

인터넷/게임

Neutral (신규)

Tipping Point

Part 1 Platform

Part 2 Game





Tipping Point

인터넷/게임

Neutral (신규)

Platform

종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy (신규)	250,000원
카카오 (035720)	Buy (신규)	78,000원
아프리카TV (067160)	Buy (신규)	100,000원
NHN (181710)	Hold (신규)	27,000원

Game

종목	투자판단	적정주가
펄어비스 (263750)	Buy (신규)	78,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy (신규)	430,000원
네오위즈 (095660)	Hold (신규)	43,000원
크래프톤 (259960)	Hold (신규)	250,000원
컴투스 (078340)	Hold (신규)	94,000원
카카오게임즈 (293490)	Hold (신규)	53,000원
넷마블 (251270)	Hold (신규)	65,000원

인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr



Contents



Summary	4
Key Chart	6
<hr/>	
Part 1	Platform 9
1. 광고	10
2. 커머스	14
3. 클라우드	23
4. 콘텐츠	31
5. 금융	40
6. 실적/주가	43
<hr/>	
Part 2	Game 48
1. 과거 톺아보기	48
2. 현재	50
3. 신사업	63
4. 결론	67
<hr/>	
기업분석	NAVER (035420) _투자기보다 수익화 시기가 주가에 유리 70
	카카오 (035720) _혼재된 요소들 떼어 보기 87
	아프리카TV (067160) _산업 성장+항저우 아시안게임 이벤트 102
	NHN (181710) _호재가 부각될 조건 107
	필어비스 (263750) _Ready, get set go 114
	엔씨소프트 (036570) _TL에 거는 기대 119
	네오위즈 (095660) _주판알을 튕겨볼 때 123
	크래프톤 (259960) _2024년을 기다리며 127
	컴투스 (078340) _다음 메타버스 바람을 기다릴 때 133
	카카오게임즈 (293490) _2023년 이후의 신규 전략을 기다리며 138
	넷마블 (251270) _체크 요건 142

Summary

연초 이후 인터넷/게임 업체
평균 주가 수익률 -51% 기록

연초 이후 인터넷/게임 업체들의 평균 주가 수익률은 -51%를 기록해 코스피를 26%p 하회했다. 동기간 산업의 이익 전망치도 빠르게 하락했다. 리오프닝에 따른 온라인 활동 감소에 이어 코로나 기간 높아진 비용 요소들의 영향과 함께 예상보다 빠르게 하락 반전한 경기 상황에 맞물린 데 따른 결과였다.

녹색지 않은 플랫폼 사업자들의
2023년 전망

플랫폼 사업자들의 주가는 과거 투자기보다는 이익 회수기에 높은 성과를 거두었다. 특히 현재와 같은 투자 위축기에는 광고/커머스와 같은 핵심 사업 이익이 중요함에 2023년 전망이 녹록지 않다.

네이버: 우수한 국내 커머스
전략을 상쇄하는 Poshmark 인수

높아진 광고 기저로 인해 투자자들은 네이버의 커머스 사업에 집중했다. 동사의 오픈마켓형 국내 커머스 전략은 낮은 비용 부담과 트래픽에 근거한 B2B 사업에 집중해 왔고 결과는 성공적이었다. 그러나 최근 Poshmark 인수는 이러한 장점을 희석시키는 결과를 낳았다. 장기적으로 새로운 동력으로 작용할 수 있으나 위축된 환경 속에서 실적 불확실성이 높아진 것에 대해 투자자들이 반가워하기는 어렵다.

카카오: 높아진 기저, 고객 포트
폴리오 한계로 2023년 흐름 반전
쉽지 않을 듯

카카오의 경우 타겟팅 광고를 통해 높은 성과를 기록해 왔다. 그러나 부족한 롱테일 고객, 높아진 기저가 시장 변화와 만나며 2023년 광고 성장률은 단 자릿수로 하락이 예상된다. 오픈채팅, 검색광고 등 신규 시도가 성공적으로 안착할 경우 새로운 동력이 될 수 있으나 기다리기에는 현재의 투자 시계열이 크게 단축되었다.

투자 위축기, 지분 가치 제거한 영
업가치 기반 기업 가치 선정이 적절

투자 위축기 환경에는 업체들의 신사업 가치 또한 부각되기 어렵다. 콘텐츠, 클라우드와 같은 신사업은 장기 전망이 밝다고 평가하나 근 시일 내 이익 기여가 높아지는 데 한계가 있어 투자자들의 이목을 집중시키기 쉽지 않다.

네이버와 카카오 2023년
연결 영업이익 성장률 12%,
13%(상장 자회사 제외)로 맞닿

주가 측면에서는 네이버의 Z홀딩스와 카카오의 상장된 자회사 효과를 제거한 실질적 기업들의 현상을 이해하기에 좀 더 적절해 보인다. 투자자들의 포트폴리오가 압축되는 시기로 이들은 더블 카운팅 이슈가 존재하기 때문이다. 이를 반영한 네이버와 카카오의 2023년 연결 영업이익 성장률은 각각 12%, 13%(상장 자회사 제외)로 높은 밸류에이션을 뒷받침하기에 다소 맞닿하다.

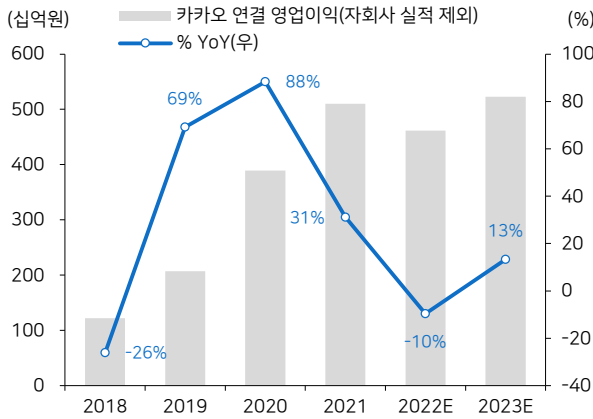
낮아진 전망치로 인해 밸류에이션은 여전히 높고, 동기간 마켓 밸류에이션이 동반 하락하면서 국내 인터넷 기업의 매력은 당분간 부각되기 쉽지 않다. 코로나 기간 이들의 이익 체력이 높아지며 커진 사회적 요구 또한 투자자들의 신규 진입을 망설이게 하는 요소다.

리오프닝이 진행되며 온라인 활동 감소에 따른 영향은 인터넷/게임 대부분 업체가 맞이한 공통된 현상이다. 신성장 동력과 같은 모멘텀 보다는 실적 불확실성이 낮고 비즈니스 구조가 단순한 업체에 대한 투자가 유리한 시기라고 판단된다.

<p>모바일 중심이던 국내 게임 시장도 글로벌 시장 흐름 좇아</p>	<p>게임 산업 또한 새로운 시장에 직면하고 있다. 리니지M 성공 이후 한국 게임 시장은 MMORPG 위주의 모바일 게임 시장이 주도해 왔다. 그러나 리오프닝과 함께 상반기 글로벌 모바일 게임 시장은 7%의 역성장을 기록했고 하반기도 유사한 흐름이 예상된다.</p>
<p>PC/콘솔이 2024년 이후에도 모바일 대비 유리</p>	<p>모바일 게임 시장 전망이 어두워지며 국내 게임 업체들의 2023년 신작은 PC/콘솔 게임에 집중되고 있다. 당사는 국내 게임사들의 이러한 행보가 2024년 이후에도 이어질 것으로 예상한다.</p>
<p>콘솔 진입 장벽인 기기, 코로나 기간 약 5천만대 신규 보급</p>	<p>모바일 시장이 다소 포화된 것과 달리 PC/콘솔 시장은 코로나 기간 기기(콘솔) 보급이 대량 이루어지며 상황이 개선되었다. 코로나 기간 Xbox와 플레이스테이션은 약 5천만대 가량이 신규 보급된 것으로 추정된다. 과거 모바일 게임 시장 성장이 기기 보급과 동행한 점에 비추어 볼 때 콘솔 기기 보급 증가는 중요한 요소다.</p>
<p>마이크로소프트의 적극적 행보 또한 PC/콘솔 시장 우위를 지지</p>	<p>빅테크들의 움직임 또한 PC/콘솔 시장의 우위를 지지하는 근거다. 마이크로소프트는 액티비전블리자드를 인수했는데, 모바일 시장으로 변화하며 빼앗긴 헤게모니를 되찾기 위한 준비에 돌입했다고 여겨진다. EA 또한 아마존이 유력 인수자로 떠오르고 있어 한동안 시장의 관심은 PC/콘솔 시장에 집중될 가능성이 높다.</p>
<p>홍행 여부보다 인게임 BM 구조 선택 여부가 투자 Pick에 중요</p>	<p>이들이 펼치는 화려한 마케팅 전쟁 또한 게임 시장의 이슈가 PC/콘솔로 집중될 가능성을 높인다. 국내 게임사들도 2023년 글로벌 출격을 준비 중이다. 시장의 일부 우려와 달리 당사는 이들의 글로벌 진출이 상당히 성공적일 것으로 예상한다.</p> <p>그러나 흥행이 아닌 실적 측면에서는 지속적 수익 창출이 가능한 인게임 BM 구조를 택한 사업자만이 실질적 수혜를 누릴 수 있어 보인다. 2022년 콘솔 시장 내 가장 큰 히트작인 <엘든링>의 경우 PC/콘솔 합산 1조원 매출이 발생한 것으로 추정된다. 이 같은 싱글 플레이 장르는 구매 이후 추가 수익이 없다. 반면, 에픽게임즈의 포트나이트는 2019년 콘솔에서만 약 1조원의 매출을 기록했다. 코로나 기간 포트나이트의 콘솔 매출이 더욱 상승했을 것으로 예상하는 것은 그리 어렵지 않다.</p>
<p>투자 우선순위: PC/콘솔>모바일, CP(개발사)>퍼블리셔</p>	<p>향후 2~3년간 글로벌 게임 시장 성장의 중심 축이 빅테크들의 마케팅 전쟁으로 인해 PC/콘솔 시장에 집중되는 만큼 국내 게임 사업자의 투자 순위도 이에 맞춰 결정되어야 한다고 판단한다. 모바일 게임보다는 PC/콘솔 게임이, 퍼블리셔보다는 개발사가 유리해 보인다. 특히 글로벌 원 마케팅으로 바뀌며 모바일 게임 퍼블리셔의 약진이 불가피해 보인다.</p>
<p>게임 최선호주 펠어비스, 차선호주 엔씨소프트</p>	<p>당사는 2023년과 2024년 <붉은사막>과 <도깨비>가 준비되어 있는 펠어비스를 게임 산업 내 최선호주로 추천한다. 두 게임 모두 트리플 A급에 해당하며 인게임 BM 구조를 보유하고 있다. '프로젝트 TL(Throne and Liberty)'은 <로스트아크>를 스팀에 성공적으로 데뷔시킨 전력이 있는 아마존이 마케팅을 담당할 것으로 예상되는데, 글로벌 진출 경험이 낮은 업체들에게는 이러한 전략 또한 좋은 선택지라고 판단된다. '프로젝트 TL' 성과가 기대되는 엔씨소프트를 차선호주로 추천한다.</p>

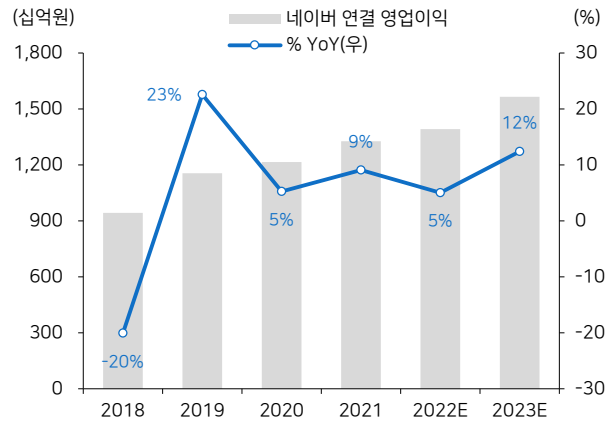
Key Chart

그림1 카카오 연결 영업이익(상장 자회사 실적 제외)



주: 카카오 연결 영업이익-(카카오게임즈/카카오페이 영업이익)
 자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림2 네이버 연결 영업이익



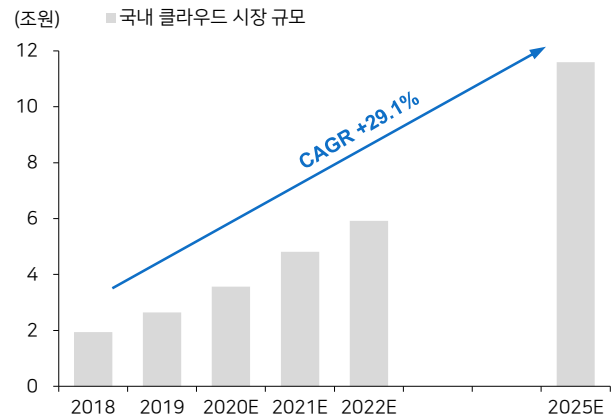
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

표1 공공기관 클라우드 전환사업

기간	2021-2025년
대상	모든 행정, 공공기관 정보시스템(1만 9개)
예산	5년간 총 8,600억원 투입
사업 내용	정보시스템 클라우드 전환 클라우드 컴퓨팅 서비스 활용모델, SaaS 도입 촉진 클라우드 컴퓨팅 이용 안내서 배포 등
1차사업 선정결과	NHN 9곳, 네이버 4곳, KT 3곳
2차사업 선정결과	NHN 7곳, 네이버 7곳, KT 2곳

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 클라우드 시장 규모



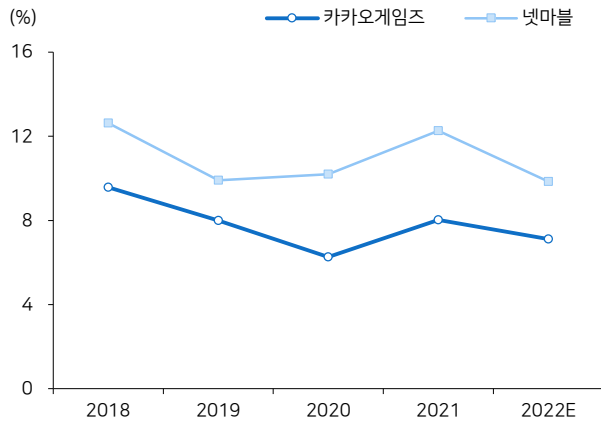
자료: Gartner 발표 수치에 기반하여 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 국내 콘텐츠 이용 주요 플랫폼 순위

2020년 M/S (2020년 12월 기준)				2022년 M/S (2022년 4월 기준)			
순위	웹툰/웹소설	음악	영화/드라마	순위	웹툰/웹소설	음악	영화/드라마
1	네이버웹툰 (49%)	멜론 (45%)	넷플릭스 (48%)	1	네이버웹툰 (47%)	멜론 (34%)	넷플릭스 (49%)
2	카카오페이지 (23%)	지니뮤직 (21%)	웨이브 (17%)	2	카카오페이지 (25%)	Youtube Music (29%)	티빙 (15%)
3	네이버 시리즈 (13%)	Youtube Music (13%)	티빙 (15%)	3	네이버 시리즈 (12%)	지니뮤직 (17%)	쿠팡플레이 (15%)
4	카카오웹툰 (9%)	FLO (13%)	왓차 (10%)	4	카카오웹툰 (9%)	FLO (11%)	웨이브 (14%)
5	리디 (6%)	네이버 VIBE (7%)	시즌 (9%)	5	리디 (7%)	네이버 VIBE (8%)	Disney+ (7%)

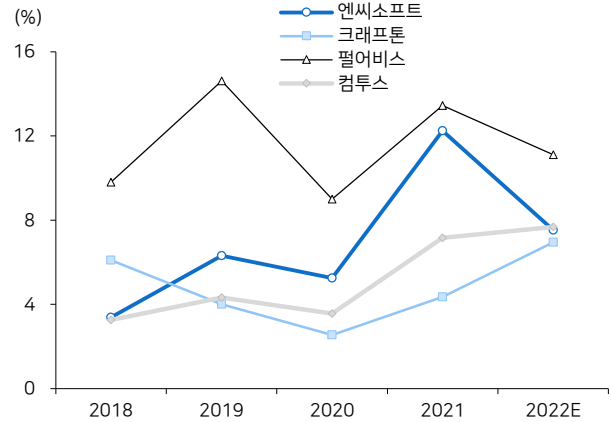
주: 한국인 만 10세 이상 Android+iOS 앱 사용자 추정, 점유율은 상위 5개 앱 합산으로 추산
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 퍼블리싱 업체들의 단위 매출 당 마케팅비 비중



주: 비게임 회사 제거 및 퍼블리싱 마케팅 효율 산정 위해 별도 실적 사용
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 게임 IP 보유사의 단위 매출 당 마케팅비 비중



주: 컴투스는 비게임 회사 매출 제거 위해 별도 기준, 그 외는 연결 기준
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 게임 업체별 글로벌 신작 리스트 (게임 영상 공개 작품만)

게임명	칼리스토 프로토콜	TL (Throne and Liberty)	붉은사막	도깨비	P의 거짓
개발사	Striking Distance Studios	엔씨소프트	플레이비스	플레이비스	Round 8 Studio
유통사	크래프톤	엔씨소프트	플레이비스	플레이비스	네오위즈
플랫폼	PC, 콘솔	PC, 콘솔	PC, 콘솔	PC, 콘솔	PC, 콘솔
출시일	2022.12.02	2023	2023	2024	2023

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 플레이스테이션 코로나 기간 약 3천만대 추가 보급



자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

표4 역대 글로벌 게임사 M&A

인수 기업	인수대상 기업	발표일	인수금액 (십억달러)
Microsoft	Activision Blizzard	2022.01	68.7
Take-two Interactive	Zynga	2022.01	12.7
Tencent 컨소시엄	Supercell	2016.06	8.6
Microsoft	ZeniMax	2020.09	7.5
Activision Blizzard	King	2015.11	5.9
Giant Network 주도 컨소시엄	Playtika	2016.07	4.4
세기화통 그룹	Shanda Games	2018.09	4.3
Flutter Entertainment	FanDuel	2020.12	4.2
Nuverse (ByteDance)	Moonton	2021.03	4.0
Sony Interactive Entertainment	Bungie	2022.01	3.6
Microsoft	Mojang	2014.09	2.5

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표5 Coverage at a Glance												
(십억원)	인터넷				게임							
	NAVER	카카오	NHN	아프리카TV	크래프톤	엔씨소프트	카카오 게임즈	넷마블	펄어비스	컴투스	네오위즈	
최근종가 (10/7, 원)	160,000	50,900	22,800	75,500	191,500	349,000	39,600	50,200	45,100	76,800	38,450	
시가총액	26,248	22,667	821	868	9,397	7,662	3,257	4,315	2,897	988	847	
투자 의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	
적정주가 (원)	250,000	78,000	27,000	100,000	250,000	430,000	53,000	65,000	78,000	94,000	43,000	
적정 시가총액	41,012	34,735	972	1,149	12,268	9,440	4,359	5,587	5,010	1,209	947	
상승여력 (%)	56.3	53.2	18.4	32.5	30.5	23.2	33.8	29.5	72.9	22.4	11.8	
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	8,224.5	7,562.4	2,181.5	321.2	1,928.6	2,528.0	1,305.4	2,748.5	355.2	695.7	312.2
	2023E	9,716.2	8,549.4	2,404.3	366.5	1,947.0	2,368.9	1,513.1	2,790.0	672.7	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	1,392.0	677.0	69.4	95.3	771.1	540.3	231.5	13.1	3.1	2.4	39.8
	2023E	1,564.7	857.0	114.8	114.3	812.9	490.8	311.5	71.5	219.5	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	929.2	1,599.8	-28.7	77.9	669.1	457.7	80.1	-193.0	56.3	5.7	60.8
	2023E	1,344.9	551.8	59.4	90.7	715.2	436.4	124.3	25.6	156.5	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	5,664	3,591	-776	6,776	13,638	20,848	1,005	-2,245	867	446	2,760
	2023E	8,198	1,239	1,649	7,894	14,575	19,879	1,512	298	2,437	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	28.2	14.2	-29.4	11.1	14.0	16.7	39.4	-22.4	52.0	172.2	13.9
	2023E	19.5	41.1	13.8	9.6	13.1	17.6	26.2	168.4	18.5	29.6	10.8
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	1.1	2.0	0.5	3.0	1.8	2.2	1.5	0.8	3.7	0.8	1.6
	2023E	1.0	1.9	0.4	2.3	1.6	2.0	1.4	0.8	3.1	0.8	1.4
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	13.5	17.9	6.1	6.6	7.0	9.1	10.3	24.4	120.4	14.8	10.3
	2023E	11.9	15.6	6.5	5.1	5.7	9.6	10.6	19.8	11.3	12.2	5.0
절대수익률 (%)	전일	-4.2	-7.1	-3.0	-0.3	-4.7	-0.4	-5.1	-1.4	-1.4	-2.7	-0.1
	1주 전	-17.3	-10.9	6.0	18.7	-8.8	0.9	-7.2	-2.1	-3.3	-0.6	4.2
	1개월 전	-30.9	-24.6	-5.0	6.9	-18.0	-5.3	-17.8	-14.6	-15.1	-8.1	1.2
	3개월 전	-34.7	-30.3	-15.6	-8.2	-20.4	-7.2	-20.3	-27.2	-13.8	4.1	49.9
	6개월 전	-50.2	-49.0	-39.9	-46.6	-32.6	-24.5	-47.8	-51.7	-56.2	-34.1	49.9
	연초 이후	-57.7	-54.8	-49.3	-62.8	-58.4	-45.7	-56.5	-59.8	-67.4	-51.5	6.5
	1년 전	-59.3	-57.4	-36.0	-49.8	-59.6	-38.9	-41.2	-58.5	-50.3	-24.6	66.8

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

	종목	투자판단	적정주가
Platform	NAVER(035420)	Buy (신규)	250,000원
	카카오 (035720)	Buy (신규)	78,000원
	아프리카TV (067160)	Buy (신규)	100,000원
	NHN (181710)	Hold (신규)	27,000원
Game	펄어비스 (263750)	Buy (신규)	78,000원
	엔씨소프트 (036570)	Buy (신규)	430,000원
	네오위즈 (095660)	Hold (신규)	43,000원
	크래프톤 (259960)	Hold (신규)	250,000원
	컴투스 (078340)	Hold (신규)	94,000원
	카카오게임즈 (293490)	Hold (신규)	53,000원
	넷마블 (251270)	Hold (신규)	65,000원

Industry Indepth
2022. 10. 11

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy (신규)

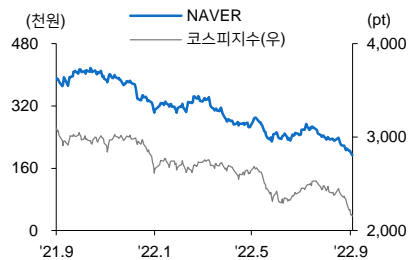
적정주가 (12개월) **250,000 원**
현재주가 (10.7) **160,000 원**
상승여력 **56.3%**

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	262,479억원
발행주식수	16,405만주
유통주식비율	83.02%
외국인비중	50.19%
52주 최고/최저가	417,500원/160,000원
평균거래대금	1,712.5억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.17
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-30.9	-50.2	-59.3
상대주가	-26.4	-39.8	-46.1

주가그래프



NAVER 035420

투자기보다 수익화 시기가 주가에 유리

- ✓ 이커머스 성장 둔화 우려 크나 1) 브랜드스토어 중심 온라인성 GMV 성장 및 2) 여행/예약 등 오프라인 비중 빠르게 확대되어 하반기도 20%대 성장 이어져
- ✓ 우수한 국내 커머스 전략으로 방어력 높으나 자회사 적자로 수익성 아쉬워
- ✓ 비용 다소 수반된 콘텐츠 사업도 당분간 경쟁 비용 크게 줄기 어려워
- ✓ 사업은 고도화. 그러나 자회사 영향으로 수익화 시기는 다소 기다려야 할 듯

현 상황 진단하기

안정적인 광고 수익에 더해 커머스 전략이 성공적으로 작용하며 코로나 이후 동사의 수익성은 빛을 발했다. 이와 동시에 IT 전반의 인건비 상승, 신사업 적자가 빠르게 수축한 경기 상황과 만나 지난 1년간 주가는 60% 하락했다.

높아진 기저로 서치플랫폼 대신 투자자들은 커머스에 이목을 집중해왔다. 최근 동사의 커머스 지표인 네이버쇼핑 GMV 성장 둔화 우려가 크지만 1) 브랜드스토어가 이끄는 온라인성 GMV 성장 및 2) 여행/예약 등 오프라인성 상품군 점유율 빠른 확장으로 성장세 유지를 전망한다. 광고 핵심 지표가 트래픽이라는 점을 고려 시 동사의 국내 커머스 전략은 광고 사업의 방어력도 높일 것이다.

다만 견조한 별도 커머스 수익성에도 불구하고 '크림', 미국 중고거래 플랫폼 'Poshmark' 인수로 인한 전사 커머스 수익성 하락이 아쉽다. 포쉬마크의 상반기 적자는 500억원을 상회했는데 연율화 시 이는 2023년 동사 연결 영업이익의 10%에 달한다. 콘텐츠 사업 또한 경쟁비용 축소 가능성은 제한적이다. 신사업에 대한 투자 필요성에는 공감하나 불확실성에 대한 투자자 기피 성향이 강한 시기로 단기 실적의 불확실성이 높아진 점은 다소 아쉽다.

사업은 고도화. 그러나 자회사 영향으로 수익화 시기는 다소 기다려야

동사에 대한 적정주가 25만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 지난 5년간 평균 PER 30배를 적용한 수치다. 상대적 우위가 돋보이는 국내 커머스 전략을 보유해 광고 사업 방어력이 돋보인다. 다만 1) 커머스, 콘텐츠 등 자회사 적자 축소가 당분간 쉽지 않고 이로 인해 2) 글로벌 빅테크 대비 높은 밸류에이션의 근거였던 동사의 높은 마진율도 하락했다. 본격적 주가 상승은 낮아진 마진이 재차 상승기로 접어드는 시점으로 예상된다.

(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	1,489.9	100,400	1,851.3	143,467	3.8	2.6	35.8	106.7	40.2
2022E	8,224.5	1,392.1	929.2	5,664	-94.9	147,645	28.2	1.1	13.5	3.9	37.2
2023E	9,716.2	1,564.7	1,344.9	8,198	48.9	154,664	19.5	1.0	11.9	5.4	36.2
2024E	10,841.1	1,742.9	1,803.1	10,991	38.0	164,477	14.6	1.0	10.2	6.9	34.2

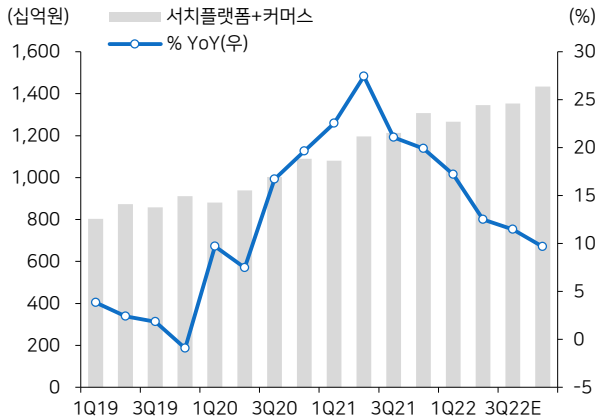
코로나 기간 트래픽 확보에 성공하며 핵심 사업 부문 이익 재증

국내 최대 포털 사이트로 시작된 NAVER는 카카오톡의 등장으로 모바일 시장 진입과 함께 트래픽 점유율이 다소 하락했다. 그러나 코로나 기간 플랫폼 재정비 및 커머스를 통해 고객 트래픽 확보와 B2B로의 전환에 성공하며 핵심 사업인 광고/커머스 부문 재증하기 시작했다.

이익 상승 반영 뒤 신사업에서 히든 밸류 찾던 시장. 그러나 인건비 상승 및 경기 악화로 상황 반전

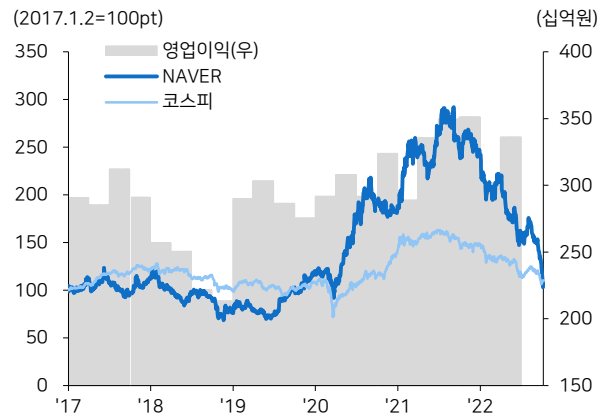
2021년 주식시장 내 플랫폼 사업자에 대한 투자자 선호와 대규모의 자금이 유입되며 실적 증가에 대한 부분이 주가에 대부분 반영되면서, 투자자들은 히든 밸류를 신사업에서 찾기 시작했다. 웹툰/웹소설, 클라우드, 네이버페이의 가치 등이 이에 해당한다. 그러나 높아진 이익에 대해 구성원들의 보상 요구가 높아졌고 같은 기간, 예상보다 빠르게 반전된 경기 상황은 바텀라인과 탑라인을 각각 짓누르는 요소가 되었다.

그림79 네이버 서치플랫폼/커머스 합산 매출



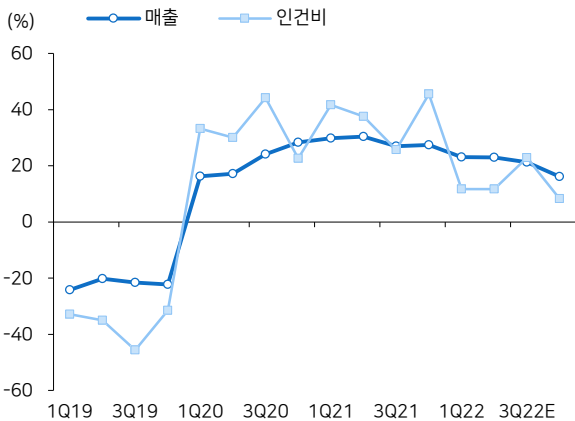
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림80 이익 상승, 이후 신사업에서 히든 밸류를 찾던 시장



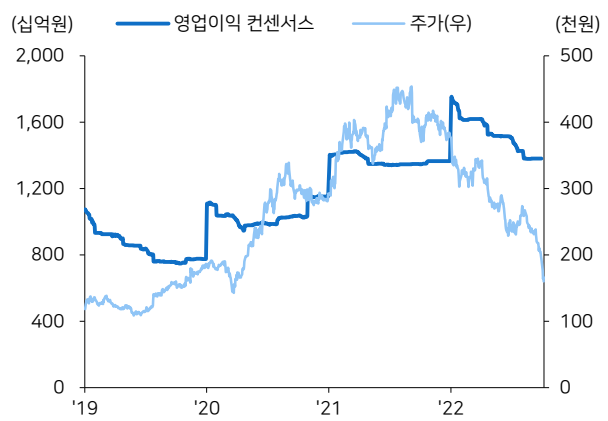
자료: NAVER, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림81 네이버 매출 성장률 vs. 인건비 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림82 네이버 영업이익 컨센서스 추이 vs. 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표43 네이버 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	4,356	5,304	6,818	8,224	9,716	10,841
서치플랫폼	2,655	2,820	3,308	3,606	3,749	3,905
커머스	792	1,092	1,488	1,791	2,464	2,898
핀테크	407	677	979	1,254	1,641	1,964
콘텐츠	309	431	660	1,153	1,387	1,521
클라우드	194	283	383	420	475	553
% YoY						
매출	-22.0	21.8	28.5	20.6	18.1	11.6
서치플랫폼	0.7	6.2	17.3	9.0	4.0	4.1
커머스	5.3	37.9	36.3	20.4	37.6	17.6
핀테크	22.1	66.6	44.5	28.1	30.8	19.7
콘텐츠	126.4	39.5	52.9	74.8	20.3	9.7
클라우드	82.4	46.2	35.2	9.9	12.9	16.5
영업비용	3,201	4,089	5,492	6,832	8,152	9,098
% to sales	73.5	77.1	80.6	83.1	83.9	83.9
% YoY	-31.1	27.7	34.3	24.4	19.3	11.6
개발/운영비용	1,029.0	1,301.8	1,752.6	2,087.2	2,328.4	2,628.3
파트너	1,393.0	1,650.0	2,171.7	2,861.7	3,351.7	3,717.3
인프라	421.2	374.4	496.1	569.2	588.2	593.2
마케팅	358.0	762.6	1,071.7	1,314.3	1,883.3	2,159.3
이익 추정						
영업이익	1,155	1,215	1,325	1,392	1,565	1,743
% YoY	22.5	5.2	9.1	5.0	12.4	11.4
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.4	16.9	16.1	16.1
세전이익	1,391	1,634	2,126	1,318	1,873	2,454
% YoY	25.1	17.4	30.2	-38.0	42.1	31.0
지배주주순이익	583	1,002	16,490	929	1,345	1,803
% YoY	-10.1	71.9	1,545.6	-94.4	44.7	34.1

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

1 커머스

오프라인형 카테고리 비중 증가가 온라인성 GMV 성장 둔화를 상쇄

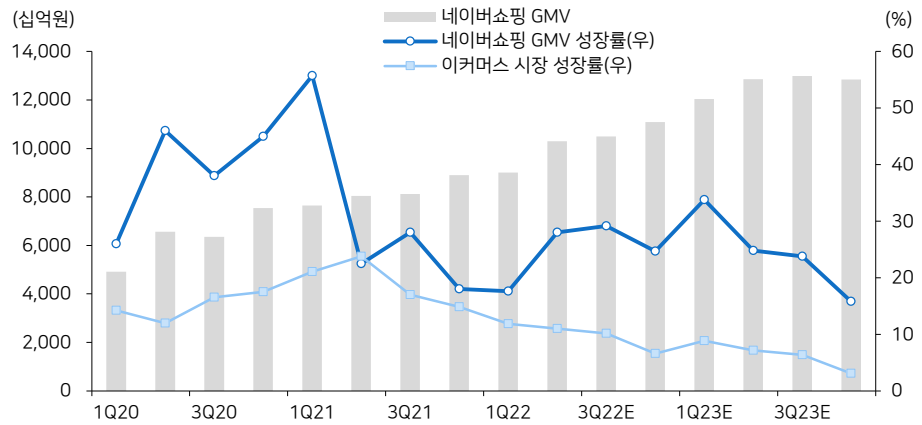
동사의 고객 트래픽 유입에 바탕한 롱테일 광고 수익은 불안정한 시장 내 높은 방어력을 기록할 것으로 전망된다. 오프라인 활동이 증가하며 동사 커머스 사업에 대한 고민이 크지만, 오프라인형 이커머스 카테고리 확보가 이를 상쇄해 줄 것으로 예상된다.

코로나 이전 여행/예약 카테고리에서 연간 18조원의 거래액을 형성했다. 코로나로 분기 2조원 내외로 머물던 여행/예약 부문의 거래액은 지난 2분기 4.6조원까지 회복했다. 동사의 지난 2분기 여행/예약 부문 거래액은 1.1조원을 기록했다. 2분기 국내 여행/예약 온라인 거래액의 1/4이 네이버로 흡수된 것이다.

네이버쇼핑 성과가 커머스와 광고까지 영향 미칠 것

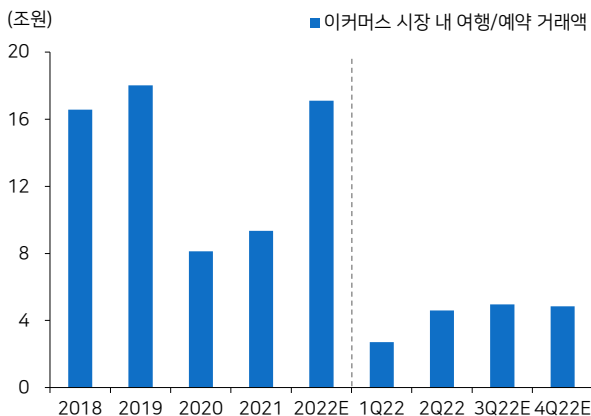
2분기 20%대로 재차 상승한 네이버쇼핑 GMV 성장률은 하반기 이어질 것으로 예상된다. 이는 높은 한 자릿 수 성장이 예상되는 시장 성장을 크게 웃도는 수치다. 이러한 커머스 트래픽의 증가는 커머스 광고 증가, 나아가 DA 광고 점유율을 수성해 줄 것이며 시장 우려보다는 나은 핵심 사업 성과를 기록할 전망이다.

그림83 네이버 쇼핑 GMV 및 성장률: 온라인 성장 둔화를 오프라인성 상품이 상쇄



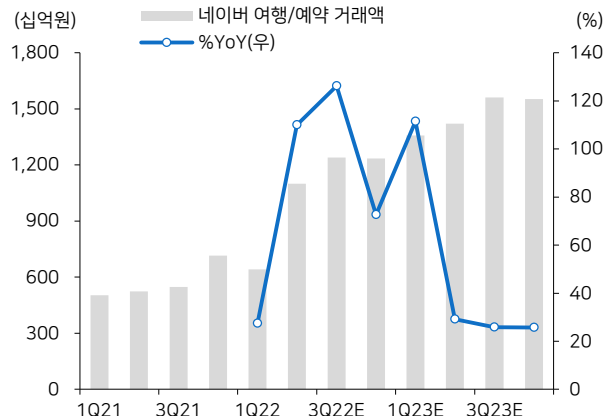
자료: 통계청, NAVER, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림84 이커머스 여행/예약 거래액



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림85 여행/예약 거래액: 리오픈으로 2Q22 회복 가속화



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 추정

비용 인플레이션 시기, 고정비 부담 낮은 동사의 이커머스 전략 가장 우수하다고 판단

당사는 네이버의 국내 이커머스 시장 전략이 가장 방어력이 높다고 판단한다. 특히 고정비 부담이 낮고 트래픽에 근거한 B2B 위주 사업 수익은 비용 인플레이션 영향이 큰 현재와 같은 시기에 적합한 전략이라고 판단한다.

커머스 전략: ① 공급자 유인책

커머스 성공을 위해서는 공급자와 수요자 모두를 유인할 매력적인 정책이 필요하다. 당사는 공급자에게는 기존 오픈마켓 대비 1/5~1/10 수준의 낮은 수수료를 채택해 유인하고, CJ대한통운과의 협업으로 배송 속도를 향상시키며 경쟁사 대비 약점을 보완하고 있다.

커머스 전략: ② 소비자 유인책

반면, 동사가 제공하는 네이버 유료 멤버십은 고객을 통해 수익화할 생각이 없음을 혜택에서 느낄 수 있다. 당사는 가족이 함께 등록해 혜택을 누릴 수 있는 방식과 함께 대학생 전용 네이버 유료 멤버십을 선보였다. 멤버십은 네이버에게 단지 고객을 모으는 수단에 불과해 보인다.

고객으로부터 이익을 수취하지 않고 SME 사업자들에게는 2% 수준의 낮은 수수료 정책을 채택하면서 당사는 이커머스 사업이 성장했을 때 맞닥뜨릴 수 있는 논란들을 애초에 차단한 셈이다. 장기적으로 수수료율이 향상된다고 하더라도 기존 오픈마켓 대비 1/10~1/5 수준으로 버퍼는 충분해 보인다.

네이버쇼핑의 수익화 방식은 트래픽에 근거한 B2B 형식

결국 네이버의 수익화의 방식은 1) 셀러들의 광고(커머스 광고)와 2) 입점 사업자에게 제공하는 솔루션, 그리고 3) 스마트스토어 사업자들에게 제공하는 대출 중개로 예상된다. 1), 2)는 현재 아마존이 셀러를 통해 수익화하는 방식과 유사하다.

경기 침체 우려가 커지면서 이전과 같은 CAPEX 지출을 통한 확장보다는 third party에게 판매의 장을 제공하고 이들이 만들어주는 광고 수입을 통해 보유한 트래픽을 활용하는 방식이 최근 이커머스 업체들의 전략 변화 방향과 일치한다.

커머스 트래픽 증가는 결국 광고에도 영향 미쳐

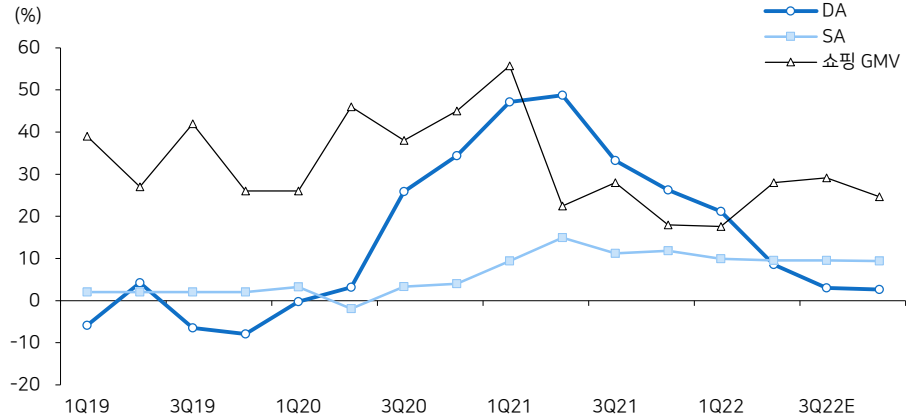
이러한 커머스 트래픽 증가는 서치 플랫폼(광고)에서도 긍정적인 영향을 미친다. 정체되어 있던 동사의 광고 수익이 유의미한 성장을 기록한 것도 이커머스 시장에서 이러한 전략을 본격적으로 확장했을 때와 맞물린다. 2020년은 타겟팅 광고를 본격적으로 시작한 시기이기도 하지만 트래픽이 증가하지 않았다면 불가능했을 성장이었다. 광고가 트래픽의 함수임을 고려하면 당연한 수순이라고 본다.

이용자 트래픽 지표 활성화 위한 앱 내 콘텐츠 개편 아직 순항 중

네이버 앱 내 콘텐츠 페이지 개편 및 뉴스판 구독자가 2,500만명에 이르는 포털 자체의 방향성 또한 트래픽 증대의 밑바탕으로 작용했다. 지난해 선보인 콘텐츠 구독 서비스 '네이버 프리미엄 콘텐츠' 또한 성장 곡선을 이어가고 있다.

네이버에 따르면, 프리미엄 콘텐츠 거래액은 베타테스트 기간(2021.5~2022.2) 4억8천만원 수준에서 2022.1~2022.7 10억원으로 증가했다. 동기간 유료 채널 수 또한 200여개에서 500여개로, 월 100만원 이상 수익을 달성한 채널은 20여개에서 30여개로 증가했다. 유료 수익은 전반적 트래픽을 가늠할 수 있는 좋은 지표다.

그림86 네이버 DA, SA, 쇼핑 GMV 성장률 비교



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

다만 크립, 어뮤즈의 비용은 커머스 이익 개선에 부담

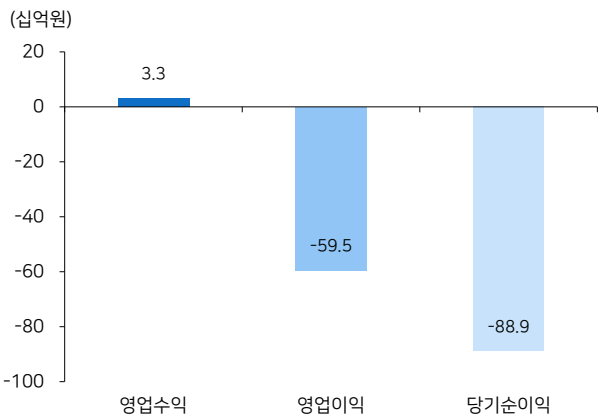
이에 기반한 네이버의 2022년 커머스 매출은 YoY 20% 증가한 1.8조원을 기록할 전망이다. 반면, 이익의 측면에서 크립과 어뮤즈의 비용 부담 증가는 아쉽다.

크립의 2021년 영업수익은 33억원에 그친 반면, 영업비용은 628억원에 달했는데 이 중 235억원이 명품을 검수하는 페이머스스튜디오에 지급수수료였다. 동사는 검수의 경험이 축적되며 관련 비용이 줄어들 수 있다고 밝혔지만 거래액이 증가하고 있어 비용 컨트롤이 쉽지 않아 보인다.

크립의 주요 비용인 지급수수료, 1H22 이미 2021 연간 수치 상회

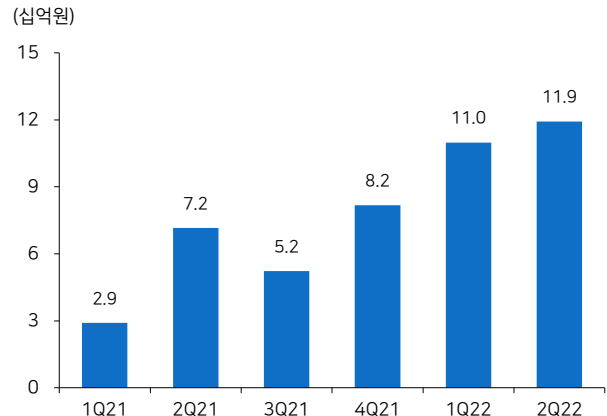
2022년 상반기 페이머스스튜디오에 지급된 관련 비용은 229억원으로 2021년 연간 비용과 맞먹는 수준까지 상승했다. 네이버쇼핑의 수익성을 크립이 크게 훼손하고 있는 상태로 이에 대한 동사의 전략 변화가 쇼핑 부문의 이익 증대에 영향을 미칠 것으로 본다.

그림87 크립 2021년 주요 재무 지표: 영업적자 600억원



자료: 크립, 메리츠증권 리서치센터

그림88 크립, 페이머스스튜디오 지급액 상반기 200억원 상회



주: 페이머스스튜디오의 특수관계자 거래 비용으로 크립 검수 수수료로 추정
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

미국 중고거래 플랫폼 포쉬마크
인수 결정

2022년 10월 4일, 동사는 미국 중고거래 플랫폼인 'Poshmark'를 16억 달러(한화 2.3조원)에 100% 취득할 것을 예고했다. 인수 업체 보유 현금 4.4억 달러(약 6천억원)를 제외 시 실제 인수 가치는 10억 달러를 소폭 상회한다. 연결 법인에 편입되는 시기는 2023년 4월로 예정되어 있다.

Poshmark는 2011년 설립된 중고거래 플랫폼으로 미국을 시작으로 2019년 캐나다, 2021년 호주와 인도로 사업을 확장해 왔다. 등록된 개인 셀러 또한 450만 계정을 상회하며 여성 패션이 주요 판매 품목에 해당한다.

포쉬마크는 인스타그램처럼
본인의 스타일에 기반해 판매하는
플랫폼

언론에서 동사를 '당근마켓'과 비교하지만 실제로는 인스타그램에 커머스가 붙은 구조로 보는 것이 좀 더 명확하다. 미국 여성의 50% 이상이 동사 거래 경험이 있다고 알려져 있을 정도로 'Posher'라고 불리는 셀러들은 자신의 스타일의 제품을 올리고 구매자들은 이를 '팔로우'하는 형태다.

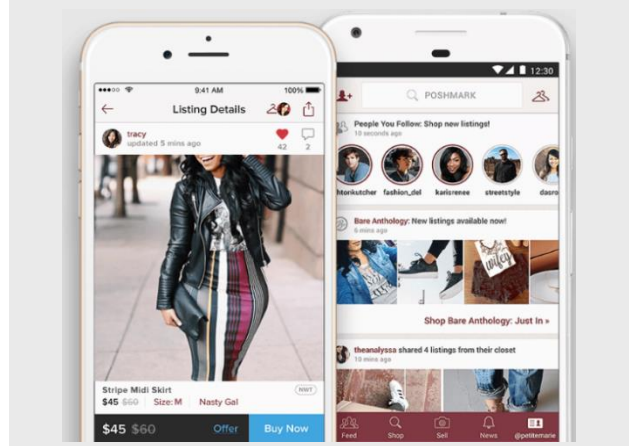
Poshmark의 매출구조는 크게 3가지로 구성되어 있다. 1) P2P 거래에 따른 수수료(20%)를 포함하여 특정 브랜드 제품을 도매/유통 업자가 직접 구매해 대중에게 새제품으로 판매하는 2) 프리미엄 부티크 서비스, 3) 도매 판매 제품을 할인해 판매해 수취하는 수익이 이에 해당한다. Take rate은 18% 내외다.

표44 네이버, Poshmark 인수

발행회사	회사명	Poshmark, Inc.
	국적	미국
	발행주식총수	77,687,168주
취득내역	주요사업	온라인 중고패션 플랫폼
	취득주식수	91,272,609주
취득 후	취득금액	2조 3,441억원
	소유주식수	91,272,609주
취득방법	지분비율	100%
	현금취득	
취득목적	미국 커머스 시장 진출을 위한 발행회사의 경영권 확보	
취득일자	2023.04.04 (예정)	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림89 Poshmark는 인스타그램+커머스 형태



자료: Poshmark

표45 Poshmark 재무제표

(백만달러)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2018	2019	2020	2021
영업수익	57.0	66.8	68.7	69.2	80.7	81.6	79.5	84.2	90.9	89.1	148.3	205.0	261.6	326.0
GMV	309.0	360.0	375.0	387.0	441.0	450.0	443.0	491.0	493.0	483.0	807.0	1,107.0	1,432.0	1,824.0
Take rate (%)	18.4%	18.5%	18.3%	17.9%	18.3%	18.1%	17.9%	17.1%	18.4%	18.4%	18.4%	18.5%	18.3%	17.9%
영업비용	67.6	45.0	56.7	67.0	100.9	84.0	86.4	99.2	105.3	112.0	163.3	253.8	236.4	370.4
매출원가	9.9	10.7	11.4	11.6	13.0	12.7	12.1	14.1	15.0	15.0	22.8	34.1	43.5	51.9
운영지원비	8.5	9.2	10.1	11.9	14.9	13.0	13.2	15.7	15.4	15.9	20.3	29.9	39.8	56.7
R&D	7.1	7.1	8.1	7.8	18.8	12.4	12.3	15.1	16.1	18.2	15.5	25.0	30.0	58.7
마케팅	34.5	11.6	19.1	27.4	35.2	32.6	36.2	38.7	42.8	44.1	88.4	132.2	92.4	142.7
일반관리비	7.0	5.9	7.3	7.6	18.2	12.4	11.7	14.7	15.0	17.8	15.5	30.5	27.8	57.0
감가상각비	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	0.8	2.1	2.9	3.5
EBITDA	-10.5	22.0	12.4	4.1	-19.3	-1.6	-6.4	-13.6	-13.4	-21.9	-14.2	-46.8	28.1	-41.0
Adjusted EBITDA	-8.1	24.0	15.3	4.8	4.8	6.5	0.6	-4.7	-4.7	-9.8	-11.1	-36.1	36.0	7.2
영업이익	-11.2	21.3	11.7	3.4	-20.1	-2.4	-7.2	-14.7	-14.4	-22.9	-15.0	-48.9	25.2	-44.4
영업외수익	0.7	0.2	-0.5	-6.4	-53.9	-0.1	0.4	-0.4	0.6	0.2	0.6	1.3	-5.9	-54.0
세전이익	-10.4	21.5	11.2	-3.0	-74.0	-2.5	-6.9	-15.1	-13.9	-22.8	-14.4	-47.6	19.3	-98.5
Tax	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	-0.1
당기순이익	-10.5	21.5	11.1	-3.2	-74.1	-2.5	-6.9	-14.8	-14.0	-22.9	-14.5	-47.7	18.8	-98.3
영업활동현금흐름	1.3	33.4	68.2	86.1	19.9	25.1	32.8	28.6	14.2	-2.7	12.1	-5.9	86.1	28.6
투자활동현금흐름	20.5	29.1	34.1	37.9	2.5	19.2	24.4	17.5	-0.3	-0.8	-54.8	-5.3	37.9	17.5

자료: Poshmark, 메리츠증권 리서치센터

인수 공시 후 주가 8.8% 하락

10월 4일 오전 동사의 인수 공시가 발표되며 당일 주가는 8.8% 하락했다. 같은날 코스피는 2.5% 상승했던 것과 비교하면 투자자의 실망이 드러나는 주가였다. 중고거래 시장의 성장에 대한 기대를 갖고 동사는 인수를 결정했으나 투자자 입장에서는 1) 상반기 이미 낮아진 GMV 성장률과 2) 높아지는 비용이 커머스 수익성 개선에 부담으로 다가왔기 때문으로 해석된다.

GMV 성장률+상반기 500억원이 넘는 적자→환영받기 어려웠던 포쉬마크의 인수 타이밍

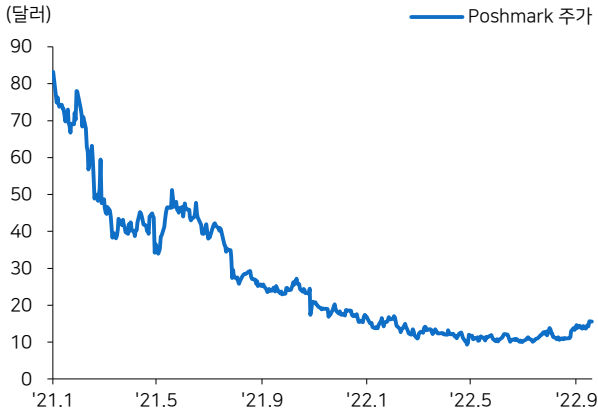
포쉬마크의 상반기 GMV 성장률은 9.5%로 2021년 24.6% 대비 크게 낮아졌다. 지난 2분기 포쉬마크의 실적발표 다음날 주가가 급락했는데, 낮아진 컨센서스를 하회하는 전망치를 발표한 데 있었다. 미국 소매 시장 현황을 고려했을 때 4분기 큰 반전을 기대하기 어려워 보인다. 낮아진 성장에 더해 상반기 500억원이 넘는 영업손실을 기록한 플랫폼 인수는 현재와 같은 투자 회피기에 환영받기 어렵다.

네이버는 포쉬마크 인수를 통해 1) 동사의 솔루션을 제공하는 등 비용 효율화를 예상하며 2) 상장으로 인해 발생하던 비용이 인수를 통한 상장폐지로 감소되는 효과를 기대한다고 밝혔다.

포쉬마크와 함께 ThredUp, The RealReal이 미국 온라인 중고 거래 시장의 주요 플레이어로 손꼽힌다. 3사의 2분기 실적을 살펴보면 GMV 성장률은 각각 7%, 27%, 30%를 기록했다(ThredUp의 경우 GMV 발표하지 않아 매출 성장률 사용). 포쉬마크의 성장률이 다소 시장을 하회하고 있음을 알 수 있다.

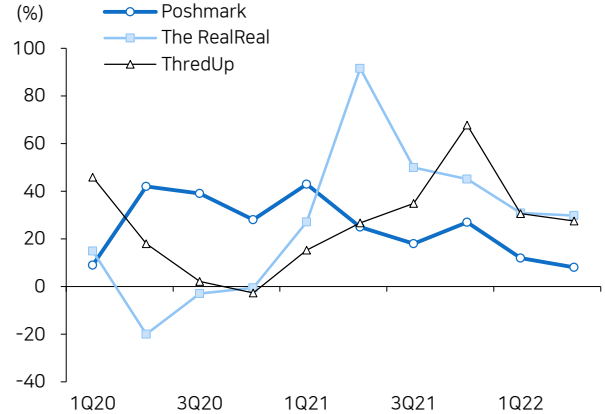
별도 법인의 커머스 수익을 크림, 어뮤즈에 더해 신규 인수된 포쉬마크가 당분간 훼손하면서 투자자들이 고대하던 마진 상승 시기는 지연될 것으로 예상된다.

그림90 Poshmark 2021년 이후 주가 추이



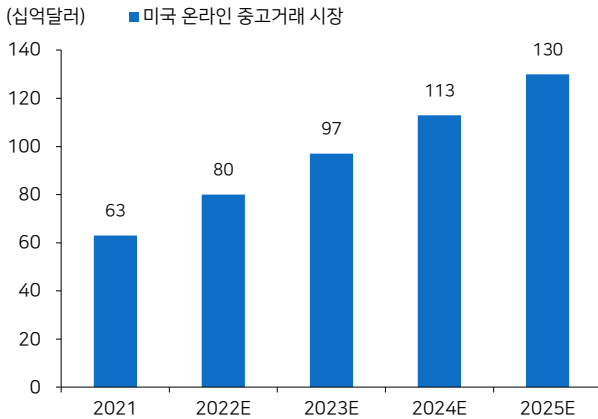
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림91 미국 경쟁사 대비 2Q22 빠르게 하락한 포쉬마크 GMV 성장률



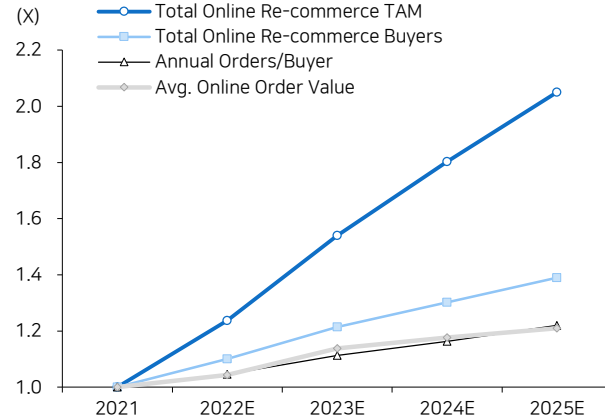
주: 미국 중고거래 주요 사업자 GMV 성장률, ThredUp은 매출 YoY 성장률
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림92 미국 온라인 중고거래 시장 22년 성장률 20% 전망



자료: Poshmark, 메리츠증권 리서치센터

그림93 전망에 따르면 동사의 22년 성장률은 시장 하회



자료: Poshmark, 메리츠증권 리서치센터

2 핀테크

데이터가 신용이 되는 진정한 의미의 핀테크 사업 시작

동사의 핀테크 사업은 네이버 쇼핑 GMV 상승과 오프라인 거래점 증가로 네이버페이 거래액 성장세는 순항이 예상된다. 그러나 마케팅비 등을 고려했을 때 페이거래 자체가 증가하는데 따른 규모의 이익은 기대하기 어렵다. 그러나 동사가 최근 시작한 대출 중개업은 거래 규모 확대에 따른 수익 기여가 기대된다.

스마트스토어, 스마트플레이스 사업자들에게 동사가 보유한 데이터가 '신용' 보조 자료로 이용된다

동사는 커머스 입점 고객 및 네이버지도 사업자 대상 은행과의 연계를 통해 대출 알선 사업을 시작한다. 지난해 대출 중개와 관련하여 라이선스를 확보했는데, 동사가 보유한 거래 데이터를 활용한 서비스라는 점에서 은행에는 대출 신청자에 대한 신용을 제공해주는 실질적 의미에서 핀테크 사업으로의 첫 발이라 보여진다.

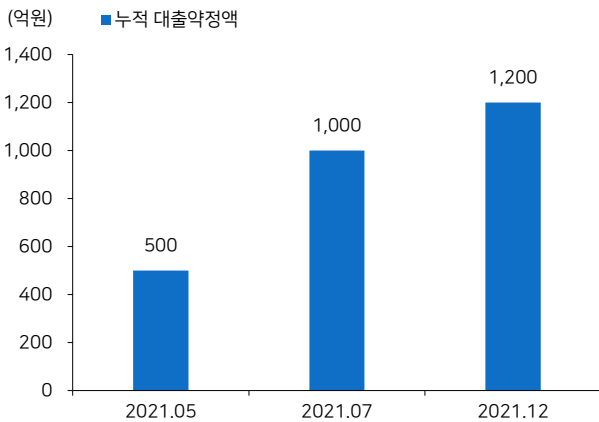
데이터를 활용, 사업자 대출 승인을 기존 대비 크게 높여

동사는 미래에셋캐피탈, 우리은행과 제휴하여 스마트스토어 사업자 대출을 제공하기 시작했다. 매출 흐름, 판매자 신뢰도 등 보유한 데이터에 기반하여 신용도를 평가하고 최저 연 3.2% 금리의 대출을 제공한다. 동 상품의 대출 승인율은 50%로 은행권/제2금융권의 평균 대출 승인율이 20% 내외인 점을 고려했을 때 높은 수치에 해당한다. 스마트스토어 대출은 출시 1년만에 1,200억원을 돌파했다.

지난 6월에는 전북은행, 우리은행과 함께 '스마트플레이스 사업자 대출'을 선보였다. 네이버 지도에 가게를 등록한 사업자 대상 최저 연 4.4~5.9%로 두 은행의 무담보 신용대출 상품을 중개해 주는 서비스다. 무담보인 만큼 매출을 증명하는 게 필요한데 국내 1,300만명에 달하는 MAU를 보유한 네이버지도 데이터를 활용해 일종의 신용을 제공하는 셈이다.

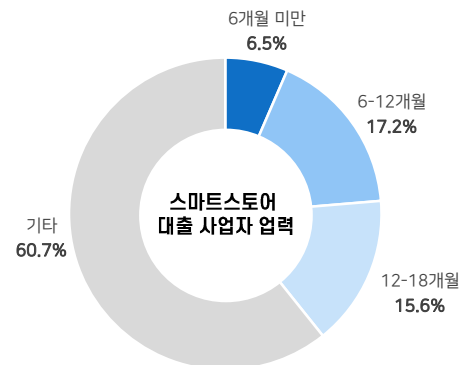
은행들은 네이버의 사업자 실시간 매출 추정 데이터를 대출 심사에 참고한다. 단순 네이버지도 앱 내 광고에서 진화하여 소비자 이용 데이터를 B2B 수익화로 이루어낼 수 있는 유의미한 시도로 판단된다.

그림94 스마트스토어 사업자 대출 누적 성과



자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

그림95 스마트플레이스 사업자 대출 승인율 48%, 은행권/2금융권 승인율 20~30% 대비 크게 높아



자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

3 클라우드

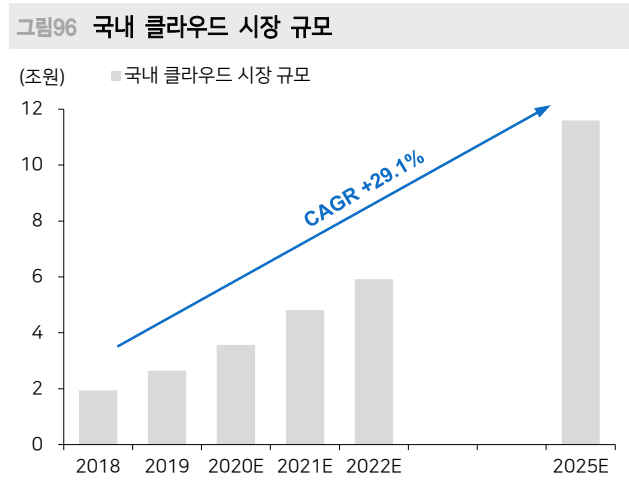
클라우드 부문은 네이버클라우드, 워스를 비롯해 AI 업무를 담당하는 클로바, 랩스가 포함되어 있다. 2021년 동사의 클라우드 부문 매출은 3,826억원이었는데 동기간 네이버클라우드의 외부 거래액이 3,138억원으로 대부분을 차지하고 있다.

클라우드 사업은 Q에 해당하는 고객 수 확보(기존 고객수-계약 해지 고객+신규 고객)와 P에 해당하는 고객 당 데이터 사용량이 결정한다. 최근 국내 클라우드 산업의 가장 큰 신규 고객은 공공기관이다. 지난해까지의 수주를 살펴보면 동사, KT, NHN이 대부분을 차지했다.

최근 정부의 데이터 보안 인증 개편을 통한 글로벌 빅테크 기업이 참전할 가능성이 대두된 점은 리스크에 해당한다. 독일, 일본 등 다수의 국가에서 데이터 주권 회복을 위해 글로벌 클라우드 사업체들에게 허락했던 공공 데이터를 자국 업체로 되돌리고 있다는 점을 상기했을 때 공공 데이터는 국내 업체들의 몫으로 남아 있을 당위성이 높다.

기간	2021-2025년
대상	모든 행정, 공공기관 정보시스템(1만 9개)
예산	5년간 총 8,600억원 투입
사업 내용	정보시스템 클라우드 전환 클라우드 컴퓨팅 서비스 활용모델, SaaS 도입 촉진 클라우드 컴퓨팅 이용 안내서 배포 등
1차사업 선정결과	NHN 9곳, 네이버 4곳, KT 3곳
2차사업 선정결과	NHN 7곳, 네이버 7곳, KT 2곳

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터



자료: Gartner 발표 수치에 기반하여 메리츠증권 리서치센터 추정

EU	Gaia-X	<ul style="list-style-type: none"> 아마존, 마이크로소프트, 구글 등 빅테크 기업이 주도하는 데이터 생태계에 대하여 EU의 데이터 주권과 자결권 확보 EU의 국가, 기업, 시민이 안전하게 데이터를 수집, 처리, 공유, 활용할 수 있는 데이터 인프라의 프레임워크 규정
	GDPR (General Data Protection Regulation)	<ul style="list-style-type: none"> EU밖으로의 개인정보 역외 이전 제한 한국은 개인정보보호 적정성 결정 통과되어 국내 기업들은 EU시민 개인정보를 추가적 인증이나 절차 없이 국내로 이전 가능
일본	경제안전보장추진법	<ul style="list-style-type: none"> 정부 클라우드의 보안 강화를 위해 현지 기업으로 구성된 민관 연구 개발 협의체 출범 데이터 연계 기술, 암호화 기술의 고도화를 해외 기업 도움 없이 독자적으로 개발
중국	데이터 역외 이전 안전 평가방법	<ul style="list-style-type: none"> 데이터 처리자가 중국 역외로 중요 데이터와 개인정보를 제공할 때 안전평가의 적용범위, 안전평가원칙, 자체안전평가 및 절차, 안전평가요점, 안전평가신고 등 방법을 규정

자료: 한국인터넷자율정책기구, 중소기업벤처부, 메리츠증권 리서치센터

네이버클라우드 2022년 매출
47% 증가 전망

네이버클라우드의 2021년 영업수익은 8,603억원으로 YoY 38% 증가했다. 이 중 외부 거래액은 3,138억원으로 YoY 43% 증가하며 그룹사와 외부 모두 고른 성장을 기록했다.

상반기 1,970억원을 기록한 네이버의 클라우드 부문은 하반기 2,234억원으로 증가하나 커머스 등 AI 기능을 활용한 그룹사 데이터 처리량이 빠르게 증가하는 중이다. 이를 고려했을 때 네이버클라우드 사내 독립 법인의 2022년 매출은 1.26조 원(+47% YoY)가 예상된다.

공공 데이터 전환이 예상되는 2025년 기준 NHN클라우드가 점유율 80%를 목표하며 8천억원의 매출을 타깃한 바 있다. 당사의 현 추정은 워스 등 기타 사업을 포함하여 2024년 동사의 클라우드 매출 5,533억원을 예상하고 있다. 현재 이용량을 고려했을 때 이 수치는 상향 여지가 크다.

표48 네이버클라우드 재무제표

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업수익	355.6	402.5	492.6	622.1	860.3
내부매출	238.6	276.1	334.4	402.3	546.5
외부매출	117.1	126.4	158.2	219.8	313.8
영업비용	312.1	355.7	465.0	603.8	833.9
인건비	39.5	52.7	73.9	112.1	168.7
감가상각비	93.1	102.2	165.8	210.5	301.2
통신비	114.9	132.7	136.3	144.1	163.1
지급수수료	51.8	60.3	81.9	128.5	189.5
영업이익	43.5	46.9	27.6	18.3	26.3
EBITDA	137.1	146.0	196.0	231.7	332.0
순이익	29.7	23.9	11.5	2.6	1.7
영업활동 현금흐름	118.5	128.6	125.1	200.2	454.6
투자활동 현금흐름	-148.4	-240.2	-243.9	-348.6	-341.2
재무활동 현금흐름	49.0	101.0	126.9	136.4	-78.3

자료: 네이버클라우드, 메리츠증권 리서치센터

4 콘텐츠

상반기 동사의 콘텐츠 사업 중 특히 웹툰 부문은 높은 매출 성장을 기록했다. 이는 문피아, 이북재팬, 로커스 등 신규 인수 법인의 효과가 주효했다. 지난 2분기 동사의 웹툰 비즈니스는 2,511억원을 기록했는데 이 중 인수 효과에 의한 매출 기여가 980억원이라고 밝혔다. (영업비용에는 1,000억원 영향)

해외는 트래픽 보유한 플랫폼 위주, 국내는 IP 확보에 집중된 M&A 전략

북미 최대 이용자와 창작자를 보유한 웹소설 플랫폼 왓패드를 인수한 데 더해 이북재팬까지 동사의 해외 웹툰 사업은 플랫폼 M&A를 통한 이용자 확보에 집중되어 있다. 반면 국내에서는 문피아와 같은 IP 보유업체를 인수하며 글로벌 사업에서 활용될 수 있는 콘텐츠에 대한 지배력을 확보하는 전략으로 보인다.

코로나로 인해 일찍이 만개해버린 웹툰/웹소설 시장 덕분에 국내와 일본은 동사와 카카오가 각각 점령한 것으로 보인다. 이후 이 시장에 대한 충분한 준비가 되지 않았던 북미/유럽과 같은 서구권에 본격적으로 진출하기 시작했다.

국내 다양한 콘텐츠 산업이 플랫폼으로는 글로벌 사업자에게 자리를 내준지 오래지만 웹툰과 웹소설만큼은 동사와 카카오 양사가 글로벌 시장 내 의미 있는 플랫폼 사업자로 자리매김할 가능성이 높아 양사의 투자는 의미 있다고 본다.

인수한 북미 플랫폼 왓패드에 동사 IP 탑재 시작

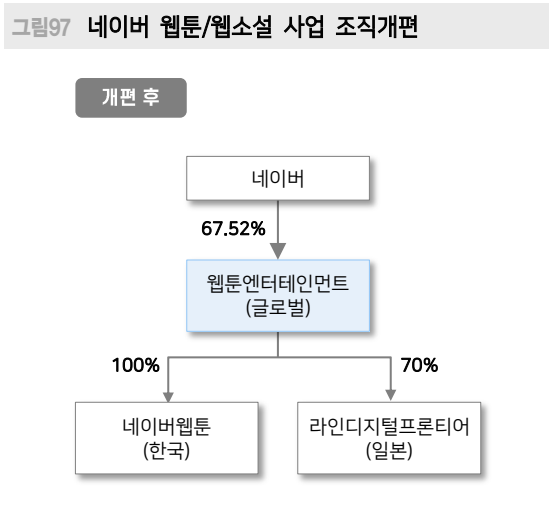
전술했듯 동사는 해외 시장은 플랫폼을 인수하며 이용자를 확보하는 전략을 취한다. 인수 기업이 진정한 가치를 갖기 위해서는 동사가 보유한 IP를 인수된 플랫폼을 통해 수익화하는 데 성공해야 한다. 하반기 이후 통합 작업이 본격화되면 2023년에는 서구권에서도 수익화가 본격적으로 이루어질 것으로 기대한다.

웹툰을 비롯한 동사의 콘텐츠 부문의 3분기 매출은 3,067억원으로 전분기와 유사한 수준을 예상한다. 양사의 마케팅이 3분기부터 다소 완화된 점을 고려하여 보수적으로 산정하였다. 2022년 동사의 콘텐츠 매출은 1.15조원으로 처음으로 연간 1조원을 상회할 예정이다. 인수 효과가 다소 완화된 2023년에도 1.4조원으로 20% YoY 성장이 기대된다.

표49 Ebook JP 실적 추이

(십억엔)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22
매출액	14.8	21.3	30.0	8.0	8.4
전자책	10.4	16.2	23.0	6.0	6.6
크로스미디어	4.4	5.0	6.9	2.0	1.9
매출원가	10.0	13.6	18.8	5.1	5.5
판권사용료	5.6	9.2	12.9	3.4	3.8
판관비	4.2	6.9	10.2	2.6	2.6
외주비	0.6	3.2	4.7	1.3	1.5
지급수수료	0.5	1.1	1.4	0.4	0.4
광고선전비	1.6	1.4	2.8	0.5	0.4
인건비	0.5	0.5	0.4	0.1	0.1
기타	1.0	0.7	0.9	0.2	0.3
영업이익	0.6	0.8	1.0	0.3	0.3
세전이익	0.6	0.8	1.0	0.3	0.2
순이익	0.2	0.5	0.7	0.2	0.1

주: FY 2021는 2020.04-2021.03
 자료: Ebook Initiative Japan, 메리츠증권 리서치센터



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

3Q22 Preview

동사의 3분기 연결 매출액은 2조 950억원으로 YoY 21%를 전망한다. 영업비용은 YoY 27% 증가한 1.75조원, 영업이익은 3,461억원(-1% YoY)으로 전년 동기와 유사한 수준을 예상한다.

롱테일 기반 광고 사업은 선방, 다만 올해까지 이어지는 개발/운영 비용 부담으로 이익은 정체 예상

광고 시장이 하반기 빠르게 둔화되는 듯 하나 동사는 롱테일 위주의 검색광고 비중이 높아 디지털 광고 시장 내 높은 점유율에도 불구하고 시장을 웃도는 성장이 예상된다. 다만 올해까지 이어지는 인건비 부담으로 비용 요인 성장률이 소폭 웃돌며 이익 성장은 다소 정체될 전망이다. 인건비 및 자사주와 관련해서는 2분기 스톡옵션 관련 환입이 발생한 것과 달리 3분기는 관련 비용이 발생할 예정임을 감안, 2분기 대비 200억원 높은 수준의 인건비를 가정했다.

3분기에도 여행/예약 등 오프라인성 GMV 성장이 온라인성 GMV 성장 둔화를 상쇄

여행/예약 GMV가 빠르게 상승 중인데, 영세 상점에 대해서는 수수료를 부과하고 있지 않아 take rate은 2분기와 유사한 수준으로 전년 대비 소폭 낮은 수준이나 리오픈 시기 오프라인 여행/예약에 대한 시장을 선점하는 투자 비용으로는 시의 적절하다고 판단한다.

3분기 네이버쇼핑 GMV는 2분기 대비 소폭 증가한 10.5조원(+29% YoY)을 예상한다. 이 중 여행/예약 카테고리 거래액은 전분기 1.1조원 대비 13% 증가한 1.24조원을 예상한다. 이는 시장 거래액의 25%에 해당한다.

콘텐츠 부문은 2분기 이북재팬/문피아/로커스 인수로 인해 영업수익 980억원, 영업비용 1,000억원이 inorganic 효과였는데, 이 부분이 3분기에도 유사한 영향을 미칠 것으로 전망된다. 마케팅 감소 및 외부 활동 증가를 감안하여 3분기 콘텐츠 매출은 3,067억원으로 QoQ 유사한, 보수적 전망을 제시한다.

카카오와 네이버 양사가 글로벌 웹툰/웹소설 시장 내 가장 유의미한 사업자인데, 양사 모두 하반기 마케팅 비용 절감을 위한 노력을 시작했다고 한다. 다만 카카오의 해당 법인들의 내년 상장이 지연되지 않는다면 양사의 마케팅 전쟁은 2023년 재개될 것으로 예상되어 양사의 마케팅비는 재차 상승이 예상된다.

클라우드 사업부는 수주 사업의 성격을 띤다. 동사가 수주한 프로젝트 일부가 4분기 이후로 이연되며 2분기와 마찬가지로 11% YoY 성장에 그칠 전망이다. 그러나 커머스 사업자를 위한 솔루션, AiTEMS, 라이브커머스 등 별도 법인의 데이터 사용량이 빠르게 증가하는 시기로 내부 거래를 포함한 클라우드 별도 법인은 3분기에도 30% YoY 성장이 예상된다.

표50 네이버 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	1,155	1,276	1,361	1,513	1,499	1,664	1,727	1,928	1,845	2,046	2,095	2,238	2,195	2,448	2,476	2,597
서치플랫폼	650	682	716	773	755	828	829	895	850	906	894	956	869	945	932	1,003
커머스	232	257	286	317	326	367	384	411	416	439	459	477	503	646	661	654
핀테크	138	165	174	201	210	233	242	295	275	296	329	354	379	409	421	431
콘텐츠	86	106	107	132	125	140	176	219	212	300	307	334	337	330	341	379
클라우드	49	67	78	89	85	95	96	107	92	105	107	117	106	118	120	130
% YoY																
매출	16.3	17.2	24.2	28.3	29.8	30.4	26.9	27.4	23.1	23.0	21.3	16.1	19.0	19.7	18.2	16.0
서치플랫폼	3.8	0.2	9.1	11.6	16.1	21.5	15.9	15.9	12.6	9.3	7.8	6.8	2.3	4.3	4.3	4.9
커머스	30.6	33.0	41.4	44.9	40.6	43.0	34.0	29.6	27.8	19.7	19.4	15.9	20.8	47.0	44.2	37.1
핀테크	57.6	72.4	67.6	67.8	52.2	41.2	38.9	46.8	31.1	27.1	36.2	20.0	38.1	38.3	27.9	21.8
콘텐츠	43.3	41.7	31.7	41.9	44.8	32.3	65.0	65.1	70.1	113.8	74.4	52.7	58.9	9.9	11.3	13.5
클라우드	18.2	48.8	49.1	62.6	71.5	41.9	23.7	20.1	8.9	10.5	10.7	9.3	15.0	12.9	12.7	11.6
영업비용	863	968	1,069	1,189	1,210	1,328	1,377	1,576	1,543	1,710	1,749	1,830	1,845	2,035	2,094	2,177
% to sales	74.7	75.9	78.6	78.6	80.7	79.8	79.7	81.8	83.6	83.6	83.5	81.8	84.1	83.1	84.6	83.8
% YoY	22.8	23.3	32.1	31.6	40.3	37.2	28.9	32.6	27.5	28.7	27.0	16.1	19.6	19.0	19.7	18.9
개발/운영비용	298	319	339	346	406	432	420	495	472	515	541	559	539	576	592	622
파트너	345	392	421	492	458	527	549	638	624	720	735	783	792	833	848	879
인프라	83	92	98	101	109	121	128	139	133	141	146	149	146	145	148	149
마케팅	137	165	211	250	238	249	282	304	315	333	327	339	369	482	505	527
이익 추정																
영업이익	292	308	292	324	289	336	350	351	302	336	346	408	350	413	382	420
% YoY	0.6	1.6	1.8	17.6	-1.0	8.9	19.9	8.5	4.5	0.2	-1.1	16.2	15.8	22.8	10.3	3.0
영업이익률(%)	25.3	24.1	21.4	21.4	19.3	20.2	20.3	18.2	16.4	16.4	16.5	18.2	15.9	16.9	15.4	16.2
세전이익	254	176	641	563	425	647	495	559	257	263	334	464	414	513	466	480
% YoY	33.8	59.2	255.8	-38.2	67.4	268.2	-22.8	-0.6	-39.6	-59.3	-32.5	-17.1	61.3	95.1	39.4	3.5
지배주주순이익	185	147	245	425	15,310	528	332	320	171	183	222	353	282	335	359	368
% YoY	42.5	85.9	95.7	70.7	8,184.7	258.3	35.2	-24.7	-98.9	-65.3	-33.1	10.3	65.0	82.7	61.9	4.4

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

2021년 하반기 이후 동사의 주가 부진의 이유는 마진 하락에 있었다. 이는 비용 상승의 주요인인 인건비 영향이 컸다. 1) 개발자 몸값 상승에 더해 2) 자기주식 전직원 부여가 결정되었고, 3) M&A/신규채용이 이어지며 2019년 분기 2천억대였던 인건비는 지난 4분기 이후 4천억원대로 훌쩍 높아졌다.

**인건비 부담 완화 시기
포쉬마크 인수로 다소 낮춰질 듯**

다양해진 사업, M&A를 고려했을 때 충원된 인력은 쉽게 줄어들기 어려워 보인다. 베이스 효과로 기존 사업 영역의 인건비 부담은 2023년 다소 완화되기 시작하나 2023년 4월부터 연결 법인으로 인식될 포쉬마크 인수로 인해 인건비 부담 시기는 2024년 이후를 기대해야 할 것으로 보인다.

**마케팅비,
2023년 재차 상승할 것**

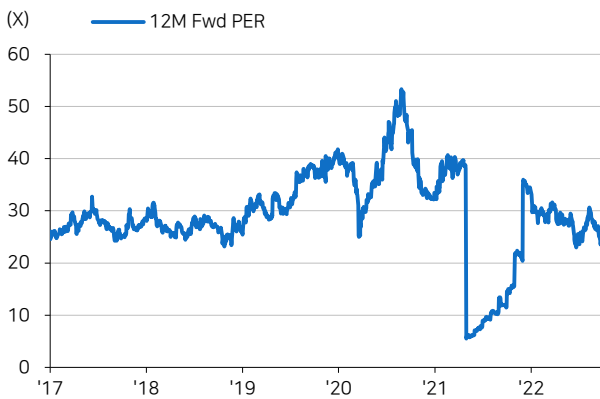
국내 웹툰 마케팅비는 이미 상당 부분 줄어들었다. 반면, 1위를 경쟁사에게 빼앗긴 일본 및 신규 진출한 북미/유럽에서 비용 대부분이 사용되고 있는 것으로 추정된다. 당사는 카카오프코마/엔터 상장이 예정되어 있어 동사 또한 마케팅비 축소가 어려울 것으로 예상된다. 상장을 앞둔 업체들은 마케팅비 집행을 통해 점유율 수성/상승에 자원을 투자한다. 이에 네이버가 대응하지 않을 재간은 없어 보인다.

**적정주가 25만원,
Buy 투자 의견 제시**

네이버에 대한 적정주가 25만원으로 커버리지를 개시한다. 신규 적정주가는 동사의 2023년 예상 지배순이익에 PER 30배를 적용한 수치다. 적용 밸류에이션은 지난 5년간 동사의 평균 밸류에이션에 해당한다.

동사는 상대적 우위가 돋보이는 국내 커머스 전략을 보유해 광고 사업 방어력이 돋보인다. 다만 1) 커머스, 콘텐츠 등 자회사 적자 축소가 당분간 쉽지 않고 이로 인해 2) 글로벌 빅테크 대비 높은 밸류에이션의 근거였던 동사의 높은 마진율도 하락했다. 본격적 주가 상승은 낮아진 마진이 재차 상승기로 접어드는 시점으로 예상된다.

그림98 NAVER 과거 12M Fwd PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표51 네이버 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	8,198 2023E 지배순이익 기준
적정배수(X)	30.0 과거 5년 평균
적정가치	41조원
적정주가	250,000 245,940원 반올림
현재주가	160,000
상승여력(%)	56.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,304.2	6,817.6	8,224.5	9,716.2	10,841.1
매출액증가율 (%)	21.8	28.5	20.6	18.1	11.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,304.2	6,817.6	8,224.5	9,716.2	10,841.1
판매관리비	4,088.8	5,492.1	6,832.4	8,151.6	9,098.1
영업이익	1,215.3	1,325.5	1,392.1	1,564.7	1,742.9
영업이익률	22.9	19.4	16.9	16.1	16.1
금융손익	378.1	436.4	175.1	611.7	1,027.8
중속/관계기업손익	115.6	544.7	-297.7	-36.0	-21.9
기타영업외손익	-75.5	-180.1	48.4	-267.4	-294.6
세전계속사업이익	1,633.6	2,126.4	1,317.8	1,873.0	2,454.2
법인세비용	492.5	648.7	473.0	615.0	717.9
당기순이익	845.0	16,477.6	844.9	1,258.0	1,736.3
지배주주지분 손이익	1,002.1	16,489.9	929.2	1,344.9	1,803.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	10,544.7	5,527.9	6,833.0	7,720.7	9,117.8
현금및현금성자산	1,600.3	2,781.4	3,875.8	4,603.2	5,893.8
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	33,918.2	35,237.3	36,860.5
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	23,765.8	24,917.3	26,527.0
비지배주주지분	887.9	491.7	491.7	491.7	491.7
자본총계	8,255.1	24,027.4	24,712.8	25,864.2	27,474.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,447.2	1,379.9	647.4	1,854.8	2,469.3
당기순이익(손실)	845.0	16,477.6	844.9	1,258.0	1,736.3
유형자산상각비	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	52.8	157.0
투자활동 현금흐름	-2,503.2	-13,998.8	505.1	-951.1	-802.1
유형자산의증가(CAPEX)	-759.4	-753.9	-787.5	-826.9	-868.2
투자자산의감소(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	-376.5
차입금의 증감	-1,197.6	3,572.9	101.3	-100.0	-270.0
자본의 증가	218.0	-303.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,140.2	-1,064.3	1,094.5	727.3	1,290.7
기초현금	3,740.5	3,845.7	2,781.4	3,875.9	4,603.1
기말현금	1,600.3	2,781.4	3,875.9	4,603.1	5,893.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	32,274	41,510	50,134	59,228	66,084
EPS(지배주주)	6,097	100,400	5,664	8,198	10,991
CFPS	11,041	12,665	11,069	14,581	18,265
EBITDAPS	10,409	10,709	11,759	12,972	14,136
BPS	44,850	143,467	147,645	154,664	164,477
DPS	402	511	1,066	712	846
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.7	0.4	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	48.0	3.8	28.2	19.5	14.6
PCR	26.5	29.9	14.5	11.0	8.8
PSR	9.1	9.1	3.2	2.7	2.4
PBR	6.5	2.6	1.1	1.0	1.0
EBITDA	1,710.6	1,758.9	1,929.0	2,128.0	2,319.0
EV/EBITDA	27.5	35.8	13.5	11.9	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	106.7	3.9	5.4	6.9
EBITDA 이익률	32.3	25.8	23.5	21.9	21.4
부채비율	106.1	40.2	37.2	36.2	34.2
금융비용부담률	0.4	0.7	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	56.1	29.3	18.3	20.6	23.9
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	178.4	1,300.5	759.9	275.2	187.3

Industry Indepth
2022. 10. 11

카카오 035720

흔재된 요소들 떼어 보기

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 리오프닝으로 카카오톡 변화 준비 중, 핵심 사업인 광고/커머스 이익은 오픈채팅 등 개편 성공 시 반등 가능
- ✓ 국내 압도적 지위와 신규 해외 기회 열린 모빌리티 전망 플랫폼 내 가장 밝아
- ✓ 스토리 및 엔터 순항 지속, 다만 멜론, 게임즈 등 유통 사업은 부진 예상
- ✓ 전사 탑라인 성장 지속되나 투자 위축기 지분 가치 하락 영향으로 주가 부진
- ✓ 광고/커머스 사업 동향 및 자회사 추가 상장 이슈가 주가 변수로 작용할 것

Buy (신규)

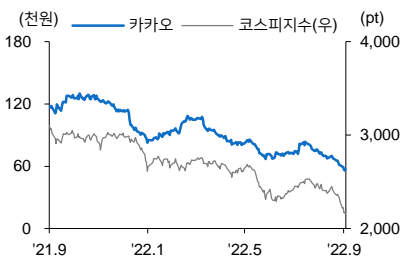
적정주가 (12개월) **78,000 원**
현재주가 (10.7) **50,900 원**
상승여력 **53.2%**

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	226,669억원
발행주식수	44,532만주
유통주식비율	73.87%
외국인비중	28.09%
52주 최고/최저가	130,000원/50,900원
평균거래대금	1,123.0억원

주요주주(%)	
김범수 외 72 인	24.16
국민연금공단	6.42
MAXIMO PTE	6.29

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-24.6	-49.0	-57.4
상대주가	-19.7	-38.5	-43.5

주가그래프



Next step을 준비하는 카카오

리오프닝으로 총 이용시간이 줄어들며 카카오톡은 변화를 준비 중이다. 특히 오픈채팅의 별도앱 분사를 준비 중인데 이후에도 DAU 현 증가세 유지 시 비즈보드 지면 확대 효과를 기대할 수 있다. 다만 현재 롱테일 고객 부재로 경기 방어기 쉽다. 커머스의 경우 선물하기 비중이 큰데 이와 관련하여 신규 정책이 시행 후 약 1년간 관련 수익 차감이 불가피해 보인다. 개편에 기대를 걸어 본다. 플랫폼 사업 내 모빌리티는 전망이 가장 밝다. 국내 압도적 1위 사업자로 수익화가 지속될 전망이다. 외국인 관광객 유입 본격화 시 동사 서비스의 사용으로 이어진다면 해외 확장 기회까지 노릴 수 있어 보인다.

콘텐츠 부문 내 가장 높은 성과가 기대되는 영역은 스토리(웹툰/웹소설)와 엔터다. 특히 웹툰/웹소설은 국내 사업자들이 글로벌에서 영향력 있는 플랫폼으로 자리잡는 과정으로 주 이용자가 10대/20대인 점을 고려했을 때 가치가 매우 크다. 반면, 멜론 등 기타 플랫폼은 글로벌 사업자로부터 점유율을 빼앗기는 현상이 지속될 전망이다. 또한 퍼블리셔 마진 하락 예상되어 게임 부문에 대해서는 2023년 반전이 쉽지 않아 보인다.

상장 자회사를 제거하면 주가가 보인다

적정주가 78,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지난 3년간 동사의 성장 자체에는 큰 변화가 없었다. 동기간 핵심 자회사들의 상장으로 대체재가 증가했다는 점이 부담으로 작용한 듯 보인다. 당사 추정에 따르면, 22년 상장 법인(게임즈/페이)을 제외한 연결 영업이익은 4,613억원으로 YoY 10% 감소한다. 23년 또한 5,229억원으로 21년 수준에 그친다. 상장 자회사를 제외한 당사 추정치는 컨센서스와 유사하다. 시장 색깔이 변하지 않는 한 당분간 상장 자회사를 제외한 핵심 사업부 실적에 집중될 것으로 보인다.

(십억원)	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	-148.6	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	7,562.4	677.0	1,599.8	3,591	5.0	25,642	14.2	2.0	17.9	14.9	66.0
2023E	8,549.5	857.0	551.8	1,239	-53.1	27,110	41.1	1.9	15.6	4.7	62.5
2024E	9,001.9	842.2	451.9	1,015	-24.3	28,205	50.2	1.8	14.2	3.7	60.6

1 광고

카카오의 광고 부문은 카카오톡과 다음 포털 광고 사업을 보유하고 있다. 포털 '다음'은 점유율 하락으로 연간 5천억원 내외 광고 매출을 5년째 기록하고 있다. 디지털 광고 시장 성장률이 둔화될 경우 관련 매출은 하락할 것으로 예상된다.

광고 부문 성장은 주지하는 바와 같이 카카오톡이 이끌었다. 동사는 국내 최대 메신저인 카카오톡에 광고 지면에 해당하는 '비즈보드'를 적용하며 이를 확장해 온 사업자다. 타겟팅 광고에 기반해 평균 단가가 타사 대비 높아 수익성 또한 높다. 기존 카카오톡 내 타겟팅 광고주를 배달의 민족,마켓컬리 등 특채널 사업자 일부에게 적용시키기 시작하며 비즈보드 매출을 성장시켜왔다.

리오프닝으로 Total Time Spent 감소 중

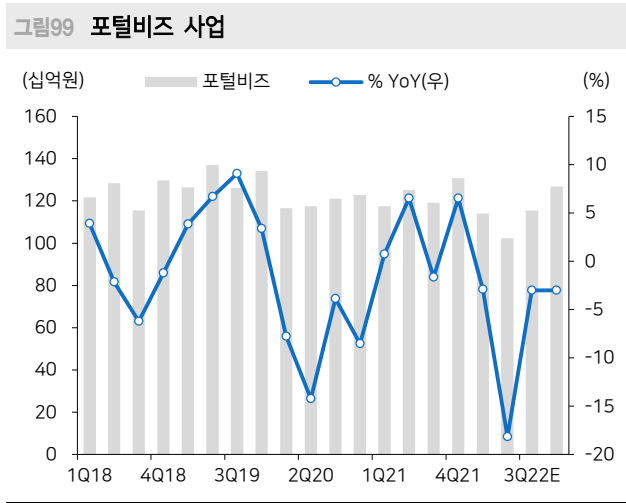
카카오톡 내적으로는 샵탭, 오픈채팅 등 서비스를 추가해 리오프닝으로 줄어든 카톡 사용 시간을 증대시키는 노력에 집중하고 있다. 샵탭의 경우 지난해 8월 개편했는데 아직 성과가 뚜렷하지 않아 추가 개편을 준비하고 있다.

오픈 채팅은 순항 중

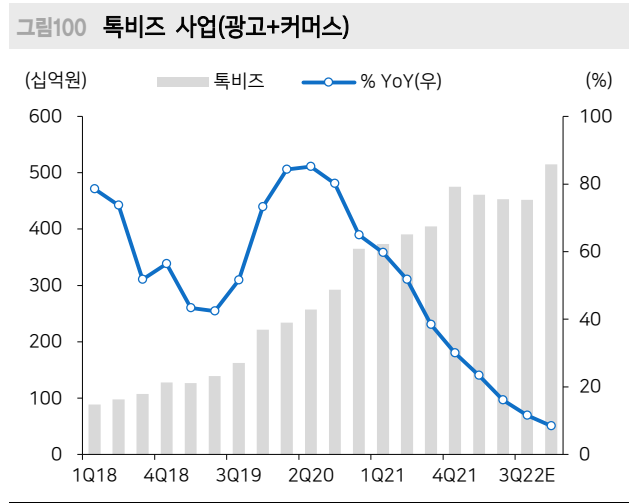
반면, 오픈채팅은 순항 중이다. 별다른 광고 없이 DAU 900만명을 확보할 정도로 커졌다. 별도 앱 분사 후에도 현재와 같은 높은 DAU 성장을 이어간다면 카카오톡과 같은 비즈보드 지면이 확대되는 효과를 기대할 수 있다.

다만 오픈채팅 내 커머스 시도에 대해서는 관찰이 필요해 보인다. 관심사에 기반한 메신저인 만큼 사업자 대상으로 한 채팅방 내 타겟팅 광고에 대해서는 성공적일 것으로 평가한다. 그러나 '방장'에 해당하는 이용자 중심의 커머스 사업에 대해서는 성공을 단정짓기 어렵다.

특히 상품 공급자를 이끌어 올 유인책이 다소 부족해 보인다. 최근 딜 형식의 판매는 라이브 커머스를 중심으로 빠르게 변화 중인데, 텍스트 위주로 실시간 대응해야 하는 오픈채팅이 상품 공급자들에게 매력적이라고 보기는 어렵다. 당사는 트래픽은 커머스 성공의 필요 조건이지 충분 조건은 아니라고 생각한다. 인스타그램조차 커머스 시도에 실패했다.



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오톡 광고 성장을 둔화는 DA 영향이 컸을 것으로 추측

동사의 광고는 DA에 해당한다. 선물하기를 제외하면 상대적으로 커머스가 약해 롱테일 광고주를 다소 확보하지 못했다. 경기가 불황으로 진행될 때 DA가 가장 빠르게 타격을 입는데 이것이 최근 동사 특비즈 사업에 가장 큰 영향을 주고 있다고 판단한다.

비즈보드는 다소 둔화되나 특채널 성장은 지속 전망

다만 특채널 성장에 대해서는 지난 1년간의 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상된다. 그간 메일/문자 등 고객 대상 무작위로 발송되었던 광고를 다수의 사업자가 타겟 고객 설정이 가능한 카카오톡 특채널로 변경했고, 이에 만족했기 때문이다.

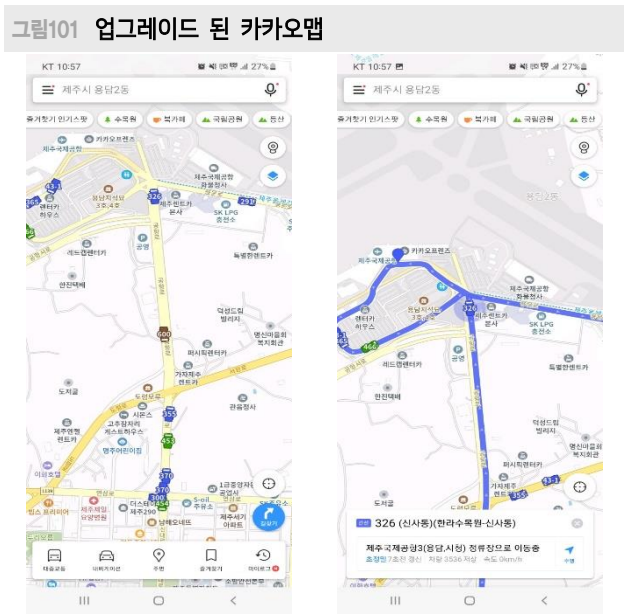
동사의 특비즈 매출 중 카카오톡 광고 사업은 2022년 분기당 2,500억원 내외로 광고 매출 절반을 약간 웃돌았다. 이 중 특채널이 가장 큰 비중을 차지하는 것으로 보인다. 당사 추정 기준 22년 분기당 1천억원을 소폭 상회하는 것으로 보인다.

오픈채팅 별도 앱 분사 성공은 동사에 새로운 카카오톡 하나가 추가되는 효과를 낼 것

특채널 사업 호조를 광고 등 기타 부문이 상쇄하며 전체 카카오톡 광고 매출은 상반기 둔화된 흐름이 당분간 이어질 것으로 보인다. 오픈채팅 별도앱 분사가 성공할 경우 카카오톡과 같은 플랫폼이 하나 더 생기는 효과를 낳는다. 비즈보드 지면 확대 기회로 가장 가능성이 높아 보인다.

SA(검색형 광고) 확대를 위해 노력하는 카카오

동사는 최근 SA 확대를 위해 노력 중이다. 카카오맵 실시간 교통 상황을 기존 대비 더욱 자세히 제공하는 등 오프라인형 SA 확보에도 공을 들이고 있다. 사실 카카오톡은 이미 SA를 시도한 바 있다. 채팅창 내 샵(#) 검색이 이에 해당한다. 그러나 지난 5년간 네이버에서 빠져나간 검색 점유율은 유튜브로 흡수되고 카톡은 이 사이 수혜 대상에 포함되지 못했다.



자료: 카카오맵



자료: 카카오톡

카카오톡 자체의 SA 시도는 성공했다고 판단하기 어려우나 최근 동사는 오픈채팅 SA에 기대를 걸고 있다. 성공 시 업사이드가 매우 크기 때문이다. 네이버의 경우 서치플랫폼 내 SA 매출이 DA의 3배에 다다른다. 카카오톡에서 자리잡지 못한 SA가 분사된 오픈채팅에서 성공할 수 있을지 속단은 어려워 보이지만 관심있게 지켜볼 사안으로 보인다.

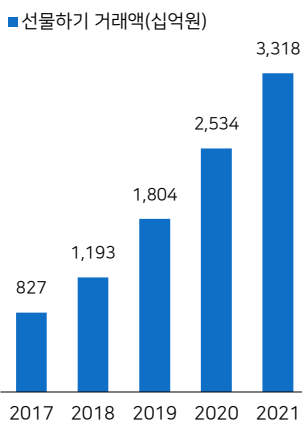
2 커머스
선물하기+톡채널 광고주의
톡스토어 입점

오프라인 관계에 기반한 카카오톡 내 관계성은 '선물하기' 사업을 본격화하며 높은 성과를 기록해 왔다. 국회에 제출된 카카오 자료에 따르면, 선물하기 거래액은 2017년 8천억원 수준에서 2021년 3.3조원까지 4배 가까이 성장했다. 선물하기 뿐 아니라 카카오톡 광고주의 커머스 입점을 통한 수익화도 커머스 매출 상승의 한 축으로 작용했다.

타겟팅 광고인 '비즈보드'에 입점한 광고주들은 '톡채널'로 고객 광고 발송 채널을 변경하고 이후 실제 구매가 일어나는 '톡스토어'로의 입점까지 이어졌다. 이 같은 카카오톡 수익 모델은 지난 3년간 높은 성과를 기록한 바 있다.

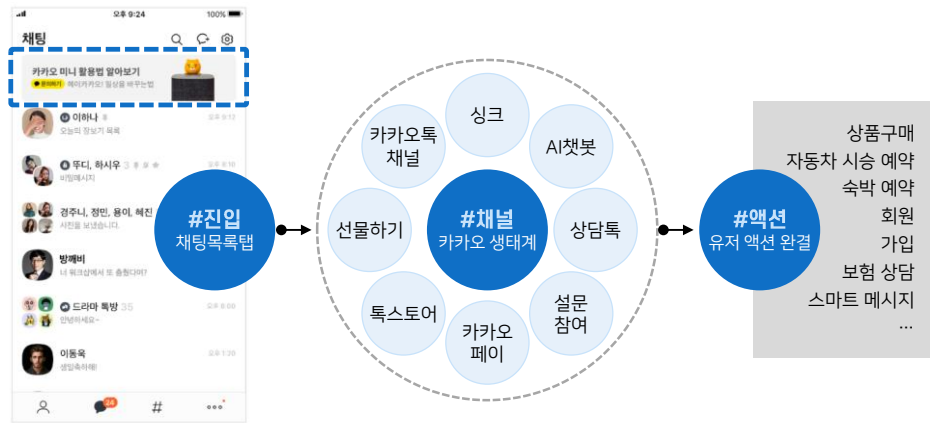
주지하는 바와 같이 선물하기는 동사의 커머스 사업을 이끌었다. 다만 여기서 최근 이슈가 발생했다. 기프트콘에 대해 유효기간 후 환불 시 제품 가격의 10%를 제한 90%를 환불해온 동사는 국회의 수정 요구 이후 지난 9월, 전액 환불 형태로 수정 준비 중이라고 밝혔다. 포인트로 환불될 경우 생태계 안에서 재사용 되어 장기적으로는 영향이 크지 않을 것이나 단기적으로는 관련된 수익 감소가 불가피해 보인다. 시행 후 약 1년간 관련된 수익 차감이 이루어질 것으로 예상된다.

그림103 카카오톡 선물하기 거래액



자료: 카카오 국정감사 제출 자료, 메리츠증권 리서치센터

그림104 카카오톡 수익모델



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

오픈채팅 내 커머스 사업을 준비 중

오픈채팅 내 커머스 사업에 관해서는 '방장'이 판매자가 되는 일종의 공동구매 형식으로 예상된다. 라이브 커머스의 텍스트형으로 추정되는데 오픈채팅 내 라이브 커머스 기능을 삽입한다면 자회사 '그립'도 활용 가능해 보인다. 다만 방법론적인 고민은 필요해 보인다.

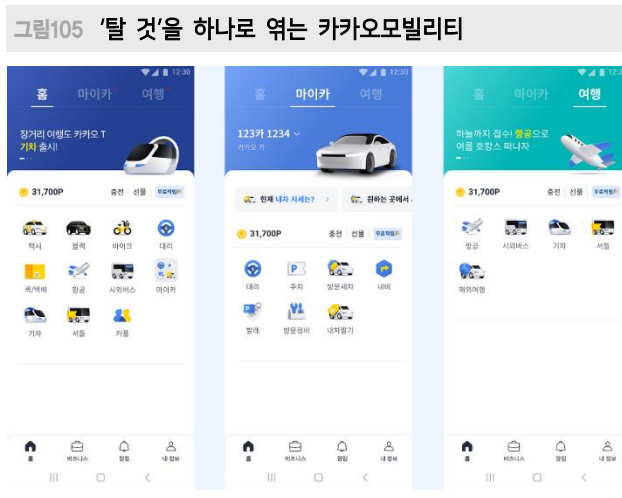
커머스 기능 강화를 위해 동사는 카카오톡 내 하단 네번째에 쇼핑탭을 신규 탑재했다. 그러나 1) 친구 생일 표시, 2) 업데이트한 친구 표시 등 이전 업데이트와 같은 트래픽 증가를 이루어내지는 못했다. 하반기 동사는 이를 포함한 대규모 업데이트를 진행할 예정이다. 업데이트에 대한 소비자 반응을 지켜볼 때다.

동사의 커머스 성공 요인은 카카오톡 내 사용자 및 사용자당 시간 증가에 기인한 바 있다. 리오프닝으로 인해 이용 시간이 줄고 있어 반전의 계기가 필요해 보인다. 특히 광고와 커머스 사업은 핵심 이익 사업에 해당하는데 새로운 변화들이 카카오가 의도한 결과를 가져올 지 관찰이 필요해 보인다.

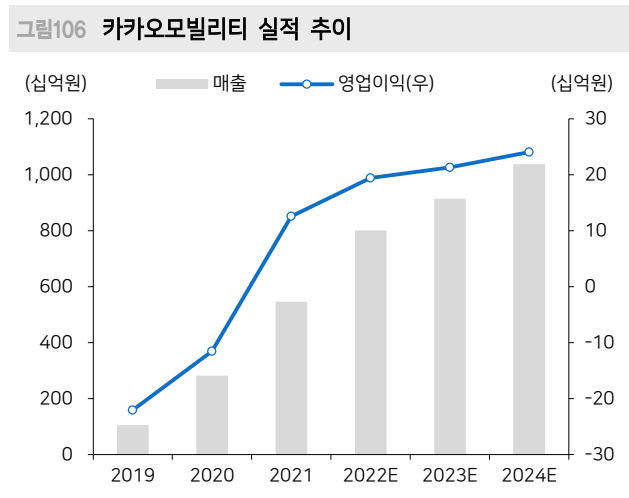
3 플랫폼 기타
(모빌리티/페이워크/클라우드)

카카오모빌리티는 이미 국내 압도적 1위 플랫폼이다. 대리운전으로 수익화를 시작했지만 현재는 택시 비즈니스가 가장 큰 수익원으로 보인다. 지난 2분기 모빌리티 부문 매출 성장률은 47% YoY로 추정되는데 3분기도 48%로 고성장을 이어갈 것으로 예상된다.

이와 더불어 주차 등 '탈 것'을 하나로 엮는 동사의 시도가 이어지고 있어 전망이 밝다. 다만 2021년 하반기부터 불거진 회원 우선 배차 의혹 등은 투자자들에게 다소 불편한 요소다.



자료: 카카오



자료: 카카오모빌리티, 메리츠증권 리서치센터 전망

2021년 흑자전환에 성공한
카카오모빌리티, 2022년도 순항

카카오모빌리티는 2021년 5,465억원의 매출과 126억원의 영업이익을 기록하며 흑자전환에 성공했다. 2022년 모빌리티 매출은 YoY 47% 증가한 8천억원 수준을 예상하며 영업이익 194억원으로 전망된다.

국내 모빌리티 산업은 우버 등 글로벌 플랫폼이 자리매김하지 못했다. 내국인의 리오프닝으로 인한 활동 증가에 이어 외국인 관광객의 유입이 본격화 될 전망이다. 해외 이용객 편의성을 고려한 서비스를 철저히 준비한다면 인접 국가 관광객 사용 증가로 이어져 장기적으로 해외 확장이 가능해지는 좋은 기회가 될 수 있을 것으로 본다.

모빌리티 상장/매각 이슈는
일단 잦아든 듯

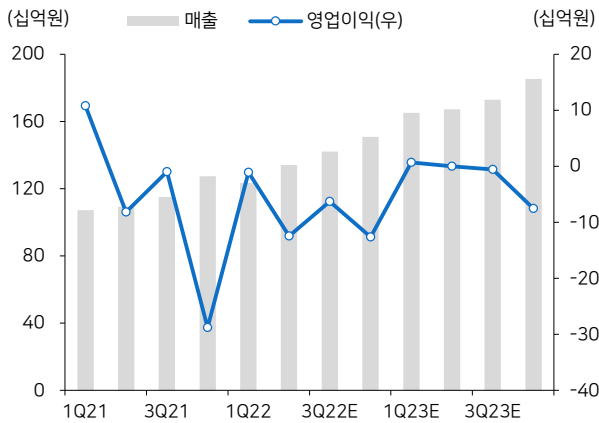
뜨거운 감자였던 카카오모빌리티의 상장에 대해서도 일단은 한 발 물러난 상황이다. 이후 카카오는 사모펀드 매각까지 고려한 것으로 알려졌으나 구성원들의 반대에 부딪히며 이슈는 다소 잦아 들었다.

페이/클라우드/워크

카카오페이는 손해 보험 라이선스를 획득하며 첫 진출을 알렸다. 이용자의 결제 데이터가 의미있기 위해서는 B2B 사업이 가장 가치적으로 보인다. 그러나 카카오페이의 방향성은 B2C로 향해 수익화 속도에 대해서는 시간이 소요될 것으로 전망된다.

클라우드/카카오워크 사업은 아직 초기 단계로 보인다. 카카오엔터프라이즈 외부 매출은 분기 100억원을 소폭 상회하는 수준으로 보이는데 지난해 동 법인의 영업이익은 -901억원을 기록했다. 모빌리티는 시장 성장을 압도적으로 상회하나 기타 플랫폼 부문은 2021년 대비 상황의 반전을 기대하기 쉽지 않아 보인다.

그림107 카카오페이 실적 전망 추이



자료: 카카오페이, 메리츠증권 리서치센터 전망

표52 카카오엔터프라이즈

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출	68.2	95.5	120.2	152.1	197.9
영업비용	105.0	185.5	265.5	325.5	365.5
인건비	77.9	116.8			
주식보상비	0.9	2.0			
지급수수료	13.5	26.2			
판매수수료	0.9	19.8			
감가상각비	4.9	11.4			
영업이익	-36.8	-90.1	-145.3	-173.4	-167.6

자료: 카카오엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

4 콘텐츠

웹툰/웹소설 제외한 국내 모든 콘텐츠 플랫폼은 글로벌 사업자에게 빼앗기는 현재 상황이 지속될 것으로 보인다.

1) 게임: 유통 마진 수취하는 카
카오게임즈의 모바일 게임 퍼블리
싱 사업은 2023년 개선 쉽지 않아

게임 사업은 모바일 게임 시장의 2022년 부진이 2023년에도 동사 주요 사업인 퍼블리싱 부문의 마진 압박으로 작용할 전망이다. 2023년 게임 업체 다수의 신작이 모바일보다는 PC/콘솔에 집중된 점도 소비자의 모바일 게임 시장으로의 관심도를 하락시킬 것으로 보인다.

음악 부문은 멜론 점유율 하락을 ASP 상승이 상쇄해 매출은 큰 변동이 없다. 그러나 점유율은 빠르게 하락하고 있다. <표 53>를 살펴보면 1년 반 사이 멜론의 점유율이 약 10%p 가량 하락했다. 과거 SKT 산하에서 멜론이 60% 넘는 점유율을 기록했던 점을 고려하면 아쉬운 성과다.

2) 뮤직: 번들/결합 상품 이용하는
경쟁사 대비 멜론 방어력 낮아

경쟁사들의 전략을 고려하면 멜론의 점유율은 추가 하락할 가능성이 높다. FLO와 지니뮤직은 SKT와 KT의 결합할인으로 저렴한 가격에 이용 가능하며 네이버 바이브도 네이버 유료 멤버십 가입 고객(4,900원)에 무료로 제공 중이다. 특히 유튜브는 광고 수익 하락 방어를 위해 유튜브 프리미엄 고객 유치에 적극적이인데 유튜브 프리미엄 가입 시 유튜브뮤직은 무료로 제공되고 있다.

중장년층이 메인 소비자층으로
바뀐 콘텐츠 플랫폼은 지속 어려워

멜론의 주요 고객층은 이제 중장년층으로 변화되었다고 본다. 국내 모든 스트리밍 업체 중 멜론만이 유일하게 트로트 비중이 높기 때문이다. 최근 스포티파이가 한국 상륙을 본격화했다. 10대, 20대에게 스포티파이의 추천 서비스 소구력이 높아 고객 유지를 위한 멜론의 새로운 전략이 필요해 보인다.

표53 국내 음원 플랫폼 순위

	2020년 M/S (2020년 12월 기준)	2022년 M/S (2022년 4월 기준)
1	멜론 (45%)	멜론 (34%)
2	지니뮤직 (21%)	Youtube Music (29%)
3	Youtube Music (13%)	지니뮤직 (17%)
4	FLO (13%)	FLO (11%)
5	네이버 VIBE (7%)	네이버 VIBE (8%)

주: 한국인 만 10세 이상 Android+iOS 앱 사용자 추정, 점유율은 상위 5개 앱 합산으로 추산
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

표54 멜론을 제외하면 대부분 번들 형태로 판매

	멜론	지니	FLO	Spotify	VIBE	유튜브뮤직
요금제	스트리밍클럽	음악감상	무제한 듣기	Premium 개인	무제한 듣기	Music Premium
월 이용료	6,900-7,900원	7,400-8,400원	6,900-7,900원	10,900원	6,900-8,500원	8,690원
제휴 요금제	SKT LTE 기본	U+멤버십	SKT 멤버십	Premium 듀오 (계정 2개)	네이버플러스 멤버십	Youtube Premium
월 이용료	8,300원 (스트리밍 시 데이터 차감 X)	4,900-6,111원	6개월 간 100원	16,350원	플러스(4,900원) 구독 시 '음악무제한 듣기' 선택	10,450원 (music 포함)
제휴 요금제	SKT 프리티켓 프로모션	KT 미디어팩				
월 이용료	무료	5,180-5,880원				

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

3) 엔터

콘텐츠 부문 내 게임과 픽코마를 제외하면 카카오엔터테인먼트가 관련된 모든 사업을 영위하고 있다. 아티스트 매니지먼트 비즈니스도 이에 해당된다. 오랜 기간 멜론 산하 레이블 소속인 아이유를 비롯하여 더보이즈, 아이브가 소속된 스타쉽이 멜론 외 대부분의 엔터 실적으로 추정된다.

아이유의 경우 다년간의 재계약을 거쳤기 때문에 이익 측면에서 회사 기여는 크지 않을 것으로 본다. 다만 더보이즈와 아이브는 7년차 이하 아티스트로 성장세가 가파르다. 특히 아이브는 국내외 스트리밍 실적에서 높은 성과를 거두고 있어 해당 법인의 이익 기여가 기대된다.

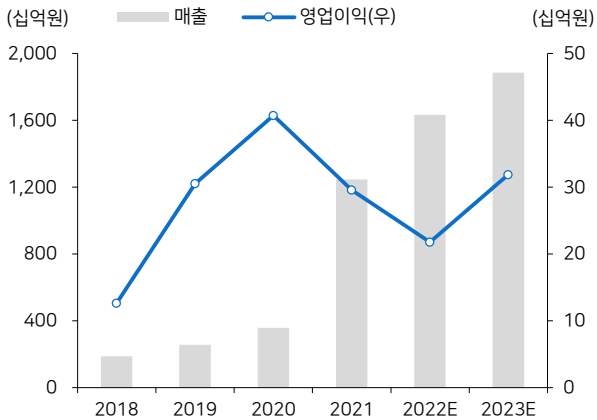
다시 불거지는 에스엠의 M&A 가능성

지난 9월 에스엠의 최대주주 이수만 대표 프로듀서가 연말까지 라이크기획 계약을 종료할 것이라 밝히면서 잠잠해진 M&A 가능성이 다시 대두되고 있다. 언론에 따르면, 카카오엔터테인먼트는 지난 7월까지 적극적으로 매수 의사를 표시했었고 같은 시기, 매입에 필요한 금액과 유사한 외부 자금 유치를 추진했었다. 이를 고려했을 때 관련 이슈가 다시 제기될 수 있다.

멜론을 제외한 기존 카카오엔터테인먼트의 2021년 연결 매출은 1.25조원을 기록한 데 반해 영업이익은 296억원에 그쳤다. 같은 기간 에스엠의 연결 매출 및 영업이익은 8,599억원과 675억원을 기록했는데, 여기에 라이크기획 인세 240억원을 포함할 경우 영업이익은 900억원에 달한다.

양사 합병 시 단순 합산 매출은 지난해 기준 이미 2.1조원, 영업이익 1,200억원(라이크기획 인세 포함)에 달한다. 카카오엔터테인먼트의 상장이 준비되고 있는 점을 고려하면 에스엠의 필요성은 충분히 납득된다.

그림108 카카오엔터테인먼트 매출과 영업이익



주: 멜론 인수 전 기준
 자료: 카카오엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표55 에스엠 인수 시 예상되는 재무 효과

(십억원)	2018	2019	2020	2021	1H22
카카오엔터 연결 영업이익(멜론 제외)	12.6	30.6	40.7	29.6	7.1
에스엠 연결 영업이익	47.7	40.4	6.5	67.5	38.6
라이크기획 비용 제거 시 에스엠 보정 영업이익	62.3	53.7	19.4	91.5	49.7
카카오+에스엠 보정 기준 연결 영업이익	74.9	84.3	60.1	121.1	56.8

자료: 카카오엔터테인먼트, 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

인수 후 보유 아티스트의 팬 플랫폼으로 카카오TV의 목적을 변화한다면 이 자체 만으로도 높은 가치를 받을 수 있다. 네이버가 기존 영위하던 Vlive는 하이브의 위버스와 통합되었다. 다른 엔터사의 플랫폼 가치를 높여주는 데 자사 아티스트가 활용되는 것에 기뻐할 업체는 없다.

Vlive로 기존 팬들이 유입된 이유는 그 곳에 본인이 좋아하는 연예인이 영상을 올려주었기 때문이다. 유료 메신저 서비스인 유니버스와 디어유가 빠르게 이용자를 확보한 것 또한 아티스트에 기인한다. 카카오TV가 투자 부담이 큰 방송 콘텐츠보다 이 같은 팬플랫폼으로 옮겨간다면, 카카오엔터 산하 아티스트/배우/제작자 등 자원을 활용할 수 있는 서비스로 가치가 부각될 수 있다고 판단한다.

4) 웹툰/웹소설

동사의 스토리 부문은 수익화에 경쟁사 대비 뚜렷한 강점을 보였다. '기다리면 무료' 서비스는 국내 웹툰/웹소설을 '돈 주고 본다'는 개념을 정착시키는 데 가장 큰 공을 세웠고, 현재의 동사 스토리 부문을 성장시킨 주요인이다.

코로나 기간 일본 내 스낵컬쳐의 유료화를 성공적으로 안착시킨 카카오픽코마

동사는 국내에서 성공적인 이 수익화 모델을 일본(카카오픽코마)에서 코로나 기간 정착시켰다. 카카오픽코마는 전세계 콘텐츠 플랫폼 내 2021년 매출 Top 10에 들었을 정도로 뚜렷한 성과를 기록했다.

국내 콘텐츠는 높은 경쟁력을 보유했지만 대부분 글로벌 플랫폼에 종속되었다. 그러나 웹툰/웹소설은 상황이 다르다. 동사와 네이버가 한국/일본 시장을 이미 점령했고, 최근 이들은 전장을 서구권으로 옮겨갔다.

양사의 전략은 유사하다. 서구권에서 트래픽을 플랫폼 지분을 인수해 자사 IP를 활용하는 방식이다. 이 측면에서 동사의 전략이 좀 더 우세하다. 동사는 지난해 타파스와 래디쉬를 인수했는데 각각 북미 웹툰/웹소설 플랫폼에 해당한다.

특히 타파스는 카카오의 IP를 가져가 높은 성장을 이루었던 만큼 인수의 당위성이 매우 높다. 카카오엔터테인먼트의 2021년 연결 감사보고서를 참조해 보면 카카오가 양사 인수를 통해 얼마나 높은 성장을 기대했는지 짐작 가능하다.

표56 카카오엔터테인먼트의 영업권 산정 내역

현금창출단위	영업이익율	매출성장율	영구성장율	할인율
스토리	9.4~13.4%	12.3~16.5%	1%	13.19%
음악/영상	13.6~15.21%	3.4~10.0%	1%	11.70%
멜론	11.4~13.3%	0.9~4.9%	1%	11.70%
Tapas Media Inc	-20.2~8.3%	94.4~155.9%	1%	12.80%
Radish Media Inc	-77.63~21.43%	89.70~103.76%	2%	12.80%
(주)스타쉽엔터테인먼트	4.08~13.04%	4.64~18.88%	1%	16.10%
(주)썬엔터테인먼트	3.56~7.88%	2.99~18.1%	1%	16.10%
(주)어썬이엔티	4.38~7.51%	-9.6~51.39%	1%	16.10%
(주)영화사월광	-2.41~17.97%	-85.58~252.73%	1%	16.90%
(주)사나이픽처스	-14.85~16.55%	-67.88~96.7%	1%	16.90%

자료: 카카오엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

타파스/래디쉬 4분기 실적 가능성은 존재

타파스와 래디쉬의 2021년 합산 매출은 600억원으로 추정된다. 카카오는 지난해 인수 과정에서 양사 합산 밸류를 1.1조원으로 책정했는데, 이와 관련 4분기 실적 가능성이 다소 존재한다. 예상보다 빠르게 악화된 경기 상황과 하반기 마케팅 축소를 반영하면 타겟 매출 성장을 하회할 가능성이 존재하기 때문이다.

통합 법인 출범으로 복미 성장 본격화는 2023년 예상

지난 9월 타파스, 래디쉬, 그리고 래디쉬의 자회사인 우시아를 통합한 타파스 엔터테인먼트가 출범되었다. 본격적인 복미 성장은 2023년 재개가 예상된다. 타 콘텐츠와 달리 웹툰과 웹소설은 서구권 플랫폼이 크게 발달하지 않았던 상황이었기 때문에 동사는 글로벌 플랫폼이 될 수 있는 기회를 잡을 수 있었다. 10대/20대가 웹툰/웹소설 주요 소비자임을 감안 시 반드시 필요했던 투자라고 판단한다.

언론에 따르면, 카카오픽코마와 카카오엔터테인먼트의 상장이 각각 일본과 한국에 예정되어 있다. 상장예 앞서 거래액/매출 증대를 위한 2023년 마케팅비 지출이 다소 발생할 것으로 예상하나 탑라인에 있어서는 긍정적으로 작용할 전망이다.

넷플릭스를 비롯한 OTT들의 한국 드라마/영화 구매가 증가하고 있는데, 이 같은 폭발적 수요 증가에는 웹툰/웹소설이 제공해주는 풍부한 소재가 공급의 받침이 되었다. 상반기 동사의 <사내맞선>은 넷플릭스 글로벌 Top10 내 장기간 위치했다. 드라마 성공은 동사가 보유한 웹툰/웹소설 소비로 이어지는 선순환 구조를 이루었다. 이처럼 카카오엔터는 IP 다국가 활용 및 영상화의 핵심이 되는 동사 자회사다.

5) 미디어

배우 매니지먼트 사업, 드라마/영화 제작사가 동사 미디어 사업에 포함되는데, 대부분 카카오엔터 자회사로 존재한다. 카카오엔터테인먼트의 지난 1, 2분기 영업이익률은 각각 0.1%, 1.5%로 매우 낮았다. 2021년 연간으로도 2.4%에 불과했다.

멜론과 아티스트 매니지먼트 비즈니스는 이익을 창출하는 법인이며 카카오엔터의 웹툰/웹소설은 2021년 하반기 인수된 타파스와 래디쉬를 제외하면 국내 사업이 주였다. 이를 고려했을 때 카카오엔터의 낮은 마진율은 미디어 사업에서의 적자가 영향을 끼치고 있기 때문으로 추정된다.

배우 매니지먼트 사업은 산업 평균이 BEP, 다만 제작사 적자 추정되는 점은 아쉬워

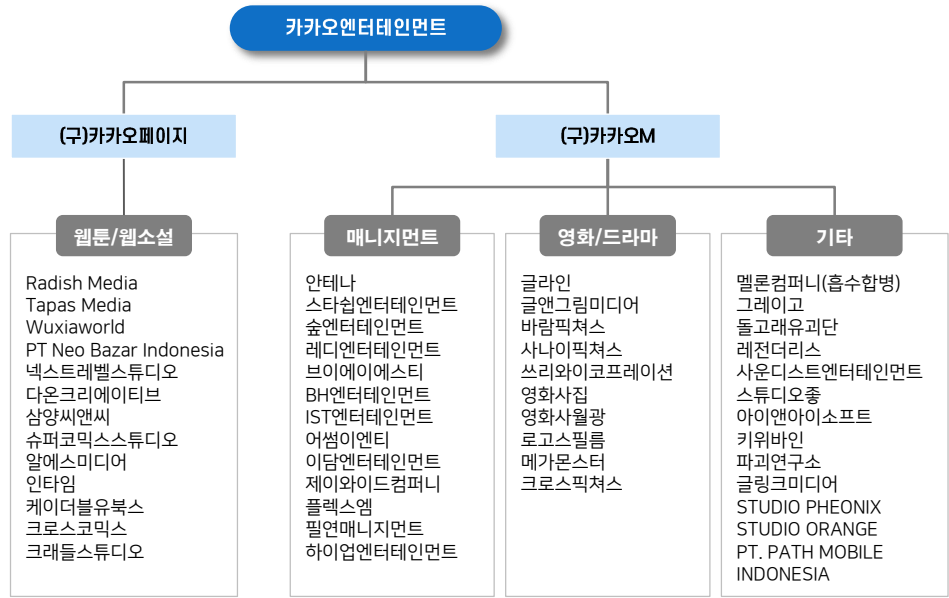
배우 매니지먼트 부문은 사업 특성 상 유의미한 이익을 내기 어렵다. 산업 내 대부분이 BEP 전후를 기록하고 있고 동사 또한 이와 유사할 것으로 추정된다. 다만 드라마/영화 부문은 다소 적자가 발생하는 것으로 보여 아쉽다. 법인 하나 하나의 적자는 크지 않을 것이나 매출 규모에 비해 적자는 클 것으로 추정된다.

상반기 <사내맞선>의 성공을 맞췄고, 3분기 영화 <헌트>에 이어 넷플릭스 오리지널 <수리남>이 인식될 예정이다. 제작/투자 측면에서 헌트는 300억원의 총매출 기준 24억원의 동사 이익을 가정, 수리남은 오리지널인 점을 고려해 헌트와 유사한 수준의 매출총이익을 가정했다.

상장 전 비용 절감 및 시너지 기대

카카오엔터테인먼트는 다수의 매력적인 콘텐츠 제작사를 보유했다. 그러나 상호 간 시너지를 창출하거나 공통 판권비를 절약하는 등의 효과가 미미했다. 상장을 앞둔 만큼 관련된 비용 효율화를 기대한다.

그림109 카카오엔터 지배구조



자료: 카카오엔터테인먼트, 머릿츠증권 리서치센터

결론

콘텐츠 부문 내 스토리(웹툰/웹소설) 및 엔터(아티스트 매니지먼트) 사업부는 긍정적 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 스토리 부문의 경우 내년 상장이 지연되지 않는다면 마케팅비 지출을 통해서라도 2023년 탑라인 성장을 이어가려 할 가능성이 높다. 다만 플랫폼 성격의 카카오게임(퍼블리싱), 멜론은 각각 마진 하락, 점유율 하락을 당분간 피하기 어려워 보인다.

미디어 부문은 매출 규모에 비해 이익 기여가 전무한 것으로 보여 다소 아쉽다. 카카오엔터테인먼트 산하에 있는 만큼 유사한 역할의 업체들 내 공통 관관비 등 비용 효율화 노력이 필요해 보인다.

광고/커머스 사업은 트래픽 반전의 계기가 필요해 보인다. 오픈채팅의 별도 앱 분사 후 현재의 DAU 상승세가 이어진다면 반전의 계기로 작용할 전망이다.

인건비의 경우 IT 업체 대부분이 겪는 바다. 동사는 M&A를 통해 지난 3년간 거대한 인력을 보유한 회사로 변했다. 추가적인 인수가 없다면 동사 또한 인건비 상승 부담은 2023년 크게 완화될 것으로 예상된다.

주가 측면에서는 지속되는 핵심 자회사 상장이 다소 깃누르고 있다고 평가된다. 이는 대체재를 증가시켜 모회사 매력을 반감시킨다. 시장 상황이 우호적일 때에는 보유 지분 가치, 즉 히든 밸류에 집중하지만 현재와 같은 시장 상황에서는 이들이 가치를 부여 받기 어려워 보인다.

표57 카카오 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	3,070	4,157	6,137	7,562	8,549	9,002
플랫폼부문	1,435	2,248	3,241	3,897	4,375	4,852
특비즈	650	1,149	1,644	1,881	2,077	2,242
포털비즈	524	478	493	459	475	476
플랫폼 기타	261	621	1,104	1,557	1,824	2,134
콘텐츠부문	1,635	1,909	2,896	3,666	4,174	4,150
게임	397	495	999	1,315	1,590	1,389
뮤직	587	705	773	888	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	23.2	13.1	5.3
플랫폼부문	38.0	56.7	44.2	20.2	12.3	10.9
특비즈	54.3	76.8	43.1	14.4	10.4	8.0
포털비즈	5.7	-8.7	3.0	-6.8	3.5	0.3
플랫폼 기타	112.9	137.6	77.8	41.0	17.2	17.0
콘텐츠부문	18.7	16.7	51.7	26.6	13.9	-0.6
게임	-4.7	24.7	101.6	31.6	21.0	-12.7
뮤직	10.1	20.2	9.5	15.0	0.7	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	6,885	7,692	8,160
% to sales	93.3	89.0	90.3	91.0	90.0	90.6
% YoY	22.2	29.3	49.7	24.2	11.7	6.1
인건비	702	920	1,417	1,852	2,199	2,384
매출연동비	1,368	1,746	2,477	2,766	2,920	2,979
외주/인프라비	360	458	741	993	1,157	1,311
마케팅비	151	232	435	554	604	600
상각비	221	265	367	547	610	671
금융영업비용	0	6	9	13	19	23
이익 추정						
영업이익	207	456	595	677	857	842
% YoY	183.5	120.4	30.5	13.8	26.6	-1.7
영업이익률(%)	6.7	11.0	9.7	9.0	10.0	9.4
세전이익	-234	414	2,294	2,352	1,100	889
% YoY	적전	흑전	453.7	2.6	-53.3	-19.2
지배주주순이익	-301	156	1,392	1,600	552	452
% YoY	적전	흑전	794.6	14.9	-65.5	-18.1

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표58 카카오 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	868	953	1,100	1,235	1,258	1,352	1,741	1,786	1,652	1,822	1,986	2,102	1,957	2,093	2,233	2,266
플랫폼부문	472	517	579	681	696	762	779	1,005	886	931	965	1,115	1,015	1,059	1,073	1,228
특비즈	234	257	293	365	374	390	405	475	461	453	452	515	495	506	507	568
포털비즈	117	117	121	123	117	125	119	131	114	102	116	127	113	121	115	126
플랫폼 기타	122	142	165	193	205	246	255	399	311	375	398	472	406	433	451	533
콘텐츠부문	396	436	522	554	562	590	962	781	766	892	1,021	987	942	1,034	1,160	1,038
게임	97	107	150	141	130	129	463	277	246	337	378	354	355	406	466	364
뮤직	169	169	182	185	185	188	197	203	204	209	251	224	203	216	250	226
스토리	97	119	148	164	175	186	219	212	240	228	245	254	291	276	281	274
미디어	33	41	41	65	73	87	83	89	75	118	147	156	93	136	164	174
% YoY																
매출	22.9	30.0	40.5	45.7	44.9	41.9	58.2	44.6	31.3	34.8	14.1	17.7	18.5	14.9	12.4	7.8
플랫폼부문	50.8	58.1	65.0	53.3	47.3	47.5	34.6	47.6	27.4	22.2	24.0	10.9	14.5	13.8	11.2	10.2
특비즈	84.3	85.2	80.1	64.9	59.7	51.8	38.4	30.0	23.4	16.1	11.6	8.5	7.5	11.6	12.3	10.3
포털비즈	-7.8	-14.2	-3.9	-8.5	0.7	6.5	-1.6	6.5	-2.9	-18.2	-3.0	-3.0	-0.9	17.9	-0.7	-0.4
플랫폼 기타	103.4	178.4	164.8	118.1	68.2	73.5	54.5	107.1	52.1	52.4	56.3	18.4	30.7	15.4	13.3	12.9
콘텐츠부문	0.8	7.4	20.7	37.4	41.9	35.3	84.3	40.9	36.1	51.0	6.1	26.4	23.0	16.0	13.6	5.1
게임	3.0	9.2	51.9	32.9	34.5	19.6	208.0	96.6	88.7	162.0	-18.3	27.7	44.3	20.6	23.0	2.8
뮤직	23.3	16.6	20.2	21.0	9.1	11.5	8.3	9.3	10.7	11.3	27.3	10.4	-0.7	3.3	-0.4	0.9
스토리	30.0	46.0	61.5	232.6	80.0	56.6	47.4	29.5	37.7	22.1	11.9	19.7	21.2	21.2	14.6	8.1
미디어	-61.9	-49.6	-54.3	-32.1	119.2	112.4	102.1	38.5	2.9	35.0	76.6	74.8	24.0	15.0	11.6	11.5
영업비용	780	855	980	1,085	1,100	1,190	1,573	1,679	1,493	1,651	1,805	1,937	1,795	1,870	1,962	2,066
% to sales	89.8	89.7	89.1	87.9	87.5	88.0	90.3	94.0	90.4	90.6	90.8	92.1	91.7	89.3	87.8	91.2
% YoY	15.0	23.5	35.4	41.3	41.0	39.1	60.4	54.7	35.7	38.8	14.7	15.3	20.2	13.2	8.7	6.7
인건비	199	217	239	266	293	301	307	516	420	426	437	569	493	501	539	666
매출연동비	382	409	464	492	493	530	806	648	585	655	771	756	712	724	754	730
외주/인프라비	92	107	114	145	144	165	198	234	205	236	258	295	259	279	292	327
마케팅비	30	39	76	88	67	91	148	129	114	150	152	137	132	161	167	145
상각비	59	62	67	78	79	79	89	120	131	136	141	140	151	149	156	154
금융영업비용	0	4	1	1	4	1	2	2	1	4	4	4	4	5	5	5
이익 추정																
영업이익	88	98	120	150	158	163	168	107	159	171	182	165	162	223	272	200
% YoY	218.9	141.7	103.5	88.1	78.6	66.3	39.9	-28.8	0.7	5.2	8.1	55.2	2.2	30.6	49.3	20.9
영업이익률(%)	10.2	10.3	10.9	12.1	12.5	12.0	9.7	6.0	9.6	9.4	9.2	7.9	8.3	10.7	12.2	8.8
세전이익	127	204	180	-96	319	350	1,072	553	1,760	237	211	146	191	280	308	321
% YoY	212.5	281.1	102.1	적지	151.7	71.3	496.8	흑전	452.1	-32.4	-80.3	-73.7	-89.1	18.2	46.1	120.4
지배주주순이익	77	140	128	-189	225	312	779	77	1,303	68	120	109	122	113	109	208
% YoY	181.6	260.4	128.9	적지	189.9	123.0	511.0	흑전	480.4	-78.3	-84.6	41.8	-90.6	66.9	-9.5	91.1

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

**카카오 적정주가 7만8천원으로
커버리지 개시**

카카오 적정주가 7만8천원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 산정에는 2023년 동사의 예상 당기 순이익에서 상장 자회사(카카오게임즈, 카카오페이) 순이익을 차감한 수치를 활용했다. 상장된 자회사의 경우 대체재가 존재한다고 보여져 동사의 영업 가치에서 제거되는 것이 합리적이라고 판단했다. 밸류에이션은 동사 12M Fwd PER 수치를 상장 자회사 순이익을 제거하는 동일 보정 방식을 활용했는데, 지난 5년간 평균치가 59.6배임을 착안 이용하였다.

**당사 추정치가 낮은 이유는 상장
자회사 실적 추정 차이 때문**

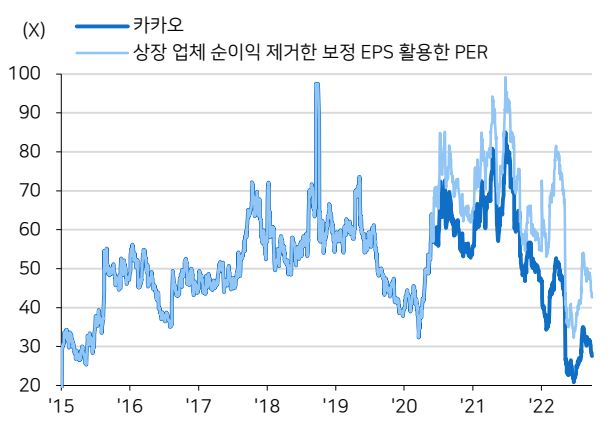
당사의 23년 카카오 연결 영업이익은 8,570억원(+27% YoY)으로 시장 컨센서스(9,880억원) 대비 1,300억원 낮다. 이는 자회사 실적 추정 차이에 근거한다. 당사 카카오게임즈와 카카오페이 23년 추정치는 시장 대비 각각 1천억원, 600억원 낮다. 이를 고려하면 동사의 핵심 이익 추정치는 시장 눈높이와 유사하다.

2021년과 2022년 기타손익이 동사 EPS에 큰 영향을 미쳤다. 기존 투자한 업체들의 상장 및 추가 지분 취득을 통해 보유 자산의 가치가 상승한 데 있다. 카카오뱅크와 하반기 상장 예정 중인 라이온하트스튜디오 영향이 주요했다.

언론을 통해 카카오픽코마와 카카오엔터테인먼트, 세나테크놀로지 등 추가 자회사 상장이 언급되고 있어 관련 기타수익이 재차 발생할 수 있으나 지배순이익에 반영하지 않은 만큼(차감 효과) 기타 수익에도 반영하지 않았다.

지난 3년간 동사의 성장 자체에는 큰 변화가 없었다. 동기간 핵심 자회사들의 상장으로 주식으로써 대체재가 증가했다는 점이 부담으로 작용한 듯 보인다. 당사 추정에 따르면, 22년 상장 법인(게임즈/페이)을 제외한 연결 영업이익은 4,613억원으로 YoY 10% 감소한다. 23년 또한 5,229억원으로 21년 수준에 그친다. 과거와 같은 본격적 상승을 위해서는 1) 핵심 이익 사업인 광고/커머스 부문 성장률이 다시 높아지거나 2) 자회사 상장 이슈에서 벗어나야 할 것으로 보인다.

그림110 5년간 상장 자회사 보정된 12M Fwd PER은 59.6배



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

표59 카카오 적정주가 산출 내역

(원)	비고
보정 EPS	1,304 2023E 당기 순이익에서 상장 자회사 순이익 차감한 수치(5,820억원) 활용
적정배수(X)	59.6 상장 회사 제거한 12M Fwd PER 과거 5년 평균 배수는 59.6배
적정가치	34.7조원
적정주가	78,000 77,718원 반올림
현재주가	50,900
상승여력(%)	53.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,156.8	6,136.7	7,562.4	8,549.5	9,001.9
매출액증가율 (%)	35.4	47.6	23.2	13.1	5.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,156.8	6,136.7	7,562.4	8,549.5	9,001.9
판매관리비	3,701.0	5,541.8	6,885.4	7,692.4	8,159.7
영업이익	455.9	594.9	677.0	857.0	842.2
영업이익률	11.0	9.7	9.0	10.0	9.4
금융손익	143.4	-137.5	-61.8	42.0	45.6
중속/관계기업손익	8.7	510.1	-22.4	-19.8	8.7
기타영업외손익	-193.7	1,326.2	1,759.7	220.5	-7.9
세전계속사업이익	414.3	2,293.7	2,352.5	1,099.8	888.7
법인세비용	240.9	647.5	619.8	287.4	273.6
당기순이익	173.4	1,646.2	1,732.7	812.3	615.0
지배주주지분 순이익	155.6	1,392.2	1,599.8	551.8	451.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	971.1	1,306.6	2,460.0	457.5	2,595.8
당기순이익(손실)	173.4	1,646.2	1,732.7	812.3	615.0
유형자산상각비	175.7	237.8	328.2	366.2	402.6
무형자산상각비	90.7	135.4	218.8	244.1	268.4
운전자본의 증감	183.3	-209.0	180.1	-965.9	1,309.7
투자활동 현금흐름	-1,260.7	-3,341.0	-677.6	-231.1	-1,122.4
유형자산의증가(CAPEX)	-183.2	-216.2	-700.0	-781.0	-858.7
투자자산의감소(증가)	-962.0	-1,740.5	-686.9	-25.7	14.2
재무활동 현금흐름	1,305.4	4,441.2	678.4	-124.4	-3.0
차입금의 증감	208.6	2,866.1	701.4	-93.5	30.0
자본의 증가	791.0	1,948.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	976.1	2,431.4	2,460.8	102.0	1,470.5
기초현금	1,918.2	2,894.3	5,325.7	7,786.5	7,888.5
기말현금	2,894.3	5,325.7	7,786.5	7,888.5	9,359.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,462.9	8,102.2	10,091.1	10,200.6	10,476.6
현금및현금성자산	2,877.5	5,231.5	7,692.3	7,794.3	9,264.8
매출채권	247.4	398.1	490.6	1,810.5	179.2
재고자산	45.8	91.8	5.4	49.5	54.4
비유동자산	6,987.4	13,712.0	14,149.9	14,346.3	14,519.7
유형자산	430.7	554.9	926.7	1,341.5	1,797.5
무형자산	3,351.6	6,347.8	5,727.1	5,483.0	5,214.5
투자자산	2,598.4	4,849.0	5,535.9	5,561.6	5,547.4
자산총계	11,954.0	22,779.6	25,387.3	26,108.7	26,739.0
유동부채	2,627.6	5,246.1	5,037.5	4,955.2	4,960.4
매입채무	37.7	69.8	86.0	97.2	102.3
단기차입금	130.3	896.5	896.5	896.5	896.5
유동성장기부채	40.2	0.1	13.5	0.0	0.0
비유동부채	1,166.1	2,885.1	3,999.7	4,024.0	4,067.0
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	10,095.6	10,037.6	10,085.7
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	3,144.0	3,798.1	4,285.4
비지배주주지분	1,128.8	3,605.6	3,872.9	3,998.3	4,093.2
자본총계	7,427.7	13,590.0	15,291.8	16,071.1	16,653.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	9,490	13,808	16,977	19,198	20,214
EPS(지배주주)	355	3,132	3,591	1,239	1,015
CFPS	1,372	2,361	6,452	3,787	3,442
EBITDAPS	1,649	2,178	2,748	3,295	3,398
BPS	14,235	22,391	25,642	27,110	28,205
DPS	30	53	71	76	75
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	219.3	35.9	14.2	41.1	50.2
PCR	56.8	47.7	7.9	13.4	14.8
PSR	8.2	8.1	3.0	2.7	2.5
PBR	5.5	5.0	2.0	1.9	1.8
EBITDA	722.3	968.1	1,224.0	1,467.4	1,513.2
EV/EBITDA	45.5	52.1	17.9	15.6	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	17.1	14.9	4.7	3.7
EBITDA 이익률	17.4	15.8	16.2	17.2	16.8
부채비율	60.9	67.6	66.0	62.5	60.6
금융비용부담률	0.5	0.6	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	24.1	15.1	9.9	11.7	11.6
매출채권회전율(x)	20.5	19.0	17.0	7.4	9.0
재고자산회전율(x)	87.3	89.2	155.7	312.0	173.4

Industry Indepth
2022. 10. 11

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Buy (신규)

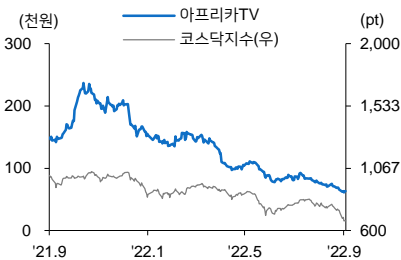
적정주가 (12개월) **100,000 원**
현재주가 (10.7) **75,500 원**
상승여력 **32.5%**

KOSDAQ	698.49pt
시가총액	8,679억원
발행주식수	1,149만주
유통주식비율	69.11%
외국인비중	29.02%
52주 최고/최저가	237,000원/61,500원
평균거래대금	153.3억원

주요주주(%)	
세인트인태셔널 외 6 인	25.79
국민연금공단	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	-46.6	-49.8
상대주가	17.6	-29.1	-31.5

주가그래프



아프리카 TV 067160

산업 성장+항저우 아시안게임 이벤트

- ✓ 유튜브가 잡지 못한 실시간 스트리밍 부문 국내 토종 사업자
- ✓ 별풍선으로 대표되는 기부경제는 동사 주요 비즈니스
- ✓ 모바일 게임 23년 전망 밝지 않으나 PC/콘솔 대거 출회되며 전체 게임 시장은 성장. 항저우 아시안게임 내 e스포츠 정식 종목 채택 또한 트래픽에 긍정적
- ✓ 현 주가는 2023년 PER 10배 수준에 불과해 추가 부담 없어

2023년 모바일 게임 시장 아닌 전체 게임 시장은 또 다시 성장할 것

실시간 스트리밍은 스포츠 콘텐츠와 함께 유튜브가 주도권을 쥐지 못한 영역이다. 아프리카TV의 포지셔닝은 트위치와 함께 실시간 스트리밍 사업자에 해당한다. 동사의 매출 핵심은 BJ에 대한 시청자 유료 후원 수수료로 게임, 스포츠 경기가 주요 콘텐츠에 해당한다. 최근 트위치가 국내에서도 점유율 확대되고 있어 우려가 높으나 유료 후원 측면에서는 아프리카TV의 BJ 수익이 압도적인 만큼 콘텐츠 공급자(BJ) 이동은 제한적일 것으로 본다.

2019년 이후에는 본격적으로 광고 매출을 늘려왔다. 콘텐츠 성격에 맞게 주요 광고주 또한 게임 관련 업체가 차지한다. 동사의 시청자는 30대/40대 남성이 주를 이뤄 모바일 게임 시장(특히 MMORPG) 내 타깃 광고에 동사가 적합하다. 2023년 광고 매출 성장률이 19%로 시장을 상회할 전망이다. 코로나 기간 ARPU가 이미 크게 상승한 만큼 추가 상승 여력은 크지 않으나 1) 페이유저 비율이 5%대에 불과해 상승 여력이 존재하고 2) 항저우 아시안 게임에 e스포츠가 정식 종목으로 채택된 만큼 게임 스트리밍 수요가 증가하며 2H23 탑라인 성장은 다시 20%대로 높아질 전망이다.

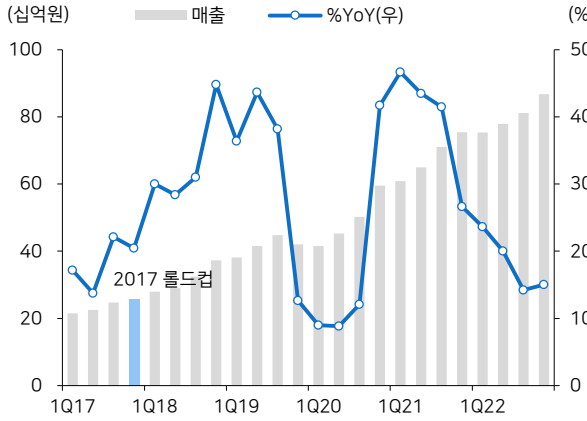
PER 10배는 2023년 기대하기에 부담스럽지 않은 수준

적정주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 지난 5년간 평균 PER 16배를 20% 할인해 적용했다. 할인은 코로나 기간 높아진 베이스로 인해 매출 성장률이 둔화된 점을 감안했다.

모바일 게임 시장의 내년 전망은 그리 밝지 않지만 PC/콘솔 신작이 대거 출회되며 전체 게임 시장은 내년에도 성장이 전망된다. 실시간 스트리밍 시장은 게임 시장의 성장과 함께 커왔다. 스포츠 이벤트까지 더해진 만큼 내년 한번 더 탑라인 성장을 기대하기에 좋은 주가라고 판단한다.

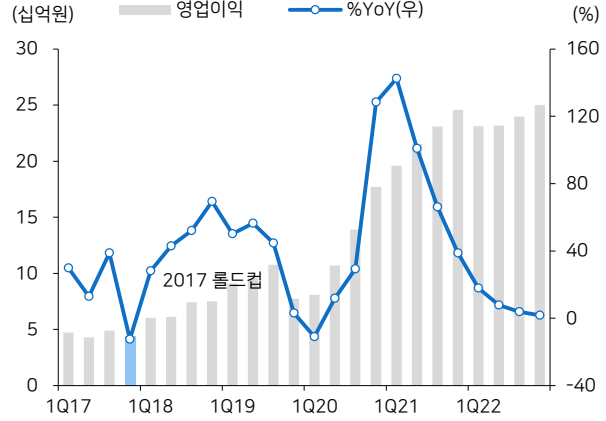
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	196.6	50.4	36.6	3,184	6.1	12,758	19.0	4.7	9.1	27.6	97.9
2021	272.3	88.8	71.0	6,179	95.4	18,209	32.8	11.1	20.4	39.9	94.9
2022E	321.2	95.3	77.9	6,776	9.6	24,985	11.1	3.0	6.6	31.4	14.2
2023E	366.5	114.3	90.7	7,894	16.3	32,879	9.6	2.3	5.1	27.3	10.8
2024E	427.6	138.8	110.6	9,624	22.0	42,503	7.8	1.8	3.3	25.5	15.8

그림111 아프리카TV 분기 매출



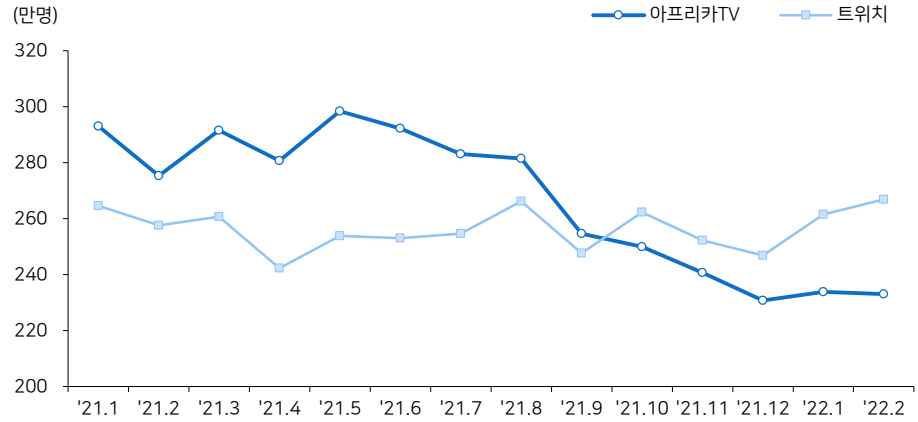
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림112 아프리카TV 분기 영업이익



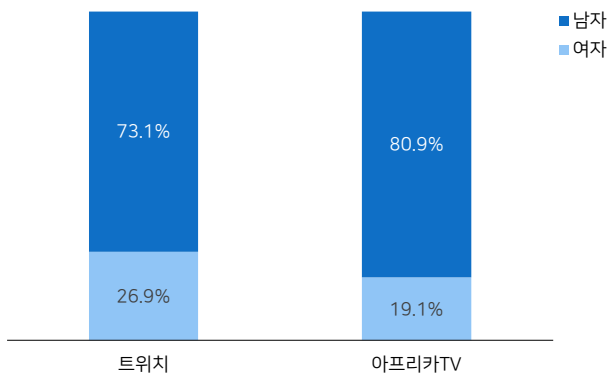
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림113 트위치와 아프리카TV MAU 추이



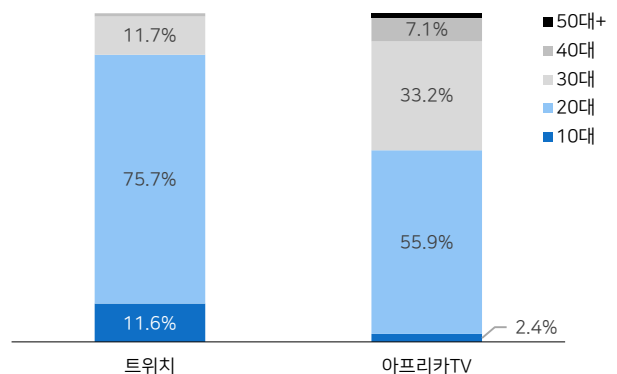
주: 한국인 Android+iOS 앱 사용자 추정
 자료: 모바일인덱스, 메리츠증권 리서치센터

그림114 트위치와 아프리카TV 모두 남성 비율 높아



주: iOS Heavy 사용자 기준
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림115 다만 연령대는 아프리카TV가 다소 높은 특징 보여



주: iOS Heavy 사용자 기준
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

표60 아프리카TV 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정					
매출	166.5	196.6	272.3	321.2	366.5
플랫폼 서비스	128.5	159.9	212.6	239.9	269.2
광고	28.8	29.4	53.5	76.3	90.6
멀티플랫폼	7.6	3.8	2.3	0.7	0.8
기타	3.0	3.6	3.8	4.3	6.0
% YoY					
매출	31.5	18.0	38.5	17.9	14.1
플랫폼 서비스	28.1	24.4	33.0	12.8	12.2
광고	49.3	2.0	82.2	42.5	18.7
멀티플랫폼	75.4	-50.3	-37.4	-71.7	26.1
기타	9.4	18.7	6.9	13.7	38.0
영업비용	129.3	146.2	183.5	225.9	252.2
% to sales	77.7	74.4	67.4	70.3	68.8
% YoY	30.0	13.0	25.5	23.1	11.7
인건비	39.0	43.5	50.8	66.0	70.4
지급수수료	49.4	58.0	85.7	110.6	125.2
콘텐츠 제작비	15.1	14.5	16.7	18.0	19.1
상각비	10.7	13.7	14.7	16.5	16.9
기타	15.0	16.5	15.6	14.7	20.6
이익 추정					
영업이익	37.2	50.4	88.8	95.3	114.3
% YoY	37.1	35.6	76.2	7.3	19.9
영업이익률(%)	22.3	25.6	32.6	29.7	31.2
세전이익	42.6	47.5	89.1	95.7	112.7
% YoY	60.3	11.5	87.4	7.4	17.7
지배주주순이익	34.4	36.6	71.0	77.9	90.7
% YoY	59.4	6.5	94.1	9.7	16.5

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

표61 아프리카TV 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	41.5	45.3	50.2	59.5	60.9	65.0	71.1	75.4	75.3	78.0	81.2	86.7	77.4	85.3	95.8	108.0
플랫폼 서비스	34.5	39.1	41.5	44.8	50.8	50.6	55.3	55.9	60.0	58.3	59.7	61.8	59.1	61.9	70.4	77.8
광고	4.2	4.3	7.0	13.8	8.4	12.9	14.5	17.8	14.2	18.4	20.2	23.5	17.3	22.1	23.9	27.3
멀티플랫폼	1.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	0.8	0.8	1.3	0.9	1.1	1.1	1.3	0.9	1.1	1.3	2.8
% YoY																
매출	<i>9.0</i>	<i>8.8</i>	<i>12.1</i>	<i>41.7</i>	<i>46.7</i>	<i>43.5</i>	<i>41.5</i>	<i>26.6</i>	<i>23.7</i>	<i>20.0</i>	<i>14.2</i>	<i>15.0</i>	<i>2.8</i>	<i>9.4</i>	<i>18.0</i>	<i>24.6</i>
플랫폼 서비스	<i>16.8</i>	<i>18.3</i>	<i>22.7</i>	<i>39.7</i>	<i>47.3</i>	<i>29.6</i>	<i>33.2</i>	<i>24.7</i>	<i>18.0</i>	<i>15.2</i>	<i>8.0</i>	<i>10.6</i>	<i>-1.6</i>	<i>6.2</i>	<i>17.9</i>	<i>25.9</i>
광고	<i>-28.6</i>	<i>-30.9</i>	<i>-12.4</i>	<i>59.7</i>	<i>99.1</i>	<i>200.1</i>	<i>105.6</i>	<i>28.6</i>	<i>69.0</i>	<i>42.4</i>	<i>39.8</i>	<i>32.4</i>	<i>21.8</i>	<i>20.2</i>	<i>18.4</i>	<i>15.8</i>
멀티플랫폼	<i>-16.8</i>	<i>-54.5</i>	<i>-61.4</i>	<i>-65.8</i>	<i>-52.3</i>	<i>-22.4</i>	<i>-25.5</i>	<i>-36.7</i>	<i>-65.8</i>	<i>-71.6</i>	<i>-70.0</i>	<i>-83.9</i>	<i>0.0</i>	<i>30.9</i>	<i>9.7</i>	<i>145.2</i>
기타	<i>6.6</i>	<i>74.8</i>	<i>-21.2</i>	<i>55.5</i>	<i>5.8</i>	<i>-11.3</i>	<i>-3.5</i>	<i>31.9</i>	<i>-9.1</i>	<i>39.8</i>	<i>40.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>16.6</i>	<i>111.2</i>
영업비용	33.4	34.6	36.3	41.8	41.3	43.4	47.9	50.8	52.2	54.8	57.2	61.7	57.1	61.4	64.0	69.8
% to sales	<i>80.5</i>	<i>76.3</i>	<i>72.3</i>	<i>70.3</i>	<i>67.8</i>	<i>66.9</i>	<i>67.5</i>	<i>67.4</i>	<i>69.3</i>	<i>70.2</i>	<i>70.5</i>	<i>71.2</i>	<i>73.7</i>	<i>72.0</i>	<i>66.8</i>	<i>64.6</i>
% YoY	<i>15.2</i>	<i>7.9</i>	<i>6.7</i>	<i>22.1</i>	<i>23.5</i>	<i>25.7</i>	<i>32.0</i>	<i>21.4</i>	<i>26.3</i>	<i>26.1</i>	<i>19.3</i>	<i>21.5</i>	<i>9.4</i>	<i>12.2</i>	<i>11.9</i>	<i>13.0</i>
인건비	11.1	10.8	11.1	10.6	12.7	12.0	12.8	13.3	16.1	16.6	16.7	16.5	17.7	18.5	17.3	16.9
지급수수료	12.0	12.4	13.7	19.9	17.1	20.0	23.2	25.4	25.0	26.8	28.5	30.3	26.3	29.5	32.9	36.6
콘텐츠 제작비	2.5	3.5	3.5	4.9	3.3	4.7	4.7	4.1	4.0	3.9	4.1	6.0	4.0	4.4	4.3	6.3
상각비	2.9	3.4	3.6	3.7	3.6	3.6	3.8	3.8	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
기타	5.0	4.4	4.4	2.7	4.7	3.1	3.5	4.2	3.2	3.2	3.6	4.8	4.9	4.8	5.3	5.6
이익 추정																
영업이익	8.1	10.7	13.9	17.7	19.6	21.5	23.1	24.6	23.1	23.2	24.0	25.0	20.4	23.9	31.8	38.3
% YoY	<i>-11.0</i>	<i>11.8</i>	<i>29.2</i>	<i>128.4</i>	<i>142.5</i>	<i>100.8</i>	<i>66.2</i>	<i>38.9</i>	<i>18.0</i>	<i>7.7</i>	<i>3.7</i>	<i>1.7</i>	<i>-11.9</i>	<i>3.0</i>	<i>32.4</i>	<i>53.1</i>
영업이익률(%)	<i>19.5</i>	<i>23.7</i>	<i>27.7</i>	<i>29.7</i>	<i>32.2</i>	<i>33.1</i>	<i>32.5</i>	<i>32.6</i>	<i>30.7</i>	<i>29.8</i>	<i>29.5</i>	<i>28.8</i>	<i>26.3</i>	<i>28.0</i>	<i>33.2</i>	<i>35.4</i>
세전이익	6.8	11.9	13.8	15.0	20.0	20.7	25.2	23.1	24.1	23.4	24.4	23.8	20.7	25.1	32.1	34.7
% YoY	<i>-30.2</i>	<i>-11.5</i>	<i>17.0</i>	<i>96.8</i>	<i>194.7</i>	<i>74.0</i>	<i>82.7</i>	<i>53.7</i>	<i>20.4</i>	<i>12.7</i>	<i>-3.3</i>	<i>3.2</i>	<i>-14.1</i>	<i>7.4</i>	<i>31.9</i>	<i>45.7</i>
지배주주순이익	5.5	10.3	11.1	9.7	15.5	18.9	19.8	16.8	19.6	19.8	19.2	19.4	16.6	21.8	25.4	27.0
% YoY	<i>-29.8</i>	<i>1.7</i>	<i>21.0</i>	<i>33.9</i>	<i>182.6</i>	<i>83.4</i>	<i>78.4</i>	<i>73.2</i>	<i>26.4</i>	<i>4.4</i>	<i>-3.0</i>	<i>15.1</i>	<i>-15.2</i>	<i>10.2</i>	<i>32.4</i>	<i>39.2</i>

자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림116 아프리카TV 12M Fwd 예상 수익 기준 PER은 평균 16배 수준



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

아프리카 TV (067160)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	196.6	272.3	321.2	366.5	427.6
매출액증가율 (%)	18.0	38.5	17.9	14.1	16.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196.6	272.3	321.2	366.5	427.6
판매관리비	146.2	183.5	225.9	252.2	288.8
영업이익	50.4	88.8	95.3	114.3	138.8
영업이익률	25.6	32.6	29.7	31.2	32.5
금융손익	1.3	2.7	0.6	0.4	0.2
중속/관계기업손익	-0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-4.2	-2.6	0.1	-1.7	-1.7
세전계속사업이익	47.5	89.1	95.7	112.7	137.0
법인세비용	9.7	18.1	18.0	22.3	26.8
당기순이익	36.3	70.9	77.7	90.4	110.2
지배주주지분 손이익	36.6	71.0	77.9	90.7	110.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	72.3	133.5	-64.2	101.0	152.6
당기순이익(손실)	36.3	70.9	77.7	90.4	110.2
유형자산상각비	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	-156.9	1.3	36.5
투자활동 현금흐름	-17.8	-113.4	-3.7	34.0	-8.5
유형자산의증가(CAPEX)	-19.3	-9.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	9.4	-3.0	1.0	-6.8	0.8
재무활동 현금흐름	-15.7	-11.2	6.6	-2.7	30.0
차입금의 증감	-1.5	-1.5	14.6	-2.7	30.0
자본의 증가	1.3	6.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.7	9.1	-61.4	132.3	174.1
기초현금	27.3	66.0	75.1	13.7	146.0
기말현금	66.0	75.1	13.7	146.0	320.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	195.6	313.0	244.1	337.2	490.4
현금및현금성자산	66.0	75.1	13.7	146.0	320.1
매출채권	10.0	11.5	13.6	46.2	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	327.9	418.4	564.9
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	248.3	339.0	449.6
비지배주주지분	0.9	0.1	-0.1	-0.5	-0.9
자본총계	147.6	209.4	287.1	377.5	487.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	17,101	23,689	27,939	31,887	37,198
EPS(지배주주)	3,184	6,179	6,776	7,894	9,624
CFPS	6,500	9,941	9,570	10,582	12,413
EBITDAPS	5,575	9,009	9,618	10,762	12,587
BPS	12,758	18,209	24,985	32,879	42,503
DPS	650	730	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.0	32.8	11.1	9.6	7.8
PCR	9.3	20.4	7.9	7.1	6.1
PSR	3.5	8.6	2.7	2.4	2.0
PBR	4.7	11.1	3.0	2.3	1.8
EBITDA	64.1	103.6	110.6	123.7	144.7
EV/EBITDA	9.1	20.4	6.6	5.1	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.6	39.9	31.4	27.3	25.5
EBITDA 이익률	32.6	38.0	34.4	33.7	33.8
부채비율	97.9	94.9	14.2	10.8	15.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
이자보상배율(x)	99.5	94.6	71.8	68.1	55.8
매출채권회전율(x)	27.8	25.3	25.6	12.3	17.3
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2022. 10. 11

NHN 181710

호재가 부각될 조건

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 게임, 결제, 커머스, 콘텐츠, 클라우드 총 5개 사업영역 영위
- ✓ 투자 포인트는 게임과 클라우드, 각각 웹보드 규제 완화와 공공수주 본격화라는 호재가 존재함. 그러나 이 외 사업부 부진이 부담
- ✓ 결제, 커머스, 콘텐츠 반등은 당분간 쉽지 않아 보임
- ✓ 2분기 대규모 집행된 마케팅 효과의 하반기 실적 증명, 사업 단순화가 트리거

Hold (신규)

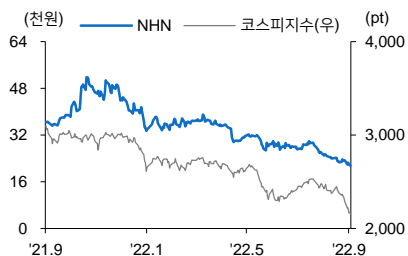
적정주가 (12개월) **27,000 원**
현재주가 (10.7) **22,800 원**
상승여력 **18.4%**

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	8,212억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	39.64%
외국인비중	13.87%
52주 최고/최저가	51,851원/21,500원
평균거래대금	22.0억원

주요주주(%)	
이준호 외 26 인	51.78
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	-39.9	-36.0
상대주가	1.1	-27.5	-15.2

주가그래프



호재 vs. 불편한 요소

동사는 게임, 결제, 커머스, 콘텐츠, 클라우드 총 5개의 큰 사업 영역을 보유하고 있다. 그러나 2021년 연결 영업이익 979억원 중 게임 기여가 788억원으로 추정되어 이익의 핵심으로 보여진다. 동사 웹보드 게임은 업계 1위로 한계임을 운영하고 있다. 최근 웹보드 규제 완화에 따른 수혜가 예상되는데 7월 규제 완화 이후 6월 대비 웹보드 사업부 매출은 22% 상승했다. 지난해 유사했던 것과 비교하면 확실한 규제 완화 효과가 돋보인다.

반면 결제, 커머스, 콘텐츠 사업부는 시장 점유율을 잃고 있다. 더불어 지난 2분기 그간 이익을 책임지던 게임 부문에서 한계임 리브랜딩 관련 마케팅 비용이 대규모로 집행되면서 YoY 78% 감익하자 투자자들의 원성은 높아졌다. 지난 2분기 실적 컨퍼런스콜에서 동사는 현재 85개인 계열 회사를 2024년 60개까지 줄이겠다는 계획을 밝혔다. 지난해 PMP시큐어를 매각한 것과 유사하게 대부분 매각/청산을 통한 사업 단순화가 예상된다.

동사를 투자하는 주요 포인트는 1) 웹보드 규제완화에 따른 1위 사업자 수혜 및 2) 클라우드 성장이다. 게임 부문에서는 2분기 마케팅 효과를 하반기 실적으로 풀어내는 것이 동사의 숙제로 보인다. 클라우드 사업부는 2025년까지 공공기관 수주 내 M/S 30%가 예상된다.

웹보드 규제완화와 클라우드 공공수주 본격화라는 호재가 부각될 조건

동사에 대한 적정주가 27,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 과거 5년 평균 12M Fwd PER인 16.3배를 적용해 산출했다. 웹보드 규제 완화와 클라우드 공공수주 본격화를 고려했을 때 여타 사업부의 부담이 다소 아쉽다. 동사의 사업 단순화 속도에 따라 내재가치가 부각될 수 있을 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,641.2	85.7	21.5	572	20.6	42,564	68.1	0.9	7.6	1.4	38.3
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	363.9	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022E	2,181.5	69.4	-28.7	-776	-117.8	50,361	-29.4	0.5	6.1	-1.6	16.2
2023E	2,404.3	114.8	59.4	1,649	-364.2	51,824	13.8	0.4	6.5	3.2	25.5
2024E	2,575.3	155.9	75.1	2,084	38.5	53,850	10.9	0.4	3.0	3.9	27.5

표62 NHN 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	1,488.6	1,641.2	1,923.7	2,181.5	2,404.3	2,575.2
게임	417.7	409.0	397.0	448.1	483.3	490.5
결제/광고	518.2	667.4	810.9	910.7	985.9	1,033.8
커머스	222.9	279.0	345.7	377.9	424.0	456.9
콘텐츠	187.8	166.1	184.6	198.3	195.1	208.0
기술	130.2	132.8	219.7	292.5	362.7	432.3
기타 및 내부거래	12.1	-13.1	-34.3	-46.0	-46.8	-46.2
% YoY						
매출	17.7	10.3	17.2	13.4	10.2	7.1
게임	-4.6	-2.1	-2.9	12.9	7.9	1.5
결제/광고	29.4	28.8	21.5	12.3	8.3	4.9
커머스	27.2	25.2	23.9	9.3	12.2	7.8
콘텐츠	18.2	-11.5	11.1	7.4	-1.6	6.6
기술	27.3	2.0	65.4	33.1	24.0	19.2
기타 및 내부거래	흑전	적전	적지	적지	적지	적지
영업비용	1,401.9	1,555.5	1,825.8	2,112.0	2,289.5	2,419.4
% to sales	94.2	94.8	94.9	96.8	95.2	93.9
% YoY	17.2	11.0	17.4	15.7	8.4	5.7
지급수수료	827.6	1,002.4	1,222.7	1,402.6	1,538.6	1,625.4
인건비	354.5	339.5	371.3	406.4	434.9	464.1
광고선전비	62.4	77.7	88.2	135.8	142.1	142.1
감가상각비	70.0	66.0	73.1	75.1	84.1	93.1
통신비	26.7	25.1	25.0	26.7	28.7	30.6
기타	60.5	44.8	45.5	65.3	61.2	64.2
이익 추정						
영업이익	86.7	85.7	97.9	69.4	114.8	155.9
% YoY	26.3	-1.1	14.1	-29.1	65.4	35.7
영업이익률(%)	5.8	5.2	5.1	3.2	4.8	6.1
세전이익	65.5	52.0	150.9	15.9	99.3	126.7
% YoY	-57.4	-20.7	190.4	-89.4	523.1	27.6
지배주주순이익	12.3	21.4	116.9	-28.7	59.4	75.1
% YoY	-86.2	73.8	444.9	적전	흑전	26.4

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	394.6	405.1	419.4	422.1	459.9	461.7	472.5	529.6	520.5	511.3	542.8	606.9	584.0	588.2	590.2	641.9
게임	104.7	105.5	100.4	98.5	111.6	86.9	95.5	103.0	108.8	104.1	112.3	122.9	130.7	123.9	110.8	118.0
결제/광고	151.3	156.3	168.9	190.9	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	216.5	234.4	250.6	235.2	240.4	249.1	261.2
커머스	63.7	66.8	73.9	74.6	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	81.7	78.6	113.0	105.9	99.9	97.0	121.2
콘텐츠	39.4	39.6	42.5	44.6	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	50.0	51.9	49.4	44.1	48.1	50.2	52.7
기술	29.5	31.1	31.4	40.7	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	69.0	75.4	84.4	81.5	86.6	92.8	101.8
기타 및 내부거래	-0.9	-2.5	-5.4	-4.4	-5.5	-6.8	-9.4	-12.5	-12.8	-10.0	-9.8	-13.3	-13.4	-10.7	-9.7	-13.0
% YoY																
매출	6.5	10.6	19.2	5.5	16.6	14.0	12.7	25.5	13.2	10.8	14.9	14.6	12.2	15.0	8.7	5.8
게임	-8.2	0.5	1.6	-1.5	6.6	-17.6	-4.9	4.6	-2.5	19.9	17.5	19.3	20.1	18.9	-1.4	-3.9
결제/광고	22.0	18.8	38.0	36.1	19.7	25.6	23.4	17.9	15.5	10.3	12.4	11.3	12.4	11.0	6.3	4.2
커머스	25.4	36.0	41.5	5.4	21.4	19.2	4.1	49.8	35.3	2.6	2.1	1.0	1.2	22.4	23.4	7.3
콘텐츠	-20.5	-18.9	-4.5	-0.5	8.0	15.9	3.2	17.3	10.2	8.8	18.5	-5.6	-6.1	-3.8	-3.3	6.7
기술	16.5	3.8	-1.4	-5.3	51.8	65.6	82.0	62.4	42.3	33.8	31.7	27.6	28.0	25.5	23.1	20.6
기타 및 내부거래	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	366.3	378.7	392.0	418.5	430.8	437.8	444.6	512.6	505.0	506.1	514.6	586.3	549.6	560.0	562.5	617.2
% to sales	92.8	93.5	93.5	99.2	93.7	94.8	94.1	96.8	97.0	99.0	94.8	96.6	94.1	95.2	95.3	96.2
% YoY	5.0	11.1	18.9	9.4	17.6	15.6	13.4	22.5	17.2	15.6	15.8	14.4	8.8	10.7	9.3	5.3
지급수수료	230.5	240.2	251.3	280.4	277.8	286.1	299.5	359.3	338.2	327.4	342.0	394.9	374.4	373.9	377.9	412.4
인건비	83.0	84.1	83.4	88.9	92.5	92.7	89.5	96.7	101.8	100.5	103.0	101.2	103.2	112.0	111.2	108.5
광고선전비	15.0	18.2	20.7	23.8	22.5	21.0	18.1	26.7	27.4	37.4	33.6	37.4	33.6	37.4	33.6	37.4
감가상각비	16.5	16.4	16.4	16.7	17.5	18.0	18.6	19.0	18.8	18.3	18.9	19.1	21.0	20.6	21.1	21.4
통신비	6.5	6.4	6.1	6.2	6.0	6.1	6.5	6.4	6.3	6.6	6.9	6.8	6.8	7.1	7.4	7.3
기타	11.3	9.4	10.4	13.8	10.6	9.6	12.5	12.8	12.4	15.9	10.1	26.9	10.6	9.0	11.2	30.3
이익 추정																
영업이익	28.3	26.4	27.4	3.6	29.2	23.8	19.9	25.0	15.5	5.2	28.1	20.6	34.3	28.2	27.7	24.6
% YoY	30.2	4.0	24.5	-79.5	3.0	-10.0	-27.3	59.6	-46.7	-78.2	41.1	-17.6	121.2	442.7	-1.6	19.6
영업이익률(%)	7.2	6.5	6.5	0.8	6.3	5.2	4.2	4.7	3.0	1.0	5.2	3.4	5.9	4.8	4.7	3.8
세전이익	31.1	33.6	35.1	-47.8	35.2	27.1	44.5	44.0	3.6	7.6	30.3	-25.5	29.4	28.7	27.5	13.7
% YoY	8.6	21.7	-18.9	적지	13.4	-19.5	26.9	흑전	-89.8	-71.9	-32.1	적전	720.1	277.6	-9.1	흑전
지배주주순이익	14.1	16.4	29.7	-38.7	19.4	11.5	40.3	45.7	-5.6	-7.3	18.5	-34.4	18.3	13.5	22.0	5.6
% YoY	93.4	66.6	14.2	적지	38.1	-29.8	35.6	흑전	적전	적전	-53.9	적전	흑전	흑전	18.7	흑전

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

Intro

동사는 게임, 결제, 커머스, 콘텐츠 및 클라우드 총 5개의 사업을 영위하고 있다. 2021년 연결 영업이익 979억원 중 게임 기여가 788억원으로 추정되어 전사 이익의 핵심은 게임 사업부가 책임지는 것으로 보여진다.

1 게임

웹보드 규제 완화로 7월부터 두 자릿수 성장

동사 게임 사업은 대부분 웹보드 게임에 해당한다. 업계 1위로 한게임을 운영하고 있다. 최근 웹보드 규제 완화에 따른 수혜가 예상되는데 7월 규제 완화 이후 6월 대비 웹보드 사업부 매출은 22% 상승했다. 지난해 유사했던 것과 비교하면 확실한 규제 완화 효과가 돋보인다. 특히 지난 2분기 한게임 리브랜딩 마케팅과 관련하여 대규모 비용이 집행되면서 동사의 2분기 연결 영업이익은 전년 동기 대비 78% 감소했다.

당사의 3분기 게임 매출은 7월 상승분이 유지된다는 가정을 활용했다. 게임 부문으로 인해 크게 상승했던 2분기 전사 마케팅 비용 또한 지난 1분기 수준으로 절대 규모가 감소한다고 추정했다.

2 결제

코로나가 빼앗아간 페이코의 자리

결제 사업은 한국사이버결제와 페이코로 이루어진다. 상장 법인인 한국사이버결제는 분기 100억원 내외의 흑자를 기록하는 사업이지만 페이코에서 대부분의 적자가 발생한다고 추정된다. 경쟁사들과 달리 동사는 PG 사업부문을 보유하지 않아 결제액에 따른 소폭 역마진이 추정된다.

카카오페이와 네이버페이가 코로나 혼풍을 타고 빠르게 사세를 확장한 것과 반대로 페이코는 코로나 기간 성장성이 다소 훼손되었다. 기존 페이코의 장점은 오프라인 결제 가능 상점이 많다는 점이었는데 코로나는 이 강점을 희석시키고 경쟁자들이 오프라인에서 자리잡을 수 있는 시간을 벌어주는 역할을 했다.

최근 페이코는 전략을 B2B 위주 기업복지 솔루션 위주로 전환했다. 그러나 페이지 자체의 수익성이 전무한 수준이기 때문에 현재의 마케팅/인건비 감소는 다소 제한적일 것이라고 판단한다. 페이코 관련 적자는 2021년 359억원으로 한국사이버결제의 연간 이익이 페이코 적자로 인해 희석되었음을 유추할 수 있다.

3 클라우드

국내 주요 공공 클라우드 사업자 꿈꾸는 NHN

2014년 게임 특화 플랫폼으로 서비스를 시작한 NHN클라우드드는 최근 공공 클라우드 전환사업과 기업 고객 위주로 서비스를 제공하고 있으며 2022년 기준 월매출 100억원 이상을 기록하고 있다.

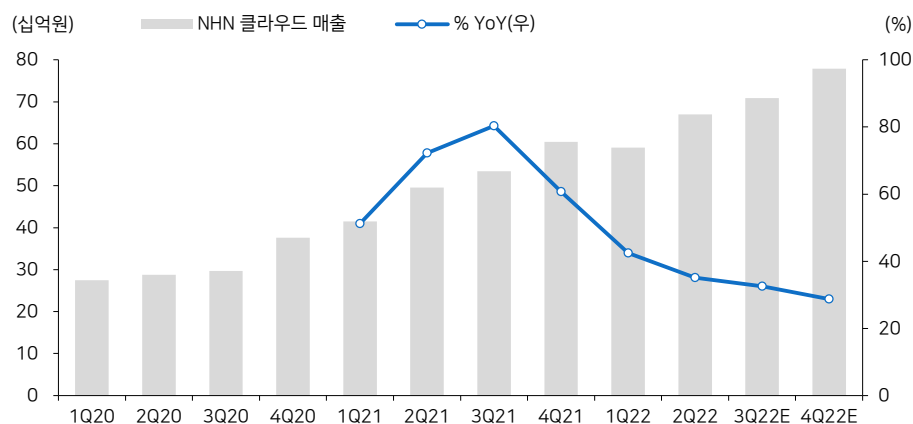
동사는 한국뿐 아니라 일본과 북미에도 데이터센터 리전을 두고 있고, 일본 NHN 테코러스와 미국 클라우드넥스 두개의 MSP를 보유하고 있다. NHN테코러스의 경우 일본 MSP 시장 내 점유율 1위를 기록하고 있다. 지난 9월에는 서비스 영역 확대를 위해 서비스형데이터베이스(DaaS) 업체 크로스넷을 인수하기도 했다.

NHN클라우드 또한 연내 외부 투자 유치를 계획 중에 있다. 동사는 광주, 진해, 순천에 데이터센터 건립을 추진 중인데 관련 자금으로 활용될 것으로 예상된다. KT클라우드가 메가 데이터센터를 설립하는 것과 달리 동사의 전략은 지역 거점 중심의 마이크로데이터센터를 구축해 지역 공공기관에 1) 데이터를 타 지역으로 보내지 않아도 되고, 2) 고용창출효과를 노릴 수 있다는 점을 어필하는 것이다.

동사는 현재 공공 클라우드 시장 점유율이 30~40%인데 향후 60%까지 끌어올리겠다는 포부와 함께 이를 감안한 2026년 목표 매출을 8천억원으로 밝혔다. 외부 투자를 유치한 만큼 추후 IPO 가능성이 높아졌지만, 알짜 사업에 대한 모회사 지분 희석에 대해 투자자들이 어떤 반응을 보일지에 대해서는 고민이 필요하다.

NHN의 클라우드(기술) 부문 2023년 매출은 YoY 24% 증가한 3,627억원이 전망된다. 이는 2022년 또한 별도 법인 설립 당시 표명했던 30%대 성장 목표와 유사한 수치다.

그림117 NHN 클라우드 매출 추이



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표64 NHN클라우드 공공/민간 계약 수주 내역

공공 클라우드 전환 1차사업	울산도시공사, 전남개발공사, 보성군 등 9개 기관
공공 클라우드 전환 2차사업	전남도청, 한국과학기술연구원, 도로교통공단 등 7개 기관
국가 인공지능 데이터센터 구축 사업	광주광역시 '국가 AI 데이터센터'
순천시 공공 클라우드 데이터센터 구축 사업	2025년까지 전라남도 및 산하기관, 전남 22개 시·군 공공 데이터 이전
서울시 VDI 구축 정보전략수립 사업	가상데스크톱(VDI) 기반 스마트 업무환경 시범 구축, 스마트 행정업무 정보 전략 계획 수립
KB국민은행	KB One 클라우드 이관 사업
강남세브란스병원	AI를 이용한 디지털 헬스케어 연구 업무 협약
신한투자증권	증권업 핵심 서비스 전반을 클라우드 인프라로 전환

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

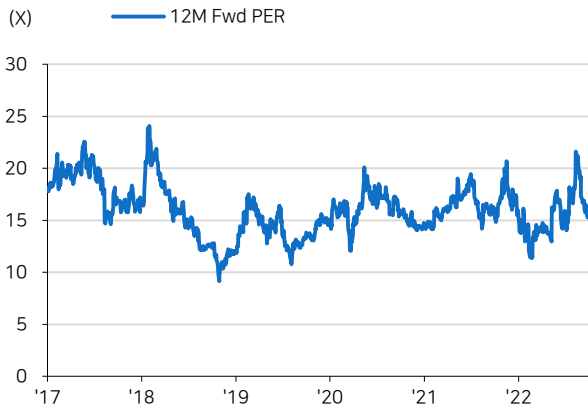
적정주가 27,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대한 적정주가 27,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 신규 적정주가는 2023년 예상 EPS(1,649원)에 과거 5년 평균 12M Fwd PER인 16.3배를 적용해 산출했다. 당사 추정치는 시장 컨센서스와 유사한 수준이다.

웹보드 사업은 카지노 사업과 유사하다. 경기 상황에 상대적으로 둔감하게 반응하기 때문에 규제 완화까지 더해진 현재 동사의 주가 부진은 다소 아쉽다. 커머스과 결제, 콘텐츠의 점유율 하락에 대해서는 반등을 노리기 어려워 보이지만 동사의 사업 단순화 전략과 함께 비용 조정이 동반된다면 전사 이익에 대한 부담은 줄어들 수 있을 것으로 기대한다.

적정주가 대비 현 주가는 상승 여력을 18% 보유했지만, 당사 투자의견 판단 기준이 되는 한달 평균 주가(22,960원)와의 괴리율이 18%로 20%를 하회해 투자의견 Hold를 제시한다. 2분기 대규모 집행된 마케팅 효과를 웹보드 사업에서 하반기 실적 증명함과 동시에 사업 단순화 작업이 이루어진다면 동사의 내재가치가 부각될 수 있을 것으로 예상된다.

그림118 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표65 적정주가 산출 내역

(원)		비고
EPS	1,649	2023E 지배순이익 기준
적정배수(X)	16.3	과거 5년 평균
적정가치	9,725억원	
적정주가	27,000	26,879원 반올림
현재주가	22,800	
상승여력(%)	18.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,641.2	1,923.7	2,181.5	2,404.3	2,575.3
매출액증가율 (%)	10.3	17.2	13.4	10.2	7.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,641.2	1,923.7	2,181.5	2,404.3	2,575.3
판매관리비	1,555.5	1,825.8	2,112.0	2,289.5	2,419.4
영업이익	85.7	97.9	69.4	114.8	155.9
영업이익률	5.2	5.1	3.2	4.8	6.1
금융손익	43.1	59.8	-7.9	-9.4	-9.5
중속/관계기업손익	9.1	0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-86.0	-7.1	-45.3	-5.9	-19.4
세전계속사업이익	52.0	150.9	15.9	99.3	126.7
법인세비용	37.4	47.0	38.6	40.8	45.7
당기순이익	28.0	129.7	-22.7	58.5	81.0
지배주주지분 손이익	21.5	116.9	-28.7	59.4	75.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	141.3	226.4	-541.9	-252.2	500.3
당기순이익(손실)	28.0	129.7	-22.7	58.5	81.0
유형자산상각비	49.8	54.7	60.5	46.4	35.6
무형자산상각비	16.3	18.7	4.4	4.2	4.0
운전자본의 증감	-2.1	27.2	-579.6	-357.7	379.7
투자활동 현금흐름	3.2	-173.8	32.6	60.8	-181.6
유형자산의증가(CAPEX)	-45.7	-73.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-98.9	-220.3	13.2	1.8	-5.5
재무활동 현금흐름	-65.2	7.8	19.2	175.7	30.0
차입금의 증감	-14.2	-1.9	19.2	175.7	30.0
자본의 증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	77.2	61.8	-490.1	-15.6	348.8
기초현금	457.4	534.6	596.4	106.3	90.7
기말현금	534.6	596.4	106.3	90.7	439.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,086.9	1,359.9	838.8	1,156.7	1,335.9
현금및현금성자산	534.6	596.4	106.3	90.7	439.4
매출채권	126.3	177.3	201.0	618.4	196.8
재고자산	48.3	48.5	0.0	38.2	42.0
비유동자산	1,464.0	1,667.2	1,574.2	1,521.9	1,487.7
유형자산	377.9	388.2	332.7	286.3	250.7
무형자산	406.2	379.0	354.6	350.5	346.5
투자자산	528.3	748.6	735.5	733.7	739.1
자산총계	2,550.9	3,027.2	2,413.1	2,678.6	2,823.7
유동부채	558.9	719.7	224.1	202.7	267.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	53.2	46.4	46.4	46.4	46.4
유동성장기부채	23.7	25.0	24.3	0.0	0.0
비유동부채	147.9	208.9	113.1	341.5	341.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.3	14.4	34.4	234.4	264.4
부채총계	706.8	928.6	337.2	544.2	608.3
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.8	1,237.8	1,237.8	1,237.8
기타포괄이익누계액	-7.1	83.4	83.4	83.4	83.4
이익잉여금	434.1	653.8	633.4	686.1	759.1
비지배주주지분	247.3	264.3	262.1	267.9	275.9
자본총계	1,844.2	2,098.6	2,075.9	2,134.4	2,215.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,746	51,274	59,031	66,755	71,501
EPS(지배주주)	572	3,115	-776	1,649	2,084
CFPS	5,098	5,976	2,064	4,217	4,856
EBITDAPS	4,049	4,564	3,632	4,592	5,426
BPS	42,564	48,891	50,361	51,824	53,850
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	68.1	14.4	-29.4	13.8	10.9
PCR	7.6	7.5	11.0	5.4	4.7
PSR	0.9	0.9	0.4	0.3	0.3
PBR	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
EBITDA	151.9	171.2	134.2	165.4	195.4
EV/EBITDA	7.6	2.2	6.1	6.5	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	6.8	-1.6	3.2	3.9
EBITDA 이익률	9.3	8.9	6.2	6.9	7.6
부채비율	38.3	44.2	16.2	25.5	27.5
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
이자보상배율(x)	16.7	16.0	10.7	10.9	10.5
매출채권회전율(x)	12.4	12.7	11.5	5.9	6.3
재고자산회전율(x)	38.0	39.7	89.9	126.0	64.3

Industry Indepth
2022. 10. 11

펄어비스 263750

Ready, get set go

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 검은사막 IP를 통해 높은 이익 레버리지를 경험한 업체
- ✓ 23/24년 출시 예정작은 모두 글로벌 PC/콘솔 향 트리플 A급 대작
- ✓ 모바일 게임 시장 부진 예상되는 데 반해 코로나 기간 높아진 콘솔 보급 비율로 PC/콘솔 중심 게임 출시 준비중인 업체가 2023년 투자에 유력
- ✓ 준비중인 게임들의 높은 글로벌 관심도, 12월부터 시작될 <붉은 사막> 마케팅 고려 시 지금은 베타가 유효한 때

Buy (신규)

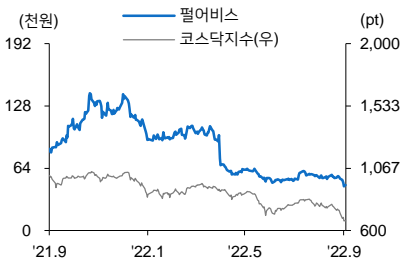
적정주가 (12개월) 78,000 원
현재주가 (10.7) 45,100 원
상승여력 72.9%

KOSDAQ	698.49pt
시가총액	28,970억원
발행주식수	6,424만주
유동주식비율	51.23%
외국인비중	14.10%
52주 최고/최저가	141,000원/44,700원
평균거래대금	165.2억원

주요주주(%)	
김대일 외 12 인	44.00
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.1	-56.2	-50.3
상대주가	-6.6	-41.8	-32.1

주가그래프



앞을 볼 때

동사는 PC게임 '검은사막' 및 '검은사막M'을 출시하며 높은 이익 레버리지를 기록했다. 2021년 보유 IP의 노후화와 IT 전반의 인건비 상승이 맞물리며 영업이익이 크게 감소하기 시작했다. 지난 상반기에는 베타서비스 후 중국 정식 서비스에 돌입했으나 예상보다 부진한 반응에 주가가 크게 하락했다.

2Q22 적자에 진입한 이익 개선은 당분간 쉽지 않다. 그러나 이보다는 23년/24년 출시 예정작과 개발력에 집중할 시기다. 붉은사막과 도깨비 모두 글로벌 PC/콘솔 대작에 해당한다. 오랜 지연으로 투자자들을 지치게 해왔지만 플랫폼들과 출시 시기 협의에 돌입한 것으로 파악된다. 오는 12월 TGA에서 플레이 영상이 공개된 후 본격적인 마케팅에 돌입할 예정이다. 여타 싱글 플레이 게임과 달리 <붉은 사막>은 출시 일정 기간 후 GTA와 같은 멀티컴포넌트 모드가 도입될 예정이다. 이는 지속적인 매출을 일으키는 비즈니스로 게임 성공 시 베이스 이익 레벨 향상으로 이어진다. 21년 첫 공개되었던 <도깨비> 또한 높은 글로벌 관심을 기록한 바 있다. 동 게임은 <로블록스>처럼 UCC 기능이 도입될 예정인데 초기 성공적으로 안착 시 네트워크 효과로 높은 성장세가 예상된다.

12월, 인게임 BM 구조 택한 <붉은 사막>의 마케팅이 본격화 된다

동사에 대한 적정주가 78,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 적정 주가는 <붉은 사막> 출시 효과가 반영될 2H23-1H24 예상 EPS에 과거 12M Fwd PER 평균인 17배를 적용했다. 2023년 이후 글로벌을 겨냥한 PC/콘솔 부문이 유력하다면 공개될 작품의 마케팅 효과에 따른 기대감 상승을 노리는 전략이 유효한데 동사가 이에 적격이다. 23/24년 준비 작품 모두 트리플A급 대작이며 이미 공개된 영상에서 높은 글로벌 관심도를 기록했고 인게임 BM 구조가 적용된다. 동사를 게임 최선호주로 추천한다.

(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	52.0	3.7	120.4	7.5	64.3
2023E	672.8	219.5	156.5	2,437	181.1	14,507	18.5	3.1	11.3	18.3	50.2
2024E	722.9	280.9	240.4	3,742	53.5	18,248	12.1	2.5	8.3	22.8	42.9

그림119 2023년 콘솔/PC 출시 예정작 <붉은 사막>



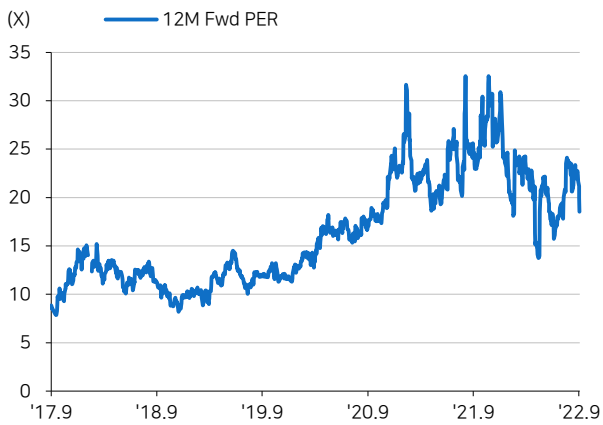
주: <https://youtu.be/tYQRBqqpV3M>
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림120 2024년 출시 예정작 <도깨비>



주: <https://youtu.be/FaRbQHlegaM>
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림121 펠어비스 PER 차트



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표66 적정주가 산정 내역

(원)	비고
EPS	4,604 2H23-1H24 지배순이익 기준
적정배수(X)	17.0 과거 5년 평균
적정가치	5조원
적정주가	78,000 78,268원 반올림
현재주가	45,100
상승여력(%)	72.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표67 펠어비스 연간 실적 전망

(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: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표68 펠어비스 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	133.2	131.7	118.3	105.6	100.9	88.5	96.4	118.0	91.4	94.0	87.4	82.3	85.0	77.6	302.7	207.5
PC	46.5	57.4	54.1	50.7	53.3	56.8	55.6	57.2	62.4	66.2	55.3	50.7	52.2	48.7	48.9	97.4
콘솔	14.6	17.0	11.8	11.4	11.1	9.6	8.1	6.8	5.3	6.4	6.7	6.1	6.2	5.2	220.6	76.6
모바일	71.8	56.1	51.7	41.4	36.2	21.0	26.0	21.4	21.4	19.3	25.3	25.5	26.7	23.7	33.2	33.4
% YoY																
매출	0.4	-13.5	-12.0	-9.4	-24.2	-32.8	-18.5	11.7	-9.4	6.2	-9.3	-30.3	-7.0	-17.5	246.2	152.1
PC	13.2	39.5	29.7	31.9	14.5	-1.0	2.9	12.8	17.1	16.5	-0.5	-11.4	-16.3	-26.3	-11.7	92.1
콘솔	267.5	1.2	-27.1	-32.3	-24.4	-43.3	-31.3	-40.0	-51.6	-33.1	-16.4	-11.0	15.2	-19.3	3,169.2	1,160.1
모바일	-18.0	-40.6	-32.5	-36.2	-49.6	-62.6	-49.7	-48.4	-40.9	-8.0	-2.7	19.5	24.6	22.7	31.0	31.1
영업비용	87.0	81.1	77.8	85.6	87.8	94.5	86.2	92.3	86.3	98.2	84.0	83.6	87.2	96.6	153.1	116.4
% to sales	65.3	61.6	65.7	81.1	87.0	106.8	89.4	78.2	94.3	104.5	96.1	101.5	102.5	124.5	50.6	56.1
% YoY	-24.0	-14.9	-18.0	6.2	1.0	16.5	10.8	7.8	-1.8	3.9	-2.5	-9.5	1.1	-1.7	82.2	39.3
인건비	32.3	31.0	30.7	32.9	36.5	45.9	41.4	44.2	43.8	50.7	43.8	46.7	42.2	40.3	44.3	48.2
지급수수료	32.7	29.3	25.3	24.3	23.6	21.8	18.0	19.1	20.6	21.4	16.3	13.3	19.1	17.7	56.6	33.7
광고선전비	9.4	9.2	9.2	16.1	15.1	13.0	11.8	14.3	8.2	10.8	9.4	11.0	12.4	24.7	18.5	12.9
상각비	5.1	5.6	5.7	5.5	5.7	6.0	6.3	6.3	6.1	6.4	6.7	6.7	6.4	6.5	6.8	6.8
기타	7.4	6.1	6.8	6.8	6.9	7.7	8.6	8.4	7.6	8.9	7.8	5.8	7.1	7.4	26.9	14.7
이익 추정																
영업이익	46.2	50.6	40.5	20.0	13.1	-6.0	10.2	25.7	5.2	-4.2	3.4	-1.3	-2.2	-19.0	149.5	91.1
% YoY	154.5	-11.2	2.5	-44.5	-71.7	적전	-74.8	28.5	-60.4	적지	-66.8	적전	적전	적지	4,309.3	흑전
영업이익률(%)	34.7	38.4	34.3	18.9	13.0	-6.8	10.6	21.8	5.7	-4.5	3.9	-1.5	-2.5	-24.5	49.4	43.9
세전이익	58.4	49.6	34.7	-0.7	24.6	3.5	33.0	16.6	6.3	15.7	12.5	15.2	-6.3	-17.5	155.7	93.9
% YoY	190.8	-16.2	-24.2	적전	-58.0	-92.9	-4.7	흑전	-74.2	343.1	-62.1	-8.3	적전	적전	1,144.2	516.8
지배주주순이익	48.3	23.6	27.8	1.1	20.7	2.8	26.8	9.1	5.8	32.0	10.2	8.3	-5.8	-15.3	126.3	51.2
% YoY	241.6	-54.2	-36.6	-97.7	-57.3	-88.0	-3.5	706.2	-71.9	1,026.5	-62.1	-8.3	적전	적전	1,144.2	516.8

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

펼어비스 (263750)

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
판매관리비	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
중속/관계기업손익	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

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	157.4	64.4	-118.0	147.7	225.4
당기순이익(손실)	100.9	59.4	56.3	156.5	240.4
유형자산상각비	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
유형자산의증가(CAPEX)	-26.7	-47.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.2	-147.9	2.1	-0.1	-2.5
재무활동 현금흐름	-55.7	211.0	58.1	-38.1	30.0
차입금의 증감	-27.1	316.5	58.1	-38.1	30.0
자본의 증가	2.3	9.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(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

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

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	52.0	18.5	12.1
PCR	19.1	145.7	48.2	12.5	9.2
PSR	7.0	22.7	8.2	4.3	4.0
PBR	5.3	12.7	3.7	3.1	2.5
EBITDA	179.2	67.3	23.2	234.3	292.0
EV/EBITDA	17.3	132.9	120.4	11.3	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	8.8	7.5	18.3	22.8
EBITDA 이익률	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)					

Industry Indepth
2022. 10. 11

엔씨소프트 036570

TL에 거는 기대

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 충성도 높은 리니지 IP의 모바일화에 성공하며 높은 이익 성장 시현
- ✓ 높은 국내 의존도, 국내 이용자들의 높아진 피로도로 신규 성장 동력 필요
- ✓ 2023년 프로젝트TL 출시 예정. <로스트아크>와 같이 글로벌 퍼블리셔 선택 시 마케팅 효과 기대
- ✓ 신작 출시 앞뒤 밸류에이션 할증 적용, 적정주가 43만원으로 커버리지 개시

Buy (신규)

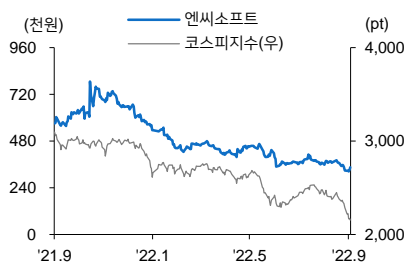
적정주가 (12개월) **430,000 원**
현재주가 (10.7) **349,000 원**
상승여력 **23.2%**

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	76,620억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	42.95%
52주 최고/최저가	786,000원/323,500원
평균거래대금	334.7억원

주요주주(%)	
김택진 외 6 인	11.99
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-24.5	-38.9
상대주가	0.8	-8.8	-19.0

주가그래프



엔씨가 일으킨 리니지, 리니지가 일으킨 엔씨

동사는 충성도 높은 PC 리니지 게임을 모바일화하며 크게 성장한 업체다. 21년 매출 92%가 국내 리니지 이용자로부터 발생한 바 있다. 순항 가도를 달리던 동사는 지난해부터 잡음이 발생하기 시작했다. 경쟁을 자극하는 시스템으로 게임 이코노미에 이용자들은 민감할 수밖에 없음을 보여주는 사례다. 상반기 글로벌 모바일 게임 시장은 감소했으나 동사는 리니지W 성과로 성장했다. 다만 투자자들은 매출의 하락 속도에 집중한 듯 보인다.

우선 2023년 신작은 글로벌, 그리고 다시 PC란 점에 집중하자

2023년 동사가 오랜 기간 준비해 온 프로젝트 TL이 출시된다. 언론에 따르면, 퍼블리셔를 통한 스팀 등 글로벌 출시를 준비하고 있다. <로스트아크>의 경우 MMORPG임에도 불구하고 아마존을 퍼블리셔로 선택해 스팀 동시접속자 수 역대 2위를 기록할 만큼 높은 마케팅 효과를 누린 바 있다.

2022년에 이어 2023년 모바일 게임 시장은 지속 부진할 전망이다. 1) 예상 신작이 글로벌 向 PC/콘솔 장르에 해당되고 2) 글로벌 퍼블리셔를 택했는데 마케팅 효과가 시간이 지날수록 강화될 것으로 예상되어 2017년 수준까지 하락한 현 주가의 추가 하락 가능성은 크지 않아 보인다.

동사의 적정주가 43만원과 함께 신규 커버리지를 개시한다. 적정주가는 TL 출시 효과가 반영될 2H23-1H24 예상 EPS에 20배를 적용해 산출했다. 지난 5년간 평균 PER은 17배이나 신작 발매 전에는 다소 높은 20배 전후로 형성되는 점을 참조했다. 동사는 M&A에 활용할 수 있는 유용 가능한 현금을 2조 이상 확보하고 있다. PC/콘솔 유망 신작을 보유한 업체를 인수한다면 또다른 모멘텀이 될 수 있다.

(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	2,528.0	540.3	457.7	20,848	15.4	158,049	16.7	2.2	9.1	13.8	28.9
2023E	2,368.9	490.8	436.4	19,879	-4.6	171,990	17.6	2.0	9.6	12.0	23.8
2024E	2,520.6	565.9	497.9	22,680	14.1	187,901	15.4	1.9	8.2	12.6	22.5

표69 엔씨소프트 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	1,701.2	2,416.2	2,308.8	2,528.0	2,368.9	2,520.6
온라인	456.2	459.2	426.1	389.0	591.9	540.0
모바일	998.8	1,678.4	1,610.5	1,905.6	1,539.5	1,738.0
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	9.5	-6.3	6.4
온라인	-4.3	0.6	-7.2	-8.7	52.2	-8.8
모바일	9.4	68.0	-4.0	18.3	-19.2	12.9
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	1,222.2	1,591.4	1,933.6	1,987.7	1,878.1	1,954.8
% to sales	71.8	65.9	83.7	78.6	79.3	77.6
% YoY	11.1	30.2	21.5	2.8	-5.5	4.1
매출변동비 및 기타	507.9	682.6	707.9	852.6	856.9	885.5
상각비	52.0	63.7	93.6	106.5	112.0	114.5
마케팅비	107.3	127.0	282.6	190.3	132.2	149.9
인건비	552.1	718.2	849.5	853.3	864.1	897.9
이익 추정						
영업이익	479.0	824.8	375.2	540.3	490.8	565.9
% YoY	-22.1	72.2	-54.5	44.0	-9.2	15.3
영업이익률(%)	28.2	34.1	16.3	21.4	20.7	22.4
세전이익	496.2	803.3	491.3	614.7	570.3	642.5
% YoY	-22.2	61.9	-38.8	25.1	-7.2	12.7
지배주주순이익	358.2	587.4	396.9	457.7	436.4	497.9
% YoY	-14.4	64.0	-32.4	15.3	-4.6	14.1

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표70 엔씨소프트 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	731.1	538.6	585.2	561.3	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	629.3	585.1	523.3	549.0	500.1	667.4	652.3
온라인	113.5	103.7	120.7	121.3	129.0	106.0	101.6	89.5	93.1	95.9	105.0	95.0	90.9	92.4	195.5	213.1
모바일	553.2	357.1	389.6	378.4	324.9	352.1	331.1	602.4	640.7	475.2	422.9	366.8	402.3	351.3	411.4	374.5
기타	11.6	15.5	16.0	17.5	13.2	37.6	27.2	22.0	17.7	22.2	23.0	25.1	18.9	22.2	23.0	25.1
로열티	52.8	62.3	58.8	44.1	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	34.3	36.3	36.9	34.2	37.6	39.7
% YoY																
매출	<i>103.8</i>	<i>31.1</i>	<i>47.1</i>	<i>5.2</i>	<i>-29.9</i>	<i>0.0</i>	<i>-14.4</i>	<i>34.9</i>	<i>54.2</i>	<i>16.8</i>	<i>16.9</i>	<i>-30.9</i>	<i>-30.5</i>	<i>-20.5</i>	<i>14.1</i>	<i>24.7</i>
온라인	<i>20.5</i>	<i>-14.1</i>	<i>-3.2</i>	<i>4.1</i>	<i>13.6</i>	<i>2.2</i>	<i>-15.8</i>	<i>-26.2</i>	<i>-27.8</i>	<i>-9.5</i>	<i>3.4</i>	<i>6.1</i>	<i>-2.3</i>	<i>-3.6</i>	<i>86.1</i>	<i>124.3</i>
모바일	<i>178.3</i>	<i>59.6</i>	<i>82.6</i>	<i>4.3</i>	<i>-41.3</i>	<i>-1.4</i>	<i>-15.0</i>	<i>59.2</i>	<i>97.2</i>	<i>35.0</i>	<i>27.7</i>	<i>-39.1</i>	<i>-37.2</i>	<i>-26.1</i>	<i>-2.7</i>	<i>2.1</i>
기타	<i>39.2</i>	<i>5.3</i>	<i>2.9</i>	<i>75.0</i>	<i>13.0</i>	<i>143.0</i>	<i>69.7</i>	<i>25.5</i>	<i>34.9</i>	<i>-41.0</i>	<i>-15.5</i>	<i>14.4</i>	<i>6.4</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
로열티	<i>-8.0</i>	<i>20.8</i>	<i>33.1</i>	<i>-0.5</i>	<i>-13.9</i>	<i>-31.2</i>	<i>-30.7</i>	<i>-1.9</i>	<i>-14.6</i>	<i>-16.0</i>	<i>-16.0</i>	<i>-16.0</i>	<i>-5.0</i>	<i>-5.0</i>	<i>9.7</i>	<i>9.2</i>
영업비용	489.7	329.6	367.5	404.6	455.8	425.8	404.4	647.7	546.1	506.3	481.2	454.0	448.4	425.6	495.1	508.9
% to sales	<i>67.0</i>	<i>61.2</i>	<i>62.8</i>	<i>72.1</i>	<i>88.9</i>	<i>79.1</i>	<i>80.8</i>	<i>85.5</i>	<i>69.1</i>	<i>80.5</i>	<i>82.2</i>	<i>86.8</i>	<i>81.7</i>	<i>85.1</i>	<i>74.2</i>	<i>78.0</i>
% YoY	<i>75.4</i>	<i>17.1</i>	<i>37.4</i>	<i>2.7</i>	<i>-6.9</i>	<i>29.2</i>	<i>10.0</i>	<i>60.1</i>	<i>19.8</i>	<i>18.9</i>	<i>19.0</i>	<i>-29.9</i>	<i>-17.9</i>	<i>-15.9</i>	<i>2.9</i>	<i>12.1</i>
매출변동비 및 기타	223.5	138.7	162.2	158.2	147.3	160.7	152.2	247.7	259.3	213.0	205.0	175.3	192.8	169.5	249.6	245.0
상각비	14.8	15.6	16.5	16.7	20.9	23.5	23.5	25.6	26.6	26.8	26.6	26.5	27.6	28.1	28.2	28.1
마케팅비	39.6	12.9	29.7	44.8	55.0	55.6	53.9	118.1	41.8	59.9	46.8	41.8	29.0	29.5	32.6	41.0
인건비	211.8	162.3	159.1	184.9	232.5	186.0	174.8	256.2	218.5	206.6	202.8	225.3	219.5	216.2	209.0	219.3
이익 추정																
영업이익	241.4	209.0	217.7	156.7	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	123.0	103.9	69.3	100.6	74.5	172.3	143.4
% YoY	<i>203.6</i>	<i>61.5</i>	<i>68.9</i>	<i>11.0</i>	<i>-76.5</i>	<i>-46.0</i>	<i>-55.8</i>	<i>-30.2</i>	<i>330.4</i>	<i>9.0</i>	<i>7.9</i>	<i>-36.7</i>	<i>-58.8</i>	<i>-39.4</i>	<i>65.9</i>	<i>106.9</i>
영업이익률(%)	<i>33.0</i>	<i>38.8</i>	<i>37.2</i>	<i>27.9</i>	<i>11.1</i>	<i>20.9</i>	<i>19.2</i>	<i>14.5</i>	<i>30.9</i>	<i>19.5</i>	<i>17.8</i>	<i>13.2</i>	<i>18.3</i>	<i>14.9</i>	<i>25.8</i>	<i>22.0</i>
세전이익	255.6	216.4	212.2	119.1	92.8	123.0	126.6	148.9	233.2	163.1	136.9	81.5	127.9	96.7	198.7	147.0
% YoY	<i>160.2</i>	<i>47.1</i>	<i>38.5</i>	<i>22.0</i>	<i>-63.7</i>	<i>-43.1</i>	<i>-40.3</i>	<i>25.1</i>	<i>151.3</i>	<i>32.6</i>	<i>8.1</i>	<i>-45.3</i>	<i>-45.1</i>	<i>-40.7</i>	<i>45.1</i>	<i>80.4</i>
지배주주순이익	195.5	158.2	153.2	80.6	80.9	94.4	99.7	121.9	168.9	118.6	105.1	65.1	92.7	73.9	152.5	117.4
% YoY	<i>163.5</i>	<i>35.9</i>	<i>35.1</i>	<i>48.6</i>	<i>-58.6</i>	<i>-40.3</i>	<i>-34.9</i>	<i>51.3</i>	<i>108.8</i>	<i>25.7</i>	<i>5.4</i>	<i>-46.6</i>	<i>-45.1</i>	<i>-37.7</i>	<i>45.1</i>	<i>80.4</i>

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,416.2	2,308.8	2,528.0	2,368.9	2,520.6
매출액증가율 (%)	42.0	-4.4	9.5	-6.3	6.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,528.0	2,368.9	2,520.6
판매관리비	1,591.4	1,933.6	1,987.7	1,878.1	1,954.8
영업이익	824.8	375.2	540.3	490.8	565.9
영업이익률	34.1	16.3	21.4	20.7	22.4
금융손익	17.3	104.3	13.3	52.5	59.0
종속/관계기업손익	-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	614.7	570.3	642.5
법인세비용	216.6	95.6	157.8	134.7	145.4
당기순이익	586.6	395.7	456.9	435.6	497.1
지배주주지분 손이익	587.4	396.9	457.7	436.4	497.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,480.9	2,772.1	3,250.8
현금및현금성자산	157.3	255.9	288.2	655.1	774.2
매출채권	243.0	277.9	304.3	254.8	193.0
재고자산	0.7	6.4	0.7	2.1	2.3
비유동자산	1,636.9	2,129.3	1,994.6	1,901.9	1,800.0
유형자산	368.4	747.3	605.8	500.6	425.2
무형자산	49.7	42.3	41.8	41.3	40.8
투자자산	1,093.8	1,201.4	1,208.8	1,221.8	1,195.8
자산총계	4,081.2	4,581.9	4,475.5	4,674.1	5,050.8
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	3,392.4	3,698.5	4,047.8
비지배주주지분	3.1	2.4	1.0	-0.2	-1.7
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,470.9	3,775.6	4,123.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	707.7	391.1	222.0	617.7	623.4
당기순이익(손실)	586.6	395.7	456.9	435.6	497.1
유형자산상각비	64.8	92.5	146.5	105.2	75.5
무형자산상각비	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-45.8	35.2	-346.9	111.4	50.3
투자활동 현금흐름	-695.6	-188.1	22.7	3.0	-373.4
유형자산의증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-346.9	-107.6	-7.4	-13.0	26.0
재무활동 현금흐름	-159.3	-112.4	-212.3	-253.9	-130.9
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	32.3	366.8	119.2
기초현금	303.4	157.3	255.9	288.2	655.1
기말현금	157.3	255.9	288.2	655.1	774.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	110,057	105,166	115,150	107,901	114,813
EPS(지배주주)	26,756	18,078	20,848	19,879	22,680
CFPS	41,161	23,268	31,681	27,535	30,725
EBITDAPS	40,567	21,360	31,310	27,168	29,236
BPS	143,098	143,429	158,049	171,990	187,901
DPS	8,550	5,860	6,758	6,444	7,352
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.9	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	34.8	35.6	16.7	17.6	15.4
PCR	22.6	27.6	11.0	12.7	11.4
PSR	8.5	6.1	3.0	3.2	3.0
PBR	6.5	4.5	2.2	2.0	1.9
EBITDA	890.6	468.9	687.4	596.5	641.8
EV/EBITDA	21.0	27.4	9.1	9.6	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	13.8	12.0	12.6
EBITDA 이익률	36.9	20.3	27.2	25.2	25.5
부채비율	29.8	45.4	28.9	23.8	22.5
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	91.9	28.5	31.4	33.3	42.3
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	8.7	8.5	11.3
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	715.8	1,717.2	1,157.9

Industry Indepth
2022. 10. 11

네오위즈 095660

주판알을 튕겨볼 때

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 3년 전부터 자체 개발을 위해 M&A와 신규 채용에 적극적으로 임함
- ✓ 게임스컴 수상작인 <P의 거짓> 또한 이 결과의 일환
- ✓ 게임 흥행성에 대해서는 논란의 여지가 없으나 1) 싱글 플레이 장르이며 2) 짧은 플레이타임 특성을 가진 동 게임이 3) 월 7,900원의 게임패스 구독 시 무료 플레이 가능하다는 점은 동사의 실적에 대해 다소 고민하게 만드는 요소
- ✓ 지난 6개월간 주가 상승 통해 신작 효과 충분히 반영. Hold 투자 의견 제시

Hold (신규)

적정주가 (12개월) **43,000 원**
현재주가 (10.7) **38,450 원**

상승여력 **11.8%**

KOSDAQ	698.49pt
시가총액	8,472억원
발행주식수	2,203만주
유동주식비율	58.91%
외국인비중	7.58%
52주 최고/최저가	40,000원/19,000원
평균거래대금	254.1억원

주요주주(%)
나성균 외 12 인 37.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	49.9	66.8
상대주가	10.3	74.6	93.6

주가그래프



과거, 그리고 현재 투자자의 관심

동사는 과거 게임 퍼블리싱과 웹보드 게임을 운영에 집중했으나 3년 전부터 자체 개발에 집중했고 이를 위해 M&A와 신규 채용에 적극적으로 임했다.

웹보드 규제 완화로 지난해 1,200억원 수준을 기록한 동 부문 매출은 2023년 1,600억원까지 증대될 것으로 전망한다. 반면, 퍼블리싱 위주의 모바일 게임은 23년 모바일 게임 시장 내 이변이 없는 한 반등을 기대하기는 어려워 보인다.

투자자들의 최근 관심은 2023년 출시 예정작 <P의 거짓>에 있다. <P의 거짓>이 세계 3대 게임쇼인 게임스컴에서 3관왕을 수상했기 때문이다. 연말 가장 큰 게임상인 GOTY에도 언급되고 있어 관심이 고조되고 있다.

주판알을 튕겨 볼 때: Full price 구매 vs. Game Pass

작품 자체의 흥행성에 대해서는 당사 또한 의심의 여지가 없다. 다만 주판알을 튕겨 볼 필요가 있어 보인다. 동 게임은 Xbox 게임패스로 서비스되는데 1) 싱글 플레이 장르이며 2) 유사 게임(100-150시간) 대비 플레이타임이 30시간으로 다소 짧다. Xbox 월 7,900원을 지불하면 무료로 이용 가능한 게임을 Full price(50\$ 가정)에 얼마나 많은 플레이어가 구매할 지는 지켜봐야 할 사항이다. 참고로 당사는 300만장 판매를 가정, 추정치는 시장과 유사하다.

동사에 대한 적정주가 43,000원 및 Hold 투자 의견을 제시한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 과거 평균 5년 PER인 12배를 적용해 산출했다. 지난 6개월 간 동사 주가는 50% 상승해 시장 대비 75% 아웃퍼폼했다. 높아진 주가만큼 지금부터는 동사 실적 수혜에 대한 계산이 필요한 시기로 보인다. <오징어 게임>의 과실이 넷플릭스의 몫이었 듯 높아진 주가만큼 <P의 거짓> 흥행 또한 마이크로소프트가 챙길 가능성을 염두 할 필요가 있어 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	289.6	60.3	60.2	2,747	125.0	17,586	8.2	1.3	4.2	17.0	21.2
2021	261.2	21.3	56.8	2,577	-9.3	20,846	14.0	1.7	17.9	13.4	22.6
2022E	312.3	39.9	60.8	2,760	9.0	23,656	13.9	1.6	10.3	12.4	17.2
2023E	400.8	100.7	78.3	3,554	31.8	27,360	10.8	1.4	5.0	13.9	2.9
2024E	324.2	43.2	46.1	2,093	-42.5	29,487	18.4	1.3	8.2	7.4	0.8

그림122 2023년 출시 예정인 <P의 거짓>



자료: 네오위즈

표71 게임패스 월정액

	가격	지원 플랫폼
Ultimate	11,900원/월	콘솔, PC, 클라우드
PC	7,900원/월	PC only
콘솔	7,900원/월	콘솔 only

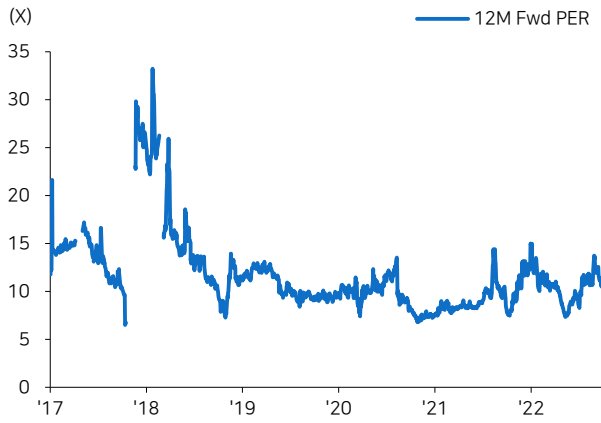
자료: Xbox, 메리츠증권 리서치센터

표72 네오위즈 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출 추정															
매출	71.4	58.9	61.7	69.3	76.6	70.3	78.2	87.1	83.8	144.7	90.3	82.0	261.2	312.2	400.8
PC/콘솔게임	35.7	26.9	28.7	33.8	34.0	29.4	36.2	42.3	43.0	105.5	50.0	39.1	125.1	141.9	237.5
모바일게임	34.6	31.0	32.1	34.5	35.7	33.9	35.1	37.8	34.0	32.2	33.4	35.9	132.1	142.6	135.4
기타	1.1	1.0	0.9	0.9	6.9	7.0	6.9	7.0	6.9	7.0	6.9	7.0	3.9	27.8	27.8
% YoY															
매출	7.7	-18.5	-17.3	-9.5	7.3	19.4	26.8	25.8	9.4	105.9	15.4	-5.9	-9.8	19.5	28.3
PC/콘솔게임	26.0	-8.6	-8.4	-4.7	-4.8	9.1	26.2	25.1	26.4	259.3	38.2	-7.8	0.5	13.4	67.4
모바일게임	-6.0	-25.6	-23.7	-13.5	3.4	9.5	9.5	9.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-17.6	7.9	-5.0
기타	-4.0	-16.0	-24.4	-19.8	512.0	619.5	672.5	657.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-16.1	609.8	0.0
영업비용	58.0	53.6	63.1	65.2	65.4	64.4	71.3	71.2	66.3	72.4	77.9	83.4	240.0	272.4	300.1
% to sales	81.3	91.1	102.3	94.2	85.4	91.6	91.2	81.7	79.2	50.0	86.3	101.8	91.9	87.2	74.9
% YoY	10.2	-1.4	7.7	2.5	12.8	20.1	13.1	9.2	1.4	12.5	9.2	17.1	4.7	13.5	10.2
인건비	27.6	26.9	26.4	30.7	30.3	29.8	29.8	33.0	31.2	33.6	38.2	47.5	111.6	123.0	150.6
지급수수료	17.7	13.3	16.1	14.8	17.3	16.7	17.1	15.8	16.4	15.9	16.3	15.0	61.8	66.9	63.5
마케팅	6.0	6.6	11.0	9.0	8.1	8.5	14.0	11.3	7.7	8.0	11.5	9.4	32.6	41.9	36.6
상각비	2.3	2.4	2.9	4.5	4.7	4.8	5.3	5.5	5.5	5.6	6.1	6.3	12.1	20.3	23.4
기타	4.5	4.4	6.7	6.3	5.1	4.6	5.1	5.6	5.5	9.4	5.8	5.3	21.8	20.3	26.1
이익 추정															
영업이익	13.4	5.2	-1.4	4.0	11.2	5.9	6.9	15.9	17.5	72.3	12.3	-1.5	21.2	39.8	100.7
% YoY	-1.7	-70.7	적전	-68.7	-16.6	13.0	흑전	293.7	56.3	1,123.7	79.9	적전	-64.8	87.5	152.6
영업이익률(%)	18.7	8.9	-2.3	5.8	14.6	8.4	8.8	18.3	20.8	50.0	13.7	-1.8	8.1	12.8	25.1
세전이익	25.0	9.9	10.3	19.1	15.2	25.1	18.6	14.9	21.3	70.6	16.9	-7.2	64.3	73.8	101.7
% YoY	55.7	-44.7	-34.5	0.5	-39.2	154.1	80.2	-21.9	39.5	181.5	-9.0	적전	-6.3	14.8	37.7
지배주주순이익	20.4	8.2	8.8	19.4	11.9	19.9	15.4	13.7	16.6	54.3	14.0	-6.6	56.8	60.8	78.3
% YoY	64.0	-47.5	-37.2	6.6	-41.9	142.3	75.9	-29.6	39.5	173.2	-9.0	적전	-5.7	7.1	28.8

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

그림123 네오위즈 과거 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표73 적정주가 산정 내역

(원)		비고
EPS	3,554	2023E 지배순이익 기준
적정배수(X)	12.0	과거 5년 평균
적정가치	9,475억원	
적정주가	43,000	42,648원 반올림
현재주가	38,450	
상승여력(%)	11.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	289.6	261.2	312.3	400.8	324.2
매출액증가율 (%)	13.8	-9.8	19.5	28.3	-19.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	289.6	261.2	312.3	400.8	324.2
판매관리비	229.3	240.0	272.4	300.1	280.9
영업이익	60.3	21.3	39.9	100.7	43.2
영업이익률	20.8	8.1	12.8	25.1	13.3
금융손익	8.0	29.5	39.1	-0.3	10.6
중속/관계기업손익	1.4	7.4	4.9	4.3	4.5
기타영업외손익	-1.1	6.2	-10.1	-3.0	-2.2
세전계속사업이익	68.7	64.3	73.8	101.7	56.1
법인세비용	6.5	7.7	12.1	20.2	9.3
당기순이익	62.2	56.7	61.8	81.4	46.8
지배주주지분 손이익	60.2	56.8	60.8	78.3	46.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	76.4	28.7	56.2	16.7	125.1
당기순이익(손실)	62.2	56.7	61.8	81.4	46.8
유형자산상각비	6.5	6.4	6.7	5.8	4.9
무형자산상각비	2.4	5.7	9.5	7.3	5.7
운전자본의 증감	-6.8	-20.6	-17.6	-73.7	67.7
투자활동 현금흐름	13.6	-64.6	11.2	90.5	-8.8
유형자산의증가(CAPEX)	-4.2	-1.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.1	-37.2	3.3	-13.6	-0.3
재무활동 현금흐름	-3.4	-22.5	0.0	-70.0	0.0
차입금의 증감	-2.5	20.6	0.0	-70.0	0.0
자본의 증가	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	85.8	-58.3	67.4	37.2	116.3
기초현금	85.9	171.7	113.4	180.8	218.0
기말현금	171.7	113.4	180.8	218.0	334.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	248.4	271.9	342.5	358.3	402.9
현금및현금성자산	171.7	113.4	180.8	218.0	334.3
매출채권	28.5	31.9	38.2	31.8	21.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	231.0	302.8	279.5	271.3	261.0
유형자산	83.4	80.4	78.6	72.9	67.9
무형자산	25.3	80.1	70.6	63.3	57.6
투자자산	39.1	76.2	72.9	86.5	86.8
자산총계	479.4	574.7	622.1	629.6	663.8
유동부채	57.9	67.2	66.8	62.3	51.2
매입채무	10.5	10.2	12.2	15.7	12.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.9	38.6	24.6	-44.7	-46.2
사채	0.0	0.0	0.0	-70.0	-70.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	83.7	105.8	91.4	17.5	5.0
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타포괄이익누계액	-11.9	-13.6	-13.6	-13.6	-13.6
이익잉여금	310.8	366.0	427.9	509.5	556.4
비지배주주지분	8.1	9.6	9.4	9.2	9.1
자본총계	395.6	468.9	530.7	612.1	658.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	13,209	11,855	14,171	18,188	14,712
EPS(지배주주)	2,747	2,577	2,760	3,554	2,093
CFPS	3,666	2,512	3,833	4,947	2,941
EBITDAPS	3,159	1,512	2,545	5,164	2,444
BPS	17,586	20,846	23,656	27,360	29,487
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	14.0	13.9	10.8	18.4
PCR	6.1	14.4	10.0	7.8	13.1
PSR	1.7	3.0	2.7	2.1	2.6
PBR	1.3	1.7	1.6	1.4	1.3
EBITDA	69.3	33.3	56.1	113.8	53.8
EV/EBITDA	4.2	17.9	10.3	5.0	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.0	13.4	12.4	13.9	7.4
EBITDA 이익률	23.9	12.8	18.0	28.4	16.6
부채비율	21.2	22.6	17.2	2.9	0.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	708.8	515.0	532.6	-2,581.1	-282.8
매출채권회전율(x)	10.6	8.6	8.9	11.5	12.1
재고자산회전율(x)	12,360.9	11,512.7	20,727.6	25,355.5	13,204.0

Industry Indepth
2022. 10. 11

크래프톤 259960

2024년을 기다리며

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 배그M 글로벌 성공으로 규모의 수익 달성. 다만 이후 신작 성과는 미미
- ✓ One IP 벗어나기 위해 서구권 게임사 M&A에 적극적. 성과 2022년에 집중
- ✓ 12월 <칼리스토 프로토콜> 이후 2023년 신규 대작 없는 점 아쉬워
- ✓ 신규 적정주가 25만원으로 커버리지 개시. 적용 PER은 One IP 의존도 높은 유사 업체 지난 5년간 평균치 사용. 배그 이후를 기대할 때

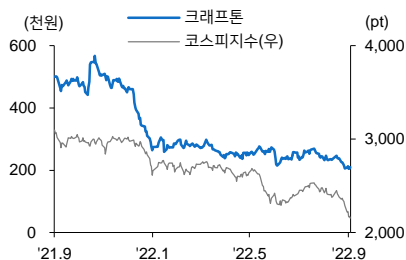
Hold (신규)

적정주가 (12개월) 250,000 원
현재주가 (10.7) 191,500 원
상승여력 30.5%

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	93,973억원
발행주식수	4,907만주
유동주식비율	59.43%
외국인비중	28.90%
52주 최고/최저가	567,000원/191,500원
평균거래대금	363.4억원

주요주주(%)			
장병규 외 25인	21.93		
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)	13.53		
국민연금공단	6.96		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.0	-32.6	-59.6
상대주가	-12.7	-18.6	-46.5

주가그래프



From 2018 to 2022

동사는 텐센트와 함께 배그 IP를 모바일 게임으로 전환하여 규모의 수익을 달성하는 데 성공했다. 국내 다수의 게임사 수익의 원천인 MMORPG와 달리 배그는 롱테일에 집중된 게임이다. 덕분에 매출 변동성이 타 업체 대비 낮다.

캐주얼한 배그M 대비 높은 사양이 요구되는 '뉴스테이트'를 4Q21 출시하였으나 배그와 같은 폭발적 반응을 이끌지는 못했다. 동시에 크래프톤은 One IP에서 벗어나기 위해 글로벌 게임사 M&A에 힘을 쏟았다. 19년 Striking Distance에 이어 21년 12월 인수한 Unknown Worlds가 이에 해당한다.

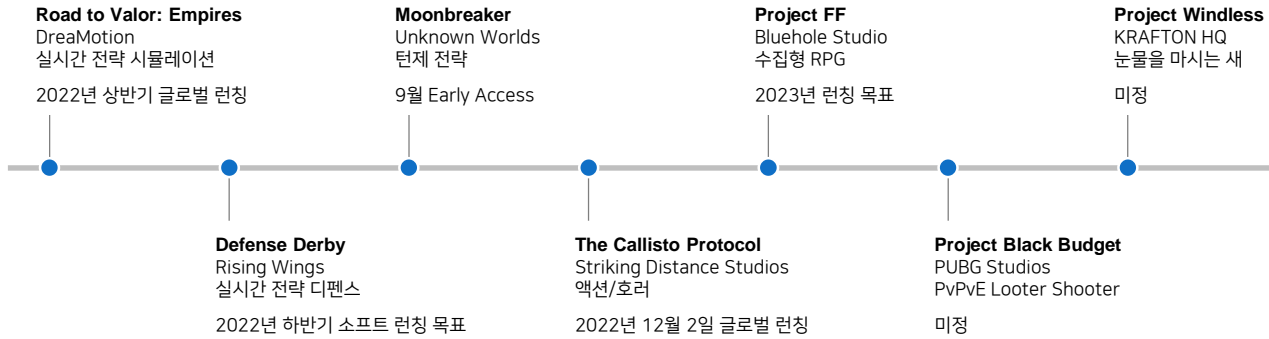
인수된 업체들의 신작이 출시되기 시작했다. 대작은 아니지만 Unknown Worlds의 <문브레이커>가 얼리엑세스를 통해 9월 출시되었고 오는 12월에는 Striking Distance의 <칼리스토 프로토콜>이 출시된다. (판매량 600만장 가정)

칼리스토 프로토콜 이후를 기다리며

동사에 대한 적정주가 25만원으로 신규 커버리지를 개시하며 Hold 투자 의견을 제시한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 17배를 적용한 수치다. 17배는 동사와 유사하게 One IP 비중이 큰 엔씨소프트와 펠어비스의 지난 5년간 평균 PER을 적용했다. 12월 신작 효과로 단기 모멘텀을 기대할 수는 있으나 2023년 신규 대작이 없다. 블루홀 스튜디오의 수집형 RPG 게임이 대기 중이나 대작은 아닐 것으로 보인다. 블루홀/펍지의 또 한번 신작 성공이 리레이팅의 조건으로 보인다. 동사는 배틀 그라운드로 스팀 내 배틀그라운드로 동시접속자 1위를 달성한 저력이 있는 업체다. 배그 이후 신작을 기대해보자.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,670.4	773.9	556.3	13,710	89.1	28,377	0.0	0.0	-0.8	61.9	41.6
2021	1,886.3	639.6	519.9	11,442	-16.5	94,107	40.2	4.9	28.0	17.9	22.3
2022E	1,928.6	771.1	669.1	13,638	19.2	107,540	14.0	1.8	7.0	13.5	13.7
2023E	1,947.0	812.9	715.2	14,575	6.9	122,115	13.1	1.6	5.7	12.7	12.1
2024E	1,674.8	477.5	453.3	9,237	-36.6	131,353	20.7	1.5	8.9	7.3	11.7

그림124 크래프톤 신작 출시 예상 라인업



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표74 크래프톤 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	1,087.5	1,670.4	1,886.3	1,928.6	1,947.0	1,674.8
PC	450.9	264.9	398.5	438.6	439.3	417.3
모바일	545.6	1,341.4	1,417.2	1,379.2	1,179.3	1,179.8
콘솔	80.2	29.5	19.9	93.8	311.9	61.2
기타	10.7	34.7	50.7	17.1	16.5	16.5
% YoY						
매출		53.6	12.9	2.2	1.0	-14.0
PC		-41.2	50.4	10.1	0.2	-5.0
모바일		145.8	5.7	-2.7	-14.5	0.0
콘솔		-63.2	-32.4	370.2	232.6	-80.4
기타		222.9	46.3	-66.3	-3.5	0.0
영업비용	728.2	896.6	1,246.7	1,157.5	1,134.0	1,197.3
% to sales	67.0	53.7	66.1	60.0	58.2	71.5
% YoY		23.1	39.1	-7.2	-2.0	5.6
인건비	250.1	368.0	520.8	377.4	439.6	501.2
스톡옵션 관련 비용	59.3	36.8	167.0	-41.6	21.7	40.1
앱수수료/매출원가	183.6	150.9	193.4	205.3	154.1	204.3
지급수수료	187.2	272.0	359.6	315.5	320.6	282.7
광고선전비	43.6	42.6	82.3	134.0	74.6	71.8
기타	63.7	63.2	90.8	125.4	145.1	137.4
이익 추정						
영업이익	359.3	773.9	639.6	771.1	812.9	477.5
% YoY		115.4	-17.3	20.5	5.4	-41.3
영업이익률(%)	33.0	46.3	33.9	40.0	41.8	28.5
세전이익	361.8	666.8	750.4	899.0	930.7	589.9
% YoY		84.3	12.5	19.8	3.5	-36.6
지배주주순이익	278.9	556.3	519.9	669.1	715.2	453.3
% YoY		99.5	-6.5	28.7	6.9	-36.6

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표75 크래프톤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	521.6	429.4	366.8	352.6	461.0	459.3	521.9	444.0	523.0	423.7	455.8	526.1	677.1	422.8	432.0	415.1
PC	71.9	71.9	61.2	59.9	66.1	88.6	129.5	114.4	106.1	88.6	121.9	121.9	110.3	97.4	115.8	115.8
모바일	435.0	339.7	290.3	276.4	378.8	354.2	380.5	303.7	395.9	319.7	321.9	341.7	337.6	257.9	299.6	284.2
콘솔	11.3	7.8	3.2	7.2	4.0	4.2	5.0	6.7	15.0	9.6	8.6	60.6	223.9	61.8	13.1	13.1
기타	3.4	10.0	12.0	9.2	12.1	12.5	6.9	19.3	5.9	5.8	3.5	1.9	5.3	5.8	3.5	1.9
% YoY																
매출	<i>104.0</i>	<i>115.3</i>	<i>54.5</i>	<i>-10.7</i>	<i>-11.6</i>	<i>7.0</i>	<i>42.3</i>	<i>25.9</i>	<i>13.5</i>	<i>-7.8</i>	<i>-12.7</i>	<i>18.5</i>	<i>29.5</i>	<i>-0.2</i>	<i>-5.2</i>	<i>-21.1</i>
PC	<i>-54.8</i>	<i>-24.2</i>	<i>-41.5</i>	<i>-35.3</i>	<i>-8.1</i>	<i>23.1</i>	<i>111.7</i>	<i>90.9</i>	<i>60.6</i>	<i>0.0</i>	<i>-5.8</i>	<i>6.6</i>	<i>3.9</i>	<i>9.9</i>	<i>-5.0</i>	<i>-5.0</i>
모바일	<i>528.5</i>	<i>285.6</i>	<i>193.8</i>	<i>-4.5</i>	<i>-12.9</i>	<i>4.3</i>	<i>31.1</i>	<i>9.9</i>	<i>4.5</i>	<i>-9.7</i>	<i>-15.4</i>	<i>12.5</i>	<i>-14.7</i>	<i>-19.3</i>	<i>-6.9</i>	<i>-16.8</i>
콘솔	<i>-56.2</i>	<i>-40.2</i>	<i>-90.1</i>	<i>-17.5</i>	<i>-64.5</i>	<i>-46.0</i>	<i>54.8</i>	<i>-6.4</i>	<i>273.9</i>	<i>129.6</i>	<i>70.6</i>	<i>802.1</i>	<i>1,389.8</i>	<i>542.8</i>	<i>52.6</i>	<i>-78.4</i>
기타	<i>118.2</i>	<i>180.9</i>	<i>769.0</i>	<i>118.1</i>	<i>250.4</i>	<i>24.7</i>	<i>-42.7</i>	<i>109.9</i>	<i>-50.9</i>	<i>-53.6</i>	<i>-50.0</i>	<i>-90.0</i>	<i>-10.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>
영업비용	182.7	254.6	199.2	260.1	233.8	285.2	326.7	401.0	211.1	261.3	289.4	395.6	279.2	270.0	287.7	297.2
% to sales	<i>35.0</i>	<i>59.3</i>	<i>54.3</i>	<i>73.7</i>	<i>50.7</i>	<i>62.1</i>	<i>62.6</i>	<i>90.3</i>	<i>40.4</i>	<i>61.7</i>	<i>63.5</i>	<i>75.2</i>	<i>41.2</i>	<i>63.9</i>	<i>66.6</i>	<i>71.6</i>
% YoY	<i>16.7</i>	<i>52.2</i>	<i>-4.1</i>	<i>32.3</i>	<i>28.0</i>	<i>12.0</i>	<i>64.0</i>	<i>54.2</i>	<i>-9.7</i>	<i>-8.4</i>	<i>-11.4</i>	<i>-1.4</i>	<i>32.2</i>	<i>3.3</i>	<i>-0.6</i>	<i>-24.9</i>
인건비	59.3	115.0	78.7	115.0	94.8	120.8	151.4	153.7	57.3	88.5	110.9	120.7	95.5	108.6	112.2	123.2
앱수수료/매출원가	35.8	40.6	40.3	34.2	35.8	40.2	59.6	57.7	51.6	50.1	57.9	45.7	37.9	30.2	59.2	26.9
지급수수료	58.0	78.3	54.8	80.9	76.1	95.3	70.0	118.1	55.9	81.7	62.1	115.8	87.9	88.8	61.1	82.8
광고선전비	10.6	9.5	10.2	12.3	7.4	8.0	20.5	46.4	17.5	11.3	25.4	79.8	17.5	7.5	17.4	32.3
기타	19.1	11.3	15.2	17.6	19.7	20.9	25.0	25.1	28.8	29.8	33.1	33.7	40.4	35.0	37.8	31.9
이익 추정																
영업이익	338.9	174.8	167.6	92.6	227.2	174.2	195.3	43.0	311.9	162.3	166.4	130.5	397.9	152.8	144.3	117.9
% YoY	<i>242.0</i>	<i>443.7</i>	<i>465.1</i>	<i>-53.3</i>	<i>-33.0</i>	<i>-0.3</i>	<i>16.5</i>	<i>-53.6</i>	<i>37.3</i>	<i>-6.8</i>	<i>-14.8</i>	<i>203.5</i>	<i>27.6</i>	<i>-5.8</i>	<i>-13.3</i>	<i>-9.6</i>
영업이익률(%)	<i>65.0</i>	<i>40.7</i>	<i>45.7</i>	<i>26.3</i>	<i>49.3</i>	<i>37.9</i>	<i>37.4</i>	<i>9.7</i>	<i>59.6</i>	<i>38.3</i>	<i>36.5</i>	<i>24.8</i>	<i>58.8</i>	<i>36.1</i>	<i>33.4</i>	<i>28.4</i>
세전이익	383.2	143.5	142.5	-2.3	271.4	171.8	269.9	37.2	329.6	256.8	201.0	111.6	422.2	180.5	175.8	152.2
% YoY	<i>246.4</i>	<i>295.0</i>	<i>268.0</i>	<i>적전</i>	<i>-29.2</i>	<i>19.8</i>	<i>89.5</i>	<i>흑전</i>	<i>21.5</i>	<i>49.5</i>	<i>-25.5</i>	<i>199.6</i>	<i>28.1</i>	<i>-29.7</i>	<i>-12.5</i>	<i>36.4</i>
지배주주순이익	294.0	111.0	110.0	41.3	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	151.8	78.1	324.0	139.6	135.7	115.9
% YoY	<i>215.1</i>	<i>444.7</i>	<i>267.3</i>	<i>-69.4</i>	<i>-34.0</i>	<i>27.3</i>	<i>62.1</i>	<i>-84.9</i>	<i>26.4</i>	<i>37.3</i>	<i>-14.9</i>	<i>1,151.4</i>	<i>32.1</i>	<i>-28.0</i>	<i>-10.6</i>	<i>48.4</i>

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

3Q22 Preview

동사의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,558억원(-13% YoY)과 1,664억원(-15% YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 다양한 콜라보와 신규 업데이트로 PC 매출은 1,219억원으로 역대 두 번째로 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다.

다만 매출의 70% 이상을 차지하는 모바일 게임이 전년대비 감소한 데 따른다. 지난 1분기까지 증가세를 기록하던 모바일 매출은 2분기 감소세로 전환했다. 지난 7월부터는 인도 내 다운로드가 금지된 만큼 3분기 영향은 2분기보다 커지며 3분기 모바일 매출은 전년 동기 대비 15% 감소했을 것으로 추정한다.

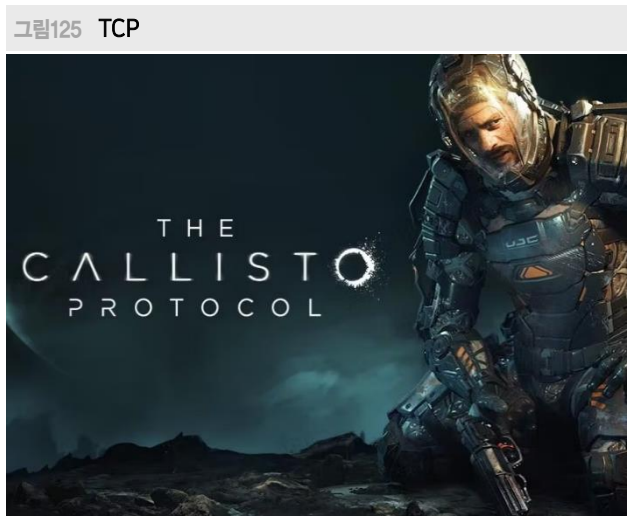
비용 측면에서는 다소 변동이 있을 수 있다. 이는 1) 인건비와 2) 마케팅비가 중요하다. 인건비의 경우 주가에 영향을 받는 스톡옵션 관련 비용의 불확실성 때문이다. 지난 1,2분기 각각 스톡옵션 관련 환입 비용은 각각 532억원, 84억원에 달했다. 2분기말 주가와 3분기말 주가 간 차이가 크지 않은 만큼 당사는 1Q21과 유사한 100억원을 추정했다.

About TCP

오는 12월 2일 자회사 Striking Distance의 신작 '칼리스토 프로토콜'이 공개된다. 당사는 4분기 100만장을 포함하여 2Q23까지 총 600만장의 판매를 가정했다. 이는 메인 개발자 글렌스코필드의 '데드 스페이스' 시리즈 누적 판매량과 같은 수치다. 관련하여 마케팅 비용이 3분기부터 발생했을 것으로 추정했다. 3분기와 4분기 칼리스토 프로토콜 관련 마케팅비로 총 300억원을 가정했다. 관련 비용의 분기 배분에 따라 실제 실적은 소폭 달라질 수 있다.

'엘든링'의 경우 출시 이후 6개월간 1,600만장이 판매되었는데 2월 출시된 동 작품의 3월까지의 두 달간 판매량이 1,340만장으로 대부분을 설명했다. 싱글 플레이 기반이기 때문에 추가 수익이 없는 점을 감안할 때 '엘든링' 케이스와 유사하게 초기 3개월 성과가 관련 수익 전체를 설명할 가능성이 높다.

신작이 기다리고 있는 만큼 단기적으로 주가 변동을 야기할 수 있겠으나 신작 발매가 큰 흐름에서 주가의 상승 변곡점이 되기는 어려워 보인다. 콘솔 수익은 모바일 수익과 비교해 변동성이 낮은 편이기 때문이다. 당사 추정치 대비 '칼리스토 프로토콜' 판매량이 100만장 증가할 경우 예상 영업이익은 370억원 증가한다.



자료: The Callisto Protocol

표76 출시 임박한 TCP 플랫폼/구성 별 가격표

플랫폼	버전	가격 (달러)
스팀	Day One Edition	59.99
	Digital Deluxe Edition	79.99
PS4	Day One Edition	59.99
	Digital Deluxe Edition	79.99
	The Collector's Edition	239.99
PS5	Day One Edition	69.99
	Digital Deluxe Edition	89.99
	The Collector's Edition	249.99
Xbox Series X/S	Day One Edition	69.99
	Digital Deluxe Edition	89.99
	The Collector's Edition	249.99
Xbox One	Day One Edition	59.99
	Digital Deluxe Edition	79.99
	The Collector's Edition	239.99

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

적정주가 25만원 제시: 당사
2023년 추정치는 시장과 유사, 다만 적용 밸류에이션 차이로 해석

동사에 대한 적정주가 25만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 17배를 적용해 산정했다. 적용 밸류에이션은 동사와 유사하게 One IP 비중이 높은 엔씨소프트와 펠어비스의 지난 5년간 12MFwd PER 평균치에 해당한다. 당사 2023년 예상 순이익은 컨센서스 대비 유사한 수준이다.

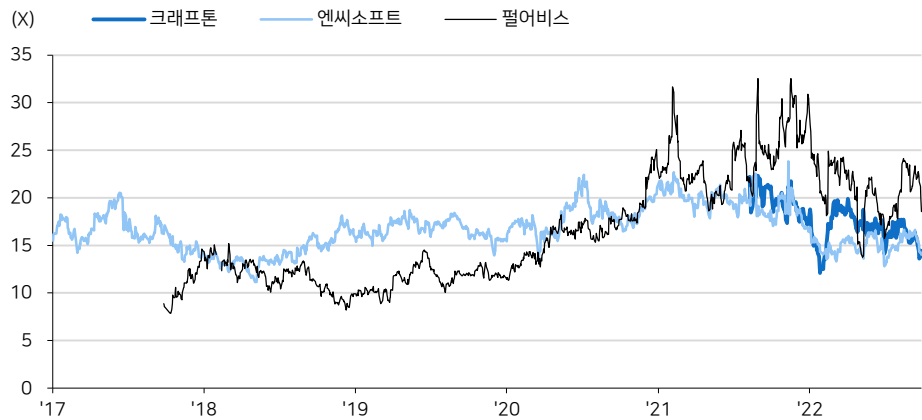
2023년 대형 신작 부재가 아쉬워

상장 이후 주가 하락이 컸지만 2023년 모멘텀이 부각되지 않다는 점이 궁극적 주가 상승을 기대하기 어렵게 한다. 10조원에 가까운 동사의 시가총액은 현재 국내 게임사 중 가장 높은 수준에 해당한다. 물론 그에 걸맞게 높은 영업이익을 기록하고 있지만 앞서 살펴본 바와 같이 모바일 게임 매출 비중이 70-80%로 높은데, 2022년 모바일 게임 시장의 부진이 2023년도 이어질 가능성이 높다는 데 있다.

2023년은 모바일 매출 하락이 칼리스트로 프로토콜의 성과와 상쇄되며 2022년 수준의 영업이익을 지키는 데 성공하겠으나 이후 작품에 대한 정보가 부재하다. 특히 신규 대작은 2024년 이후를 기다려야 한다는 점이 모멘텀 측면에서 부담이다.

다만 동사는 스팀 글로벌 동시접속자 수 1위를 기록한 기록을 보유한 배틀 그라운드를 개발한 저력이 있고, 추후 개발하는 작품 또한 모바일보다는 PC/콘솔 게임 가능성이 높다는 점은 긍정적이다. 다음 작품 트레일러가 공개되길 기다려 본다.

그림126 크래프톤과 유사한 원IP 업체들 지난 5년 평균 PER은 17배 수준



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

크라프트톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,670.4	1,886.3	1,928.6	1,947.0	1,674.8
매출액증가율 (%)	53.6	12.9	2.2	1.0	-14.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,670.4	1,886.3	1,928.6	1,947.0	1,674.8
판매관리비	896.6	1,246.7	1,157.5	1,134.0	1,197.4
영업이익	773.9	639.6	771.1	812.9	477.5
영업이익률	46.3	33.9	40.0	41.8	28.5
금융손익	-2.3	3.9	23.7	52.5	73.2
중속/관계기업손익	-0.3	-1.0	-16.3	0.8	-7.1
기타영업외손익	-104.6	107.8	120.5	64.5	46.3
세전계속사업이익	666.8	750.4	899.0	930.7	589.9
법인세비용	110.5	230.5	229.9	215.5	136.6
당기순이익	556.3	519.9	669.1	715.2	453.3
지배주주지분 손이익	556.3	519.9	669.1	715.2	453.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	649.0	713.9	365.1	1,218.1	502.5
당기순이익(손실)	556.3	519.9	669.1	715.2	453.3
유형자산상각비	40.9	61.7	123.2	58.0	27.3
무형자산상각비	3.3	5.8	10.1	5.0	2.5
운전자본의 증감	-152.5	-34.8	-331.0	483.8	19.4
투자활동 현금흐름	-0.8	-1,199.7	-1,830.1	77.9	0.6
유형자산의증가(CAPEX)	-25.9	-61.3	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-55.0	-489.7	-47.4	0.0	0.1
재무활동 현금흐름	-27.1	2,736.2	20.8	-0.3	30.0
차입금의 증감	-7.3	282.3	20.8	-0.3	30.0
자본의 증가	19.4	2,836.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	573.1	2,299.5	-1,444.2	1,295.6	533.2
기초현금	146.7	719.9	3,019.3	1,575.1	2,870.8
기말현금	719.9	3,019.3	1,575.1	2,870.8	3,403.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,292.5	3,653.7	4,097.8	4,877.7	5,390.7
현금및현금성자산	719.9	3,019.3	1,575.2	2,870.8	3,404.0
매출채권	462.5	530.7	542.6	115.8	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	426.6	1,981.4	1,900.4	1,837.4	1,807.5
유형자산	140.4	243.8	125.5	67.5	40.2
무형자산	11.6	828.7	818.6	813.6	811.1
투자자산	132.3	621.0	668.4	668.4	668.3
자산총계	1,719.1	5,635.1	5,998.2	6,715.1	7,198.2
유동부채	406.7	638.2	381.6	381.3	381.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1.0	0.0	0.3	0.0	0.0
비유동부채	98.3	388.7	339.2	341.2	371.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	20.0	20.0	50.0
부채총계	505.0	1,026.9	720.8	722.5	752.3
자본금	4.3	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,003.8	3,839.1	3,839.1	3,839.1	3,839.1
기타포괄이익누계액	33.0	50.8	50.8	50.8	50.8
이익잉여금	37.9	557.8	1,226.9	1,942.1	2,395.4
비지배주주지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	1,214.1	4,608.2	5,277.3	5,992.6	6,445.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	41,169	41,515	39,309	39,676	34,130
EPS(지배주주)	13,710	11,442	13,638	14,575	9,237
CFPS	23,399	21,019	18,732	19,119	12,299
EBITDAPS	20,161	15,564	18,433	17,850	10,338
BPS	28,377	94,107	107,540	122,115	131,353
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	40.2	14.0	13.1	20.7
PCR	0.0	21.9	10.2	10.0	15.6
PSR	0.0	11.1	4.9	4.8	5.6
PBR	0.0	4.9	1.8	1.6	1.5
EBITDA	818.0	707.2	904.4	876.0	507.3
EV/EBITDA	-0.8	28.0	7.0	5.7	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	61.9	17.9	13.5	12.7	7.3
EBITDA 이익률	49.0	37.5	46.9	45.0	30.3
부채비율	41.6	22.3	13.7	12.1	11.7
금융비용부담률	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
이자보상배율(x)	136.6	91.9	66.7	68.5	38.7
매출채권회전율(x)	4.0	3.8	3.6	5.9	28.9
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2022. 10. 11

컴투스 078340

다음 메타버스 바람을 기다릴 때

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 <서머너즈워> 개발사로 1세대 국내 모바일 게임 업체
- ✓ 위지웍스튜디오 인수, NFT/메타버스 등 신사업으로 최근 눈 돌려
- ✓ 동사의 메타버스 '컴투스'는 파트너사 고려 시 가시성 높아
- ✓ 다만 최근 <서머너즈워: 크로니클> 출시 전후 주가 변동폭 미미한 것처럼 이미 동사의 주가 드라이버는 게임이 아님. 다음 메타버스 바람을 기다릴 때

Hold (신규)

적정주가 (12개월) **94,000 원**
현재주가 (10.7) **76,800 원**
상승여력 **22.4%**

KOSDAQ	698.49pt
시가총액	9,881억원
발행주식수	1,287만주
유통주식비율	62.86%
외국인비중	11.66%
52주 최고/최저가	176,700원/69,400원
평균거래대금	186.8억원

주요주주(%)
컴투스홀딩스 외 6 인 29.53

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	-34.1	-24.6
상대주가	1.0	-12.4	2.9

주가그래프



주가 드라이버의 변화

동사는 1세대 모바일 게임업체로 분류된다. 2014년 출시한 <서머너즈워>를 성공시키며 국내 모바일 게임 업체들의 리레이팅을 이끈 바 있다. 리니지M 출시 이후 모바일 게임 시장의 성공은 동사보다는 타사들의 몫이 컸고 동사는 지속적으로 다른 사업으로 눈을 돌렸다.

VFX 및 영상 콘텐츠 제작을 담당하는 위지웍스튜디오 지분을 인수했고, 여타 1세대 게임 업체들이 그러하듯 NFT, 메타버스 등 2021년 신사업으로 주목받은 사업에 적극적으로 임하고 있다.

당사는 게임으로써 NFT에 대해서는 다소 보수적 입장이다. 다만 동사의 메타버스 사업은 파트너사를 고려했을 때 가시성이 가장 높아 보인다. 컴투스의 메타버스 '컴투스'는 SKT 이프렌드와 유사한 가상 오피스 시스템을 탑재한 형태로 하나금융그룹, 교원, 채널A, MBN 등 다양한 업체들로부터 400억원의 투자 유치가 진행되고 있다. 이들의 컴투스 내 입점 시 가상 공간 내 광고가 탑재되는 등 다양한 커머스/광고 비즈니스로 확장될 수 있어 보인다.

게임에서 메타버스로 변한 동사의 주가 모멘텀

동사의 적정주가 9만4천원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2023년 예상 BPS의 1배 수준에 해당한다. <서머너즈워: 크로니클> 등 신규 게임이 출시되었지만 더 이상 게임 사업은 동사 주가의 주요 모멘텀이 아니다. 본격적 주가 상승은 다시 한번 시장의 관심이 메타버스, NFT로 집중될 때라고 판단한다.

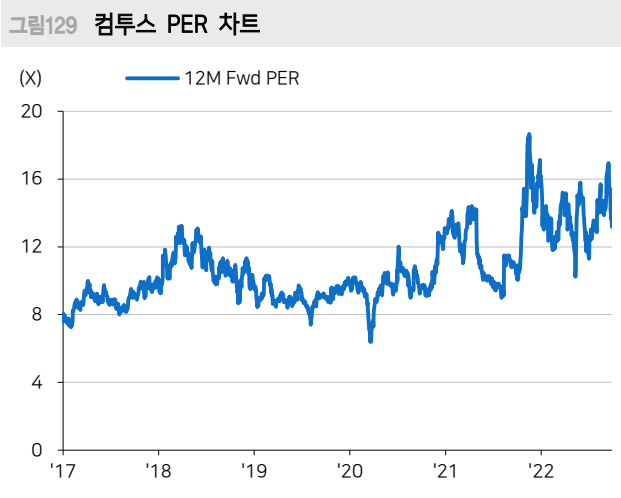
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	509.0	114.1	80.4	6,246	-30.3	75,644	25.5	2.1	11.5	8.5	7.4
2021	558.7	52.6	129.4	10,061	59.0	91,234	15.7	1.7	30.6	12.1	31.6
2022E	695.7	2.4	5.7	446	-118.3	91,680	172.2	0.8	14.8	0.5	35.2
2023E	786.6	26.0	33.3	2,591	-130.5	94,271	29.6	0.8	12.2	2.8	35.4
2024E	760.7	5.1	63.1	4,907	461.9	99,178	15.7	0.8	15.9	5.1	23.8



자료: 컴투스



자료: 컴투스



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표77 적정주가 산정 내역

(원)	비고
BPS	94,271 2023E 지배지분 기준 BPS
적정배수(X)	1.0
적정가치	1조 2,094억원
적정주가	94,000 반올림
현재주가	76,800
상승여력(%)	22.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표78 컴투스 연간 실적 전망						
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	469.3	509.0	558.7	695.7	786.6	760.7
모바일게임	464.9	501.7	485.1	471.1	543.4	497.4
미디어/컨텐츠 서비스	0.0	0.0	59.8	216.1	234.7	254.8
기타	3.2	7.2	13.8	8.5	8.5	8.5
% YoY						
매출	-2.6	8.5	9.8	24.5	13.1	-3.3
게임	-2.8	7.9	-3.3	-2.9	15.3	-8.5
미디어/컨텐츠 서비스	N/A	N/A	N/A	261.3	8.6	8.5
기타	N/A	123.1	90.3	-38.5	0.0	0.0
매출원가						
매출원가	68.9	88.9	159.9	290.0	291.1	301.3
% to sales	14.7	17.5	28.6	41.7	37.0	39.6
% YoY	17.1	29.0	79.9	81.3	0.4	3.5
판매비						
판매비	274.5	306.0	346.1	403.3	469.4	454.3
% to sales	58.5	60.1	62.0	58.0	59.7	59.7
% YoY	-0.7	11.5	13.1	16.5	16.4	-3.2
이익 추정						
영업이익	126.0	114.1	52.6	2.4	26.0	5.0
% YoY	-14.1	-9.4	-53.9	-95.5	997.8	-80.6
영업이익률(%)	26.8	22.4	9.4	0.3	3.3	0.7
세전이익	148.0	103.6	145.3	-28.2	9.5	51.7
% YoY	-13.4	-30.0	40.2	적전	흑전	442.8
지배주주순이익	111.8	80.4	129.4	5.7	33.3	63.1
% YoY	-13.7	-28.1	61.1	-95.6	480.9	89.4

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

표79 컴투스 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	98.3	147.5	128.2	134.9	116.7	152.9	113.1	176.1	133.3	193.4	164.4	204.6	208.6	202.2	181.5	194.2
모바일게임	97.1	146.8	126.1	131.6	112.5	147.0	108.8	116.8	97.8	130.9	114.9	127.5	146.3	139.8	131.4	125.8
미디어/콘텐츠 서비스								59.8	32.8	59.0	47.3	77.1	59.6	58.9	47.8	68.4
기타	1.2	0.7	2.1	3.3	4.2	5.9	4.3	-0.6	2.7	3.5	2.3	0.0	2.7	3.5	2.3	0.0
% YoY																
매출	-8.7	18.8	10.4	11.3	18.7	3.6	-11.8	30.5	14.3	26.5	45.4	16.2	56.5	4.6	10.4	-5.1
게임	-8.8	19.3	9.6	9.5	15.8	0.1	-13.7	-11.3	-13.0	-11.0	5.5	9.2	49.6	6.8	14.4	-1.3
미디어/콘텐츠 서비스												28.8	81.9	-0.1	1.1	-11.3
기타	N/A	-36.8	86.6	220.2	265.8	750.3	102.5	적전	-35.4	-40.4	-47.0	N/A	0.0	0.0	0.0	N/A
매출원가	17.9	21.8	22.3	26.9	24.0	27.8	31.1	77.1	56.3	81.3	70.4	82.0	68.2	77.0	69.4	76.5
% to sales	18.2	14.8	17.4	19.9	20.6	18.2	27.5	43.8	42.3	42.0	42.8	40.1	32.7	38.1	38.2	39.4
% YoY	20.3	19.8	51.1	27.8	34.3	27.2	39.3	186.9	134.7	192.7	126.3	6.4	21.1	-5.2	-1.5	-6.6
판관비	56.8	87.6	79.6	82.0	75.0	114.1	69.1	87.9	79.6	108.3	102.5	112.9	117.9	132.2	107.4	111.9
% to sales	57.8	59.4	62.0	60.8	64.3	74.7	61.1	49.9	59.7	56.0	62.3	55.2	56.5	65.4	59.2	57.6
% YoY	-9.4	19.0	13.5	20.5	32.1	30.2	-13.2	7.2	6.1	-5.1	48.4	28.4	48.1	22.1	4.8	-0.9
이익 추정																
영업이익	23.6	38.0	26.4	26.1	17.7	11.0	12.9	11.1	-2.7	3.8	-8.5	9.7	22.5	-7.0	4.7	5.8
% YoY	-21.6	17.8	-15.8	-19.0	-25.3	-71.2	-50.9	-57.6	적전	-65.6	적전	-12.2	흑전	적전	흑전	-40.2
영업이익률(%)	24.1	25.8	20.6	19.3	15.1	7.2	11.4	6.3	-2.0	2.0	-5.2	4.8	10.8	-3.5	2.6	3.0
세전이익	40.7	41.1	25.0	-3.1	39.6	11.9	67.5	26.2	-2.6	18.1	1.6	-45.3	28.8	-4.0	9.1	-24.5
% YoY	2.4	-5.8	-39.0	적전	-2.6	-71.0	170.2	흑전	적전	51.9	-97.7	적전	흑전	적전	476.2	적지
지배주주순이익	30.0	31.2	19.2	0.0	28.6	11.6	62.0	27.2	5.6	22.3	9.4	-31.6	25.9	4.1	15.7	-12.4
% YoY	-1.4	-19.7	-41.3	적전	-4.6	-62.6	222.4	흑전	-80.3	91.5	-84.8	적전	360.3	-81.6	67.0	적지

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

컴투스 (078340)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	509.0	558.7	695.7	786.6	760.7
매출액증가율 (%)	8.5	9.8	24.5	13.1	-3.3
매출원가	88.9	159.9	290.0	291.1	301.3
매출총이익	420.1	398.7	405.7	495.4	459.4
판매관리비	306.0	346.1	403.3	469.4	454.3
영업이익	114.1	52.6	2.4	26.0	5.1
영업이익률	22.4	9.4	0.3	3.3	0.7
금융손익	13.4	44.2	17.7	2.6	31.4
중속/관계기업손익	-1.9	43.8	-0.8	4.1	4.1
기타영업외손익	-22.0	4.7	-47.5	-23.2	11.2
세전계속사업이익	103.6	145.3	-28.2	9.5	51.7
법인세비용	27.2	23.7	-5.9	2.7	13.5
당기순이익	76.4	121.5	-22.3	6.8	38.2
지배주주지분 순이익	80.4	129.4	5.7	33.3	63.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	102.5	90.2	10.8	-0.5	87.5
당기순이익(손실)	76.4	121.5	-22.3	6.8	38.2
유형자산상각비	6.1	8.7	47.0	39.1	36.4
무형자산상각비	2.6	5.2	17.4	18.8	20.1
운전자본의 증감	-6.7	4.5	-18.5	-55.7	-11.5
투자활동 현금흐름	-44.6	-52.2	-24.0	149.4	-520.3
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-6.6	-35.0	-35.0	-35.0
투자자산의감소(증가)	-66.6	-440.5	102.2	-2.0	-0.1
재무활동 현금흐름	-35.0	156.3	-7.4	-9.1	-164.8
차입금의 증감	-0.7	269.4	14.0	-3.0	-160.4
자본의 증가	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.3	195.7	-20.6	139.8	-597.6
기초현금	35.7	58.0	253.7	233.1	373.0
기말현금	58.0	253.7	233.1	373.0	-224.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	716.1	644.9	688.5	690.4	567.3
현금및현금성자산	58.0	253.7	233.1	373.0	-224.7
매출채권	53.5	63.9	79.5	87.6	74.1
재고자산	0.0	6.2	0.0	0.0	0.0
비유동자산	333.1	1,213.9	1,192.3	1,201.4	1,210.1
유형자산	13.1	86.8	74.8	70.8	69.4
무형자산	46.3	343.2	435.8	447.0	456.9
투자자산	232.3	716.6	614.4	616.4	616.5
자산총계	1,049.1	1,858.8	1,880.8	1,891.8	1,777.4
유동부채	65.9	175.3	264.9	461.9	281.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	1.1	39.3	39.3	229.7	39.3
유동성장기부채	0.0	9.0	3.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	270.6	225.3	32.5	60.3
사채	0.0	190.4	190.4	0.0	0.0
장기차입금	0.0	3.4	23.4	23.4	53.4
부채총계	72.0	445.9	490.2	494.4	341.8
자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	208.0	208.1	208.1	208.1	208.1
기타포괄이익누계액	2.8	109.5	109.5	109.5	109.5
이익잉여금	833.1	945.2	950.9	984.3	1,047.4
비지배주주지분	3.9	239.1	211.1	184.5	159.6
자본총계	977.1	1,412.9	1,390.7	1,397.5	1,435.6

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	39,560	43,422	54,068	61,133	59,121
EPS(지배주주)	6,246	10,061	446	2,591	4,907
CFPS	9,838	6,574	682	3,438	7,853
EBITDAPS	9,549	5,165	5,189	6,522	4,779
BPS	75,644	91,234	91,680	94,271	99,178
DPS	1,500	1,300	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.5	15.7	172.2	29.6	15.7
PCR	16.2	24.1	112.7	22.3	9.8
PSR	4.0	3.6	1.4	1.3	1.3
PBR	2.1	1.7	0.8	0.8	0.8
EBITDA	122.9	66.5	66.8	83.9	61.5
EV/EBITDA	11.5	30.6	14.8	12.2	15.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	12.1	0.5	2.8	5.1
EBITDA 이익률	24.1	11.9	9.6	10.7	8.1
부채비율	7.4	31.6	35.2	35.4	23.8
금융비용부담률	0.1	0.5	0.9	0.8	0.6
이자보상배율(x)	339.8	17.7	0.4	4.3	1.2
매출채권회전율(x)	10.0	9.5	9.7	9.4	9.4
재고자산회전율(x)		180.0	224.1		

Industry Indepth
2022. 10. 11

카카오게임즈 293490

2023년 이후의 신규 전략을 기다리며

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 모바일 게임 퍼블리싱이 주요 사업. 퍼블리셔로서 한계에서 벗어나고자 게임 개발사에 초기부터 투자. 라이온하트스튜디오 또한 이 성과
- ✓ 22년에 이어 23년 모바일 게임 시장 부진 예상되어 본업 마진 축소 이어질 것
- ✓ 하반기 대어인 라이온하트스튜디오 상장까지는 안전. 본업의 마진 하락과 지속 될 자회사 상장은 본사 가치에 긍정적이기 어려워 그 후에 대한 고민이 필요

Hold (신규)

적정주가 (12개월) 53,000 원
현재주가 (10.7) 39,600 원
상승여력 33.8%

KOSDAQ	698.49pt
시가총액	32,567억원
발행주식수	8,224만주
유통주식비율	41.33%
외국인비중	11.11%
52주 최고/최저가	108,700원/39,600원
평균거래대금	362.2억원

주요주주(%)
카카오 외 17 인 52.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.8	-47.8	-41.2
상대주가	-9.6	-30.7	-19.7

주가그래프



본업은 모바일 게임 퍼블리싱. 게임 회사에 더해 골프/레저로 확대

동사는 2013년 모바일 게임 개발/서비스 목적으로 설립된 업체로 카카오톡 내 게임 서비스를 담당하던 사업 부문을 양수하며 카카오 기업집단 내 게임 사업을 도맡아 성장했으며 모바일 게임의 퍼블리싱이 주요 업무다. 퍼블리셔로서 한계 극복을 위해 게임 개발 단계 업체들에 대한 투자를 초기부터 단행했고, <오딘> 개발사인 라이온하트스튜디오(21년 자회사 편입) 인수 또한 이와 맥락이 같다. 이 외 골프 사업을 영위하는 카카오VX와 레저 사업자인 세나테크놀로지를 보유하고 있으며 이들 또한 라이온하트에 이어 상장 준비 중으로 알려져 있다. 양사는 각각 17년, 21년 자회사 편입되었다.

라이온하트 상장까지는 safe

모바일 게임 시장은 22년에 이어 23년에도 부진할 전망이다. 시장 위축기에는 유통사인 퍼블리셔 마진 하락을 피하기 어렵다. 19년 15%를 기록하던 동사의 퍼블리싱 마진은 22년 11%, 23년 9%까지 하락할 것으로 전망된다.

반면, 이익의 대부분을 설명하는 라이온하트의 상장은 빠아프다. 상반기 동사 영업이익 1,231억원 중 라이온하트의 기여는 1,074억원이었다. 핵심 자회사의 상장은 주식으로써 대체재가 증가하며 모회사에 긍정적으로 작용하기 어렵다.

적정주가 53,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2023 예상 EPS(라이온하트 포함)에 상장 후 평균 PER인 27배를 적용했다. 동 주가는 현재 행사 가능한 동사의 CB 전환가와 유사하다. 하반기 대어인 라이온하트 상장 전까지 주가는 당분간 유지될 가능성이 높다. 퍼블리싱 중심인 동사의 핵심 비즈니스의 장기 마진은 하락 가능성이 높고, 지속된 자회사 상장은 현재와 같은 시장 상황에서 보유 지분 가치로 인정받기 어려워 2023년을 준비할 새로운 카드가 필요해 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	495.5	66.5	86.0	1,379	582.0	13,529	33.4	3.4	33.1	12.1	27.7
2021	1,012.5	111.9	528.7	7,061	541.5	27,130	12.9	3.4	45.6	34.1	77.9
2022E	1,305.4	231.5	80.2	1,005	-74.8	26,526	39.4	1.5	10.3	3.7	59.9
2023E	1,513.1	311.5	124.3	1,512	46.8	28,037	26.2	1.4	10.6	5.5	60.0
2024E	1,365.0	215.9	123.9	1,507	-7.6	29,544	26.3	1.3	10.7	5.2	55.5

표80 카카오게임즈 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	391.0	495.5	1,012.5	1,305.4	1,513.1	1,365.0
PC	162.4	183.7	107.1	65.7	73.3	69.7
모바일	181.5	248.9	754.9	889.6	1,052.1	869.2
기타	47.2	62.9	150.5	350.1	387.7	426.1
% YoY						
매출	-7.1	26.7	104.3	28.9	15.9	-9.8
PC	-12.7	13.2	-41.7	-38.6	11.6	-4.9
모바일	-10.2	37.2	203.3	17.8	18.3	-17.4
기타	44.3	33.2	139.4	132.6	10.7	9.9
영업비용						
영업비용	356.0	429.0	900.6	1,073.9	1,201.6	1,149.0
% to sales	91.0	86.6	88.9	82.3	79.4	84.2
% YoY	-4.7	20.5	109.9	19.2	11.9	-4.4
인건비	61.1	88.7	131.5	212.9	242.3	268.2
스톡옵션 관련 비용	1.9	1.9	6.9	13.9	19.3	25.8
지급수수료	208.3	242.7	548.6	454.7	518.8	424.3
마케팅비	31.8	31.1	79.3	77.4	85.5	74.6
상각비	0.0	0.0	34.4	86.1	91.4	94.4
기타	54.8	66.5	106.8	242.8	263.7	287.5
이익 추정						
영업이익	35.0	66.5	111.9	231.5	311.5	215.9
% YoY	-25.8	90.0	68.2	106.8	34.6	-30.7
영업이익률(%)	9.0	13.4	11.1	17.7	20.6	15.8
세전이익	20.1	77.9	722.1	219.1	276.3	254.2
% YoY	-29.1	286.9	826.5	-69.7	26.1	-8.0
지배주주순이익	11.0	86.0	528.7	80.1	124.3	123.9
% YoY	-42.0	681.9	514.9	-84.8	55.1	-0.3

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	96.4	106.5	150.5	142.0	130.1	129.5	466.2	286.7	266.3	338.8	366.2	334.0	314.9	379.3	457.5	361.4
PC	42.9	45.4	43.9	51.6	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	16.9	19.3	18.6	15.0	18.5	21.2
모바일	42.8	45.2	89.5	71.4	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	258.1	241.2	215.4	244.7	337.9	254.1
기타	10.7	16.0	17.1	19.1	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	91.3	73.5	81.0	119.6	101.0	86.0
% YoY																
매출	<i>4.7</i>	<i>11.5</i>	<i>54.2</i>	<i>34.3</i>	<i>34.9</i>	<i>21.5</i>	<i>209.7</i>	<i>101.9</i>	<i>104.7</i>	<i>161.7</i>	<i>-21.4</i>	<i>16.5</i>	<i>18.2</i>	<i>11.9</i>	<i>24.9</i>	<i>8.2</i>
PC	-8.7	10.7	13.3	44.8	19.0	-58.6	-59.1	-62.6	-71.4	-20.3	-6.0	0.0	27.5	0.0	10.0	10.0
모바일	15.7	5.9	104.1	23.2	40.5	86.3	358.6	180.1	194.6	152.8	-37.1	20.6	21.5	14.8	30.9	5.3
기타	32.4	34.2	13.8	56.8	76.9	65.7	120.6	253.0	294.2	319.0	141.8	9.0	8.6	8.0	10.7	17.1
영업비용	83.7	90.5	129.3	125.5	114.5	121.4	423.4	241.2	224.3	257.8	303.4	288.5	281.5	300.7	329.0	290.4
% to sales	86.8	84.9	85.9	88.3	88.0	93.7	90.8	84.1	84.2	76.1	82.8	86.4	89.4	79.3	71.9	80.4
% YoY	1.6	3.2	43.7	30.8	36.8	34.1	227.5	92.3	95.8	112.4	-28.4	19.6	25.5	16.7	8.4	0.7
인건비	17.7	21.9	22.2	26.9	25.5	25.7	33.8	46.4	47.5	50.4	52.3	62.6	56.6	55.9	58.6	71.3
지급수수료	50.4	48.7	74.8	68.8	60.3	59.5	324.2	104.6	89.3	94.5	138.3	132.7	126.1	121.3	150.2	121.1
마케팅비	2.1	3.2	14.4	11.4	8.1	13.3	36.4	21.4	14.9	20.4	28.8	13.4	18.4	22.7	30.4	14.0
상각비	3.9	4.9	5.1	4.2	4.6	4.5	6.0	19.3	20.1	21.1	22.6	22.3	23.1	21.9	23.4	23.1
기타	9.7	11.7	12.8	14.2	15.9	18.4	23.0	49.5	52.5	71.4	61.4	57.5	57.4	78.9	66.5	60.9
이익 추정																
영업이익	12.7	16.0	21.2	16.6	15.6	8.1	42.7	45.5	42.1	81.0	62.8	45.5	33.4	78.6	128.5	71.0
% YoY	31.1	104.0	177.7	68.8	22.9	-49.5	101.3	174.7	169.7	900.2	47.0	0.1	-20.7	-3.0	104.5	56.0
영업이익률(%)	13.2	15.1	14.1	11.7	12.0	6.3	9.2	15.9	15.8	23.9	17.2	13.6	10.6	20.7	28.1	19.6
세전이익	15.0	21.2	25.5	16.3	20.1	3.0	61.8	637.2	34.2	116.9	52.6	15.4	29.6	69.1	131.8	45.8
% YoY	39.2	2,566.0	363.1	427.0	34.3	-85.8	142.0	3,814.5	70.3	3,775.2	-14.8	-97.6	-13.5	-40.9	150.5	197.7
지배주주순이익	13.5	19.1	27.9	25.5	20.8	1.0	49.6	457.3	13.5	45.1	23.9	-2.4	9.2	33.4	77.5	4.3
% YoY	75.3	2,948.0	678.5	흑전	54.3	-94.8	77.5	1,691.9	-34.7	4,444.9	-51.9	적전	-32.2	-26.0	224.6	흑전

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림130 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	495.5	1,012.5	1,305.4	1,513.1	1,365.0
매출액증가율 (%)	26.7	104.3	28.9	15.9	-9.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,305.4	1,513.1	1,365.0
판매관리비	429.0	900.6	1,073.9	1,201.6	1,149.0
영업이익	66.5	111.9	231.5	311.5	215.9
영업이익률	13.4	11.1	17.7	20.6	15.8
금융손익	34.2	-47.1	-19.5	-5.7	-0.6
중속/관계기업손익	-1.6	12.8	-18.8	-12.0	12.8
기타영업외손익	-21.2	644.4	26.0	-17.4	26.0
세전계속사업이익	77.9	722.1	219.1	276.3	254.2
법인세비용	10.4	201.9	79.4	64.8	58.8
당기순이익	67.5	520.2	139.7	211.5	195.4
지배주주지분 손이익	86.0	528.7	80.2	124.3	123.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	82.3	227.8	-694.9	348.0	288.7
당기순이익(손실)	67.5	520.2	139.7	211.5	195.4
유형자산상각비	13.2	20.1	51.2	-45.4	40.2
무형자산상각비	9.1	23.2	107.5	91.2	77.4
운전자본의 증감	-14.7	56.7	-993.7	90.3	-24.3
투자활동 현금흐름	-168.4	-804.0	112.2	21.3	-20.1
유형자산의증가(CAPEX)	-27.8	-11.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-204.6	-447.7	16.4	-1.4	-3.7
재무활동 현금흐름	408.7	818.1	588.3	-10.6	20.5
차입금의 증감	66.5	555.1	588.3	-10.6	20.5
자본의 증가	398.9	325.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	320.1	241.5	5.6	358.7	289.1
기초현금	247.1	567.2	808.7	814.3	1,173.0
기말현금	567.2	808.7	814.3	1,173.0	1,462.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	695.6	1,151.3	1,110.8	1,495.5	1,787.1
현금및현금성자산	567.2	808.7	814.3	1,173.0	1,462.1
매출채권	53.8	90.6	116.8	135.4	122.1
재고자산	11.7	60.2	105.4	115.9	127.5
비유동자산	614.3	3,153.8	2,983.7	2,939.4	2,825.4
유형자산	49.4	75.4	29.2	74.6	34.3
무형자산	153.3	2,128.2	2,020.8	1,929.6	1,852.1
투자자산	332.4	792.9	776.5	777.9	781.6
자산총계	1,309.9	4,305.0	4,094.5	4,434.9	4,612.5
유동부채	159.3	842.7	330.8	469.6	429.4
매입채무	0.3	11.5	14.9	17.3	15.6
단기차입금	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	125.2	1,041.8	1,203.5	1,193.5	1,216.0
사채	0.9	496.6	496.6	496.6	496.6
장기차입금	0.0	1.2	601.2	601.2	631.2
부채총계	284.5	1,884.5	1,534.3	1,663.2	1,645.4
자본금	7.4	7.8	7.8	7.8	7.8
자본잉여금	728.3	1,053.7	1,053.7	1,053.7	1,053.7
기타포괄이익누계액	85.7	271.3	271.3	271.3	271.3
이익잉여금	179.5	740.6	820.7	945.1	1,069.0
비지배주주지분	22.6	319.2	378.8	466.0	537.4
자본총계	1,025.4	2,420.5	2,560.2	2,771.7	2,967.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,949	13,524	16,363	18,399	16,597
EPS(지배주주)	1,379	7,061	1,005	1,512	1,507
CFPS	1,418	-416	4,852	4,078	4,642
EBITDAPS	1,424	2,073	4,891	4,345	4,056
BPS	13,529	27,130	26,526	28,037	29,544
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	33.4	12.9	39.4	26.2	26.3
PCR	32.4	-218.6	8.2	9.7	8.5
PSR	5.8	6.7	2.4	2.2	2.4
PBR	3.4	3.4	1.5	1.4	1.3
EBITDA	88.8	155.2	390.1	357.3	333.6
EV/EBITDA	33.1	45.6	10.3	10.6	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.1	34.1	3.7	5.5	5.2
EBITDA 이익률	17.9	15.3	29.9	23.6	24.4
부채비율	27.7	77.9	59.9	60.0	55.5
금융비용부담률	1.0	0.7	1.3	1.5	1.6
이자보상배율(x)	13.5	16.2	13.6	14.1	9.8
매출채권회전율(x)	11.2	14.0	12.6	12.0	10.6
재고자산회전율(x)	42.0	28.2	15.8	13.7	11.2

Industry Indepth
2022. 10. 11

넷마블 251270

체크 요건

▲ 인터넷/게임

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

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

- ✓ 동사는 한국 최초의 게임 퍼블리싱 업체로 과거 대규모 TV 광고 시대를 열었음
- ✓ 22년 모바일 게임 시장 부진 23년도 큰 반등 없어 퍼블리싱 마진 하락 예상
- ✓ 신사업에 투자되는 자금이 더해 대규모 인수에 따른 차환 부담 가중은 부담
- ✓ 핵심 사업 가치 하락과 부채 방향성을 체크한 뒤 신규 진입이 유효한 시기
- ✓ 적정주가 65,000원으로 Hold 투자의견 제시

Hold (신규)

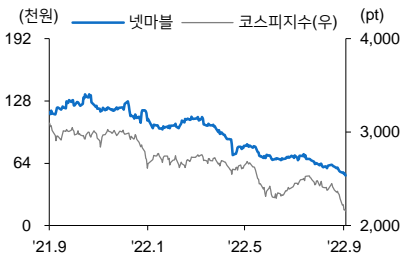
적정주가 (12개월) **65,000 원**
현재주가 (10.7) **50,200 원**
상승여력 **29.5%**

KOSPI	2,232.84pt
시가총액	43,149억원
발행주식수	8,595만주
유통주식비율	31.17%
외국인비중	23.31%
52주 최고/최저가	135,000원/50,200원
평균거래대금	128.0억원

주요주주(%)	
방준혁 외 13 인	24.85
CJ ENM	21.78
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.6	-51.7	-58.5
상대주가	-9.1	-41.7	-45.0

주가그래프



핵심 사업 가치 하락과 부채 방향성 체크가 필요

동사는 2001년 설립된 한국 최초의 게임 퍼블리싱 업체다. 오랜 전통만큼 매출을 구성하는 게임 포트폴리오도 다양하다. 국내에서는 대규모 마케팅비를 동반한 TV 광고를 본격화한 사업자로도 꼽힌다. 2022년 모바일 게임 시장의 부진이 2023년에도 이어질 것으로 전망되어 시장 위축기 유통 마진을 수취하는 성격의 동사 퍼블리싱 마진은 하락이 예상된다. 동사의 별도 법인 영업이익률은 2019년 3.7%에서 2021년 1.8%까지 하락했는데 2022년 0.2%로 BEP에 근접한 수준까지 하락할 전망이다.

최근에는 블록체인, NFT 분야에 많은 자본이 투여되고 있다. 하반기 다수의 블록체인이 적용된 게임 런칭 계획을 밝힌 바 있으며 지난해 말에는 장르 다각화와 북미 시장 공략을 목적으로 '스핀엑스게임즈'를 인수한 바 있다. 다수 게임사와 코웨이 인수까지 동사는 이를 대부분 차입을 통해 해결했다.

지금은 관망이 유효

적정주가 65,000원 및 Hold 투자의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2023년 영업가치 기준 산정이 어려워 2023년 예상 지배 BPS 1배를 기준으로 산정했다. 주요 사업부에 해당하는 모바일 게임 퍼블리싱 시장의 2023년 전망이 그리 밝지 않은 데 더해 자금 상황 또한 녹록지 않아 보인다. 지난해 인수한 스펀엑스 관련하여 차입금과 이자를 합산해 약 1.8조원이 필요해 보인다. 지난 상반기 스펀엑스 유상감자 금액을 합산하면 약 1.5조원의 추가 자금이 요구된다. 코웨이, 하이브, 엔씨소프트 등 2분기말 기준 상장 지분 가치는 약 2.8조원 존재하나 이용 계획에 대해서는 알려진 바 없다. 영업 가치의 큰 반등을 기대하기 어려운 시기로 자금 차환에 대해 지켜본 뒤 접근이 유효해 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,484.8	272.1	313.0	3,647	98.6	62,986	36.1	2.1	30.3	6.3	45.5
2021	2,506.9	151.0	240.2	2,796	-26.4	67,379	44.7	1.9	42.2	4.3	77.5
2022E	2,748.5	13.1	-193.0	-2,245	-181.4	65,133	-22.4	0.8	24.4	-3.4	61.2
2023E	2,790.0	71.5	25.6	298	-107.7	65,432	168.3	0.8	19.8	0.5	53.3
2024E	2,730.7	68.3	18.5	215	-45.5	65,647	233.5	0.8	18.9	0.3	49.6

표82 넷마블 연간 실적 전망						
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정						
매출	2,178.7	2,484.8	2,506.9	2,748.5	2,790.0	2,730.7
모바일게임	2,024.8	2,301.0	2,302.1	2,569.3	2,619.7	2,568.9
기타	153.9	183.8	204.8	179.2	170.2	161.7
% YoY						
매출	7.8	14.0	0.9	9.6	1.5	-2.1
모바일게임	8.2	13.6	0.0	11.6	2.0	-1.9
기타	2.5	19.4	11.5	-12.5	-5.0	-5.0
영업비용	1,976.0	2,212.7	2,355.9	2,735.4	2,718.4	2,662.4
% to sales	90.7	89.1	94.0	99.5	97.4	97.5
% YoY	11.0	12.0	6.5	16.1	-0.6	-2.1
지급수수료	1,033.8	1,115.6	1,122.2	1,206.4	1,209.6	1,099.9
인건비	478.2	532.3	639.9	751.0	755.1	777.5
마케팅비	292.4	392.4	400.0	492.7	456.1	479.2
기타	171.6	172.4	193.7	285.3	297.7	305.8
이익 추정						
영업이익	202.7	272.0	151.0	13.1	71.5	68.3
% YoY	-16.1	34.2	-44.5	-91.3	445.7	-4.6
영업이익률(%)	9.3	10.9	6.0	0.5	2.6	2.5
세전이익	218.4	474.6	351.2	-258.4	26.3	10.3
% YoY	-24.8	117.3	-26.0	적전	흑전	-60.9
지배주주순이익	156.0	313.0	240.2	-193.0	25.6	18.5
% YoY	-17.7	100.6	-23.2	적전	흑전	-27.9

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표83 넷마블 분기별 실적 전망																
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출 추정																
매출	532.9	685.7	642.3	623.8	570.4	577.2	607.1	752.3	631.5	660.6	705.6	750.9	671.9	692.6	694.3	731.2
모바일게임	492.6	636.7	593.3	578.4	530.5	536.9	558.4	676.2	586.4	614.4	659.3	709.2	629.1	648.7	650.3	691.6
기타	40.4	49.0	49.0	45.4	39.8	40.3	48.7	76.0	45.1	46.2	46.2	41.6	42.9	43.9	43.9	39.5
% YoY																
매출	11.6	30.3	3.6	12.4	7.0	-15.8	-5.5	20.6	10.7	14.5	16.2	-0.2	6.4	4.8	-1.6	-2.6
모바일게임	10.5	29.8	2.4	13.7	7.7	-15.7	-5.9	16.9	10.5	14.4	18.1	4.9	7.3	5.6	-1.4	-2.5
기타	27.3	37.4	21.7	-1.8	-1.3	-17.8	-0.6	67.4	13.3	14.7	-5.0	-45.3	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
영업비용																
영업비용	512.5	604.0	554.9	541.3	516.2	561.0	580.4	698.3	643.4	695.2	692.6	704.1	667.9	691.9	680.5	678.1
% to sales	96.2	88.1	86.4	86.8	90.5	97.2	95.6	92.8	101.9	105.2	98.2	93.8	99.4	99.9	98.0	92.7
% YoY	15.5	22.5	3.6	7.4	0.7	-7.1	4.6	29.0	24.7	23.9	19.3	0.8	3.8	-0.5	-1.7	-3.7
지급수수료	249.3	309.2	285.5	271.6	256.9	271.6	280.4	313.3	275.9	291.8	304.0	334.7	298.9	303.7	295.2	311.7
인건비	124.8	131.5	138.0	138.1	143.6	154.9	158.1	183.3	187.1	190.0	188.7	185.2	193.0	191.3	189.2	181.5
마케팅비	95.0	124.9	85.7	86.8	77.6	100.4	100.4	121.6	112.8	144.4	126.2	109.3	103.4	125.8	119.3	107.6
기타	43.4	38.5	45.8	44.8	38.0	34.1	41.6	80.1	67.7	69.1	73.6	75.0	72.5	71.1	76.9	77.3
이익 추정																
영업이익	20.4	81.7	87.3	82.5	54.2	16.1	26.7	54.0	-11.9	-34.6	13.0	46.7	4.0	0.7	13.7	53.1
% YoY	-39.8	146.1	3.5	61.5	165.3	-80.3	-69.5	-34.5	적전	적전	-51.4	-13.5	흑전	흑전	5.9	13.5
영업이익률(%)	3.8	11.9	13.6	13.2	9.5	2.8	4.4	7.2	-1.9	-5.2	1.8	6.2	0.6	0.1	2.0	7.3
세전이익	54.1	84.6	116.0	220.0	94.6	62.5	56.0	138.0	-58.3	-167.1	-37.7	4.6	-8.8	0.7	9.6	24.8
% YoY	-7.7	114.7	4.6	2,213.0	74.9	-26.1	-51.7	-37.3	적전	적전	적전	-96.7	적지	흑전	흑전	440.7
지배주주순이익	53.9	75.3	83.7	100.0	56.4	45.7	30.1	108.0	-43.0	-118.3	-39.0	7.4	1.0	2.7	2.1	19.8
% YoY	36.8	95.4	5.7	흑전	4.8	-39.3	-64.0	7.9	적전	적전	적전	-93.1	흑전	흑전	흑전	166.7

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,484.8	2,506.9	2,748.5	2,790.0	2,730.7
매출액증가율 (%)	14.0	0.9	9.6	1.5	-2.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,748.5	2,790.0	2,730.7
판매관리비	2,212.7	2,355.9	2,735.4	2,718.4	2,662.4
영업이익	272.1	151.0	13.1	71.5	68.3
영업이익률	10.9	6.0	0.5	2.6	2.5
금융손익	11.7	28.3	-346.2	-131.7	-140.3
중속/관계기업손익	192.0	209.8	122.2	119.8	117.4
기타영업외손익	-1.1	-38.0	-47.6	-33.3	-35.1
세전계속사업이익	474.6	351.2	-258.5	26.3	10.3
법인세비용	136.6	102.0	-55.6	10.6	1.7
당기순이익	338.1	249.2	-202.9	15.7	8.6
지배주주지분 순이익	313.0	240.2	-193.0	25.6	18.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,820.7	1,962.6	1,452.0	1,247.1	1,175.4
현금및현금성자산	1,257.5	1,353.7	842.0	572.3	551.3
매출채권	181.8	201.6	221.0	511.0	291.4
재고자산	4.6	4.0	0.3	5.1	5.6
비유동자산	6,402.7	8,701.2	7,904.8	7,675.0	7,546.3
유형자산	423.1	322.8	278.1	221.7	243.6
무형자산	1,291.8	4,099.0	3,922.6	3,748.0	3,573.4
투자자산	4,536.2	3,869.5	3,294.2	3,295.4	3,319.5
자산총계	8,223.4	10,663.8	9,356.8	8,922.2	8,721.7
유동부채	1,633.5	3,056.2	1,400.7	1,034.6	883.2
매입채무	70.5	57.0	62.5	63.5	62.1
단기차입금	513.2	1,671.0	-0.0	-0.0	-0.0
유동성장기부채	306.5	57.1	217.1	0.0	0.0
비유동부채	939.3	1,599.9	2,151.4	2,067.1	2,009.4
사채	159.5	159.7	-0.3	-0.3	-0.3
장기차입금	161.9	539.3	1,379.3	1,379.3	1,379.3
부채총계	2,572.8	4,656.1	3,552.1	3,101.7	2,892.7
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
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	2,041.7	2,067.3	2,085.8
비지배주주지분	243.5	216.2	206.3	196.4	186.5
자본총계	5,650.6	6,007.7	5,804.8	5,820.5	5,829.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	372.3	137.5	-207.2	-230.7	247.8
당기순이익(손실)	338.1	249.2	-202.9	15.7	8.6
유형자산상각비	39.2	44.0	54.7	66.4	78.2
무형자산상각비	72.6	106.6	176.4	174.6	174.6
운전자본의 증감	-27.1	-115.5	-231.0	-483.0	-13.5
투자활동 현금흐름	-1,529.1	-1,157.5	569.8	178.1	-268.8
유형자산의증가(CAPEX)	-210.5	-86.4	-10.0	-10.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	575.3	-1.2	-24.1
재무활동 현금흐름	866.7	1,099.1	-874.3	-217.1	0.0
차입금의 증감	988.6	1,794.0	-831.0	-217.1	0.0
자본의 증가	6.2	10.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-317.3	96.2	-511.7	-269.7	-21.0
기초현금	1,574.8	1,257.5	1,353.7	842.0	572.3
기말현금	1,257.5	1,353.7	842.0	572.3	551.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	28,959	29,171	31,977	32,459	31,769
EPS(지배주주)	3,647	2,796	-2,245	298	215
CFPS	4,928	3,949	-140	3,228	3,220
EBITDAPS	4,473	3,509	2,841	3,636	3,735
BPS	62,986	67,379	65,133	65,432	65,647
DPS	767	528	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	36.1	44.7	-22.4	168.3	233.5
PCR	26.7	31.7	-358.3	15.6	15.6
PSR	4.5	4.3	1.6	1.5	1.6
PBR	2.1	1.9	0.8	0.8	0.8
EBITDA	383.8	301.6	244.2	312.6	321.0
EV/EBITDA	30.3	42.2	24.4	19.8	18.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	4.3	-3.4	0.5	0.3
EBITDA 이익률	15.4	12.0	8.9	11.2	11.8
부채비율	45.5	77.5	61.2	53.3	49.6
금융비용부담률	0.9	1.4	1.6	1.3	1.2
이자보상배율(x)	11.8	4.2	0.3	2.0	2.0
매출채권회전율(x)	15.1	13.1	13.0	7.6	6.8
재고자산회전율(x)	509.8	583.8	1,290.2	1,029.2	507.4

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 관련된 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)	

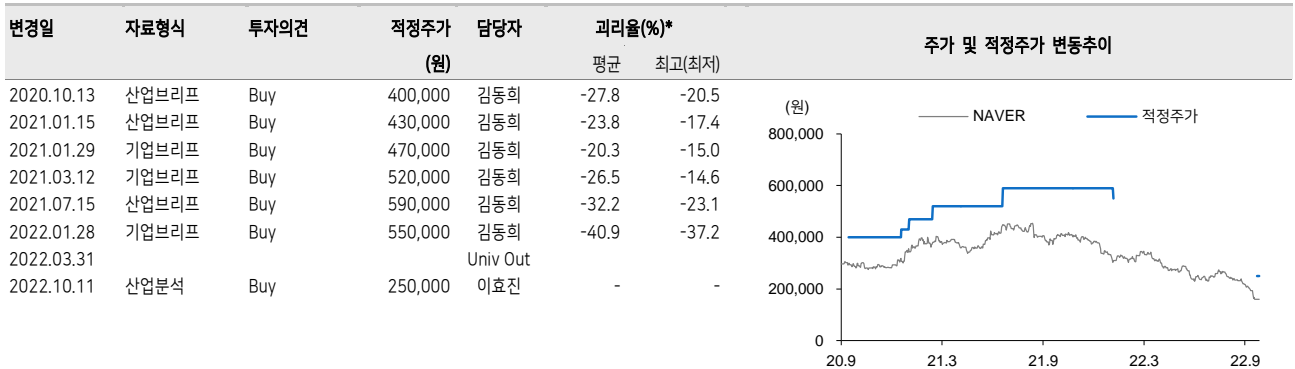
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

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

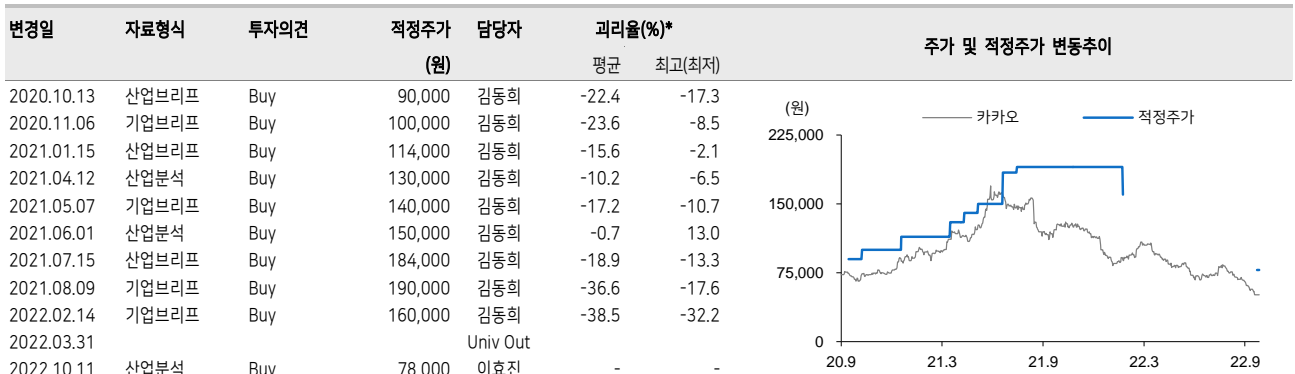
NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



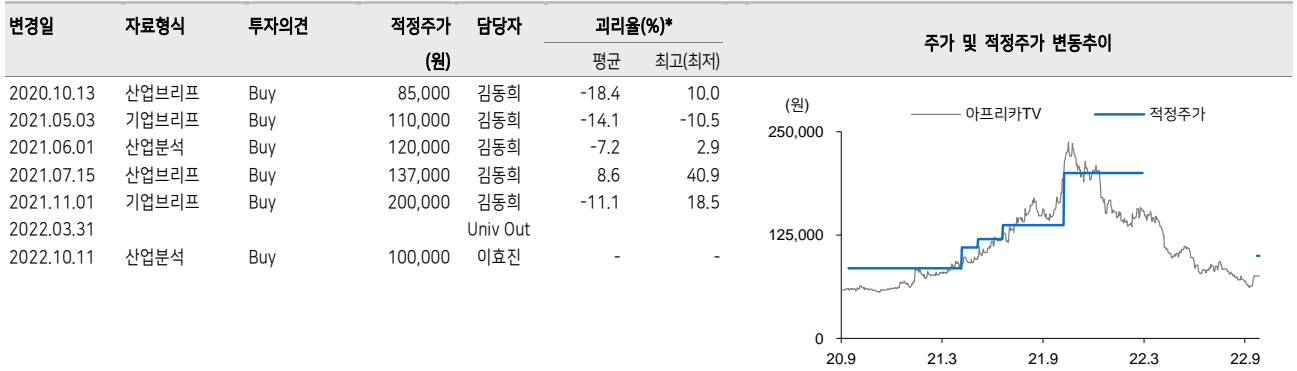
카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



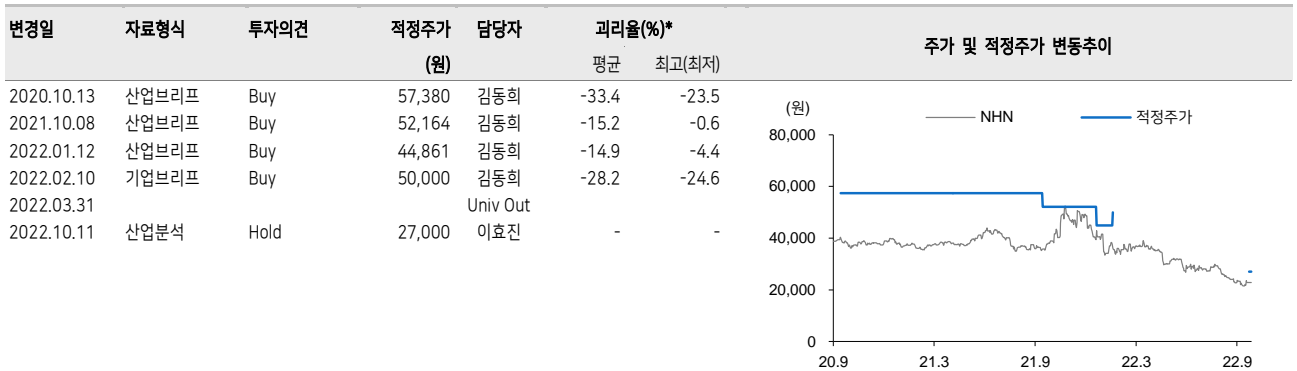
아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



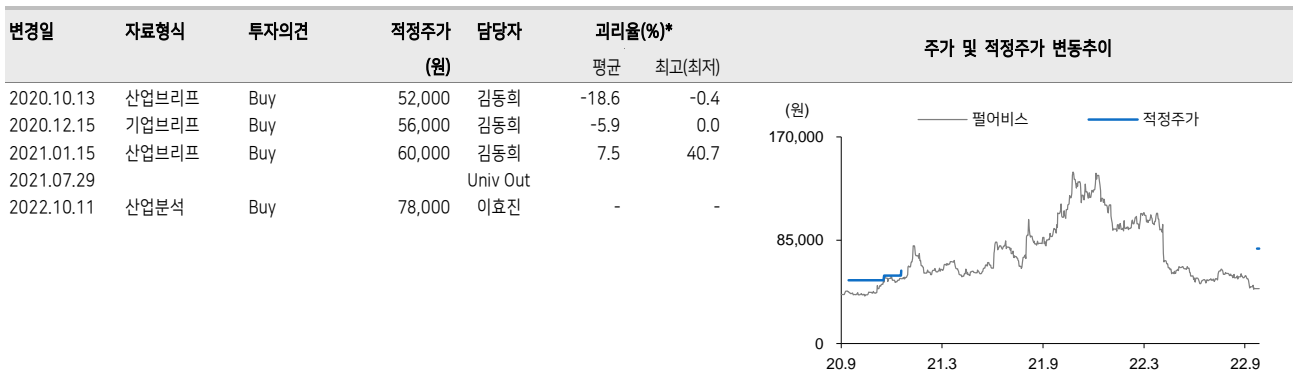
NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



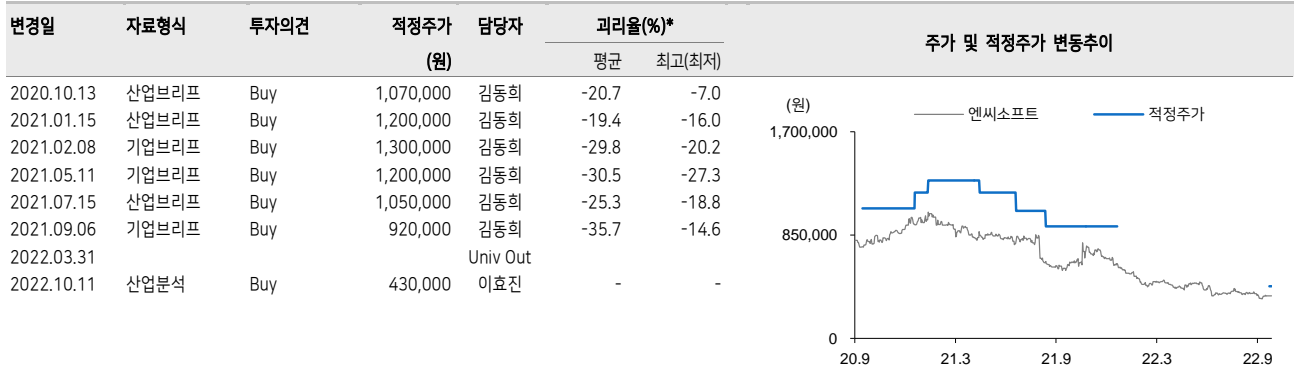
펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



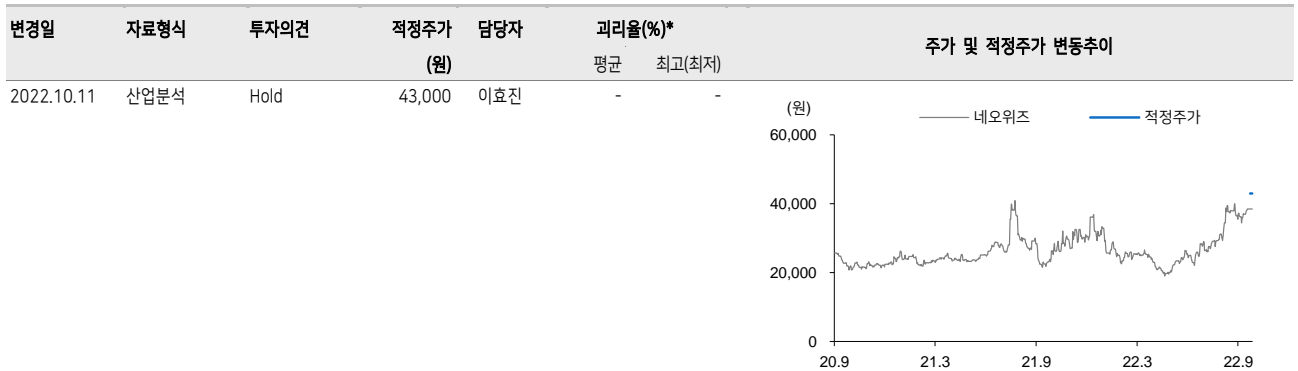
엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



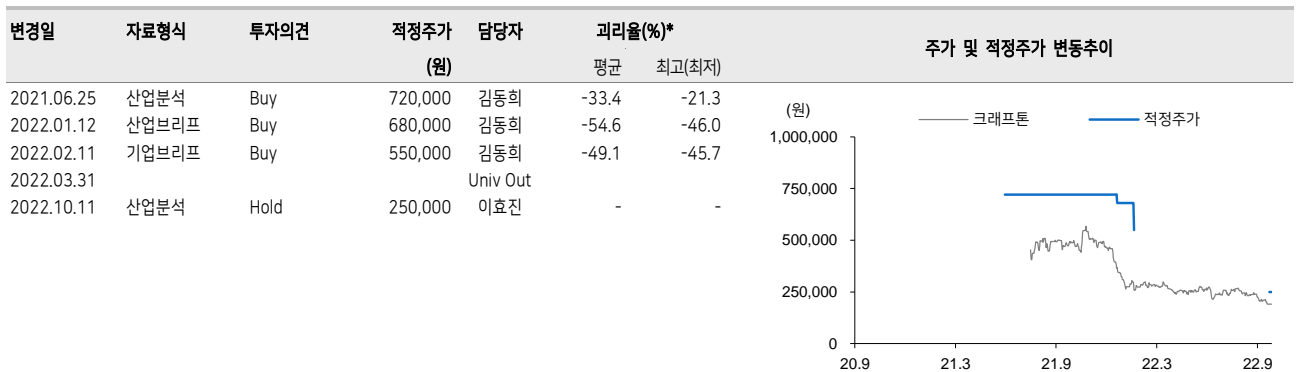
네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



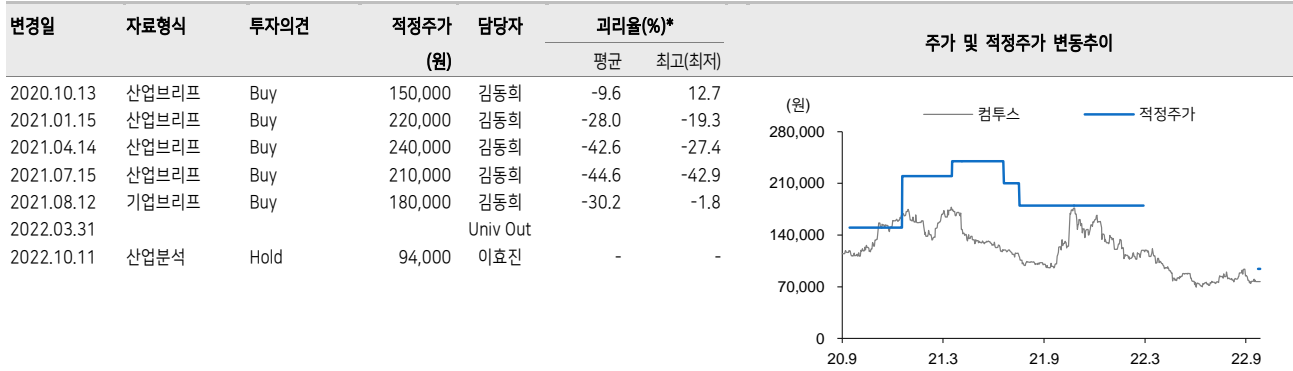
크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



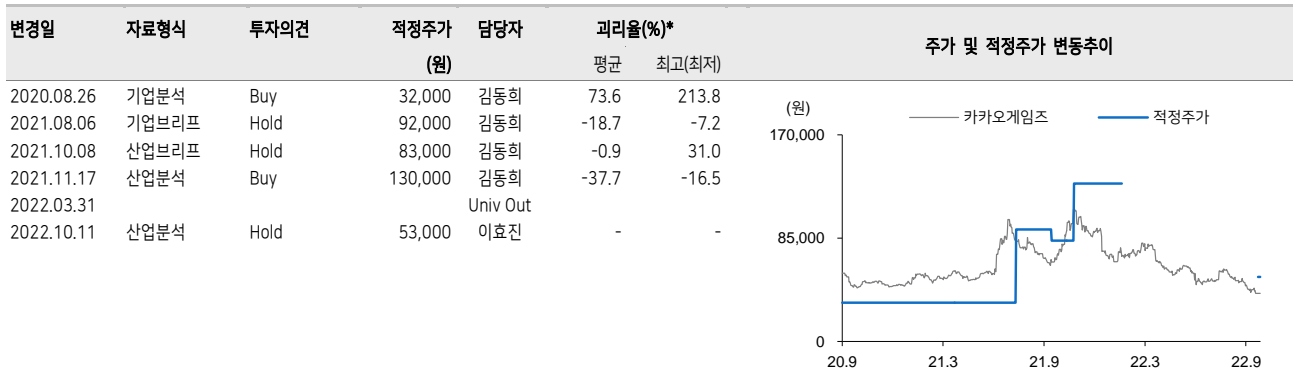
컴투스 (078340) 투자등급변경 내용

* 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

