

2022. 11. 14



## ▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

**Neutral**

## Top Picks

엔씨소프트(036570)	Buy	560,000원
아프리카TV(067160)	Buy	110,000원
펄어비스(263750)	Buy	78,000원

## 관심종목

NAVER(035420)	Buy	210,000원
카카오(035720)	Buy	63,000원
NHN(181710)	Hold	27,000원
네오위즈(095660)	Hold	43,000원
크래프톤(259960)	Hold	250,000원
컴투스(078340)	Hold	94,000원
카카오게임즈(293490)	Hold	45,000원
넷마블(251270)	Hold	53,000원

# 인터넷/게임

## 3Q22 실적을 마감하며

- ✓ 네이버/카카오는 광고 매출은 낮아진 눈높이 충족했으나 신사업 부문이 예상 하회
- ✓ 게임 개발사는 크래프톤 제외, 예상을 상회하는 실적 기록
- ✓ 반면 유통 마진 성격의 퍼블리싱/웹보드 사업자 디레버리지 효과로 실적 하회
- ✓ 시장 변동성 높아지며 최근 상대 수익률 부진했던 업체 위주의 빠른 상승 보여
- ✓ 갭 좁혀진 뒤 시장의 관심 다시 2023년 성장에 집중될 것

**플랫폼: 네/카 광고 매출 인라인, 신사업은 하회. 아프리카TV는 예상 상회**

네이버와 카카오의 광고 매출은 낮아진 컨센서스를 만족했다. 매출이 예상을 하회한 것은 대부분 신사업에 해당했다. 반면 동영상 광고 위주의 아프리카TV는 광고 매출이 상승하며 예상치를 상회했다. 비용 측면에서는 대부분 예상을 상회하며 영업이익은 기대치를 하회했다.

트위치가 전송 화질을 낮춘 데 이어 오는 12월부터 VOD(지난 영상) 서비스를 중단한다고 밝혔다. 반사 손해가 예상되며 아프리카 TV 주가는 지난 1개월간 29% 상승했다. BJ 이동에 따른 콘텐츠 증가가 소비자 트래픽 증가로 이어지며 광고와 기부경제 모두 성장세가 가팔라 질 것으로 예상된다.

**게임: 모바일 게임 시장 수축에 퍼블리셔 마진 축소폭 확대**

게임 개발사 중 크래프톤을 제외하면 대부분 예상을 상회하는 실적을 기록했다. 반면 카카오게임즈, 넷마블, 네오위즈, NHN 등 퍼블리싱/웹보드 사업자는 매출 하회폭 대비 영업이익 하락폭이 더 컸다. 시장 성장률이 둔화되며 유통 마진이 가장 빠르게 하락하고 있음을 확인할 수 있는 실적이었다.

**Bad is good은 계속 될까**

지난주 코스피 대형주 위주, 특히 상대 수익률이 부진했던 업체 위주로 빠르게 상승했다. 상승에 따른 주가 갭이 좁혀지면, 시장의 관심은 다시 2023년 성장에 집중될 것으로 예상된다.

디지털 광고 성장률 둔화에 더해 OTT의 동영상 광고 도입이 본격화되며 DA 부문은 새로운 도전에 직면할 것으로 예상된다. 미국 플랫폼 기업과 달리 고정비 축소 효과가 더딘 네이버와 카카오의 2023년 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 전망한다. 글로벌 플랫폼 합류에 따른 신성장 스토리가 기대되는 게임 개발사, Peer의 사업 철수로 추가 성장이 기대되는 아프리카TV의 선전을 예상한다.

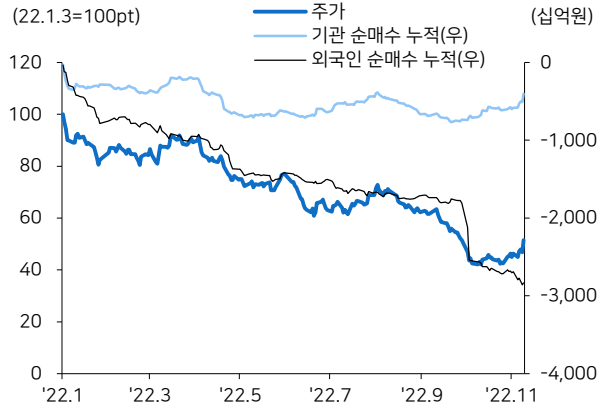
표1 Coverage at a Glance												
(십억원)		인터넷				게임						
		NAVER	카카오	NHN	아프리카TV	크래프톤	엔씨소프트	카카오 게임즈	넷마블	펄어비스	컴투스	네오위즈
최근종가 (11/11, 원)		193,500	58,700	24,700	93,000	227,000	465,000	45,600	50,600	41,850	72,600	39,850
시가총액		31,744	26,141	890	1,069	11,139	10,209	3,751	4,349	2,688	934	878
투자 의견		Buy	Buy	Hold	Buy	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold
적정주가 (원)		210,000	63,000	27,000	110,000	250,000	560,000	45,000	53,000	78,000	94,000	43,000
상승여력 (%)		8.5	7.3	9.3	18.3	10.1	20.4	-1.3	4.7	86.4	29.5	7.9
매출액	2021	6,817.6	6,136.7	1,923.7	272.3	1,886.3	2,308.8	1,012.5	2,506.9	403.8	558.7	261.2
	2022E	8,114.3	7,170.4	2,116.5	324.9	1,990.1	2,600.6	1,184.8	2,659.5	375.8	695.7	312.2
	2023E	9,263.8	8,249.1	2,357.4	376.5	1,701.0	2,606.0	1,618.4	2,681.6	634.0	786.6	400.8
영업이익	2021	1,325.5	594.9	97.9	88.8	639.6	375.2	111.9	151.0	43.0	52.6	21.3
	2022E	1,303.0	587.7	46.3	86.4	811.8	616.0	195.9	-105.5	19.5	2.4	39.8
	2023E	1,400.1	702.7	101.5	108.9	670.7	649.3	267.6	-19.9	251.2	26.0	100.7
지배순이익	2021	16,489.8	1,392.2	116.9	71.0	519.9	396.9	528.7	240.2	59.4	129.4	56.8
	2022E	907.2	705.2	16.8	72.6	792.8	562.9	-75.6	-600.6	61.3	5.7	60.8
	2023E	1,387.8	514.9	59.2	88.8	605.7	556.9	106.1	-152.6	192.7	33.3	78.3
EPS (원) 지배주주	2021	100,400	3,132	3,115	6,179	11,442	18,078	7,061	2,795	897	10,060	2,577
	2022E	5,530	1,583	455	6,318	16,158	25,640	-948	-6,987	945	446	2,760
	2023E	8,460	1,156	1,644	7,729	12,344	25,366	1,290	-1,775	3,000	2,591	3,554
PER (배)	2021	3.8	35.9	14.4	32.8	40.2	35.6	12.9	44.7	154.1	15.7	14.0
	2022E	35.0	37.1	54.2	14.7	14.0	18.1	-48.1	-7.2	44.3	162.8	14.4
	2023E	22.9	50.8	15.0	12.0	18.4	18.3	35.4	-28.5	14.0	28.0	11.2
PBR (배)	2021	2.6	5.0	0.9	11.1	4.9	4.5	3.4	1.9	12.7	1.7	1.7
	2022E	1.3	2.5	0.5	3.9	2.1	2.9	1.9	0.8	3.4	0.8	1.7
	2023E	1.3	2.4	0.5	3.0	1.9	2.6	1.8	0.9	2.8	0.8	1.5
EV/EBITDA (배)	2021	35.8	52.1	2.2	20.4	28.0	27.4	45.6	42.2	132.9	30.6	17.9
	2022E	16.7	22.1	7.5	9.2	8.4	12.7	13.2	47.3	65.2	14.0	10.9
	2023E	16.0	19.7	7.1	7.2	9.2	11.5	14.1	26.7	9.0	11.5	5.2
(% )		NAVER	카카오	NHN	아프리카TV	크래프톤	엔씨소프트	카카오 게임즈	넷마블	펄어비스	컴투스	네오위즈
절대수익률	전일	9.9	15.6	5.1	6.4	18.2	13.4	11.1	5.0	5.3	0.4	3.5
	1주 전	11.2	16.7	4.9	35.4	20.4	15.0	17.1	9.1	-6.5	-1.8	8.0
	1개월 전	22.1	17.2	14.9	28.5	27.5	38.4	19.4	3.9	-0.1	0.4	6.7
	3개월 전	-27.7	-29.9	-17.4	11.4	-13.9	14.8	-23.7	-30.2	-29.9	-17.0	37.4
	6개월 전	-30.6	-31.3	-18.9	-8.7	-11.7	12.6	-21.2	-42.9	-31.6	-18.1	98.3
	연초 이후	-48.9	-47.8	-45.1	-54.1	-50.7	-27.7	-49.9	-59.5	-69.7	-54.1	10.4
	1년 전	-52.5	-53.2	-49.3	-57.8	-58.0	-40.8	-51.0	-62.5	-65.6	-57.0	24.1
상대수익률	전일	6.6	12.2	1.7	3.1	14.9	10.0	7.8	1.6	2.0	-2.9	0.2
	1주 전	5.5	11.0	-0.9	30.0	14.7	9.2	11.7	3.3	-11.9	-7.1	2.6
	1개월 전	8.8	3.9	1.6	19.2	14.2	25.1	10.2	-9.4	-9.3	-8.8	-2.5
	3개월 전	-26.1	-28.3	-15.8	23.5	-12.2	16.4	-11.6	-28.6	-17.8	-4.9	49.5
	6개월 전	-26.4	-27.1	-14.7	6.9	-7.5	16.8	-5.6	-38.7	-16.0	-2.5	113.9
	연초 이후	-32.3	-31.2	-28.5	-24.8	-34.0	-11.1	-20.6	-42.9	-40.5	-24.8	39.7
	1년 전	-37.4	-38.1	-34.2	-31.5	-42.9	-25.7	-24.6	-47.4	-39.3	-30.6	50.5

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 Global Peers										
(십억달러)		텐센트	알리바바	알파벳	바이두	메타	Z Holdings	아마존	마이크로소프트	Activision Blizzard
종목코드		TCEHY US Equity	BABA US Equity	GOOGL US Equity	BIDU US Equity	META US Equity	4689 JT Equity	AMZN US Equity	MSFT US Equity	ATVI US Equity
최근증가(각국통화)		33	71	96	89	113	365	101	247	74
시가총액		320	187	1,250	31	300	20	1,028	1,842	58
매출액	2021	86.8	132.9	257.6	19.3	117.9	14.0	469.8	198.3	8.8
	2022E	78.2	125.5	235.1	17.2	116.1	12.0	511.7	214.7	8.0
	2023E	87.7	139.7	267.2	19.3	122.6	13.2	568.3	242.6	9.5
영업이익	2021	41.0	10.9	78.7	1.6	46.8	1.7	24.9	83.4	3.3
	2022E	19.6	14.1	78.7	2.3	31.7	1.5	12.7	87.3	2.8
	2023E	23.6	16.5	86.1	2.7	27.9	1.6	23.0	102.0	3.7
PER (배)	2021	15.9	11.7	18.4	21.3	10.5	38.5	97.1	24.9	29.2
	2022E	20.1	9.8	17.9	13.1	10.8	26.8	70.9	25.5	25.5
	2023E	16.5	8.6	15.4	11.1	11.3	23.9	34.3	21.9	19.5
PBR (배)	2021	4.4	2.2	4.9	1.2	2.7	1.1	8.3	10.2	3.1
	2022E	2.6	1.7	4.8	1.0	2.4	1.0	7.0	8.3	2.9
	2023E	2.3	1.6	4.1	0.9	2.0	1.0	5.6	6.4	2.6
(십억달러)		닌텐도	넥슨	코나미	반다이남코	NetEase	소니	Salesforce	EA	쿠팡
종목코드		7974 JT Equity	3659 JT Equity	9766 JT Equity	7832 JT Equity	NTES US EQUITY	6758 JT Equity	CRM US Equity	EA US Equity	CPNG US Equity
최근증가(각국통화)		5,759	2,560	6,540	8,978	65	11,630	158	131	19
시가총액		54	16	7	14	43	106	158	36	34
매출액	2021	15.1	2.5	2.7	7.9	13.6	88.4	26.5	7.0	18.4
	2022E	11.9	2.4	2.2	6.6	13.5	77.2	31.0	7.8	21.0
	2023E	11.5	2.8	2.3	7.0	15.1	82.6	35.5	8.3	24.4
영업이익	2021	5.3	0.8	0.7	1.1	2.5	10.5	0.5	1.1	-1.5
	2022E	4.1	0.8	0.5	1.0	3.0	8.0	6.3	2.5	-0.3
	2023E	4.0	1.0	0.6	1.0	3.4	8.6	7.7	2.6	0.1
PER (배)	2021	14.4	18.3	16.2	19.7	18.1	13.5	467.3	29.4	N/A
	2022E	14.4	20.6	16.8	19.7	14.8	17.1	33.3	18.3	N/A
	2023E	15.8	19.5	14.4	19.6	13.0	15.8	27.8	16.8	212.7
PBR (배)	2021	3.5	2.6	2.4	3.6	6.9	1.7	2.4	4.4	23.7
	2022E	2.9	2.5	2.3	3.1	3.9	1.9	2.6	4.5	16.6
	2023E	2.7	2.2	2.0	2.9	3.4	1.7	2.3	4.1	13.7
(% )		텐센트	알리바바	알파벳	바이두	메타	Z Holdings	아마존	마이크로소프트	Activision Blizzard
절대수익률	전일	6.0	1.4	2.6	3.9	1.0	4.2	4.3	1.7	0.7
	1주 전	8.1	1.4	11.4	5.0	24.5	7.4	10.8	11.6	3.0
	1개월 전	4.2	-6.1	-0.8	-17.7	-12.1	-5.4	-10.2	9.6	0.8
	3개월 전	-14.4	-25.4	-18.9	-35.8	-36.3	-13.5	-28.3	-13.7	-7.9
	6개월 전	-22.2	-13.4	-15.1	-15.7	-40.1	-18.3	-4.3	-4.7	-4.3
	연초 이후	-41.1	-40.4	-33.4	-39.9	-66.4	-44.7	-39.5	-26.0	12.1
	1년 전	-45.0	-57.8	-33.9	-46.5	-65.5	-52.9	-41.9	-25.0	10.5
	(% )		닌텐도	넥슨	코나미	반다이남코	NetEase	소니	Salesforce	EA
절대수익률	전일	0.1	3.5	2.7	-4.7	4.0	5.5	0.9	0.7	-4.2
	1주 전	-3.3	6.0	-2.8	-6.2	3.6	8.7	12.8	1.1	12.2
	1개월 전	-4.0	-4.2	2.0	-7.2	-11.1	22.6	10.6	10.0	3.8
	3개월 전	2.0	-6.1	-5.2	-8.3	-28.9	4.1	-15.5	1.3	2.4
	6개월 전	0.0	-13.8	-14.4	6.9	-25.7	8.9	-2.2	9.2	97.9
	연초 이후	10.8	15.3	20.9	2.1	-35.6	-19.1	-37.9	-0.1	-34.9
	1년 전	19.0	10.7	6.2	0.4	-40.5	-15.2	-47.9	-8.6	-34.4

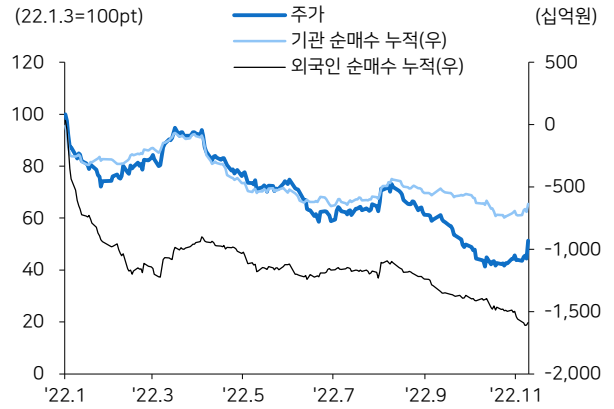
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 네이버 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



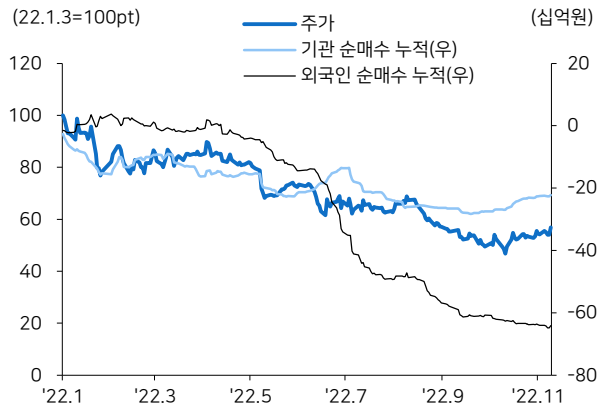
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 카카오 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



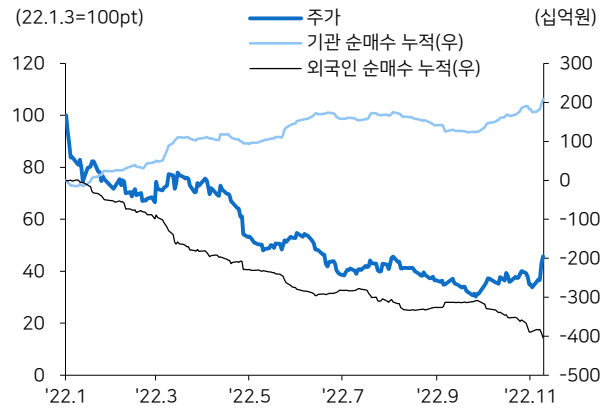
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 NHN 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



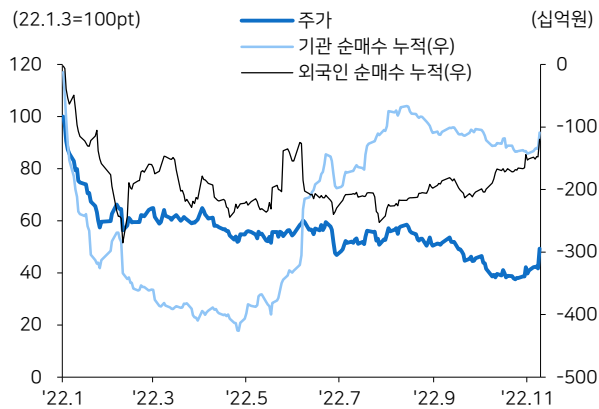
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아프리카TV 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



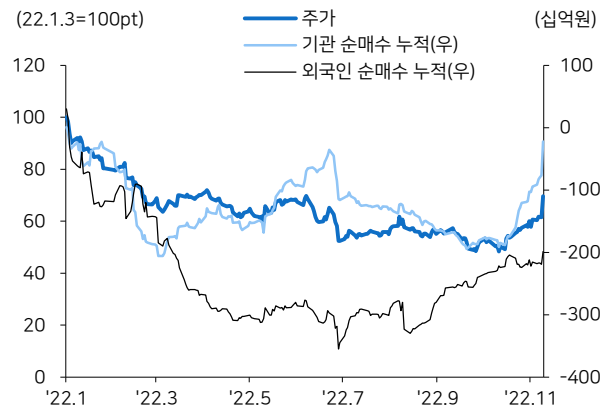
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 크래프톤 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



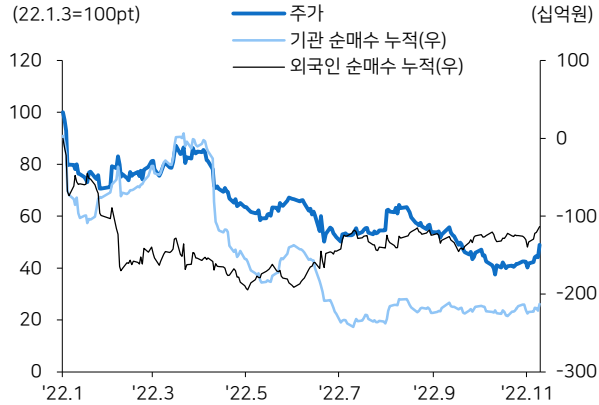
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 엔씨소프트 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



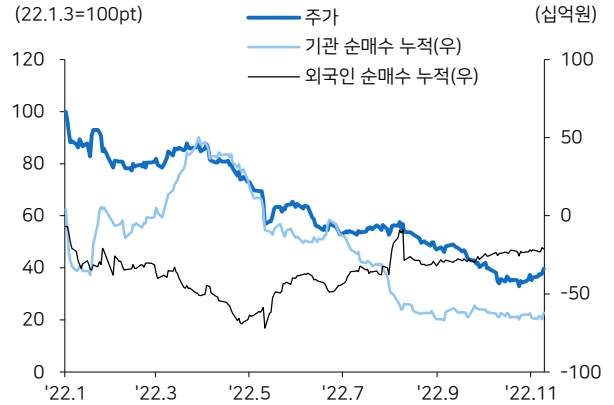
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 카카오게임즈 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



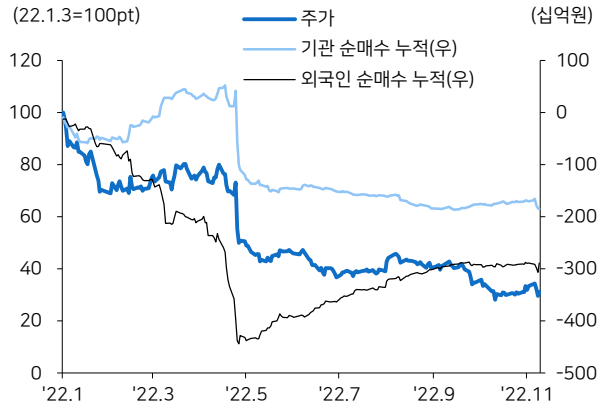
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 넷마블 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 펠어비스 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



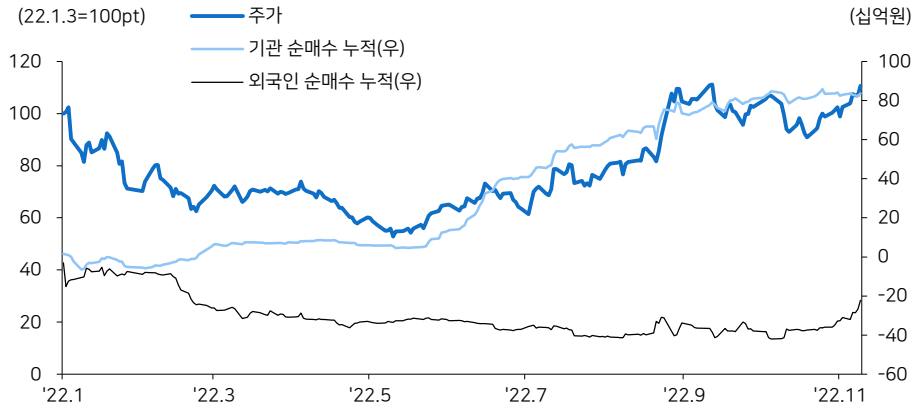
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 컴투스 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 네오위즈 주가 및 기관/외국인 순매수 누적



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 3Q22 Review

### 3분기 영업이익은 컨센서스 상회

엔씨소프트의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,042억원(+20.7% YoY)과 1,444억원(+50.0% YoY)으로 당사 추정치 및 시장 눈높이를 크게 웃돌았다. 이는 대부분의 게임은 예상 수준을 기록했으나 리니지W의 자연감소가 방어된 데 따른다. 출시 1년에 도달하지 않은 리니지W는 자연 감소 사이클로 QoQ 큰 감소를 예상했으나 지난 8월 업데이트 효과로 QoQ -12% 감소하는 데 그치며 1,971억원을 기록했다.

지난해 <리니지W> 이후 신작이 부재하나 실적 컨퍼런스콜을 통해 2023년 이후 출시될 다양한 신작 정보가 공개될 예정이라고 밝혔다. 동시에 따르면, 수집형 RPG 장르의 블소S, 프로젝트 R, 퍼즐 장르의 게임을 2023년 준비 중이다. 최근 언론을 통해 알려진 바 있는 글로벌 IP(소니 게임 프랜차이즈 '호라이즌')를 활용한 게임 개발에 대해서도 부정하지 않았다.

신작에 대한 이벤트로는 11월 14일 신규 프로젝트 LLL 공개에 이어 2023년 출시 예정인 <프로젝트TL>을 소개하는 행사가 준비되고 있다. 2023년 초에는 글로벌 출시 목표로 개발 중인 모바일 프로젝트 G에 대한 정보를 공개할 예정이다.

이 같은 신작 관련 이벤트가 더해지며 4분기 마케팅 비용은 3분기 389억원 대비 높은 577억원(예상 매출의 10%)을 예상한다.

표3 엔씨소프트 3Q22 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	% YoY	2Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	604.2	500.6	20.7	629.3	-4.0	572.7	5.5	585.1	3.3
영업이익	144.4	96.3	50.0	123.0	17.4	104.2	38.5	103.9	39.0
세전이익	250.4	126.7	97.7	163.1	53.5	121.7	105.7	136.9	82.8
지배순이익	181.8	99.8	82.3	118.6	53.3	99.1	83.6	105.1	73.0

자료: 엔씨소프트, 머릿츠증권 리서치센터

### 글로벌 시장은 지금 라이브 서비스 게임을 원한다

예상보다 더딘 자연 감소 사이클을 보이는 <리니지W>를 비롯한 기존 게임들은 다음 신작이 등장하기까지 동사의 현금 흐름을 책임질 것으로 예상된다. 모바일 MMORPG 업체 중 비교적 늦게 콘텐츠 광고에 뛰어들었던 동사는 게이머들의 반발이 일자 마케팅 방향성을 수정했다. 이에 대한 소비자들의 반응을 학습하며 다음 신작은 실패 확률을 좀 더 낮출 수 있을 것으로 기대한다.

지난해 말 마이크로소프트의 '게임패스' 가입자는 1천만명 수준에 불과했으나 지난 10개월 간 추가로 1천만명 이상의 신규 가입자를 확보했다. 이는 에픽게임즈의 <포트나이트>가 입증된 효과였다. PC/콘솔 시장이 클라우드를 통해 통합되며 최근 라이브 서비스 게임 시장에 대한 소니의 관심이 커지고 있음은 이미 Bungie 인수를 통해 증명된 바 있다.

최근 소니의 <호라이즌> IP를 통해 동사와 협업하는 장르 또한 동사의 강점인 라이브 서비스일 가능성이 높다. 동 게임이 오픈월드이며 2023년 2월 소니의 VR2가 출시될 예정임을 고려했을 때 VR이 접목된 게임으로 발전될 가능성 또한 배제할 수 없다.

동사는 리니지, 아이온, 블레이드 앤 소울을 온라인에서 오랜 기간 서비스 해온 전력을 보유한 회사다. 글로벌 게임 플랫폼들의 라이브 서비스에 대한 관심 및 투자를 고려했을 때 2023년 <프로젝트 TL>을 시작으로 동사의 개발 및 운영 능력이 글로벌 사업자들에게 어필된다면 엔씨소프트의 글로벌 위상은 높아질 수 있을 것으로 판단한다.

<프로젝트 TL>은 PC/콘솔용 게임으로 출시될 예정이다. 언론에 따르면 <로스트 아크>를 스팀 내 동시 접속자 기준 역대 2위에 안착시켰던 아마존이 <프로젝트 TL>을 한국을 제외한 대부분의 국가에서 퍼블리싱할 것으로 예상된다. 아마존이 '트위치'를 보유했다는 점을 고려했을 때 글로벌 퍼블리셔를 선택한 동사의 결정은 성공적인 마케팅 효과로 이어질 것으로 전망된다.

동사의 적정주가를 56만원으로 상향한다. 밸류에이션 톨은 기존과 동일(2H23-1H24 PER 20배)하나 기존 게임 추정치를 상향한 데 따른다. 지난 1개월간 동사의 주가는 38% 상승하며 벤치마크 대비로도 25%p 높은 수익률을 기록했다. 지난 1주간 코스피 대형주 위주, 특히 상대 수익률이 부진했던 업체 위주로 빠르게 상승하며 peer와의 갭이 빠르게 줄어들었다.

시장의 방향성을 예측하기는 어려우나 1) 상승장에 본격적으로 진입한 경우 peer 상승에 따른 갭 감소 후 동사의 상승이 재차 이어질 것으로 본다. 반면 2) 최근 상승을 반납할 경우 peer 갭이 다시 벌어지며 동사의 주가는 방어력을 보일 것으로 예상된다.

표4 엔씨소프트 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	27,636 2H23-1H24 지배순이익 기준
적정배수(X)	20.4 과거 5년 평균 17배에 신작 발매 전임을 감안하여 20% 할증
적정주가	560,000 563,774원 반올림
현재주가	465,000
상승여력(%)	20.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>512.5</b>	<b>538.5</b>	<b>500.6</b>	<b>757.2</b>	<b>790.3</b>	<b>629.3</b>	<b>604.2</b>	<b>576.8</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,600.6</b>	<b>2,606.0</b>	<b>3,024.3</b>
온라인	129.0	106.0	101.6	89.5	93.1	95.9	97.1	91.5	426.1	377.6	736.7	873.7
모바일	324.9	352.1	331.1	602.4	640.7	475.2	437.3	420.3	1,610.5	1,973.6	1,614.7	1,912.5
기타	13.2	37.6	27.2	22.0	17.7	22.2	26.5	29.0	99.9	95.4	99.5	99.5
로열티	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	43.3	36.0	172.4	154.1	155.1	138.7
<b>% YoY</b>												
매출	-29.9	0.0	-14.4	34.9	54.2	16.8	20.7	-23.8	-4.4	12.6	0.2	16.1
온라인	13.6	2.2	-15.8	-26.2	-27.8	-9.5	-4.4	2.2	-7.2	-11.4	95.1	18.6
모바일	-41.3	-1.4	-15.0	59.2	97.2	35.0	32.1	-30.2	-4.0	22.5	-18.2	18.4
기타	13.0	143.0	69.7	25.5	34.9	-41.0	-2.5	31.9	64.7	-4.5	4.2	0.0
로열티	-13.9	-31.2	-30.7	-1.9	-14.6	-16.0	6.1	-16.8	-21.0	-10.6	0.7	-10.6
<b>영업비용</b>	<b>455.8</b>	<b>425.8</b>	<b>404.4</b>	<b>647.7</b>	<b>546.1</b>	<b>506.3</b>	<b>459.8</b>	<b>472.4</b>	<b>1,933.6</b>	<b>1,984.7</b>	<b>1,956.7</b>	<b>2,245.0</b>
% to sales	88.9	79.1	80.8	85.5	69.1	80.5	76.1	81.9	83.7	76.3	75.1	74.2
% YoY	-6.9	29.2	10.0	60.1	19.8	18.9	13.7	-27.1	21.5	2.6	-1.4	14.7
매출변동비 및 기타	147.3	160.7	152.2	247.7	259.3	213.0	204.5	189.6	707.9	866.5	945.9	1,109.8
상각비	20.9	23.5	23.5	25.6	26.6	26.8	26.7	26.7	93.6	106.7	112.6	115.2
마케팅비	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	38.9	57.7	282.6	198.2	163.9	178.5
인건비	232.5	186.0	174.8	256.2	218.5	206.6	189.7	216.2	849.5	831.1	830.0	952.3
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>56.7</b>	<b>112.8</b>	<b>96.3</b>	<b>109.5</b>	<b>244.2</b>	<b>123.0</b>	<b>144.4</b>	<b>104.4</b>	<b>375.2</b>	<b>616.0</b>	<b>649.3</b>	<b>779.3</b>
% YoY	-76.5	-46.0	-55.8	-30.2	330.4	9.0	50.0	-4.6	-54.5	64.2	5.4	20.0
영업이익률(%)	11.1	20.9	19.2	14.5	30.9	19.5	23.9	18.1	16.3	23.7	24.9	25.8
<b>세전이익</b>	<b>92.8</b>	<b>123.0</b>	<b>126.6</b>	<b>148.9</b>	<b>233.2</b>	<b>163.1</b>	<b>250.4</b>	<b>124.6</b>	<b>491.3</b>	<b>771.2</b>	<b>753.5</b>	<b>887.8</b>
% YoY	-63.7	-43.1	-40.3	25.1	151.3	32.6	97.7	-16.3	-38.8	57.0	-2.3	17.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>80.9</b>	<b>94.4</b>	<b>99.7</b>	<b>121.9</b>	<b>168.9</b>	<b>118.6</b>	<b>181.8</b>	<b>93.6</b>	<b>396.9</b>	<b>562.9</b>	<b>556.9</b>	<b>657.4</b>
% YoY	-58.6	-40.3	-34.9	51.3	108.8	25.7	82.3	-23.2	-32.4	41.8	-1.1	18.1

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터



엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,416.2	2,308.8	2,600.6	2,606.0	3,024.4
매출액증가율 (%)	42.0	-4.4	12.6	0.2	16.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,600.6	2,606.0	3,024.4
판매관리비	1,591.4	1,933.6	1,984.7	1,956.7	2,245.0
<b>영업이익</b>	<b>824.8</b>	<b>375.2</b>	<b>616.0</b>	<b>649.3</b>	<b>779.4</b>
영업이익률	34.1	16.3	23.7	24.9	25.8
금융손익	17.3	104.3	31.6	53.1	68.7
중속/관계기업손익	-5.6	15.8	10.3	2.3	5.0
기타영업외손익	-33.3	-3.9	113.5	48.8	34.8
세전계속사업이익	803.3	491.3	771.3	753.5	887.8
법인세비용	216.6	95.6	208.9	197.1	230.8
<b>당기순이익</b>	<b>586.6</b>	<b>395.7</b>	<b>562.3</b>	<b>556.4</b>	<b>657.1</b>
지배주주지분 순이익	587.4	396.9	562.9	556.9	657.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,786.7	3,104.2	3,661.4
현금및현금성자산	157.3	255.9	329.4	792.4	1,476.0
매출채권	243.0	277.9	313.1	280.3	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
<b>자산총계</b>	<b>4,081.2</b>	<b>4,581.9</b>	<b>4,549.3</b>	<b>4,832.6</b>	<b>5,321.4</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>936.5</b>	<b>1,430.7</b>	<b>1,004.6</b>	<b>898.4</b>	<b>927.3</b>
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	3,466.6	3,857.6	4,319.5
비지배주주지분	3.1	2.4	0.7	-0.9	-2.8
<b>자본총계</b>	<b>3,144.7</b>	<b>3,151.2</b>	<b>3,544.8</b>	<b>3,934.1</b>	<b>4,394.1</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>707.7</b>	<b>391.1</b>	<b>192.5</b>	<b>658.7</b>	<b>763.7</b>
당기순이익(손실)	586.6	395.7	562.3	556.4	657.1
유형자산상각비	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	-387.2	90.1	64.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-695.6</b>	<b>-188.1</b>	<b>93.3</b>	<b>89.7</b>	<b>86.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-346.9	-107.6	319.2	-13.0	26.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-159.3</b>	<b>-112.4</b>	<b>-212.3</b>	<b>-285.4</b>	<b>-167.0</b>
차입금의 증감	-22.8	436.7	-93.3	-116.7	0.0
자본의 증가	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.2	98.7	73.5	462.9	683.7
기초현금	303.4	157.3	255.9	329.4	792.3
기말현금	157.3	255.9	329.4	792.3	1,476.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	110,057	105,166	118,458	118,703	137,758
EPS(지배주주)	26,756	18,078	25,640	25,366	29,946
CFPS	41,161	23,268	34,412	33,029	40,153
EBITDAPS	40,567	21,360	30,446	31,729	37,437
BPS	143,098	143,429	161,429	179,240	200,278
DPS	8,550	5,860	8,311	8,222	9,707
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.8	1.8	2.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	34.8	35.6	18.1	18.3	15.5
PCR	22.6	27.6	13.5	14.1	11.6
PSR	8.5	6.1	3.9	3.9	3.4
PBR	6.5	4.5	2.9	2.6	2.3
EBITDA	890.6	468.9	668.4	696.6	821.9
EV/EBITDA	21.0	27.4	12.7	11.5	9.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	16.8	14.9	15.8
EBITDA 이익률	36.9	20.3	25.7	26.7	27.2
부채비율	29.8	45.4	28.3	22.8	21.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	91.9	28.5	35.8	44.1	58.3
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	8.8	8.8	12.8
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	736.4	1,889.1	1,389.3

## 넷마블 3Q22 Review

### 3분기 영업이익은 컨센서스 하회

넷마블의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,944억원(+14.4% YoY)과 -380억원(적전 YoY)으로 당사 추정치 및 시장 눈높이를 크게 밀돌았다. 매출은 예상 수준에서 크게 벗어나지 않았으나 비용이 크게 발생한 데 따른다. 특별한 인원 증가가 없었음에도 전분기 대비 인건비가 130억원 증가했고, 분류되지 않은 기타 비용도 160억원 늘었다.

이는 대부분 잼시티(동사의 복미 자회사)와 관련 있을 것으로 추정된다. 동사는 최근 해외 사업 계획 및 신작에 대한 재점검 중에 있다. 이 과정에서 잼시티는 지난해 인수한 캐나다 모바일 게임 업체 루디아를 포함해 전체 직원 중 17%를 해고했고 이 규모는 약 200명 내외로 알려져 있다. 동사는 증가한 인건비 대부분이 잼시티 퇴직 관련 비용이라고 밝혔다.

세븐나이즈 레볼루션 등 동사의 신작이 기대에 미치지 못하는 성과를 기록하고 있어 3분기 구조조정 관련 비용을 제외하면 4분기 적자 폭은 큰 변화를 기대하기는 어려워 보인다.

동사뿐 아니라 카카오게임즈, NHN, 네오위즈 등 모바일 게임 위주의 퍼블리싱을 진행하던 사업자 마진 축소 속도가 가팔라지며 대부분 추정치를 하회했다. 지난 상반기 글로벌 모바일 게임 시장은 YoY 7% 감소한 데 이어 3분기 12%로 시장 수축 속도가 더욱 빨라진 것으로 추정된다. 과거 대비 신작들의 최고 매출이 낮아지는 점 또한 소비자들의 모바일 게임 피로도를 의미한다.

이 같은 시장 위축기에는 유통 마진을 수취하는 성격의 퍼블리싱 사업자가 가장 빠른 마진 하락을 겪는다. 동사의 별도 법인(퍼블리싱)의 영업이익률은 2019년 3.7%에서 2Q22 -2.5%까지 하락했으며 3분기도 유사한 마진율이 추정된다.

동사는 블록체인, NFT 분야에 많은 자본을 투여해 왔다. 개발 중인 <모두의 마블: 메타 월드>가 대표적 게임에 해당하는데 4분기 출시 예정이던 동 게임은 2023년으로 연기되었다. 2023년은 <모두의 마블>을 비롯하여 웹툰 원작의 <나혼자만 레벨업>, <하이퍼스쿼드>, <아스달 연대기> 등이 출시될 예정이다.

표6 넷마블 3Q22 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	% YoY	2Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	694.4	607.0	14.4	660.6	5.1	694.1	0.0	705.6	-1.6
영업이익	-38.0	26.6	적전	-34.7	적지	-0.5	N/A	13.0	N/A
세전이익	-288.7	56.0	적전	-167.1	적지	-38.6	N/A	-37.7	N/A
지배순이익	-245.3	30.2	적전	-118.3	적지	-24.7	N/A	-39.0	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

### 넷마블은 수술 중

동사의 적정주가를 기존 65,000원에서 53,000원으로 하향한다. 기존 밸류에이션 틀이었던 2023년 예상 지배 BPS를 10% 할인하여 신규 적정주가를 산정했다. 잼 시티, 스피엑스를 비롯하여 동사의 장부가치 핵심이 되는 보유 게임사들의 가치 하락이 예상되는 바, 장부 가치를 소폭 할인했다.

주요 사업부에 해당하는 모바일 게임 퍼블리싱 시장의 2023년 전망이 2022년 대비 크게 개선되기 어려워 보이는 데 더해 자금 상황 또한 녹록치 않다.

4분기, 스피엑스를 인수한 지 1년에 접어든다. 당시 1) 단기 외화 차입(14억달러)을 통해 80% 매각 대금을 지급했고 1) 인수 1년 후부터 잔금 20%를 4년에 걸쳐 지급(EBITDA의 일정 배수\*5%)하는 계약을 체결했다.

동사는 4분기 중 차입금 3천억원을 상환했다고 밝혔다. 추가 차입금 상환 의지를 밝힌 만큼 보유 자회사의 유상 감자를 통한 현금 확보, 코웨이를 제외한 보유 지분 가치를 활용한 다운 사이징이 예상된다.

시장 상황에 따라 갭상승이 발생, 단기 주가가 상승할 수 있으나 바텀업 관점에서 영업 가치의 반등을 기대하기는 어려운 시기다. 차환에 대한 부담이 해소된 뒤 접근이 유효해 보인다.

표7 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	570.4	577.2	607.1	752.3	631.5	660.6	694.4	673.0	2,506.9	2,659.5	2,681.6	2,629.1
모바일게임	530.5	536.9	558.4	676.2	586.4	614.4	656.8	631.4	2,302.1	2,488.9	2,511.3	2,467.3
기타	39.8	40.3	48.7	76.0	45.1	46.2	46.2	41.6	204.8	179.2	170.2	161.7
<b>% YoY</b>												
매출	7.0	-15.8	-5.5	20.6	10.7	14.5	14.4	-10.5	0.9	6.1	0.8	-2.0
모바일게임	7.7	-15.7	-5.9	16.9	10.5	14.4	17.6	-6.6	0.0	8.1	0.9	-1.8
기타	-1.3	-17.8	-0.6	67.4	13.3	14.7	-5.0	-45.3	11.5	-12.5	-5.0	-5.0
<b>영업비용</b>												
영업비용	516.2	561.0	580.4	698.3	643.4	695.2	732.4	693.9	2,355.9	2,765.0	2,701.4	2,695.0
% to sales	90.5	97.2	95.6	92.8	101.9	105.2	105.5	103.1	94.0	104.0	100.7	102.5
% YoY	0.7	-7.1	4.6	29.0	24.7	23.9	26.2	-0.6	6.5	17.4	-2.3	-0.2
지급수수료	256.9	271.6	280.4	313.3	275.9	291.8	296.6	271.0	1,122.2	1,135.2	1,087.5	1,062.5
인건비	143.6	154.9	158.1	183.3	187.1	190.0	203.0	192.0	639.9	772.1	749.8	754.6
마케팅비	77.6	100.4	100.4	121.6	112.8	144.4	144.9	142.3	400.0	544.4	546.9	560.5
기타	38.0	34.1	41.6	80.1	67.7	69.1	87.9	88.6	193.7	313.2	317.3	317.4
<b>이익 추정</b>												
영업이익	54.2	16.1	26.7	54.0	-11.9	-34.6	-38.0	-20.9	151.0	-105.5	-19.9	-66.0
% YoY	165.3	-80.3	-69.5	-34.5	적전	적전	적전	적전	-44.5	적전	적지	적지
영업이익률(%)	9.5	2.8	4.4	7.2	-1.9	-5.2	-5.5	-3.1	6.0	-4.0	-0.7	-2.5
세전이익	94.6	62.5	56.0	138.0	-58.3	-167.1	-288.7	-204.7	351.2	-718.8	-163.4	-227.5
% YoY	74.9	-26.1	-51.7	-37.3	적전	적전	적전	적전	-26.0	적전	적지	적지
지배주주순이익	56.4	45.7	30.1	108.0	-43.0	-118.3	-245.3	-193.9	240.2	-600.6	-152.6	-190.3
% YoY	4.8	-39.3	-64.0	7.9	적전	적전	적전	적전	-23.2	적전	적지	적지

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,659.5</b>	<b>2,681.6</b>	<b>2,629.1</b>
매출액증가율 (%)	14.0	0.9	6.1	0.8	-2.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,659.5	2,681.6	2,629.1
판매관리비	2,212.7	2,355.9	2,765.0	2,701.5	2,695.0
<b>영업이익</b>	<b>272.1</b>	<b>151.0</b>	<b>-105.5</b>	<b>-19.9</b>	<b>-66.0</b>
영업이익률	10.9	6.0	-4.0	-0.7	-2.5
금융손익	11.7	28.3	-505.4	-194.9	-219.7
중속/관계기업손익	192.0	209.8	122.8	116.6	116.6
기타영업외손익	-1.1	-38.0	-226.3	-65.3	-58.5
세전계속사업이익	474.6	351.2	-718.8	-163.4	-227.5
법인세비용	136.6	102.0	-70.5	-5.9	-19.4
<b>당기순이익</b>	<b>338.1</b>	<b>249.2</b>	<b>-648.3</b>	<b>-157.6</b>	<b>-208.1</b>
지배주주지분 손이익	313.0	240.2	-600.6	-152.6	-190.3

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,820.7</b>	<b>1,962.6</b>	<b>1,929.5</b>	<b>1,665.5</b>	<b>1,485.3</b>
현금및현금성자산	1,257.5	1,353.7	1,326.6	1,010.5	861.2
매출채권	181.8	201.6	213.8	491.1	291.4
재고자산	4.6	4.0	0.3	5.1	5.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,402.7</b>	<b>8,701.2</b>	<b>7,403.9</b>	<b>7,061.8</b>	<b>6,820.7</b>
유형자산	423.1	322.8	278.1	221.6	243.2
무형자산	1,291.8	4,099.0	3,721.7	3,434.9	3,148.0
투자자산	4,536.2	3,869.5	2,994.2	2,995.4	3,019.5
<b>자산총계</b>	<b>8,223.4</b>	<b>10,663.8</b>	<b>9,333.3</b>	<b>8,727.2</b>	<b>8,306.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,633.5</b>	<b>3,056.2</b>	<b>2,398.7</b>	<b>2,032.1</b>	<b>1,880.9</b>
매입채무	70.5	57.0	60.5	61.0	59.8
단기차입금	513.2	1,671.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
유동성장기부채	306.5	57.1	217.1	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>939.3</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,575.3</b>	<b>1,493.4</b>	<b>1,431.4</b>
사채	159.5	159.7	-0.3	-0.3	-0.3
장기차입금	161.9	539.3	879.3	879.3	879.3
<b>부채총계</b>	<b>2,572.8</b>	<b>4,656.1</b>	<b>3,974.0</b>	<b>3,525.5</b>	<b>3,312.3</b>
<b>자본금</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
자본잉여금	3,886.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7
기타포괄이익누계액	1,294.1	710.5	710.5	710.5	710.5
이익잉여금	1,226.2	2,234.6	1,634.0	1,481.5	1,291.2
비지배주주지분	243.5	216.2	168.5	163.5	145.7
<b>자본총계</b>	<b>5,650.6</b>	<b>6,007.7</b>	<b>5,359.4</b>	<b>5,201.8</b>	<b>4,993.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>372.3</b>	<b>137.5</b>	<b>-169.9</b>	<b>-321.0</b>	<b>-9.9</b>
당기순이익(손실)	338.1	249.2	-648.3	-157.6	-208.1
유형자산상각비	39.2	44.0	54.7	66.5	78.3
무형자산상각비	72.6	106.6	177.3	186.8	186.8
운전자본의 증감	-27.1	-115.5	-301.9	-448.4	-17.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,529.1</b>	<b>-1,157.5</b>	<b>517.0</b>	<b>242.0</b>	<b>-119.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.5	-86.4	-10.0	-10.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	763.2	41.4	25.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>866.7</b>	<b>1,099.1</b>	<b>-374.3</b>	<b>-237.1</b>	<b>-20.0</b>
차입금의 증감	988.6	1,794.0	-331.0	-237.1	-20.0
자본의 증가	6.2	10.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-317.3	96.2	-27.1	-316.1	-149.3
기초현금	1,574.8	1,257.5	1,353.7	1,326.6	1,010.5
기말현금	1,257.5	1,353.7	1,326.6	1,010.5	861.2

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,959	29,171	30,941	31,198	30,587
EPS(지배주주)	3,647	2,796	-6,987	-1,775	-2,214
CFPS	4,928	3,949	2,305	3,195	1,568
EBITDAPS	4,473	3,509	1,472	2,716	2,317
BPS	62,986	67,379	60,391	58,616	56,402
DPS	767	528	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.1	44.7	-7.2	-28.5	-22.9
PCR	26.7	31.7	22.0	15.8	32.3
PSR	4.5	4.3	1.6	1.6	1.7
PBR	2.1	1.9	0.8	0.9	0.9
EBITDA	383.8	301.6	126.5	233.5	199.2
EV/EBITDA	30.3	42.2	47.3	26.7	31.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	4.3	-10.9	-3.0	-3.8
EBITDA 이익률	15.4	12.0	4.8	8.7	7.6
부채비율	45.5	77.5	74.1	67.8	66.3
금융비용부담률	0.9	1.4	6.1	6.6	6.4
이자보상배율(x)	11.8	4.2	-0.7	-0.1	-0.4
매출채권회전율(x)	15.1	13.1	12.8	7.6	6.7
재고자산회전율(x)	509.8	583.8	1,248.5	989.2	488.6

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

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

**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	산업분석	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-	-	

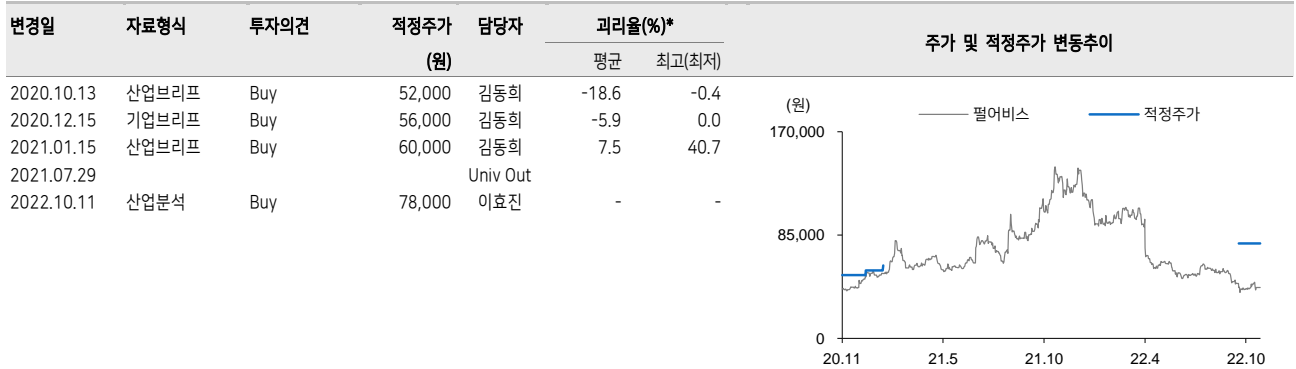
**아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용**

\* 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	-	-	

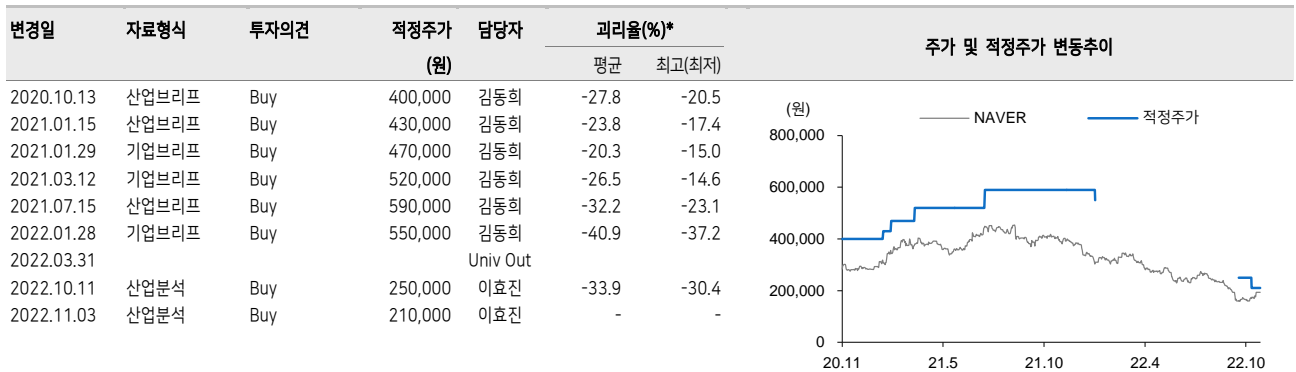
**필어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



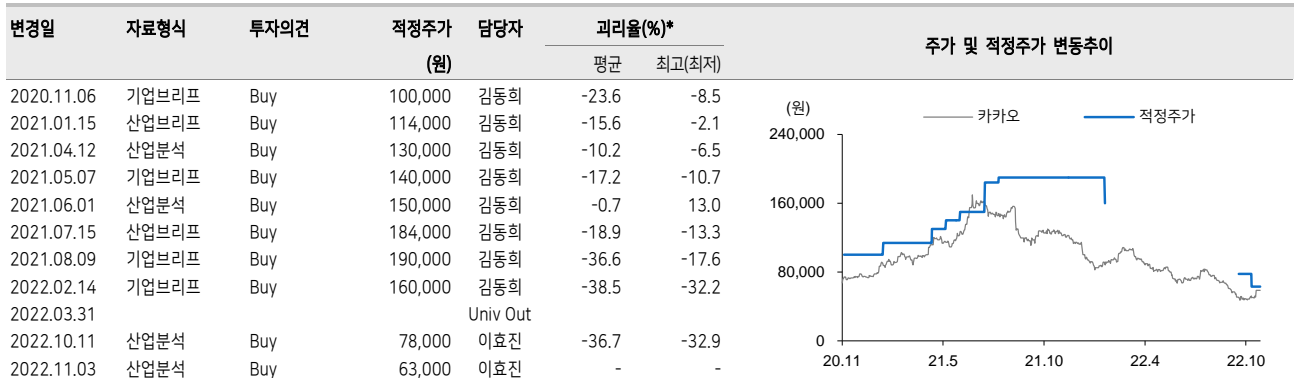
**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



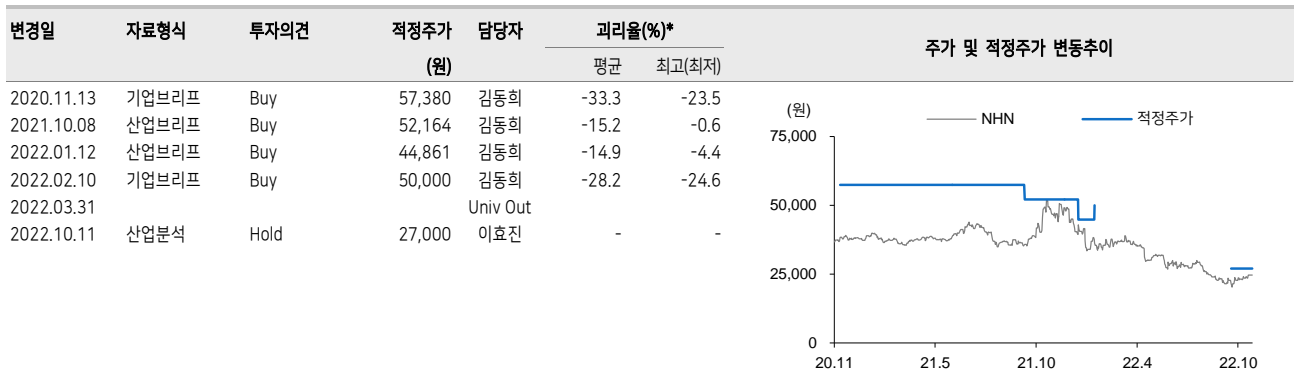
**카카오 (035720) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



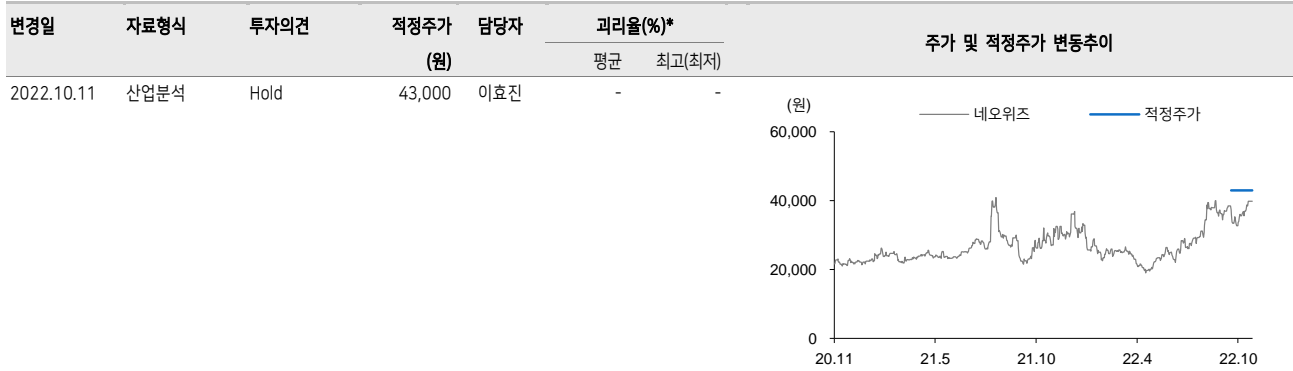
**NHN (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



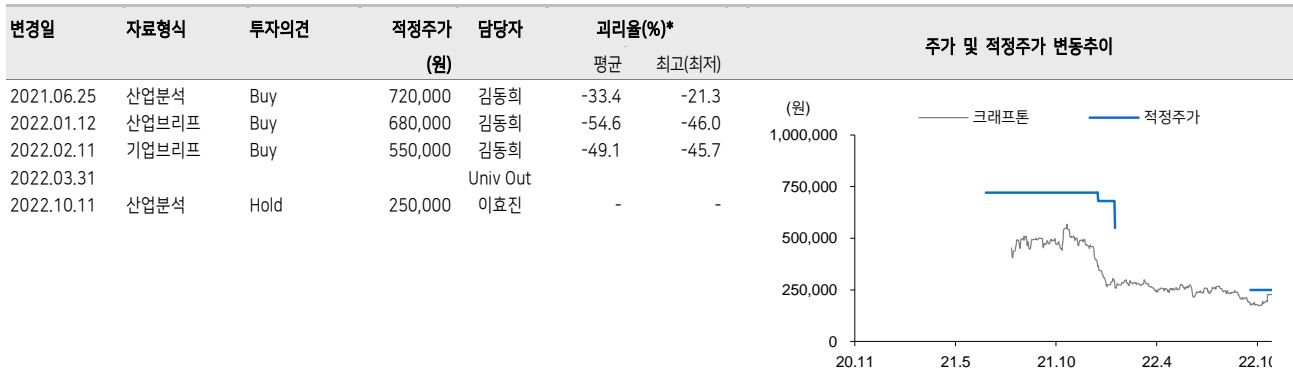
**네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



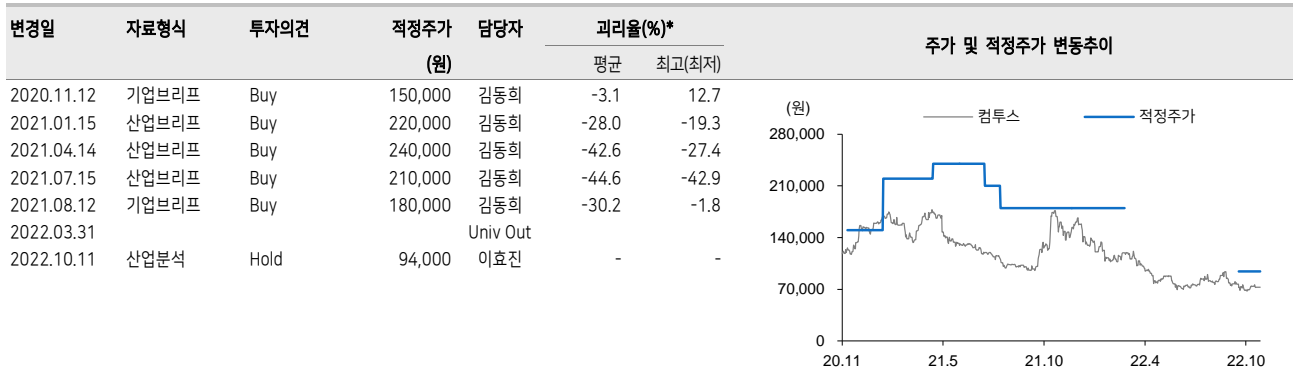
**크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



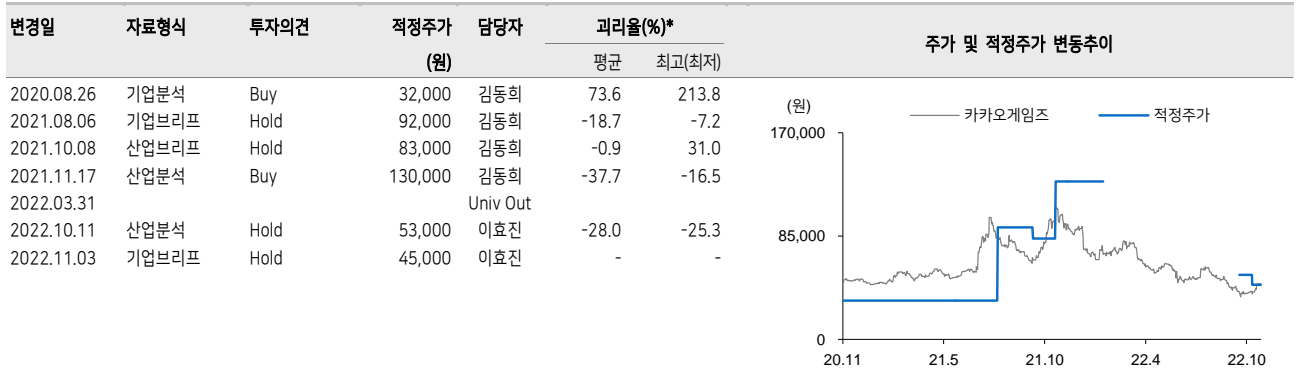
**컴투스 (078340) 투자등급변경 내용**

\* 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

