7	5,601.7
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	4.3	6.1	15.5	55.1	60.6
비유동자산	6,469.6	28,163.1	27,085.1	27,516.6	27,742.7
유형자산	1,684.6	2,111.3	2,406.2	2,719.2	3,060.8
무형자산	105.1	932.2	1,387.8	1,338.3	1,288.9
투자자산	4,346.5	24,612.1	22,146.9	22,314.8	22,248.7
자산총계	17,014.2	33,691.0	33,834.9	35,049.9	36,541.7
유동부채	7,911.8	3,923.3	4,484.6	4,604.6	6,004.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	481.2	342.6	342.6	342.6	342.6
유동성장기부채	95.0	118.7	180.0	0.0	1,200.0
비유동부채	847.4	5,740.3	4,720.8	4,768.4	3,381.9
사채	0.0	1,636.8	1,436.8	1,536.8	1,286.8
장기차입금	150.7	1,552.0	1,392.0	1,392.0	192.0
부채총계	8,759.1	9,663.6	9,205.4	9,373.0	9,386.5
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,793.3	1,490.2	1,490.2	1,490.2	1,490.2
기타포괄이익누계액	106.4	-171.9	-171.9	-171.9	-171.9
이익잉여금	6,654.8	23,080.4	23,682.5	24,729.9	26,208.2
비지배주주지분	887.9	491.7	491.7	491.7	491.7
자본총계	8,255.1	24,027.4	24,629.4	25,676.8	27,155.2

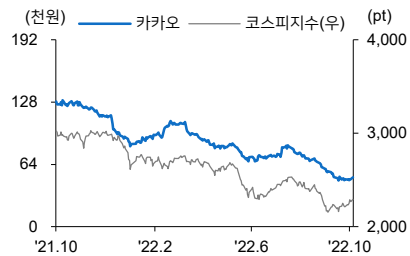
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,447.2	1,379.9	564.0	1,766.8	2,346.3
당기순이익(손실)	845.0	16,477.6	761.5	1,151.7	1,600.1
유형자산감가상각비	465.3	412.3	492.6	513.9	526.6
무형자산상각비	30.0	21.2	44.3	49.5	49.5
운전자본의 증감	227.1	-10.1	-715.2	71.0	170.1
투자활동 현금흐름	-2,503.2	-13,998.8	505.1	-951.1	-802.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.4	-753.9	-787.5	-826.9	-868.2
투자자산의 감소(증가)	-743.6	-19,720.8	2,465.2	-167.9	66.2
재무활동 현금흐름	1,192.1	11,642.3	-58.0	-176.5	-374.2
차입금증감	-1,197.6	3,572.9	101.3	-100.0	-270.0
자본의증가	218.0	-303.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-2,140.2	-1,064.3	1,011.1	639.2	1,170.0
기초현금	3,740.5	3,845.7	2,781.4	3,792.5	4,431.7
기말현금	1,600.3	2,781.4	3,792.5	4,431.7	5,601.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	32,274	41,510	49,511	57,503	63,509
EPS(지배주주)	6,097	100,400	5,085	7,293	9,912
CFPS	11,041	12,665	10,318	13,646	17,081
EBITDAPS	10,409	10,709	11,068	12,157	13,288
BPS	44,850	143,467	147,137	153,522	162,533
DPS	402	511	1,066	697	814
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.6	0.4	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	48.0	3.8	34.2	23.9	17.6
PCR	26.5	29.9	16.9	12.8	10.2
PSR	9.1	9.1	3.5	3.0	2.7
PBR	6.5	2.6	1.2	1.1	1.1
EBITDA	1,710.6	1,758.9	1,815.8	1,994.4	2,179.9
EV/EBITDA	27.5	35.8	15.7	13.9	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	106.7	3.5	4.9	6.3
EBITDA이익률	32.3	25.8	22.4	21.1	20.9
부채비율	106.1	40.2	37.4	36.5	34.6
금융비용부담률	0.4	0.7	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	56.1	29.3	16.8	18.8	22.0
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	178.4	1,300.5	750.4	267.2	180.0

카카오 (035720) 카카오톡 수익화→신사업→??

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	63,000원		
현재주가 (11.2)	52,300원		
상승여력	20.5%		
KOSPI	2,336.87pt		
시가총액	232,903억원		
발행주식수	44,532만주		
유동주식비율	73.87%		
외국인비중	27.47%		
52주 최고/최저가	130,000원/47,300원		
평균거래대금	1,321.5억원		
주요주주(%)			
김범수 외 72 인	24.16		
국민연금공단	6.42		
MAXIMO PTE	6.29		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-40.1	-59.1
상대주가	-15.5	-31.1	-47.3
주가그래프			



By divisions

- **광고:** TTS 감소로 기존 비즈보드 단가 상승은 쉽지 않으나 지면 확대 효과가 4분기부터 발효되어 카카오톡 광고는 2023년 성장 전망. 다만 포털비즈 감소세 예상되어 카카오 2023년 광고 매출 성장률은 올해와 유사한 5% 전망
- **커머스:** 매출 성장률 10% 중반으로 하락한 상황. 현재 가장 높은 비중 차지하는 선물하기 최근 이슈 발생. 2021년 기준 선물하기 거래액은 3.3조원으로 환불 수수료율 10%p 증가 시작되는 시점부터 1년간 관련 수익 차감 전망
- **모빌리티:** 동사 플랫폼 중 가장 높은 성장률 구가하는 중. 다만 최근 화재로 인해 2위권 사업자들이 마케팅 기회를 얻었다는 것은 잠재적 위협. 관련 보상 후 추이를 지켜볼 때
- **컨텐츠:** 글로벌 플랫폼으로 통합되며 멜론/게임 퍼블리싱/카카오TV 등 장기 전망 밝지 않음. 아직 웹툰/웹소설은 CP로 한국 업체의 우위 여전해 장기 전망 밝음. 다만 2023년 상장 예정되어 있어 마케팅 경쟁 재점화 예상

3막을 준비하는 시기

- 상장 법인(게임/페이)을 제외한 동사의 2023년 연결 영업이익은 4,573억원(+4% YoY)으로 다소 밋밋. 현 주가는 2023년 지배 순이익 기준 PER 45배 수준으로 이익 성장률 대비 다소 높은 상황
- 동사의 적정주가를 63,000원으로 하향함. 밸류에이션은 유지하나 1) 실적 조정 및 2) 지분 가치 조정(기타비용)을 감안함. 전사 탐라인 성장도 게임 제외 시 2023년 10%로 다소 낮아진 상황. 다음과 카카오의 합병 후 카카오톡의 수익화가 시작되며 동사 이익은 본격적으로 성장, 이후는 모빌리티/픽코마 등이 이끔. 이제 3막을 준비할 시기

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,156.8	455.9	155.6	355	흑전	14,235	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021	6,136.7	594.9	1,392.2	3,132	835.8	22,391	35.9	5.0	52.1	17.1	67.6
2022E	7,309.6	605.0	832.2	1,868	-47.4	24,004	28.0	2.2	20.3	8.1	69.8
2023E	8,343.4	718.1	522.4	1,173	-28.7	25,109	44.6	2.1	18.3	4.8	66.8
2024E	8,910.1	748.1	383.7	862	-14.0	26,052	60.7	2.0	16.3	3.4	65.0

적정주가 및 주요 지표

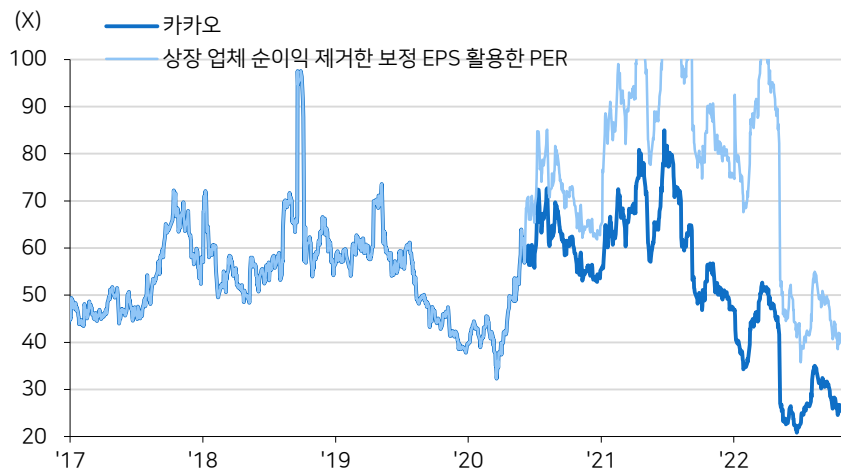
2023년 전망 시리즈 7
인터넷/게임

카카오 적정주가 산출

(원)		비고
보정 EPS	1,173	2023E 지배순이익에서 상장 자회사 순이익 차감한 수치 활용
적정배수(X)	53.8	상장 회사 제거한 12M Fwd PER 과거 5년 평균 배수는 53.8배
적정주가	63,000	63,107원 반올림
현재주가	52,300	
상승여력(%)	20.5	

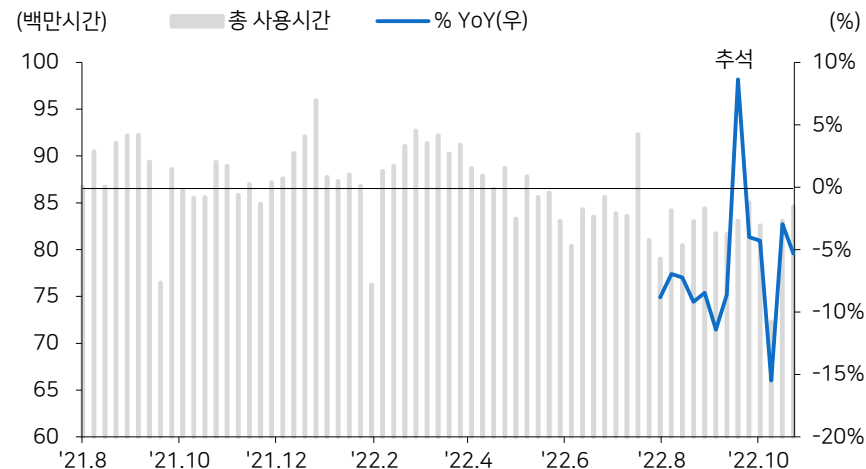
자료: 메리츠증권 리서치센터

카카오 과거 컨센서스 기준 12M Fwd PER



주: 보정 PER은 동사 당기 순이익에서 상장 자회사 순이익을 제거한 후 산출
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

카카오톡 총 사용시간 추이



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

카카오 실적 전망

2023년 전망 시리즈 7

인터넷/게임

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	3,070	4,157	6,137	7,310	8,343	8,910
플랫폼부문	1,435	2,248	3,241	3,819	4,188	4,589
특비즈	650	1,149	1,644	1,835	2,034	2,197
포털비즈	524	478	493	454	408	385
플랫폼 기타	261	621	1,104	1,530	1,745	2,006
콘텐츠부문	1,635	1,909	2,896	3,490	4,156	4,321
게임	397	495	999	1,151	1,572	1,560
뮤직	587	705	773	877	895	914
스토리	297	528	792	967	1,122	1,210
미디어	354	180	333	496	567	637
% YoY						
매출	27.0	35.4	47.6	19.1	14.1	6.8
플랫폼부문	38.0	56.7	44.2	17.8	9.6	9.6
특비즈	54.3	76.8	43.1	11.6	10.9	8.0
포털비즈	5.7	-8.7	3.0	-7.9	-10.0	-5.6
플랫폼 기타	112.9	137.6	77.8	38.6	14.0	15.0
콘텐츠부문	18.7	16.7	51.7	20.5	19.1	4.0
게임	-4.7	24.7	101.6	15.2	36.6	-0.7
뮤직	10.1	20.2	9.5	13.5	2.0	2.2
스토리	36.1	77.6	49.9	22.1	16.1	7.8
미디어	69.1	-49.1	84.8	49.0	14.3	12.4
영업비용	2,863	3,701	5,542	6,705	7,625	8,162
% to sales	93.3	89.0	90.3	91.7	91.4	91.6
% YoY	22.2	29.3	49.7	21.0	13.7	7.0
인건비	702	920	1,417	1,809	2,146	2,357
매출연동비	1,368	1,746	2,477	2,677	2,932	3,036
외주/인프라비	360	458	741	967	1,119	1,267
마케팅비	151	232	435	538	624	634
상각비	221	265	367	543	608	657
금융영업비용	0	6	9	13	17	20
이익 추정						
영업이익	207	456	595	605	718	748
% YoY	183.5	120.4	30.5	1.7	18.7	4.2
영업이익률(%)	6.7	11.0	9.7	8.3	8.6	8.4
세전이익	-234	414	2,294	1,492	811	779
% YoY	적전	흑전	453.7	-34.9	-45.6	-4.0
지배주주순이익	-301	156	1,392	832	522	383
% YoY	적전	흑전	794.6	-40.2	-37.3	-26.6

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

2023년 전망 시리즈 7
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,156.8	6,136.7	7,309.6	8,343.4	8,910.1
매출액증가율(%)	35.4	47.6	19.1	14.1	6.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,156.8	6,136.7	7,309.6	8,343.4	8,910.1
판매비와관리비	3,701.0	5,541.8	6,704.6	7,625.3	8,162.0
영업이익	455.9	594.9	605.0	718.1	748.1
영업이익률(%)	11.0	9.7	8.3	8.6	8.4
금융손익	143.4	-137.5	-65.9	7.7	7.6
종속/관계기업관련손익	8.7	510.1	-22.4	3.9	8.7
기타영업외손익	-193.7	1,326.2	975.8	82.2	15.6
세전계속사업이익	414.3	2,293.7	1,492.5	811.9	780.0
법인세비용	240.9	647.5	624.0	193.2	247.7
당기순이익	173.4	1,646.2	868.5	618.7	532.3
지배주주지분 손이익	155.6	1,392.2	832.2	522.4	383.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,462.9	8,102.2	9,256.1	9,233.1	9,480.7
현금및현금성자산	2,877.5	5,231.5	6,873.7	6,870.5	8,268.9
매출채권	247.4	398.1	474.2	1,766.9	179.2
재고자산	45.8	91.8	5.4	49.5	54.4
비유동자산	6,987.4	13,712.0	14,153.8	14,355.1	14,530.5
유형자산	430.7	554.9	929.0	1,347.8	1,800.0
무형자산	3,351.6	6,347.8	5,728.6	5,485.4	5,222.8
투자자산	2,598.4	4,849.0	5,535.9	5,561.6	5,547.4
자산총계	11,954.0	22,779.6	24,505.3	25,048.3	25,601.4
유동부채	2,627.6	5,246.1	5,021.1	4,952.9	4,959.3
매입채무	37.7	69.8	83.1	94.8	101.3
단기차입금	130.3	896.5	896.5	896.5	896.5
유동성장기부채	40.2	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,166.1	2,885.1	3,996.7	4,020.3	4,065.1
사채	321.8	497.7	497.7	497.7	497.7
장기차입금	5.3	55.4	313.4	313.4	343.4
부채총계	4,526.2	9,189.6	10,076.2	10,031.5	10,082.8
자본금	44.3	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	5,833.1	7,781.3	7,781.3	7,781.3	7,781.3
기타포괄이익누계액	86.6	371.8	371.8	371.8	371.8
이익잉여금	316.3	1,709.6	2,414.8	2,907.0	3,326.6
비지배주주지분	1,128.8	3,605.6	3,739.6	3,835.1	3,917.2
자본총계	7,427.7	13,590.0	14,429.2	15,016.8	15,518.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	971.1	1,306.6	1,604.1	288.8	2,458.6
당기순이익(손실)	173.4	1,646.2	868.5	618.7	532.3
유형자산감가상각비	175.7	237.8	325.9	364.8	394.0
무형자산상각비	90.7	135.4	217.3	243.2	262.7
운전자본의 증감	183.3	-209.0	192.3	-938.6	1,269.6
투자활동 현금흐름	-1,260.7	-3,341.0	-626.7	-182.8	-1,059.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-183.2	-216.2	-700.0	-783.6	-846.3
투자자산의 감소(증가)	-962.0	-1,740.5	-686.9	-25.7	14.2
재무활동 현금흐름	1,305.4	4,441.2	664.9	-109.2	-1.1
차입금증감	208.6	2,866.1	687.9	-80.0	30.0
자본의증가	791.0	1,948.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	976.1	2,431.4	1,642.3	-3.3	1,398.4
기초현금	1,918.2	2,894.3	5,325.7	6,968.0	6,964.7
기말현금	2,894.3	5,325.7	6,968.0	6,964.7	8,363.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	9,490	13,808	16,409	18,736	20,008
EPS(지배주주)	355	3,132	1,868	1,173	862
CFPS	1,372	2,361	4,519	3,149	3,180
EBITDAPS	1,649	2,178	2,578	2,978	3,154
BPS	14,235	22,391	24,004	25,109	26,052
DPS	30	53	67	71	70
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	219.3	35.9	28.0	44.6	60.7
PCR	56.8	47.7	11.6	16.6	16.4
PSR	8.2	8.1	3.2	2.8	2.6
PBR	5.5	5.0	2.2	2.1	2.0
EBITDA	722.3	968.1	1,148.2	1,326.1	1,404.7
EV/EBITDA	45.5	52.1	20.3	18.3	16.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	17.1	8.1	4.8	3.4
EBITDA이익률	17.4	15.8	15.7	15.9	15.8
부채비율	60.9	67.6	69.8	66.8	65.0
금융비용부담률	0.5	0.6	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	24.1	15.1	8.9	9.8	10.3
매출채권회전율(x)	20.5	19.0	16.8	7.4	9.2
재고자산회전율(x)	87.3	89.2	150.5	304.5	171.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.13	산업브리프	Buy	52,000	김동희	-18.6	-0.4	
2020.12.15	기업브리프	Buy	56,000	김동희	-5.9	0.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	60,000	김동희	7.5	40.7	
2021.07.29				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이효진	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.13	산업브리프	Buy	1,070,000	김동희	-20.7	-7.0	
2021.01.15	산업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-19.4	-16.0	
2021.02.08	기업브리프	Buy	1,300,000	김동희	-29.8	-20.2	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-35.7	-14.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	430,000	이효진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	산업브리프	Buy	490,000	이효진	-	-	

아프리카TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.02	기업브리프	Buy	85,000	김동희	-17.1	10.0	
2021.05.03	기업브리프	Buy	110,000	김동희	-14.1	-10.5	
2021.06.01	산업분석	Buy	120,000	김동희	-7.2	2.9	
2021.07.15	산업브리프	Buy	137,000	김동희	8.6	40.9	
2021.11.01	기업브리프	Buy	200,000	김동희	-11.1	18.5	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	100,000	이효진	-24.3	-18.6	
2022.10.31	기업브리프	Buy	110,000	이효진	-	-	

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.13	산업브리프	Buy	400,000	김동희	-27.8	-20.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	430,000	김동희	-23.8	-17.4	
2021.01.29	기업브리프	Buy	470,000	김동희	-20.3	-15.0	
2021.03.12	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-26.5	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-32.2	-23.1	
2022.01.28	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-40.9	-37.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	250,000	이효진	-33.9	-30.4	
2022.11.03	산업브리프	Buy	210,000	이효진	-	-	

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.06	기업브리프	Buy	100,000	김동희	-23.6	-8.5	
2021.01.15	산업브리프	Buy	114,000	김동희	-15.6	-2.1	
2021.04.12	산업분석	Buy	130,000	김동희	-10.2	-6.5	
2021.05.07	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-17.2	-10.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	150,000	김동희	-0.7	13.0	
2021.07.15	산업브리프	Buy	184,000	김동희	-18.9	-13.3	
2021.08.09	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-36.6	-17.6	
2022.02.14	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-38.5	-32.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이효진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	산업브리프	Buy	63,000	이효진	-	-	