

2023. 1. 10



## ▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

**Overweight (상향)**

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
NAVER(035420)	Buy	230,000원
카카오(035720)	Buy	72,000원
아프리카TV(067160)	Buy	110,000원
NHN(181710)	Hold	27,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	560,000원
펄어비스(263750)	Buy	78,000원
넷마블(251270)	Buy	63,000원
네오위즈(095660)	Hold	42,000원
크래프톤(259960)	Hold	190,000원
카카오게임즈(293490)	Hold	45,000원

# 인터넷/게임

## 달라진 환경, 달라져야 할 전략

- ✓ 4분기 인터넷/게임 업체들의 실적은 대체로 시장 기대치 하회
- ✓ 그러나 주가는 이와 별개로 움직이는 상황
- ✓ 플랫폼의 경우 글로벌 피어에 의한 주가 상승 압력 강한 상황. 파도를 이용할 때
- ✓ 게임은 PC/콘솔 신시장 진출에 더해 달라진 중국 환경으로 실적 바닥이 상향되는 시기. 신작 비수기를 매수 기회로 이용할 때
- ✓ 플랫폼은 밸류에이션 상향, 게임은 추가 투자포인트 발생. 업종의견 overweight 상황

**[플랫폼] 실적 말고 밸류에이션**

지난 11월 이후 네이버/카카오 주가의 상승 압력이 커지고 있다. 기업의 적정가치가 예상 이익과 멀티플의 함수라고 볼 때 최근의 현상은 멀티플 영향이 컸다. 특히 중국 정부의 플랫폼 규제 완화로 peer valuation 바닥권에 위치한 중국 업체의 주가 상승이 가팔랐다. 반면 메타를 제외하면 미국 플랫폼 업체들은 맛있는 흐름을 보였고, 한국 플랫폼 사업자는 이들의 그 중간 형태를 띠었다.

미국의 추가 하락이 없다면, 오는 3월 양회 이전까지는 중국 플랫폼 추가 규제 완화 기대가 주가 상승 압력을 가할 것으로 예상된다. 이를 통한 국내 플랫폼 업체의 직/간접적 수혜는 전무하나 평균 밸류에이션 상황에 따른 주가 상승은 기대할 수 있는 구간이다. 실적 반등의 여지에 매여 있기 보다는 peer valuation 상향이라는 파도를 이용하는 전략이 현실적인 시기로 판단된다.

**[게임] 신작 출시 비수기를 이용하는 방법**

국내 게임사 주가는 신작 출시가 부재한 12월에 접어들며 다소 부진한 흐름이 이어지고 있다. 12월 중국 외자 판호가 발급되며 한국 업체도 수혜가 있었으나 오랜 기간 학습된 중국 규제의 변동성으로 인해 주가는 이를 크게 반영하지 않고 있다.

당사는 1) 중국 정부의 플랫폼 고용 촉진 의도, 2) 중국 내 배기 정책의 필요성, 3) 그간 강화된 중국 게임 산업의 경쟁력, 그리고 4) 오는 9월 항저우 아시안 게임에 근거하여 중국의 완화된 정책이 당분간 이어질 것으로 예상된다.

최근 PC/콘솔 시장의 메기는 마이크로소프트다. 액티비전 블리자드를 인수하며 시장의 큰 변화가 예상된 바 있으나 반독점 조사가 길어지며 변화가 늦춰지고 있다. 당사는 최종적 합병에는 차질이 없을 것으로 예상된다. 특히 올 여름 <P의 거짓> 흥행을 활용하여 마이크로소프트가 '게임패스'를 글로벌 영역으로 확대하며 PC/콘솔 라이브 서비스 중심의 클라우드 게이밍이 주목 받을 것으로 예상된다.

2023년 PC/콘솔이라는 신규 플랫폼 진출이 본격화되며 국내 업체들의 시장이 확대되는 기존 투자 포인트는 유지한 채 동력을 잃었던 모바일 게임이 중국 변화로 인해 하락 완화, 혹은 상승 전환이 점쳐지는 상황이다. 신작 비수기를 매수 기회로 이용할 시기다. 게임 산업에 대한 긍정적 의견을 유지한다.

표1 인터넷/게임 4Q22 Preview at a Glance											
(십억원)		4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	2021	2022E	2023E
네이버	매출액	2,170.9	1,927.7	12.6	2,057.3	5.5	2,230.3	-2.7	6,817.6	8,119.3	9,525.5
	영업이익	334.9	351.3	-4.7	330.2	1.4	354.7	-5.6	1,325.5	1,303.1	1,418.6
	세전이익	370.1	559.4	-33.8	374.7	-1.2	389.8	-5.1	2,126.4	1,264.6	1,598.0
	지배순이익	263.5	319.8	-17.6	257.0	2.6	332.2	-20.7	16,489.8	875.0	1,123.2
카카오	매출액	1,892.2	1,785.7	6.0	1,858.7	1.8	1,951.8	-3.1	6,136.7	7,224.9	8,226.4
	영업이익	78.6	106.6	-26.3	150.3	-47.7	130.4	-39.7	594.9	558.6	677.7
	세전이익	-731.2	553.5	적전	236.7	적전	55.7	N/A	2,293.7	1,501.6	857.7
	지배순이익	-737.1	76.8	적전	106.3	적전	30.2	N/A	1,392.2	740.0	565.1
NHN	매출액	547.3	545.8	0.3	522.4	4.8	566.8	-3.4	1,923.7	2,101.5	2,301.9
	영업이익	15.0	25.0	-40.1	8.3	80.2	15.3	-2.3	97.9	44.0	83.0
	세전이익	7.4	44.9	-83.5	28.5	-74.0	14.4	-48.6	150.9	47.1	90.2
	지배순이익	0.2	45.7	-99.5	19.3	-98.8	5.8	-96.1	116.9	6.7	60.4
아프리카TV	매출액	84.9	75.4	12.6	81.8	3.8	86.6	-2.0	272.3	320.0	357.0
	영업이익	17.1	24.6	-30.3	20.7	-17.0	19.0	-9.9	88.8	84.1	99.9
	세전이익	18.7	23.1	-19.2	22.6	-17.4	17.7	5.2	89.1	88.7	105.6
	지배순이익	15.2	16.8	-9.5	17.2	-11.4	14.4	5.8	71.0	71.8	85.1
크래프톤	매출액	450.9	444.0	1.5	433.8	4.0	523.8	-13.9	1,886.3	1,831.3	1,802.4
	영업이익	75.3	43.0	75.1	140.3	-46.3	157.3	-52.2	639.6	689.8	619.9
	세전이익	12.7	37.2	-65.8	309.4	-95.9	176.4	-92.8	750.4	908.6	720.9
	지배순이익	-5.7	6.2	적전	226.4	적전	135.9	N/A	519.9	659.9	542.7
엔씨소프트	매출액	542.9	757.2	-28.3	604.2	-10.2	577.2	-6.0	2,308.8	2,566.7	2,532.3
	영업이익	78.6	109.5	-28.2	144.4	-45.6	86.5	-9.2	375.2	590.1	587.4
	세전이익	99.2	148.9	-33.4	250.4	-60.4	112.7	-12.0	491.3	745.8	739.8
	지배순이익	74.5	121.9	-38.9	181.8	-59.0	91.2	-18.3	396.9	543.8	547.6
카카오게임즈	매출액	251.1	286.7	-12.4	306.9	-18.2	283.7	-11.5	1,012.5	1,163.1	1,495.4
	영업이익	22.9	45.5	-49.6	43.7	-47.6	34.8	-34.3	111.9	189.8	254.9
	세전이익	-178.8	637.2	적전	26.5	적전	-0.7	N/A	722.1	-1.2	234.6
	지배순이익	-137.4	457.3	적전	3.2	적전	-1.0	N/A	528.7	-75.6	113.4
넷마블	매출액	674.2	752.3	-10.4	694.5	-2.9	698.1	-3.4	2,506.9	2,660.7	3,375.5
	영업이익	-20.7	54.0	적전	-38.1	적지	-14.9	N/A	151.0	-105.3	135.4
	세전이익	-53.6	138.0	적전	-288.7	적지	-70.6	N/A	351.2	-567.8	76.7
	지배순이익	-42.0	108.0	적전	-245.2	적지	-47.7	N/A	240.2	-448.6	51.3
플레이비스	매출액	90.1	118.0	-23.6	97.3	-7.4	97.6	-7.6	403.8	372.8	572.3
	영업이익	4.1	25.7	-84.0	12.0	-65.7	8.2	-49.7	43.0	17.0	158.3
	세전이익	-5.0	16.6	적전	29.9	적전	7.0	N/A	77.7	47.0	173.4
	지배순이익	-2.7	9.1	적전	21.3	적전	6.8	N/A	59.4	56.5	123.1
네오위즈	매출액	73.2	69.3	5.6	74.9	-2.4	76.3	-4.1	261.2	295.0	459.7
	영업이익	2.0	4.0	-50.8	5.2	-62.0	5.1	-60.6	21.2	24.3	95.4
	세전이익	4.1	19.1	-78.7	7.9	-48.7	8.0	-49.0	64.3	52.3	106.6
	지배순이익	3.3	19.4	-83.0	8.2	-59.5	6.5	-49.0	56.8	43.2	76.6

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터 추정

# [플랫폼] 파도를 이용하는 방법

## 1 현상

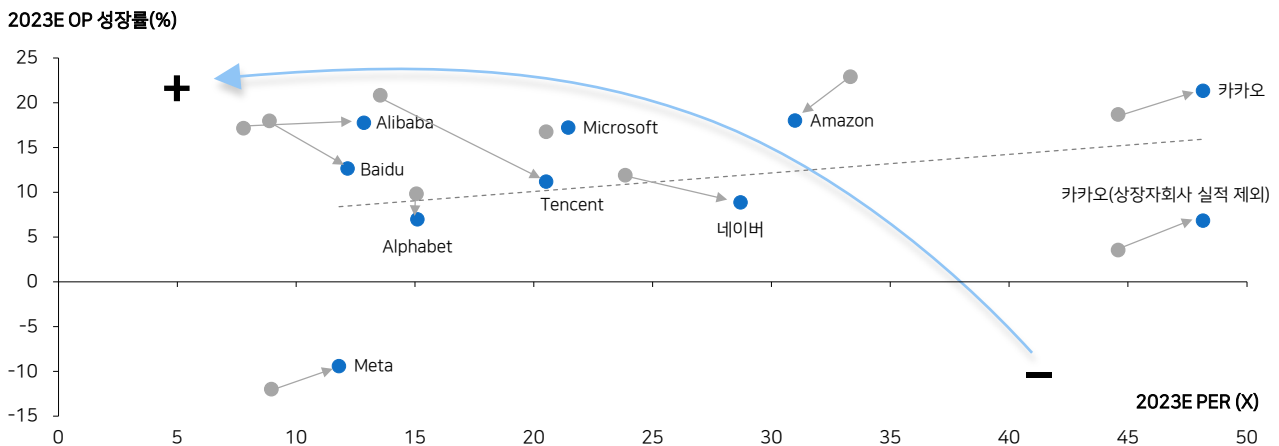
기업가치 = 예상이익 x 멀티플

기업의 적정가치가 예상 이익과 멀티플의 함수로 결정된다면, 최근 국내 플랫폼 업체들의 주가 상승 압력으로 작용한 것은 멀티플 영향이 주요했다.

글로벌 peer 바닥권 위치한  
업체 중심으로 주가 상승 커

특히 중국 플랫폼 업체들과 메타 중심으로 글로벌 플랫폼 peer valuation 바닥권을 형성하는 업체들의 주가가 크게 상승했다. 지난 11월 이후 중국 플랫폼 3사의 주가 상승률은 67%로 항셱 지수가 동기간 42% 올랐던 것과 비교해도 큰 폭의 상승세였다. 중국 플랫폼 업체의 경우 규제 완화에 대한 기대감이 실적 상향을 야기했기 때문으로 파악된다.

그림1 지난 11월 이후 글로벌 플랫폼 업체들의 이익 성장률과 밸류에이션 변화



주: 1) 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준

2) 아마존 OP growth는 AWS 성장률 이용. 컨센서스 기준 커머스 적자가 2023년에 2021년 수준으로 회복되는 것으로 반영되어 있어 growth 69%(2021년 수준)

자료: 메리츠증권 리서치센터

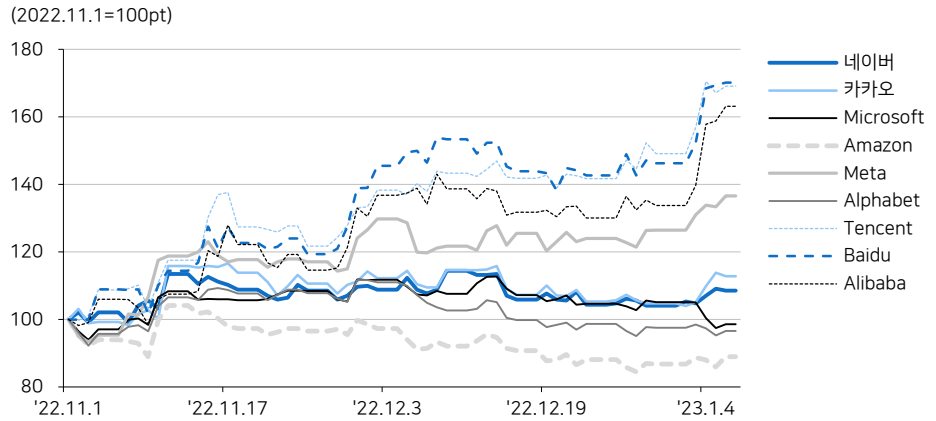
미-중 플랫폼 중간 수준의  
퍼포먼스를 기록한 한국 플랫폼  
주식들

반면, 미국 플랫폼 주식들은 상대적으로 밋밋한 흐름을 보였다. 한국 플랫폼 사업자들은 이들의 중간 수준의 퍼포먼스를 기록했다. 중국 플랫폼의 높은 주가 상승으로 지난 11월 이후 글로벌 플랫폼 업체의 2023년 기준 평균 밸류에이션은 14% 상향되었다. 동기간 네이버와 카카오의 주가는 각각 15%, 21% 상승해 유사한 흐름을 보였다.

최근 컨센서스 기준 국내 플랫폼 업체들의 2023년 예상 영업이익 성장률이 기존 대비 소폭 상승한 것으로 나타난 이유는 2022년 4분기 실적 하향 조정된 영향으로 보인다. 2023년 상반기 플랫폼 업체들의 주가 흐름은 실적의 변화보다는 밸류에이션에 영향을 줄 수 있는 요소를 위주로 예측하는 전략이 유효해 보인다.

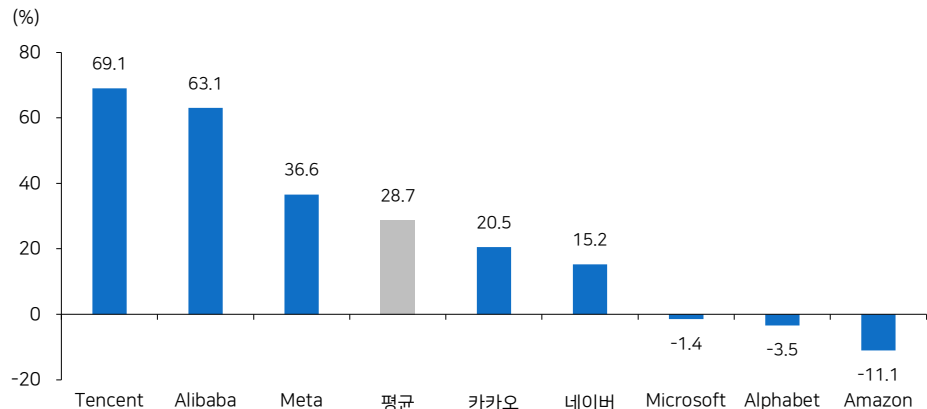
실적과 밸류에이션 이외 요소로는 오픈 AI로부터 야기될 검색 시장의 변화가 산업 내 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 예상된다.

그림2 메타, 중국 플랫폼주 위주 상승세 두드러져



주: 2022.11.1 주가를 100pt로 계산  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2022년 11월 이후 주가 상승률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2 전망

### 1. 중국 플랫폼주

지난 11월 이후 중국 내 코로나 통제가 이전과 다른 방향으로 흘러갈 가능성이 대두되며 항셱 지수는 빠르게 상승하기 시작했다. 이후 12월 관련하여 중국 정부의 정책이 실제적으로 발표되었고, 정부의 부양 정책과 함께 중국 플랫폼에 가해지던 규제도 점차 해소되는 모습을 보이기 시작했다.

게임 내 내자 관호 뿐 아니라 외자 관호가 본격적으로 발급되기 시작했고 한국 드라마를 포함한 콘텐츠 방영 허가가 대거 이루어진 점이 이에 해당한다. 또한 오랜 기간 정부와 마찰을 이뤘던 알리바바의 알리페이 홍콩 상장 가능성도 재점화되고 있다.

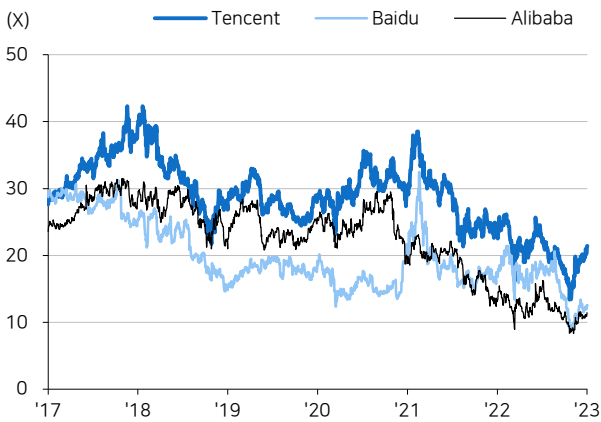
**표2 2020년 이후 중국 내 한국 콘텐츠 심의 통과 내역**

날짜	콘텐츠	내역
2020.12	외자판호	컴투스 <서머너즈 워: 천공의 아레나>
2021.02	외자판호	인디게임사 핸드메이드게임 <룸즈: 풀리지 않는 퍼즐>
2021.06	외자판호	필어비스 <검은사막 모바일>
2021.12	영화	영화 <오! 문희> 개봉
2022.01	방송	IPTV와 지방방송사에서 <사임당, 빛의 일기> 방영
2022.03	OTT	iQIYI에서 <밥 잘 사주는 예쁜 누나> 방영
	OTT	빌리빌리에서 <또 오해영>, <슬기로운 감빵생활>, <인현황후의 남자> 방영
2022.04	OTT	YOUKU에서 <지금 헤어지는 중입니다> 방영
	OTT	텐센트 비디오 에서 <당신이 잠든 사이에> 방영
2022.07	내자판호	넵툰 님블뉴런 <이터널 리턴: 인피니트>
2022.11	내자판호	넷마블 '스톤에이지' IP 기반 게임
	OTT	텐센트 비디오에서 영화 <강변호텔> 공개
	OTT	키이스트, 드라마 <하이예나> 리메이크 판권 판매
2022.12.08	OTT	키이스트, 드라마 <구경이> 방영권 YOUKU에 판매
	OTT	빌리빌리에서 <슬기로운 의사생활 시즌1> 방영
2022.12.12	OTT	YOUKU에서 <스물다섯 스물하나> 방영
2022.12.16	OTT	iQIYI에서 <힘센여자 도봉순> 방영
2022.12.20	방송	안후이위성TV 2023년 한국 드라마 방영 예고했으나 22일 번복
2022.12.28	외자판호	스마일게이트 <로스트아크>, <에픽세븐> 넥슨 <메이플스토리M>
		넷마블 <제2의 나라: 크로스 월드>, <A3: 스틸얼라이브>, 카밤 <샵 타이탄>
		엔픽셀 <그랑사가>

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

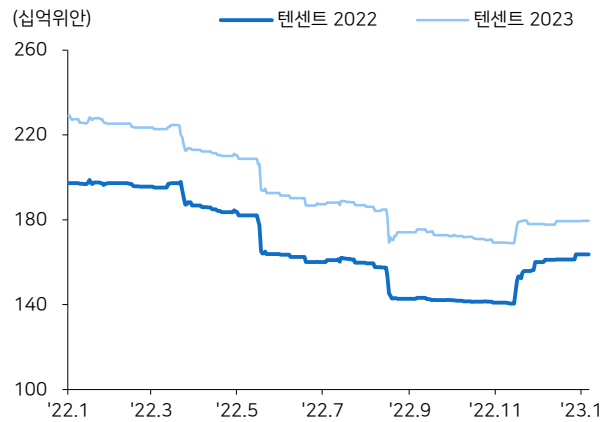
최근 높은 주가 상승에도 불구하고 현재 중국 플랫폼 주식들의 12M Fwd PER은 2017~2021년 밴드 하단을 회복한 수준에 불과하다. 절대적 밸류에이션이 높다고 보기는 어렵다. 오는 3월 양회 전까지는 추가 규제 완화에 대한 기대감이 이어질 가능성이 높다. 이는 1분기 국내 플랫폼 업체들의 주가 상승 압력으로 작용할 전망이다.

그림4 중국 플랫폼 밸류에이션, 이제 2017-2021 밴드 하단 도달



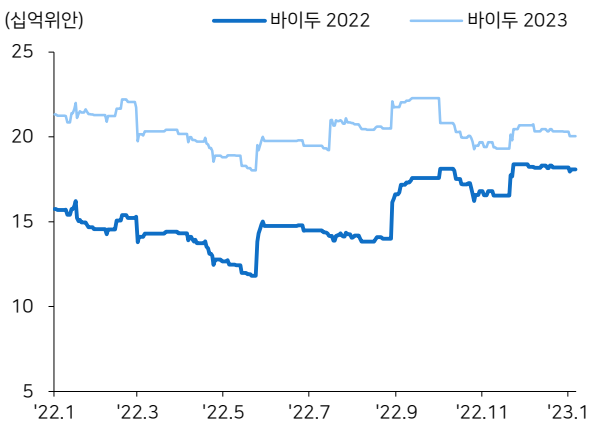
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 텐센트 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



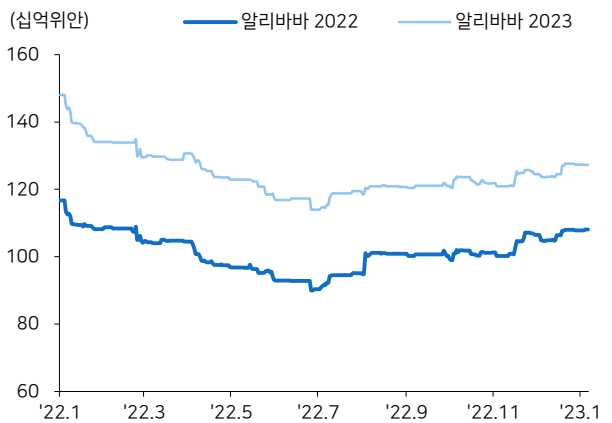
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 바이두 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 알리바바 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 미국 플랫폼주

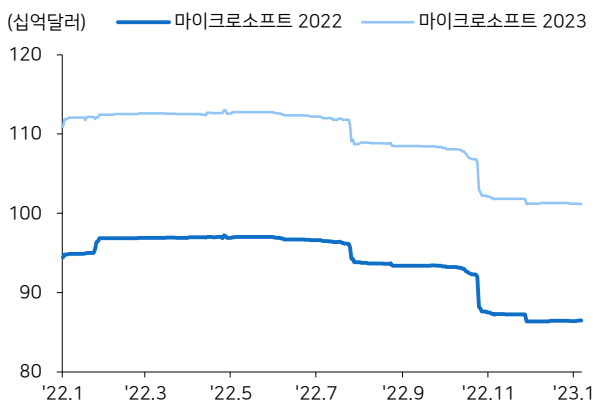
반면 미국 대표 플랫폼 업체들의 주가는 메타를 제외하고는 대부분 부진한 모습이 다. 지난 11월 이후 메타/마이크로소프트/구글/아마존 대표적 플랫폼 업체들의 평균 주가 상승률은 5.2%를 기록했으며 메타를 제외하면 -5.3%로 더욱 낮아진다. 나스닥 지수가 동기간 1% 상승한 점을 고려하더라도 부진한 수익률이다.

코로나 기간의 높은 성장 후 정체기 속에서 이들은 비용 절감을 통해 어려운 환경에 대응해 왔다. 대표적 방법이 구조조정인데 미국 노동 시장의 경직성이 과거 대비 증가할 가능성이 최근 높아지고 있다.

최근 마이크로소프트 내 첫 노조가 설립되었다. MS의 자회사인 게임업체 제니맥스는 근로자 300명 중 과반이 노조 설립에 찬성했다고 밝혔으며 MS도 노조 결성을 인정했다. 월마트에 이어 미국 2위 고용주 아마존 또한 지난 4월 아마존 물류창고 JFK8 노조 결성 투표가 가결되며 '무노조 경영'이 흔들리고 있다.

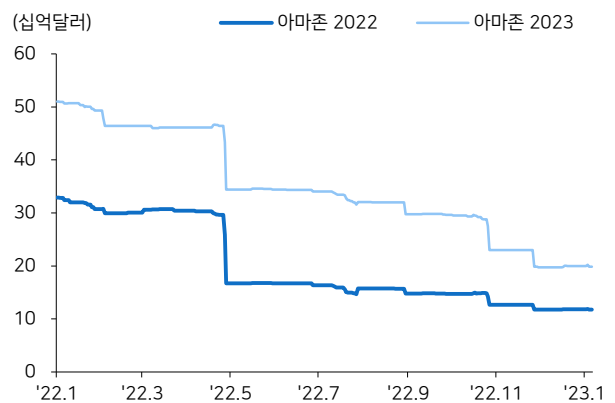
한국 대비 자유로운 노동력의 투입/제거가 가능했던 미국 플랫폼 사업자들도 비용의 유연성이 떨어질 수 있는 리스크로 떠오르며 실적에 대한 장기적 불확실성을 높이고 있다고 해석된다.

그림8 마이크로소프트 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



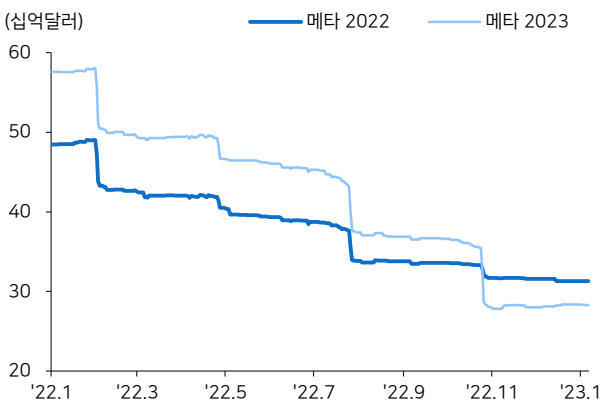
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아마존 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



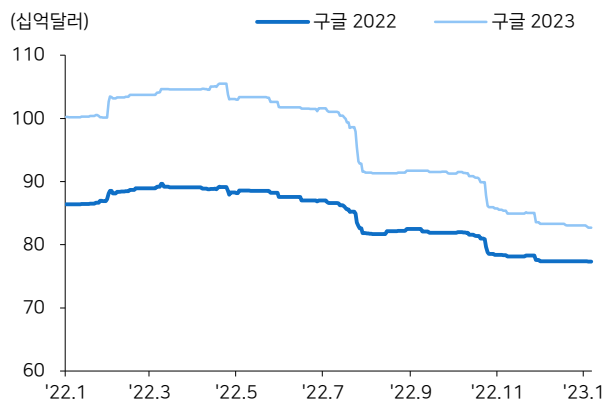
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 메타 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 구글 2022/2023 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

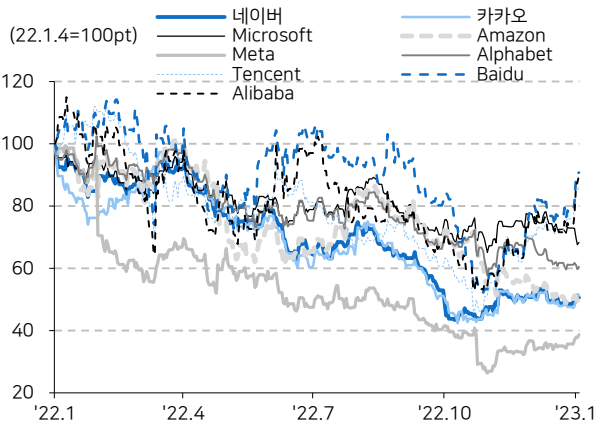
### 3. 한국 플랫폼주

매크로에 따른 영업 환경은 글로벌과 한국 상황이 유사하다. 중국과 같은 규제 해제(밸류에이션 할인 축소 요인)나 과거 대비 비용의 유연성이 떨어질 수 있는 미국의 사례는 한국 플랫폼 사업자들에게 변화 요인에 해당되지 않는다.

#### 1Q23 추가 흐름은 peer valuation 영향 커

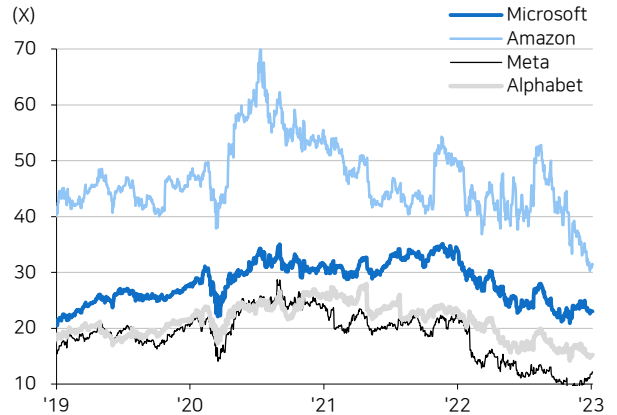
앞서 살펴본 글로벌 플랫폼 업체들의 사업적 변화가 네이버와 카카오에 미치는 사업적 영향은 제한적이다. 밸류에이션 측면의 변화가 1분기 흐름의 포인트가 될 것으로 예상된다. 11월 이후의 흐름이 이어진다면 글로벌 peer valuation 추가 상승 가능성이 높아 보인다. 미국 플랫폼 업체의 밋밋한 흐름과 중국의 기대감 증가의 중간값 수준의 밸류에이션 상황이 예상된다.

그림12 2022년 1월 이후 글로벌 플랫폼 업체들 주가 추이



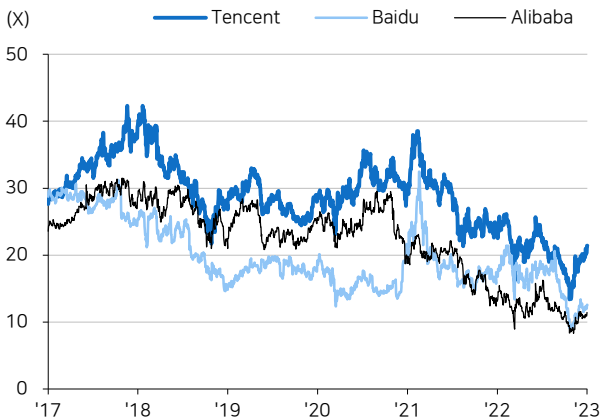
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 플랫폼주 12M Fwd PER



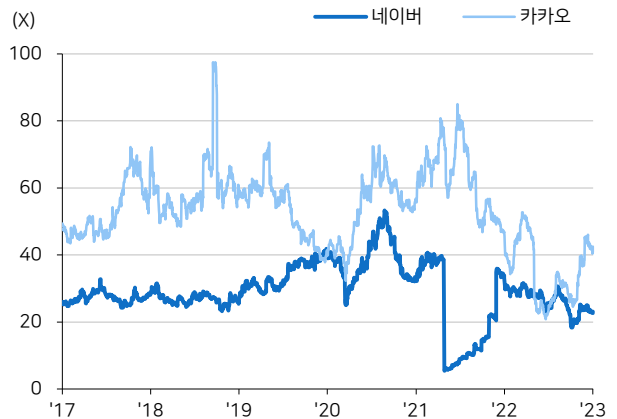
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 플랫폼 밸류에이션, 이제 바닥권 도달



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 네이버, 카카오 12M Fwd PER



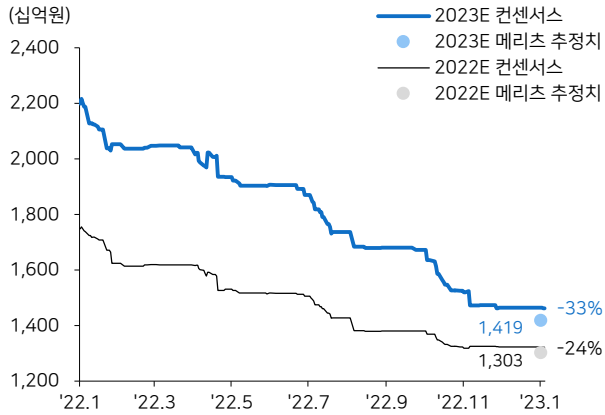
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터



### 3 실적

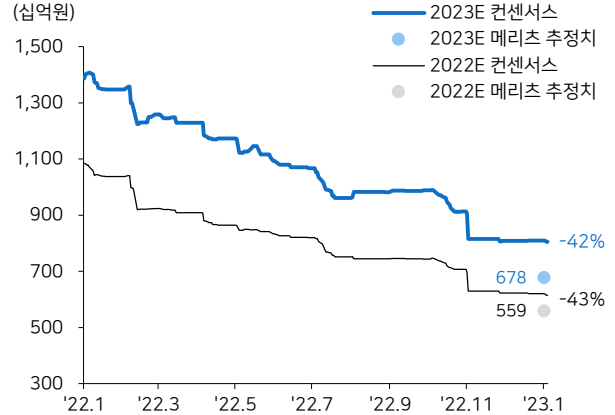
네이버와 카카오의 실적 전망은 지난 11월 발간된 <2023년 전망>와 크게 달라지지 않았다. 핵심 이익에 해당하는 광고와 커머스 부문의 이익 성장이 더디고 신사업이 이 자리를 대체하기 어렵다는 기존 전망을 유지한다.

그림16 네이버의 연결 영업이익 컨센서스 및 당사추정치



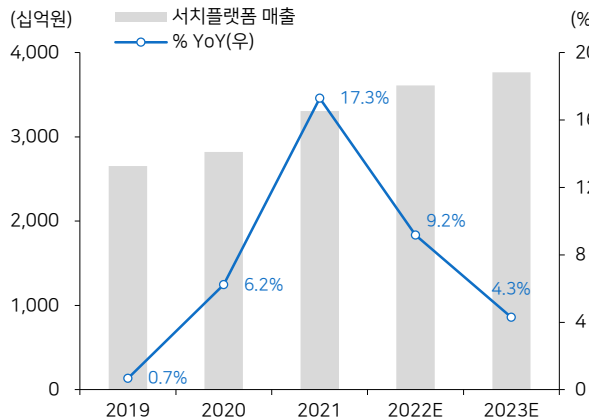
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카카오의 연결 영업이익 컨센서스 및 당사추정치



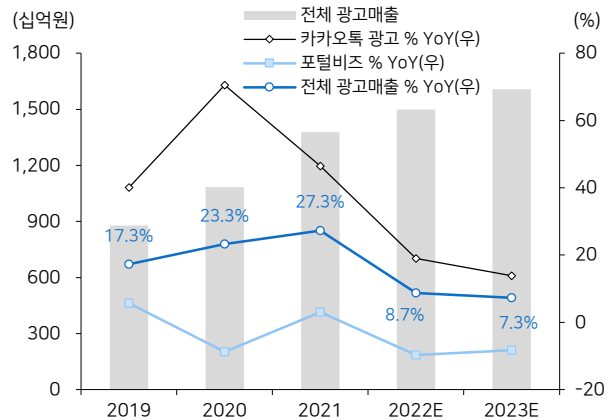
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림18 네이버 광고성장률 9%에서 4%로 하락 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림19 카카오톡 광고+포털비즈=카카오 전체 광고 매출



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

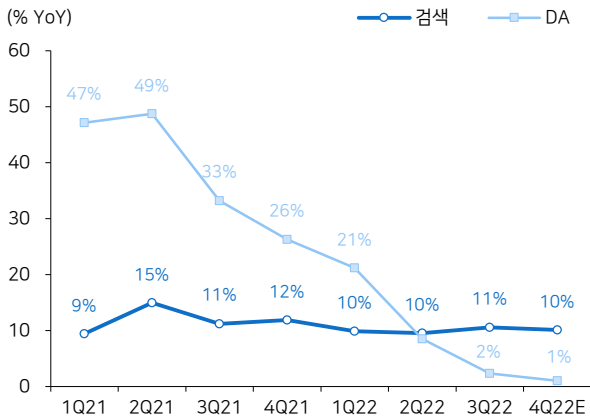
1. 광고

4분기 네이버와 카카오의 광고 매출 성장률은 각각 7%, -1%로 전망한다. 네이버의 경우 3분기와 유사하게 롱테일에 해당하는 검색광고 성장률은 10%로 연간 성장률을 이어갈 것으로 예상되나 지난 3분기 2% YoY로 크게 하락한 검색 광고 성장률이 4분기에도 1%로 부진한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

카카오톡과 포털비즈로 이루어진 카카오의 4분기 광고 매출은 3,916억원으로 YoY 1% 감소할 전망이다. 주지하는 바와 같이 데이터 화재로 인해 일부 카카오톡 광고 매출이 타격을 입어 3분기 18% 성장률에서 둔화된 3% YoY 성장이 예상된다. 동분기 비즈보드 지면이 확대되었으나 5일간의 영업 차질을 가정했다. 포털비즈는 3분기에 이어 -9% YoY로 감소세가 이어질 것으로 예상된다.

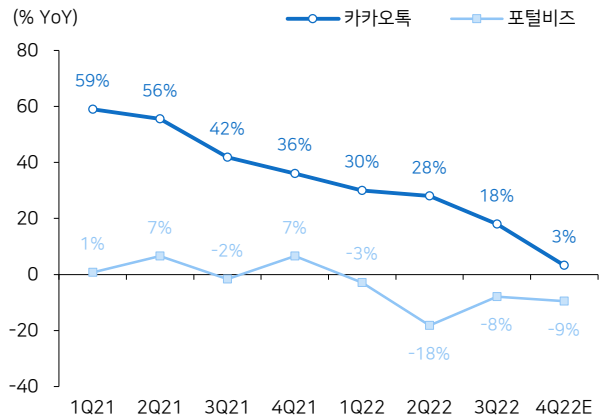
당사는 2023년 디지털 광고 시장 성장률이 둔화되는 데 더해 시장 내 동영상 광고 사업자가 더욱 유리해지며 네이버와 카카오의 전방 시장에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이는 2022년 미국 온라인 광고 시장에서 뚜렷하게 포착되기 시작했다.

그림20 네이버 분기별 검색/DA 매출 성장률 YoY



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림21 카카오 분기별 카카오톡/포털비즈 광고 매출 성장률 YoY



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

2014년 이후 메타+구글 온라인 광고 시장 비중, 첫 과반개저

조사업체 인사이더 인텔리전스에 따르면, 2022년 미국 온라인 광고 시장 매출에서 구글과 메타의 비중 합계가 48.4%를 기록하며 2014년 이후 8년만에 처음으로 과반이 무너졌다. 동 조사기관에 따르면, 2023년 구글과 메타 비중 모두 YoY 축소되어 양사 비중 합계가 44.9%로 하락세가 이어질 것으로 예상된다.

틱톡이 미국 광고 시장 내 비중이 확대된 데 더해 맞춤형 광고를 통해 기존 강점을 보유했던 메타의 M/S 축소가 두드러졌다. 그러나 틱톡의 시장 점유율 확대에 비해 메타의 축소폭이 커지는 것을 볼 때 애플의 개인 보호 정책 변화로 맞춤형 광고의 어려움이 가중된 영향이 더욱 크게 작용한다고 보여진다. 동영상 광고 내에서도 기존 SNS 이외의 시장으로의 이동이 나타나고 있다고 판단된다.

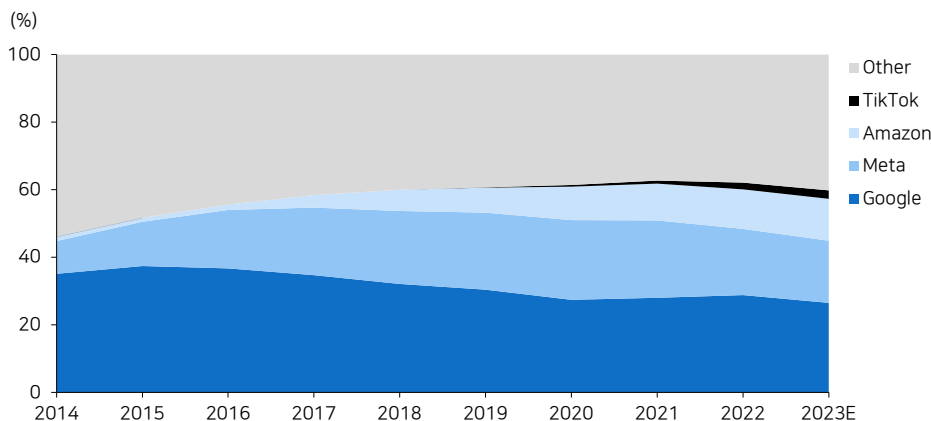
맞춤형 광고 이용한 SNS 지고, OTT 올라

대표적 예가 로쿠, 훌루와 같은 OTT다. 2022년 온라인 광고시장 내 OTT 점유율은 3.6%를 기록했으나 넷플릭스와 디즈니플러스가 지난해 말 광고 요금제를 출시한 만큼 OTT 비중은 2023년 확대될 것이란 전망이다.

한국 또한 이 흐름에서 벗어나지 않을 것으로 보인다. 로쿠와 훌루가 국내 서비스를 진행하지 않는 만큼 2022년 OTT의 국내 디지털 시장 내 비중은 미미했다. 그러나 넷플릭스와 디즈니플러스를 필두로 티빙, 웨이브 등도 광고 시장에 뛰어든 것은 자명해 보여 유사한 흐름이 예상된다.

과거 유튜브의 국내 활약으로 디지털 시장 대부분을 차지하던 네이버의 M/S가 영향을 받았던 시기와 유사한 패턴이 이어질 것으로 보인다. 이를 타개하기 위해서는 유의적 트래픽을 확보하는, 동영상 광고가 가능한 서비스를 개발하는 것이 양사에 필요해 보인다. 다만 이 영역을 채워줄 서비스가 아직 눈에 띄지는 않는다.

그림22 미국 온라인 광고 시장 내 점유율 변화: 2014년 이후 구글+메타 합산, 첫 과반 개저



자료: Insider Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

2. 커머스

네이버와 카카오의 4분기 커머스 매출 성장률은 각각 17%, 9%를 예상한다.

네이버는 여행/예약 등 버티컬 서비스 성장 및 take rate 상승 효과로 거래액 성장률(12% 예상) 대비 높은 매출 성장률(17% 예상)이 예상된다. 4분기 말부터 쿠팡의 로켓배송과 같은 '도착보장' 서비스를 런칭했는데 도착보장관에서 판매되는 상품은 기존 대비 높은 take rate을 수취하는 구조로 알려져 있다. 이 모델의 비중이 유의미하게 증가할 경우 blended 수수료율이 상승하는 계기로 작용할 수 있다.

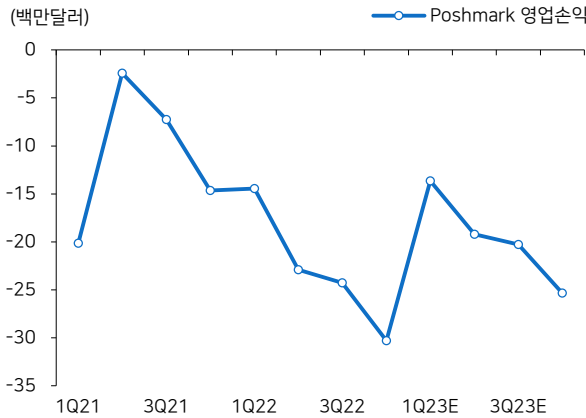
다만 SSG 등 유통업체들이 자사 플랫폼을 강화하는 인쇼어링 전략이 지난 하반기 이후 동사 커머스 부문 성장의 우려로 작용한 만큼 관련된 추이를 지켜볼 필요는 있어 보인다. 4분기 커머스 부문의 이익은 프로모션 효율화가 시작되었던 3분기 개선세를 이어갈 전망이다.

포시마크 연결 편입으로 커머스 공헌이익 연간 1천억원 훼손

2023년 1분기부터 연결 실적에 영향을 미칠 포시마크와 크림의 적자가 합산된 동사의 2023년 커머스(연결 기준) 공헌 이익은 4,241억원으로 YoY -5% 성장률을 전망한다. 2022년 3분기 누적 포시마크의 적자는 800억원 수준을 기록했다. 2022년 영업손실은 1,200억원으로 예상되는데 당사 추정에 반영된 2023년 포시마크 적자 기여는 1,020억원 수준이다. 이는 구조조정 등 비용 절감을 반영한 수치다.

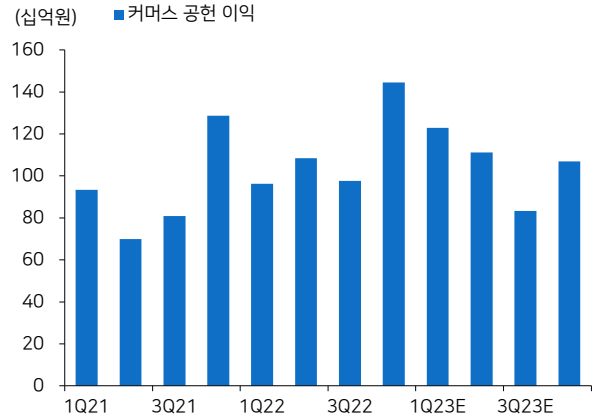
국내 커머스에서 발생하는 양질의 이익이 1) 크림, 2) 포시마크와 같은 자회사로 인해 다소 희생되는 구간이라는 기존 전망을 유지한다.

그림23 포시마크 분기별 손익



자료: Poshmark, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림24 네이버 연결 기준 커머스 부문 공헌 이익(당사 추정)



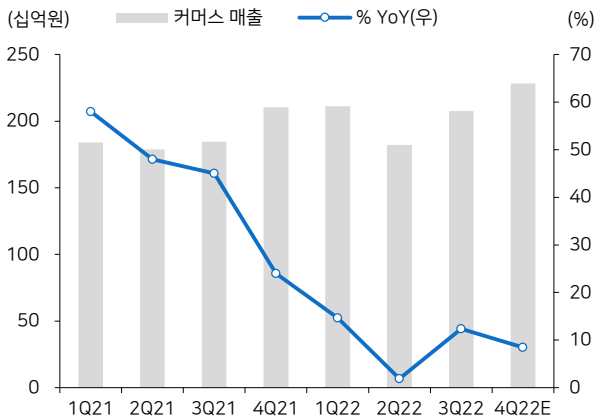
주: 국내 커머스+크림+포시마크 합산  
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

2023년 카카오 커머스 전략은  
카카오톡 트래픽 활성화를 통한  
성장에 초점 맞춰져

카카오는 데이터 화재 등을 감안해 3분기 12% 대비 소폭 낮은 9% YoY 성장을 전망한다. 2023년 카카오의 전략은 커머스 자체의 성장보다는 1) 특채널 활성화, 2) 선물하기 트래픽을 통해 과거 커머스 수익이 크게 증가했던 바와 같이 트래픽 활성화를 통해 성장하고자 하는 우회 전략에 초점이 맞춰진 것으로 보인다.

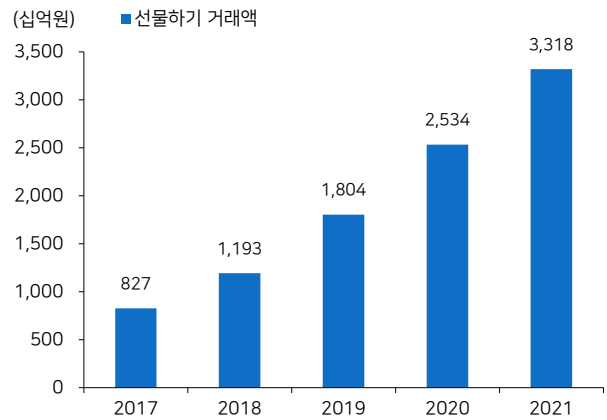
이익 측면에서는 지난해 국회 지적 사항에 따른 선물하기 환불 비율 변화가 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기존 환불 비율은 90%였으나 100%로 변경될 예정이다. 2021년 기준 동사의 선물하기 거래액은 3.3조원이다. 이 중 50%가 상품권 형태이며 30%가 환불 대상이라고 가정할 경우 연간 500억원에 달하는 수치가 영향권에 들어온다.

그림25 카카오의 커머스 분기별 매출 및 매출성장률



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림26 카카오 선물하기 거래액



자료: 카카오 국정감사 제출 자료, 메리츠증권 리서치센터

3. 신사업

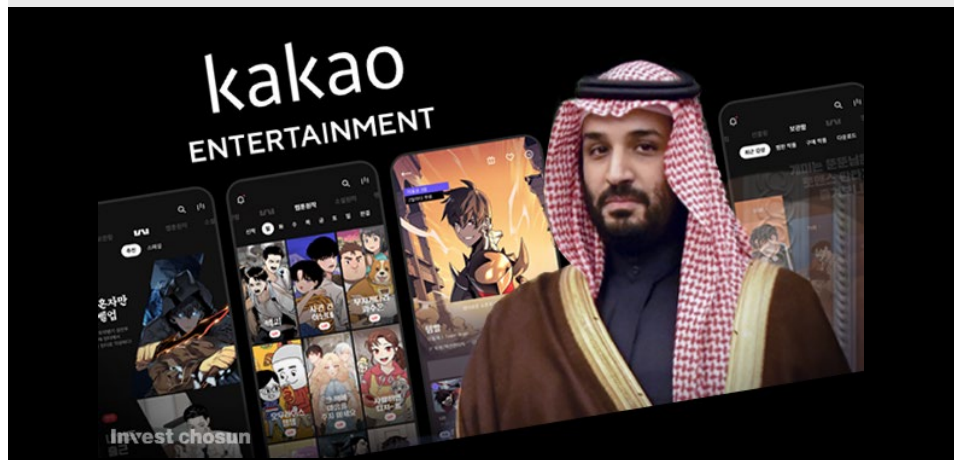
신사업 중 2021년 이후 가장 큰 영향을 미치는 영역은 콘텐츠 부문이다.

1) 콘텐츠

지난 3분기 이후 카카오픽코마는 마케팅 절감 효과가 크게 드러나며 이익 수성에 성공했다. 4분기 마케팅비는 전분기 대비 소폭 증가할 것으로 보이나 상반기와 비교했을 때 여전히 낮은 비용이 집행된 것으로 전망된다. 탑라인 성장은 다소 희생되나 이익에 초점이 맞춰진 전략이 4분기 실적에도 이어질 전망이다.

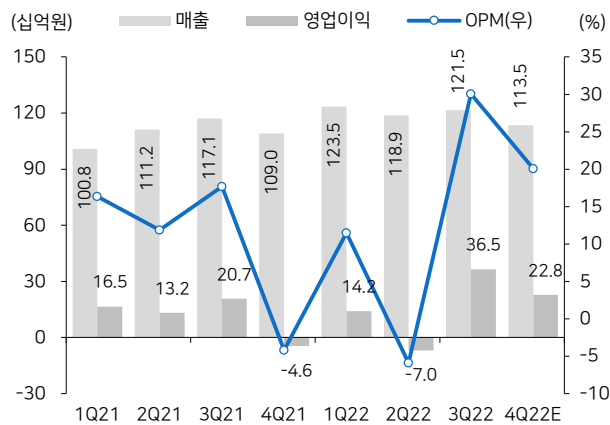
다만 2023년 픽코마와 엔터 상장이 이루어진다면 마케팅 경쟁은 재점화될 가능성이 높다. 최근 카카오엔터의 투자 유치 기사가 보도된 만큼 엔터의 상장은 다소 미뤄질 가능성이 존재하나 픽코마의 상장 준비는 차질이 없는 것으로 보여진다.

그림27 카카오엔터 투자 유치: 사우디 국부펀드 1조원 포함 최대 1.2조 조달 예상



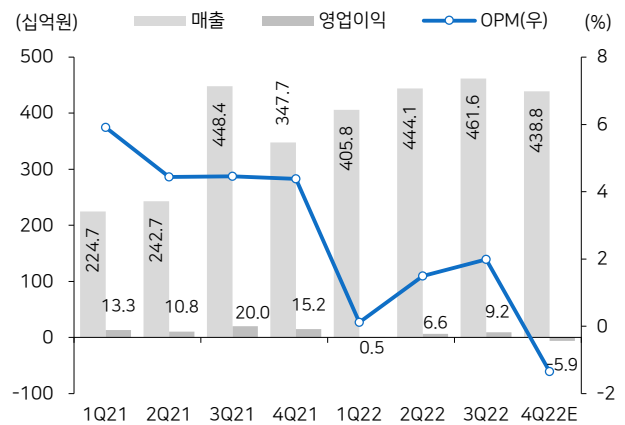
자료: 인베스트조선

그림28 카카오픽코마 분기별 매출 및 영업이익



주: 세전이익을 영업 외 수익 감안, 역산한 수치  
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림29 카카오엔터 분기별 매출 및 영업이익



주: 세전이익을 영업 외 수익 감안, 역산한 수치  
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

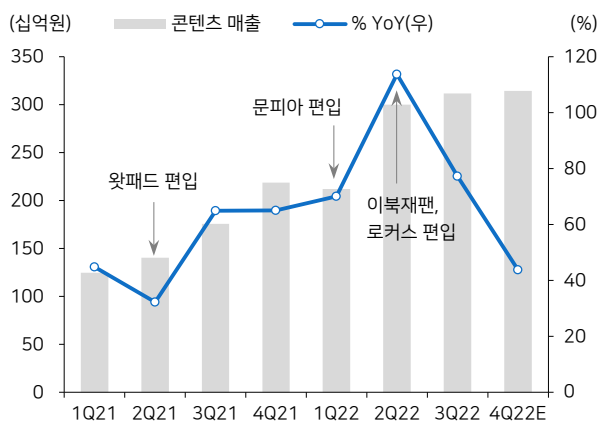
연결법인 증가 및 글로벌 마케팅 증가로 네이버 콘텐츠 적자 분기 1천억원 이어져

네이버의 콘텐츠 부문은 2022년 들어 분기당 1천억원에 가까운 적자를 기록하고 있다. 2021년 왓패드 인수에 더해 2022년 이북재팬, 문피아 등 다수의 업체를 인수하며 관련 적자가 확대되었으며 글로벌 매스 마케팅이 진행된 데 따른다.

9월 이후 웹툰/웹소설 글로벌 매스 마케팅 예산이 크게 줄어들기는 했으나 인수 1년이 지난 왓패드 등의 PPA 상각이 이루어지며 4분기 유의미한 적자 축소는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 특히 2023년 카카오픽코마의 상장에 맞추어 마케팅이 재점화 될 경우 네이버 또한 이에 대응할 수 밖에 없을 것으로 사료된다.

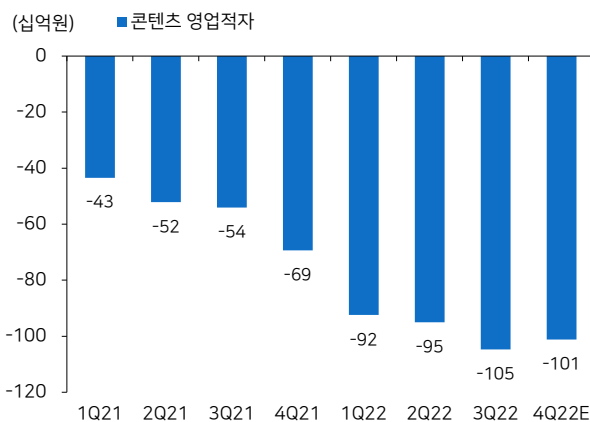
2023년 네이버 콘텐츠 부문의 분기 적자는 900억원 내외를 예상, 2022년 분기당 1천억원과 큰 변동은 없을 것으로 판단된다.

그림30 네이버 콘텐츠 부문 매출 및 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림31 네이버 콘텐츠 부문 영업적자



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

2) 클라우드/B2B

예상보다 글로벌 거시 환경이 빠르게 악화되며 카카오의 클라우드를 비롯한 B2B 사업이 주를 이루는 '카카오 엔터프라이즈'의 적자는 2022년 분기당 300억원 수준으로 확대되었다. B2B 사업 확대를 위한 인력 증가가 비용 증가의 다수를 설명한다. 수주성 사업임을 고려했을 때 2023년 동 부문의 빠른 적자 축소는 기대하기 어려워 보인다.

네이버와 NHN은 공공 클라우드 전환 사업의 수주가 연중 크게 반영되지 못하며 2022년 클라우드 성장률이 둔화되었다.

네이버 클라우드 성장률, 2023년 10% 회복 전망

2021년 네이버의 클라우드 부문은 연간 30%를 넘는 고성장을 기록한 바 있으나 2022년 4%로 하락, 2023년 10%로 성장률이 소폭 회복될 것으로 전망한다. 기저가 아직 높지 않은 데 반해 성장률이 빠르게 둔화된 점은 다소 아쉽다. 특히 최근 공공 클라우드 사업 내 글로벌 사업자들의 참여가 가능한 방향으로 정책 변환 될 유인성이 높아진 점 또한 국내 클라우드 산업의 경쟁 심화 요인으로 지적된다.

## 3) 핀테크

네이버와 카카오의 4분기 핀테크 부문의 영업 변화는 전분기 대비 크지 않을 것으로 판단된다. 네이버의 경우 대출/카드 중개 등이 성장하고 있으나 아직 절대적 규모 측면에서 결제 비중이 크기 때문이다.

카카오의 경우 보험 등 신규 사업 진출을 위한 인력 확대가 이어지고 있다. 매출 측면에서 3분기 흐름과 유사할 것으로 전망되나 카카오페이증권과 관련된 비용 변동성은 존재한다.

## 4) 모빌리티

콜 수수료 상한이 기존 3천원에서 5천원으로 상향되었고, 지난 12월부터는 서울시 할증 시간이 10시로 변경된 효과가 4분기 일부 반영될 예정이다. 다만 데이터 화재에 따른 보상 등의 효과가 영업환경 개선 효과를 일부 상쇄할 전망이다.

사회적 거리두기 해제 효과가 반영된 2022년 카카오 모빌리티 매출은 YoY 48% 증가한 8,070억원으로 추정된다. 4분기 일시적 요인으로 2022년 동 부문 영업이익은 2021년 126억원과 유사할 전망이다. 단가 인상 효과와 4Q22 일회성 비용에 따른 기저가 제거되며 2023년 동 부문의 영업이익은 491억원으로 크게 증가할 전망이다.

광고/커머스는 네이버가, 신사업 성과는 카카오가 두드러지는 4분기 흐름이 예상된다. 다만 영업이익 측면에서 네이버는 지난 3분기 실적 발표를 통해 낮아진 컨센서스에 대체로 부합할 것으로 보이나 카카오는 4분기 통상적 일회성 비용과 데이터센터 화재 관련 비용이 보태지며 부진한 실적이 예상된다.



#### 4 이벤트: chat GPT, 마이크로소프트의 반격?

chat GPT가 가져온 AI에 대한 관심

2022년 11월 공개된 자연어 처리 기술 'chat GPT'는 최근 IT 업계의 가장 큰 화두다. '오픈AI'사의 일반 AI 모델 GPT 3.5 버전이 만든 대화형 인공지능 모델 'chat GPT'는 구글의 'LaMDA'와 함께 AI 업계의 양대 산맥으로 꼽힌다.

최근 미국 학생들이 chat GPT를 이용해 코딩, 글쓰기 등의 과제를 해결하는 비중이 크게 증가했고, 일부 학교에서는 이용을 차단하는 수준에 이를 정도로 미국 내 이용도가 빠르게 증가하고 있다.

chat GPT의 개발사 '오픈AI'사의 지분 매각 협상: 마이크로소프트 유력?

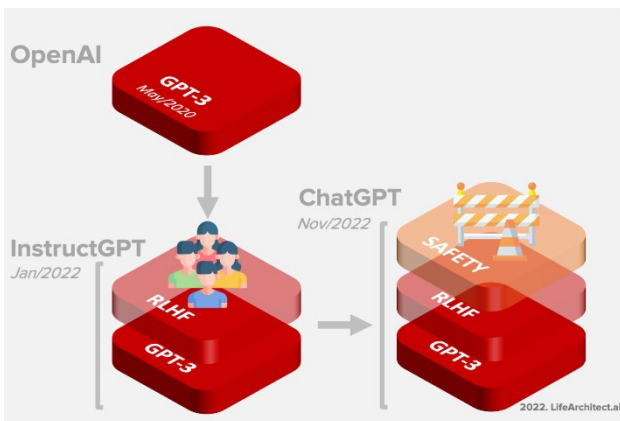
언론에 따르면, 오픈AI의 지분 매각 협상이 진행되고 있는데 기업 가치는 290억 달러, 약 37조원으로 알려져 있다. 직원, VC 등 기존 주주의 주식을 공개 매수하는 방식이다. 2019년 10억달러를 오픈 AI에 투자한 바 있으며 이후 추가 지분 확보를 위해 노력해 온 마이크로소프트가 협상 테이블에 앉을 가능성이 높아 보인다. 마이크로소프트가 자사 검색 엔진인 'Bing'에 chat GPT 적용해 개발 중이라는 보도 또한 가능성을 높게 평가하는 이유다.

이에 맞서 구글은 2023년 개발자 행사를 통해 기존 대화형 AI 모델에 해당하는 'LaMDA'를 비롯해 새로운 '멀티 모달'을 공개할 예정이라고 밝혔다. chat GPT와 람다와 같은 기존 AI가 자연어 등 문자 중심의 학습 모델인 반면 '멀티 모달'은 소리, 이미지, 영상까지 학습해 상호 변환이 가능한 모델이다.

한국어 자연어 처리 강자는 네이버

chat GPT를 사용해 보면 영어 질문 대비 한국어 질문에 대해 답변의 퀄리티나 속도가 확실히 더듬을 느낄 수 있다. 아직도 언어가 AI 학습의 큰 장벽임을 알 수 있다. 한국어 자연어 처리에 있어 가장 고도화된 모델을 보유한 것은 네이버의 '클로바'로 알려져 있다. 특히 네이버는 클로바 뿐 아니라 한국어 변환에 특화된 '파파고'의 오래 축적된 데이터를 보유하고 있다. 2023년 AI가 플랫폼 사업의 새로운 투자 포인트로 떠오른다면 네이버에 대한 시장 관심도가 높아질 수 있다.

그림32 chat GPT



자료: LifeArchitect.ai

그림33 명왕성인 것처럼 정보를 전달하는 LaMDA



자료: Google AI

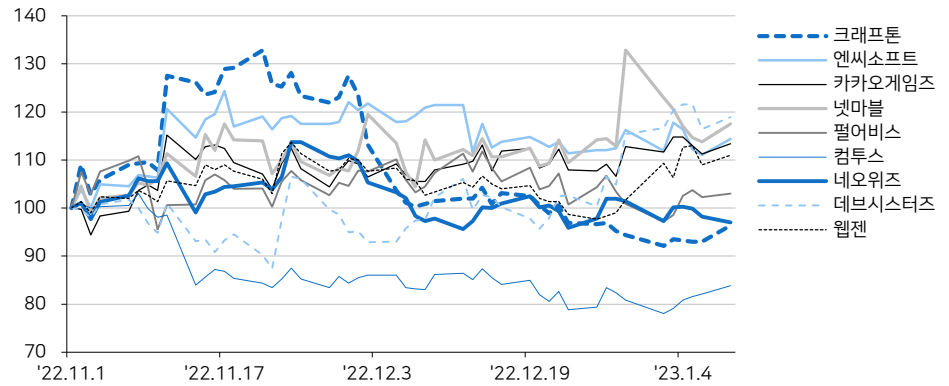
## [게임] PC/콘솔 투자포인트 유효하고, 모바일은 중국 개방으로 버퍼 형성

12월 판호 발급에도 뜻미지근한 게임주

국내 게임 업체들의 주가는 게임 신작 출시가 부재한 12월에 접어들며 부진한 흐름을 보이고 있다. 이후 중국 외자 판호가 대거 발표되며 등락을 보인 바 있으나 최근 이를 대부분 되돌린 모습이다.

그림34 국내 게임주 주가 추이

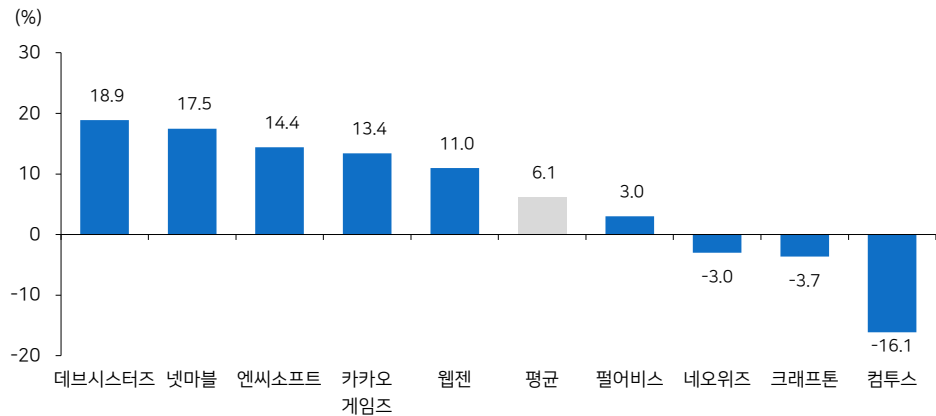
(2022.11.1=100pt)



주: 2022.11.1 주가를 100pt로 계산

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 2022년 11월 이후 주가 상승률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 2022년 12월 발급된 외자번호 중 국내 개발사 게임

	게임명	개발사	플랫폼	출판 단위	운영 단위	퍼블리싱 회사 관련 사항
1	MU Legend	벨로프	PC	ZQGame	XIYOUXI	웹젠 <C9>, 벨로프 <로스트사가>, <블랙스워드> 등 퍼블리싱
2	로스트아크	스마일게이트	PC	Guangdong Audiovisual Publishing House	Guangzhou Xunying Network Technology	텐센트 계열사
3	제2의 나라: CROSS WORLDS	넷마블	모바일	iDreamSky	iDreamSky	텐센트 계열사, <꿈의 정원>, <검은사막M> 등 퍼블리싱, 님블뉴런 이터널리턴 IP 기반 <이터널 리턴: 인피니트> 개발
4	그랑사가	엔픽셀	모바일	Guangzhou Dongjing Computer Technology	Lingxi Games	알리바바 산하 게임사, <삼국지 전략판>, <라플라스M> 등 서비스
5	삼 타이탄	Kabam (넷마블 자회사)	모바일	Tianjin Electronic Publishing	Galaxy Matrix	넷마블 스톤에이지 IP 기반 <신석기시대> 개발, <마블 퓨쳐파이트>, <십이전기> 등 퍼블리싱
6	메이플스토리M	넥슨	모바일	세기천성(tiancity)	세기천성(tiancity)	<카운터스트라이크>, <카트라이더>, <메이플스토리> 등 서비스
7	에픽세븐	스마일게이트	모바일	Chukong game	즈롱게임	<아르케랜드>, <랑그릿사> 개발 및 퍼블리싱
8	A3: 스틸얼라이브	넷마블	모바일	East China Normal University Press	Nextjoy	<도라에몽 스피드>, <내 이름은 MT> 서비스, e스포츠 중계 및 뉴스 플랫폼 'Nextjoy Sports' 운영

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

## 1 중국

중국 플랫폼 규제 완화와 함께 지난 12월 한국 게임을 포함한 외국 게임의 중국 판호 발급이 대거 이루어졌다. 그러나 지난 6년간 학습된 중국 규제의 변동성 때문인지 언제든 다시 규제가 강화될 수 있다는 불안감에 중국 기대감은 주가에 크게 녹아있지 않은 상황이다.

표4 2022년 12월 중국 외자판호 발급

계입명	플랫폼	출판 단위	운영 단위
1 Cooking Master Boy(요리왕비룡)	모바일	Hangzhou Zhexin IT(Zhejiang Jinke 회사)	Beijing Dianfeng Shengshi Tech.
2 엠파이어&퍼즐	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	MyGamez
3 Two Point Hospital	PC	Perfect World	Perfect World
4 MU Legend	PC	ZQGame	XIYOUXI
5 Garfield Rush	모바일	Ferry Game(Hangzhou Dukou)	Leyou(텐센트 회사)
6 Three Kingdoms Tactics	모바일	Guangzhou Dongjing Computer Technology	Guangzhou Jianyue(넷이즈 출신)
7 로스트아크	PC	Guangdong Audiovisual Publishing House	Guangzhou Xunying Network Technology
8 The Gardens Between	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Xi'an Xipin Network Tech.
9 Antistress	모바일	ZQGame	Leyou(텐센트 회사)
10 MudRunner	PC	Jiangsu Phoenix 회사	Jiangsu Phoenix
11 Cooking Simulator	PC	Liaoning Publishing(Northern United 회사)	Liaoning Publishing(Northern United 회사)
12 발로란트	PC	East China Normal University Press	Nayuan
13 Concrete Genie	콘솔-PS4	Shanghai Audiovisual Electronic Publishing	Shanghai Oriental Pearl(동방명주)
14 Carto	모바일	Shanghai Yinzhi Network	Xindong(TapTap 회사)
15 Fantasy Life	모바일	Beijing Zhongdian	넷이즈
16 슬레이 더 스파이어	PC	Jiangsu Phoenix 회사	Nanjing Wanqu Interactive Technology
17 제2의 나라: CROSS WORLDS	모바일	iDreamSky	iDreamSky
18 OVERLORD: ESCAPE FROM NAZARICK	모바일	Shanghai Electronic Publishing	Shanghai Kaiying Network Technology
19 Potion Punch 2	모바일	Meisheng Game	Beijing Shuangxiang Technology
20 Timberman	PC, 스위치	Shanghai Scientific and Technological Literature Press	
21 그림사가	모바일	Guangzhou Dongjing Computer Technology	Lingxi Games
22 샵 타이탄	모바일	Tianjin Electronic Publishing	Galaxy Matrix
23 메이플스토리M	모바일	세기천성(tiancity)	세기천성(tiancity)
24 포켓몬 유나이티드	모바일, Switch	텐센트	텐센트
25 Getting over it	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Hand You World (Beijing) Information Tech.
26 One Piece: Dream Pointer	모바일	Tongji University Electronic And Audio-Visual Publishing House	
27 Raid: Shadow Legends	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Shanghai Wangzhi Yimopu Network Tech.
28 Grimvalor	모바일	Sunchime	Beijing Chaoxi Guangnian Information Tech.
29 에픽세븐	모바일	Chukong game	즈롱게임
30 Fractal Space	모바일	Shanghai Electronic Publishing	Shenzhen Zhipin Leyou Network Tech.
31 heaven travel	모바일	ZQGame	Hainan Guangyi Network Technology
32 TOHU	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Shenzhen Martian Interactive Entertainment
33 대항해시대: 해상패주	모바일	Shanghai Scientific and Tech Literature Press	Shanghai Tianxi Interactive Entertainment
34 Dream Hotel	모바일	ZQGame	Shenzhen Zhining Interactive Technology
35 Zooba	모바일	Baidu Duoku	바이두 Duoku
36 Don't Starve: A New Home	모바일	Shanghai Hongli Digital Technology	Shanghai Hongli Digital Technology
37 Gwent: The Witcher Card Game	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Shenzhen Gaia Technology
38 Dorfromantik	PC	Shanghai Sci, and Tech Literature Press	Perfect World
39 A3: 스틸얼라이브	모바일	East China Normal University Press	Nextjoy
40 Summer Catchers	모바일	Jiangsu Phoenix 회사	Hand You World Information Technology
41 Chinese Paladin: A New Beginning	모바일	Kingnet	Shanghai Yueteng Network Technology
42 Human: Fall Flat	Switch	Jiangsu Phoenix	Nanjing Wanqu Interactive Technology
43 Pony Sisters Baby Care	모바일	Shanghai Scientific and Tech Literature Press	Shanghai Jiyu Network Technology
44 Legend of HuangYiQun: Rebirth	모바일	Longtu Think Tank	Beijing Daqian Interactive Entertainment Tech.

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

당사는 1) 플랫폼 영업 환경 개선에 따른 중국 정부의 고용 촉진 의도, 2) 중국의 배기 정책 필요성, 3) 중국 게임 업체의 경쟁력 강화, 그리고 4) 오는 9월 예정된 항저우 아시안 게임을 고려했을 때 중국 정부의 완화된 범 콘텐츠 정책이 적어도 1년 이상 유지될 것으로 판단한다.

1) 고용 촉진을 유도하기 위한 플랫폼 규제 완화

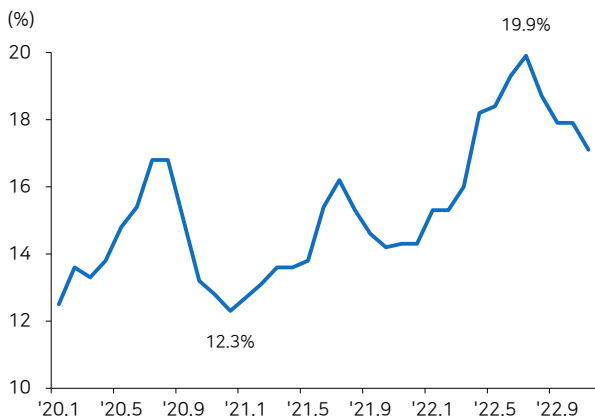
지난 12월, 중국 저장성 당서기 이론훈(易煉紅)은 항저우에 위치한 알리바바 본사를 찾았다. 당서기의 방문은 2023년 경제 정책 방향성을 결정하는 '중국경제공작회의' 직후였다. 2020년 10월 마윈 알리바바 창업자의 설화 이후 2년간 이어진 '빅테크 때리기'가 본격화 된 이후 첫 방문으로 중국 정부의 플랫폼 규제 완화로 해석하는 시각이 다수를 이룬다.

중국 정부는 규제 완화를 통해 고용 촉진을 유도하는 것으로 보인다. 청년층에게 유망한 IT 업계의 문이 좁아지며 지난 2년간 중국 청년 실업률은 크게 상승한 바 있기 때문이다.

2020년 이후 중국 플랫폼 사업자들의 사업 환경은 크게 악화되었고 지난 2022년 4월부터 6월까지 알리바바와 텐센트는 1만 4천명을 해고한 바 있다. 2020년 말 12.3%였던 중국 도시 지역 16~24세 청년층 실업률은 2022년 7월 19.9%까지 상승한 바있다.

영업 환경의 개선, 이어 고용 창출로 이어지는 순환을 유도하는 중국 정부의 의중을 고려했을 때 경제공작회의에서 밝힌 바와 같이 최근의 규제 완화는 일시적이 아닌, (당분간) 장구의 변화일 가능성이 높다.

그림36 중국 도시 지역 16-24세 청년층 실업률



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림37 중국경제공작회의에서 시진핑 연설 "일시적이 아닌 장구의 변화"



자료: 연합뉴스

2) 중국식 3S 정책?

코로나 규제가 만 3년에 이르며 최근 중국인들의 인내도 한계에 봉착했다. 봉쇄식 코로나 방역에 항의하는 중국인들의 불만은 지난 11월 24일 신장 우루무치 화재 사고 이후 반정부 시위로 발전하는 도화선이 되었다.

중국 정부는 이를 저지하거나 효과가 입증된 백신 접종 없이 '중국식 제로 코로나 정책'으로 변환, 봉쇄를 해제했다. 코로나 확산으로 의료계가 한계에 다다른 현 상황에 높아진 중국인들의 불만 에너지를 전환하기 위해 사용할 수 있는 배기 정책이 필요하다.

홈 엔터테인먼트 영역에서  
즐길 거리가 이전 대비 많아지는  
중국 환경

때마침 한국 드라마의 심의 통과가 대거 이루어졌고, 그간 드물게만 이루어졌던 게임 외자판호가 44건이나 발급되었다. 게임, 드라마, 영화 등 규제 완화를 통해 중국인들의 에너지는 엔터테인먼트 영역에서 소진되기에 이전 대비 좋은 환경이 마련되었다. 이는 대부분 홈 엔터테인먼트 영역으로 사람들을 집에 붙잡아 두며 중국 내 코로나 확산 속도를 늦추는 데도 일조할 수 있다.

표5 2020년 이후 중국 내 한국 콘텐츠 심의 통과 내역

날짜	콘텐츠	내역
2020.12	외자판호	컴투스 <서머너즈 워: 천공의 아레나>
2021.02	외자판호	인디게임사 핸드메이드게임 <룸즈: 풀리지 않는 퍼즐>
2021.06	외자판호	떨어비스 <검은사막 모바일>
2021.12	영화	영화 <오! 문화> 개봉
2022.01	방송	IPTV와 지방방송사에서 <사임당, 빛의 일기> 방영
2022.03	OTT	iQIYI에서 <밥 잘 사주는 예쁜 누나> 방영
	OTT	빌리빌리에서 <또 오해영>, <슬기로운 감빵생활>, <인현황후의 남자> 방영
2022.04	OTT	YOUKU에서 <지금 헤어지는 중입니다> 방영
	OTT	텐센트 비디오에서 <당신이 잠든 사이에> 방영
2022.07	내자판호	넵툰 님블뉴런 <이터널 리턴: 인피니트>
2022.11	내자판호	넷마블 '스톤에이지' IP 기반 게임
	OTT	텐센트 비디오에서 영화 <강변호텔> 공개
	OTT	키이스트, 드라마 <하이애나> 리메이크 판권 판매
2022.12.08	OTT	키이스트, 드라마 <구경이> 방영권 YOUKU에 판매
	OTT	빌리빌리에서 <슬기로운 의사생활 시즌1> 방영
2022.12.12	OTT	YOUKU에서 <스물다섯 스물하나> 방영
2022.12.16	OTT	iQIYI에서 <힘센여자 도봉순> 방영
2022.12.20	방송	안후이위성TV 2023년 한국 드라마 방영 예고했으나 22일 번복
2022.12.28	외자판호	스마일게이트 <로스트아크>, <에픽세븐> 넥슨 <메이플스토리M> 넷마블 <제2의 나라: 크로스 월드>, <A3: 스틸얼라이브>, 카밤 <삼 타이탄> 엔픽셀 <그랑사가>

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

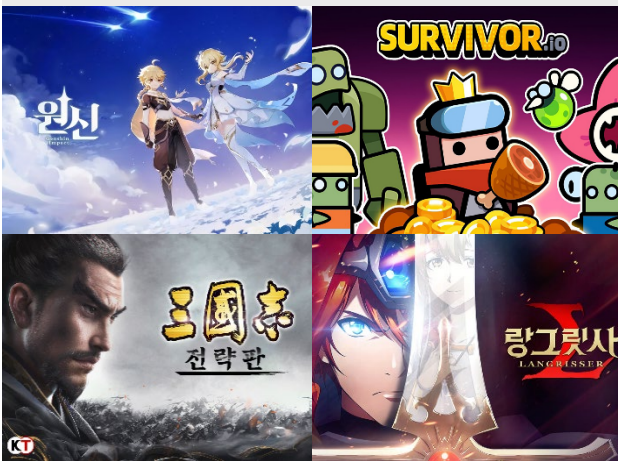
3) 중국 게임 경쟁력 강화

중국 게임 업체들의 높아진 경쟁력 또한 중국 정부의 자국 기업 보호 명분을 약화시켰을 것으로 추측된다. 2016년 이전과 달리 한국에서 중국 게임들의 성과가 유의미하게 관찰되고 있다.

4) 베이징 아시안 게임

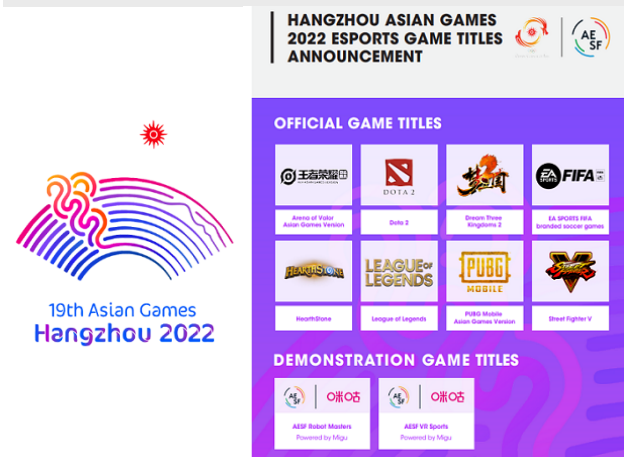
마지막으로 오는 9월 28일 개최될 항저우 아시안 게임은 e스포츠가 정식 종목으로 첫 채택된 국제 스포츠 이벤트에 해당한다. 특히 글로벌 게임 산업의 이목이 집중될 것으로 예상되는데 이에 맞춰 현재의 규제 완화 분위기도 당분간은 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

그림38 한국에서 인기를 끈 중국 개발 게임들



자료: HoYoverse, Habby, Qooka Games, Zlong Game

그림39 e스포츠가 정식 종목으로 채택된 항저우 아시안 게임



자료: Asian Electronic Sports Federation

## 2 미국

PC/콘솔 게임 시장 성장에 최근 가장 중요한 역할을 하는 업체는 마이크로소프트다. 인수 당시 MS는 2023년까지 액티비전 블리자드와의 합병을 마무리하겠다고 밝힌 바 있으나 반독점 관련 조사가 길어지며 2024년 이후에나 본격적 인수 작업이 가능할 것으로 예상된다.

표6 마이크로소프트 액티비전 블리자드 인수 과정

날짜	내용
2022-01-18	마이크로소프트, 액티비전 블리자드 인수 발표
2022-08-22	사우디아라비아 경쟁관리기구(GAC) 인수 합병 승인
2022-09-01	영국 경쟁시장청(CMA), MS에 경쟁 저하 우려에 대한 소명 요구
2022-10-06	브라질 독점방지감시기구(CADE) 인수 합병 승인
2022-11-08	EU 심층조사 착수, 4/11까지 결정 예정
2022-11-29	세르비아 경쟁보호위원회, 인수 합병 승인
2022-12-06	소니와 닌텐도, 밸브 등 업체에 콜오브듀티와 같은 게임에 대한 동시 출시 10년 계약 제안
2022-12-08	닌텐도, 밸브와 계약 체결
2022-12-08	미국 연방거래위원회(FTC), 반독점 소송 제기
2022-12-22	CMA, 영국 여론 75%가 인수합병에 찬성한다는 결과 발표
2022-12-23	FTC 소송에 대한 반박 서류 제출, 3위 콘솔 제작 업체에 의한 게임 인수가 매우 경쟁적 산업을 흔들 수 없다고 주장
2023-01-03	FTC 제기 반독점 소송에 대한 재판 심리
2023-01-03	칠레 당국 인수 합병 승인
2023-01-06	영국 CMA, 승인 결과 기한을 4/26으로 연장

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

### 마이크로소프트와 액티비전 블리자드 합병 가능성 높게 평가

(특히 소니가 제기한) 마이크로소프트에 제기된 우려에도 불구하고 당사는 양사의 합병이 성공적으로 마무리될 것으로 예상된다. 2020년 본격화된 애플과 에픽게임즈의 수수료 공방에서도 결국 "성공이 곧 불법은 아니다"라며 애플이 독점적 기업이라는 에픽게임즈의 주장은 기각되었다.

성추문으로 얼룩진 액티비전 블리자드는 마이크로소프트의 인수가 불발되더라도 언젠가 M&A 시장의 타깃이 될 수 있는 업체다. 특히 텐센트, 넷이즈와 같은 중국 게임 업체들의 글로벌 게임사 쇼핑이 이어지고 있어 가능성을 배제할 수 없다.

액티비전 블리자드 인수를 통해 아직 일어나지 않은, 앞으로 일어날 수도 있는 마이크로소프트의 독점 행위를 규제한다고 하기에는 합병을 불허해야 할 결정적 근거가 다소 부족하다고 판단된다.



### 3 이벤트

게임 업체들의 신작 출시가 부재한 1분기, 산업의 쉬어가는 흐름은 다소간 지속될 수 있다. 본격적 회복의 시기는 출시 게임들의 마케팅이 시작되는 3월 이후로 예상된다.

소니: 2월 플스 VR2 공개 이후 대표 타이틀 공개 행사

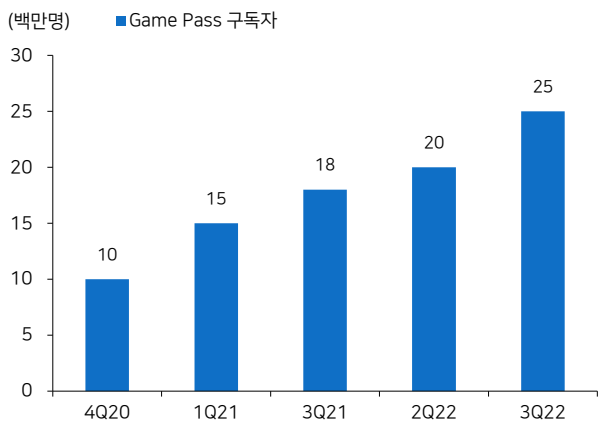
<콜 오브 듀티>를 통해 드러난 소니의 불편함은 2023년 VR과 독점작 마케팅에 힘을 쏟는 방식으로 표현될 것으로 예상된다. 2월 발표될 플레이스테이션 VR2 공개 이후 개최될 '올해 기대되는 플레이스테이션 게임' 행사를 통해 소니는 대표 타이틀 리스트를 공개한다. 당사는 펠어비스의 <붉은 사막>이 플스 기간 독점 형태로 이 행사를 통해 게임 영상이 공개될 것으로 예상된다.

MS: <P의 거짓> 활용, 여름 '게임패스' 본격 마케팅 돌입 예상

오는 여름에는 게임스컴에서 다수의 수상을 기록한 네오위즈의 <P의 거짓>이 출시된다. 게임스컴에서 보여진 바와 같이 마이크로소프트는 동 게임의 이용권을 확보한 만큼 이를 활용하여 '게임패스'의 마케팅을 본격적으로 진행할 것으로 전망된다. 과거 넷플릭스가 SVOD 시장을 구독 모델로 바꾼 것처럼 게임 구독 서비스가 본격적으로 글로벌 소비자들에게 사용되기 시작할 것으로 전망한다.

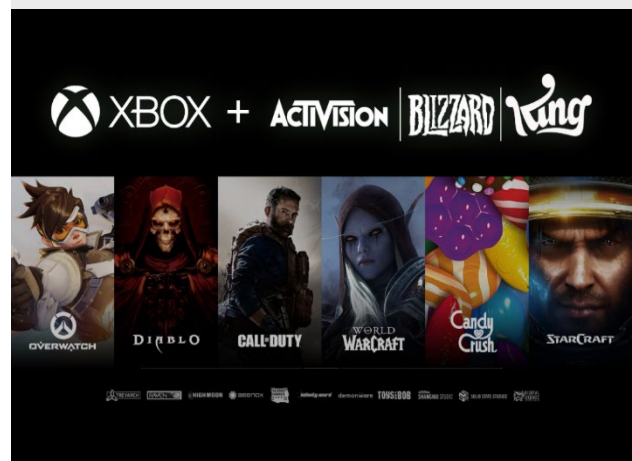
2021년 초 1,000만명에 불과했던 게임패스 구독자는 '포트나이트' 서비스가 가능해지며 빠르게 상승, 2022년 9월 기준 2,500만명까지 증가했다. 액티비전 블리자드 인수를 통한 배틀넷 게임의 탑재, <P의 거짓> 효과가 2023년 게임패스 구독자 상승에 크게 기여하며 구독자 1억명 도달의 트리거로 작용할 것으로 예상된다.

그림40 마이크로소프트의 게임패스 구독자 수



자료: Tweaktown, 메리츠증권 리서치센터

그림41 게임패스 입점이 예고된 액티비전 블리자드 게임들



자료: Activision Blizzard

#### 4 결론

중국 게임 업체들의 높아진 경쟁력을 고려했을 때 '중국 진출=대박'이라는 과거의 공식은 이미 깨졌다. 다만 모바일 게임의 하락 속도를 중국 시장 진출을 통해 늦추거나 오히려 상승 전환할 수 있는 '기회'가 생겼다는 점은 긍정적으로 평가된다.

넷마블, 넥슨 등 지난 12월 판호를 확보한 업체 외에도 펠어비스의 검은사막 PC 버전, 데브시스터즈의 쿠키런 킹덤, 엔씨소프트의 모바일 게임 5종에 대한 퍼블리싱 계약이 공시된 바 있다. 이 외에도 다수의 업체가 중국 퍼블리싱 업체들과 논의 중인 것으로 보인다.

2023년 PC/콘솔이라는 신규 플랫폼 진출이 본격화되며 국내 게임 업체들의 시장이 확대되는 기존 투자 포인트는 유지한 채 동력을 잃었던 모바일 게임의 하락 완화, 혹은 상승 전환이 이루어진 상황이라고 해석된다. 게임 산업에 대한 긍정적 의견을 유지한다.

표7 2022~2023 업체별 게임 출시 일정

회사	출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
엔씨소프트	3Q22	길드워 2	PC	ArenaNet(100%)	자회사 개발
	1H23	TL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	2023	블레이드 앤 소울 S 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발
	2023	프로젝트R 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발
	2023	프로젝트G 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
넷마블	2023	PUZZUP 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
	1Q22	넷마블 프로야구 2022	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사 개발
	2Q22	제2의 나라: CROSS WORLDS 글로벌	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사 개발
	2Q22	머지 쿵야 아일랜드	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사 개발
	2Q22	디즈니 미러 가디언즈	모바일	Kabam(100%)	자회사 개발
	3Q22	골든브로스	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사 개발
	3Q22	세븐나이츠 레볼루션	PC, 모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사 개발
	4Q22	킹 오브 파이터즈: 아레나	모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사 개발
	4Q22	샬롯의 테이بل	모바일	엔트리(70%)	자회사 개발
	4Q22	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사 개발
	1Q23	모두의 마블: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사 개발
	2Q23	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투(87.66%)	자회사 개발
	3Q23	야스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사 개발
	4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사 개발
		챔피언스 어센션	모바일	Jam City(50.25%)	자회사 개발
	그랜드크로스W	모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사 개발	
	그랜드 크로스: 메타월드	PC, 모바일	메타버스월드(80%)	자회사 개발	
펠어비스	2Q22	검은사막M 중국	모바일	펠어비스	자체개발
	1H23	블랙클로버	모바일	빅게임 스튜디오(38.1%)	퍼블리싱
	2H23	붉은사막	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
		도개비 플랜8	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
크래프톤	2Q22	로드 투 발러: 엠파이어스	모바일	드림모션(100%)	자회사 개발
	3Q22	문브레이커	PC	엔노운월즈(100%)	자회사 개발
	4Q22	칼리스토 프로토콜	PC, 콘솔	Striking Distance Studios(100%)	자회사 개발
	4Q22	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사 개발
	2023	프로젝트FF		블루홀스튜디오(100%)	자회사 개발
		프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발
		헌팅킹		라이징윙스(100%)	자회사 개발
		캐슬크래프트		라이징윙스(100%)	자회사 개발
	렐릭 키퍼스		크래프톤	자체개발	
	프로젝트 블랙버릿	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발	

회사	출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
컴투스	2Q22	컴투스 프로야구V22	모바일	컴투스	자체개발
	3Q22	서머너즈 워: 크로니클	모바일	컴투스	자체개발
	3Q22	크리티카 글로벌	PC	올엠(56.99%)	자회사 개발
	3Q22	아이들루카	모바일	노바코어(61.5%)	자회사 개발
	4Q22	서머너즈 워: 크로니클	PC	컴투스	자체개발
	1H23	서머너즈 워: 크로니클 글로벌	PC, 모바일	컴투스	자체개발
	1Q23	뉘시의 신: 크루	모바일	컴투스	자체개발
		워킹데드: 아이덴티티	모바일	컴투스	자체개발
		미니게임천국	모바일	컴투스	자체개발
		골프스타: 챔피언십	모바일	컴투스	자체개발
월드 오브 제노니아		PC, 모바일	컴투스	자체개발	
거상M 징비록		모바일	알피지 리퍼블릭	퍼블리싱	
네오위즈	2Q22	언소울드	PC, 콘솔	Megusta Game	퍼블리싱
	2Q22	아이돌리 프라이드	모바일	QualiArts	퍼블리싱
	2Q22	크립토 골프 임팩트	모바일	네오위즈	자체개발
	2Q22	브레이브나인	모바일	네오위즈	자체개발
	2Q22	원시전쟁	모바일	나날이 스튜디오	퍼블리싱
	2Q22	스칼: 더 히어로 슬레이어	콘솔	사우스포게임즈	퍼블리싱
	2Q22	사망여각 글로벌	스위치	루틀레스스튜디오	퍼블리싱
	3Q22	브라운더스트 앤 퍼즐	모바일	네오위즈	자체개발
	4Q22	브라운더스트 스토리	모바일	네오위즈	자체개발
	4Q22	마스터 오브 나이츠	모바일	네오위즈	자체개발
	4Q22	Aka	PC, 스위치	Cosmo Gatto	퍼블리싱
		브라운더스트2	모바일	겜프스엔(100%)	자회사 개발
		프로젝트A	모바일	네오위즈	자체개발
		산나비	PC, 스위치	원더포션	퍼블리싱
		House of Poker & Slot	PC, 모바일	네오위즈	자체개발
		일본 유명 IP 공동 개발 신작	모바일	네오위즈	자체개발
		P의 거짓	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
고양이와 스프 IP 신작 1		모바일	하이드이어(100%)	자회사 개발	
고양이와 스프 IP 신작 2		모바일	아름게임즈	퍼블리싱	
Oh My Anne		모바일	네오위즈	자체개발	
프로젝트 IG	모바일	네오위즈	자체개발		
고양이와 스프 IP 신작 3	모바일	네오팝(84.57%)	자회사 개발		
카카오게임즈	1Q22	오딘 대만	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
	2Q22	우마무스메 프리티 더비	모바일	Cygames	퍼블리싱
	3Q22	아키월드 아시아	PC	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	3Q22	버디샷 글로벌	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
	4Q22	디스테라	PC	리얼리티매직(21.07%)	퍼블리싱
	1Q23	오딘 일본	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
	1Q23	아키에이지워	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	1Q23	에버소울	모바일	나인아크(19.59%)	퍼블리싱
	2Q23	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	PC, 모바일	세컨드다이버(19.93%)	퍼블리싱
	3Q23	가디스 오더 글로벌	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
	3Q23	에버소울 일본	모바일	나인아크(19.59%)	퍼블리싱
	4Q23	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
	2H23	프로젝트 C(오딘 IP)	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
		아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
		프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
NHN	2Q22	건즈업 모바일	모바일	발키리엔터	퍼블리싱
	3Q22	컴파스 라이브 아레나 일본	모바일	NHN Playart(100%)	자회사 개발
	1Q23	더블에이포커		NHN	자체개발
	1Q23	퍼즐 앤 카지노		NHN	자체개발
	1H23	마블 슬롯		NHN빅풋(합병)	자체개발
	2Q23	다키스트 데이즈	PC, 모바일	NHN	자체개발
	위믹스 스포츠		NHN빅풋(합병)	자체개발	

자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2023. 1. 10

# NAVER 035420

## 지금 네이버를 움직이는 것

### ▲ 인터넷/게임

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

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

## Buy

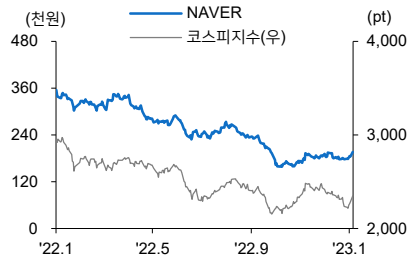
**적정주가 (12개월)** 230,000 원  
**현재주가 (1.9)** 196,500 원  
**상승여력** 17.0%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	322,356억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	82.91%
외국인비중	48.58%
52주 최고/최저가	348,000원/158,500원
평균거래대금	1,747.4억원

<b>주요주주(%)</b>	
국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.8	-21.1	-41.9
상대주가	2.4	-21.1	-26.9

### 주가그래프



- ✓ 4분기 연결 영업이익은 3,349억원으로 컨센서스 소폭 하회 전망
- ✓ 부문별 매출 성장률은 3분기 흐름과 유사. 비용은 마케팅비 추가 하락을 예상하나 왓패드 인수 만 1년이 지난 시기로 관련 영업권 상각을 추가 반영
- ✓ 포시마크 인수 1분기 반영되기 시작하며 2023년 이익 성장은 9% YoY 예상
- ✓ 자체적 변화보다는 peer 움직임에 연동되는 주가 변동성 당분간 이어질 것

### 4분기 실적은 컨센서스 소폭 하회 전망

네이버의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 1,709억원(+13% YoY)과 3,349억원(-5% YoY, 이하 생략)으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다.

3분기와 유사하게 검색광고 성장률은 10%로 예상되나 3분기 2%로 크게 하락한 DA 성장률이 4분기에도 1%로 부진할 전망이다. 커머스의 경우 네이버 쇼핑 거래액 12%, 매출은 17%로 take rate 상승 효과로 인해 매출 성장률이 거래액을 상회할 전망이다. 4분기 말 '도착보장' 서비스를 런칭했는데 도착보장 판매 비중이 유의하게 늘어날 경우 수수료율이 추가 상승할 수 있다.

콘텐츠 부문은 2022년 신규 연결 편입 효과로 44% 성장이 전망된다. 일회성 효과를 제거하면 핀테크와 클라우드는 3분기 흐름을 예상한다. 비용 측면에서는 커머스, 웹툰/웹소설 글로벌 마케팅비 증가율의 추가 둔화와 왓패드 인수 1년에 도달한 만큼 관련 영업권 상각액 증가를 가정했다.

### 실적보다 지금 네이버를 움직이는 것은

2022년 1,200억원 수준의 적자를 기록한 것으로 추정되는 포시마크가 2분기부터 동사의 연결 실적에 편입된다. 최근 동사는 포시마크 인수를 당초 알려진 2.3조원 대비 줄어든 1.7조원에 완료했다고 밝혔다. 인수와 관련해서는 보유 현금과 부짓지성 달러론으로 자금을 조달할 계획이다. 2021년 이후 인수된 웹툰/웹소설 업체들과 같이 포시마크의 인수 또한 2~3년 안에 재무적 기여를 기대하기는 어려워 보인다. 다만 글로벌 peer valuation 상승이 지난 2개월 영향을 미친 것과 마찬가지로 실적보다는 당분간 글로벌 피어의 움직임에 연동될 것으로 예상된다. 이를 반영하여 적용 밸류에이션을 기존 30배(과거 5년 평균) 대비 10% 할증 반영, 적정 주가를 23만원으로 상향한다. 실적은 다소 미미할 전망이나 peer의 움직임, 오픈 시 등의 모멘텀이 주가에 영향을 미칠 수 있다.

(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	16,489.9	100,400	1,851.3	143,467	3.8	2.6	35.8	106.7	40.2
2022E	8,119.3	1,303.1	875.0	5,334	-95.2	147,038	33.3	1.2	15.6	3.7	44.7
2023E	9,525.5	1,418.6	1,123.2	6,847	34.6	152,794	28.7	1.3	15.5	4.6	40.9
2024E	10,276.1	1,613.9	1,387.3	8,457	26.7	160,471	23.2	1.2	13.3	5.4	39.1

표8 네이버 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	2,170.9	1,927.7	12.6	2,057.3	5.5	2,230.3	-2.7
영업이익	334.9	351.3	-4.7	330.2	1.4	354.7	-5.6
세전이익	370.1	559.4	-33.8	374.7	-1.2	389.8	-5.1
지배순이익	263.5	319.8	-17.6	257.0	2.6	332.2	-20.7

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표9 네이버 적정주가 산출

(원)	비고	
EPS	6,847	2023E 지배순이익
적정배수(X)	33.0	과거 5년 평균 30배에서 10% 할증
적정주가	230,000	225,951원 반올림
현재주가	196,500	
상승여력(%)	17.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 네이버 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>1,845</b>	<b>2,046</b>	<b>2,057</b>	<b>2,171</b>	<b>2,259</b>	<b>2,371</b>	<b>2,409</b>	<b>2,487</b>	<b>6,818</b>	<b>8,119</b>	<b>9,525</b>	<b>10,276</b>
서치플랫폼	850	906	896	960	897	942	939	989	3,308	3,611	3,766	3,900
커머스	416	439	458	480	598	614	629	628	1,488	1,794	2,470	2,686
핀테크	275	296	296	310	329	351	367	357	979	1,176	1,405	1,599
콘텐츠	212	300	312	315	337	352	362	392	660	1,139	1,443	1,597
클라우드	92	105	95	107	98	111	112	121	383	399	441	494
<b>% YoY</b>												
매출	23.1	23.0	19.1	12.6	22.4	15.9	17.1	14.6	28.5	19.1	17.3	7.9
서치플랫폼	12.6	9.3	8.0	7.2	5.5	4.1	4.7	3.0	17.3	9.2	4.3	3.6
커머스	27.8	19.7	19.4	16.6	43.7	39.8	37.3	30.9	36.3	20.5	37.7	8.7
핀테크	31.1	27.1	22.5	4.9	19.8	18.7	23.9	15.5	44.5	20.1	19.4	13.9
콘텐츠	70.1	113.8	77.3	43.8	58.8	17.3	16.2	24.6	52.9	72.6	26.7	10.7
클라우드	8.9	10.5	-1.5	0.5	6.5	5.6	18.2	12.2	35.2	4.4	10.6	12.0
<b>영업비용</b>	<b>1,543</b>	<b>1,710</b>	<b>1,727</b>	<b>1,836</b>	<b>1,914</b>	<b>2,018</b>	<b>2,045</b>	<b>2,131</b>	<b>5,492</b>	<b>6,816</b>	<b>8,107</b>	<b>8,662</b>
% to sales	83.6	83.6	83.9	84.6	84.7	85.1	84.9	85.7	80.6	84.0	85.1	84.3
% YoY	27.5	28.7	25.4	16.5	24.0	18.0	18.4	16.0	34.3	24.1	18.9	6.8
개발/운영비용	472	515	522	528	564	609	578	604	1,753	2,037	2,355	2,624
파트너	624	720	722	797	754	810	827	872	2,172	2,863	3,263	3,462
인프라	133	141	152	167	165	164	172	178	496	593	679	719
마케팅	315	333	331	343	431	434	468	477	1,072	1,322	1,811	1,857
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>302</b>	<b>336</b>	<b>330</b>	<b>335</b>	<b>345</b>	<b>353</b>	<b>365</b>	<b>356</b>	<b>1,325</b>	<b>1,303</b>	<b>1,419</b>	<b>1,614</b>
% YoY	4.5	0.2	-5.6	-4.7	14.3	5.0	10.4	6.3	9.1	-1.7	8.9	13.8
영업이익률(%)	16.4	16.4	16.1	15.4	15.3	14.9	15.1	14.3	19.4	16.0	14.9	15.7
세전이익	257	263	375	370	438	328	488	344	2,126	1,265	1,598	1,946
% YoY	-39.6	-59.3	-24.3	-33.8	70.6	24.5	30.3	-7.0	30.2	-40.5	26.4	21.8
지배주주순이익	171	183	257	264	305	217	335	266	16,490	875	1,123	1,387
% YoY	-98.9	-65.3	-22.6	-17.6	78.4	18.4	30.3	0.9	1,545.6	-94.7	28.4	23.5

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## NAVER (035420)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>5,304.2</b>	<b>6,817.6</b>	<b>8,119.3</b>	<b>9,525.5</b>	<b>10,276.1</b>
매출액증가율 (%)	21.8	28.5	19.1	17.3	7.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5,304.2	6,817.6	8,119.3	9,525.5	10,276.1
판매관리비	4,088.8	5,492.1	6,816.2	8,106.9	8,662.2
<b>영업이익</b>	<b>1,215.3</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,303.1</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,613.9</b>
영업이익률	22.9	19.4	16.0	14.9	15.7
금융손익	378.1	436.4	290.0	294.5	304.9
중속/관계기업손익	115.6	544.7	-209.5	-36.0	-21.9
기타영업외손익	-75.5	-180.1	-119.0	-79.1	48.6
세전계속사업이익	1,633.6	2,126.4	1,264.6	1,598.0	1,945.6
법인세비용	492.5	648.7	481.9	544.7	611.1
<b>당기순이익</b>	<b>845.0</b>	<b>16,477.6</b>	<b>782.7</b>	<b>1,053.3</b>	<b>1,334.5</b>
지배주주지분 손이익	1,002.1	16,489.9	875.0	1,123.2	1,387.3

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>10,544.7</b>	<b>5,527.9</b>	<b>7,361.3</b>	<b>7,372.3</b>	<b>8,502.4</b>
현금및현금성자산	1,600.3	2,781.4	5,042.1	3,468.0	4,563.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	4.3	6.1	15.5	55.1	60.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,469.6</b>	<b>28,163.1</b>	<b>28,254.4</b>	<b>28,641.2</b>	<b>28,793.2</b>
유형자산	1,684.6	2,111.3	2,390.5	2,660.7	2,933.7
무형자산	105.1	932.2	2,180.5	2,129.2	2,074.2
투자자산	4,346.5	24,612.1	22,739.2	22,907.1	22,841.0
<b>자산총계</b>	<b>17,014.2</b>	<b>33,691.0</b>	<b>35,615.7</b>	<b>36,013.5</b>	<b>37,295.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,911.8</b>	<b>3,923.3</b>	<b>6,299.0</b>	<b>5,699.0</b>	<b>7,099.0</b>
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	900.0	0.0	1,200.0
<b>비유동부채</b>	<b>847.4</b>	<b>5,740.3</b>	<b>4,703.5</b>	<b>4,757.1</b>	<b>3,379.7</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>8,759.1</b>	<b>9,663.6</b>	<b>11,002.5</b>	<b>10,456.1</b>	<b>10,478.7</b>
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	23,666.2	24,610.4	25,869.9
비지배주주지분	887.9	491.7	491.7	491.7	491.7
<b>자본총계</b>	<b>8,255.1</b>	<b>24,027.4</b>	<b>24,613.2</b>	<b>25,557.4</b>	<b>26,816.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,447.2</b>	<b>1,379.9</b>	<b>1,707.2</b>	<b>1,857.1</b>	<b>2,276.4</b>
당기순이익(손실)	845.0	16,477.6	782.7	1,053.3	1,334.5
유형자산상각비	465.3	412.3	508.3	556.7	595.2
무형자산상각비	30.0	21.2	51.7	51.4	54.9
운전자본의 증감	227.1	-10.1	383.8	215.1	291.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,503.2</b>	<b>-13,998.8</b>	<b>-149.1</b>	<b>-2,551.1</b>	<b>-802.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.4	-753.9	-787.5	-826.9	-868.2
투자자산의 감소(증가)	-743.6	-19,720.8	1,872.9	-167.9	66.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,192.1</b>	<b>11,642.3</b>	<b>702.7</b>	<b>-880.1</b>	<b>-379.0</b>
차입금의 증감	-1,197.6	3,572.9	915.7	-820.0	-270.0
자본의 증가	218.0	-303.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,140.2	-1,064.3	2,260.7	-1,574.2	1,095.3
기초현금	3,740.5	3,845.7	2,781.4	5,042.1	3,468.0
기말현금	1,600.3	2,781.4	5,042.1	3,468.0	4,563.2

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	32,274	41,510	49,493	58,065	62,641
EPS(지배주주)	6,097	100,400	5,334	6,847	8,457
CFPS	11,041	12,665	10,915	13,214	15,632
EBITDAPS	10,409	10,709	11,356	12,354	13,801
BPS	44,850	143,467	147,038	152,794	160,471
DPS	402	511	1,316	729	501
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.7	0.4	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	48.0	3.8	33.3	28.7	23.2
PCR	26.5	29.9	16.3	14.9	12.6
PSR	9.1	9.1	3.6	3.4	3.1
PBR	6.5	2.6	1.2	1.3	1.2
EBITDA	1,710.6	1,758.9	1,863.0	2,026.6	2,264.1
EV/EBITDA	27.5	35.8	15.6	15.5	13.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.2	106.7	3.7	4.6	5.4
EBITDA 이익률	32.3	25.8	22.9	21.3	22.0
부채비율	106.1	40.2	44.7	40.9	39.1
금융비용부담률	0.4	0.7	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	56.1	29.3	15.7	16.9	21.6
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	178.4	1,300.5	750.2	269.8	177.6

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 카카오 035720

## 상반기 포인트

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 데이터센터 화재 수습 관련 비용 대거 발생하며 부진
- ✓ 콘텐츠, 광고, 커머스 등 3분기와 유사한 형태에 데이터 화재 영향이 반영
- ✓ 모바일티는 과점적 플랫폼인 만큼 변화된 단가 인상 모멘텀이 매출 성장 견인
- ✓ 카카오톡 채류 시간 상승 반전 위해 상반기도 다수 업데이트 준비 중
- ✓ 이를 제외하면 실적 모멘텀은 부진. 그러나 피어 상승은 주가에 긍정적

### Buy

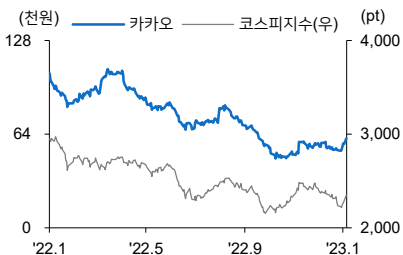
적정주가 (12개월) **72,000 원**  
현재주가 (1.9) **61,100 원**  
상승여력 **17.8%**

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	272,146억원
발행주식수	44,541만주
유동주식비율	73.89%
외국인비중	26.59%
52주 최고/최저가	108,500원/47,300원
평균거래대금	1,433.2억원

주요주주(%)	
김범수 외 72 인	24.15
국민연금공단	6.42
MAXIMO PTE	6.29

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	-14.9	-38.9
상대주가	6.9	-14.9	-23.2

주가그래프



### 데이터센터 화재 사건을 수습할 4분기

카카오의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 1조 8,922억원(+6% YoY)과 786억원(-26% YoY)으로 예상된다. 영향이 있었던 부문의 매출은 5일치의 영업 타격을 반영(매출 차감)했고, 비용 측면에서는 400억원을 반영했다.

콘텐츠 부문의 경우 탑라인은 부진하나 마케팅비 절감으로 영업이익은 4분기에도 견조할 전망이다. 그러나 광고/커머스 핵심 이익을 담당하는 별도 법인은 3분기에 이어 부진한 실적이 예상된다. 모바일티는 12월 서울 할증 시간 변경, 콜비 상향, 연말 대리 수요 증가 효과로 40% YoY 매출 성장을 전망한다.

예정된 바와 같이 사건 수습 관련 비용이 대거 발생하며 4분기 영업이익은 부진할 것으로 전망된다. 2021~2022년 상반기 이루어진 보유 지분 재평가 일부가 4분기 차감될 것으로 가정했다. 2021년 타파스와 래디쉬를 1.1조 밸류에 인수한 것과 더불어 라이온하트 지분 재평가가 지난 상반기까지 이어졌다.

### 상반기 포인트는 카카오톡 재편, 그리고 peer valuation의 움직임

카카오는 카카오톡 내 이용자 채류 시간을 상승 반전시키기 위해 다양한 업데이트를 진행 중이다. 지난 4분기 프로필을 일부 개편했으며 상반기 내 친구 탭을 중심으로 SNS와 같은 업데이트 형태를 예상한다.

카카오게임즈와 페이를 제외한 2022년 동사의 연결 영업이익은 4,065억원으로 20% YoY 감소, 2023년 4,342억원으로 7% YoY 증가가 예상되는데 이를 통해 밸류에이션을 설명하기에는 다소 부족하다. 다만 글로벌 peer valuation이 상승하는 점은 주가에 긍정적 영향을 미친다. 카카오톡 개편에 따른 소비자 반응을 제외한다면 당분간 peer의 움직임에 동반될 것이다. Peer valuation 상승을 반영, 적용 밸류에이션을 기존 대비 10% 할증한 적정주가 7만2천원을 제시한다.

(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	흑전	14,235	219.3	5.5	45.5	2.7	60.9
2021	6,136.7	594.9	1,392.2	3,132	835.8	22,391	35.9	5.0	52.1	17.1	67.6
2022E	7,224.9	558.6	740.0	1,661	-51.1	23,885	32.0	2.2	20.6	7.2	72.3
2023E	8,226.4	677.7	565.1	1,269	-19.4	25,052	48.2	2.4	20.5	5.2	68.9
2024E	9,050.4	771.2	439.6	987	-7.2	26,129	61.9	2.3	16.9	3.9	66.6

표11 카카오 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	1,892.2	1,785.7	6.0	1,858.7	1.8	1,951.8	-3.1
영업이익	78.6	106.6	-26.3	150.3	-47.7	130.4	-39.7
세전이익	-731.2	553.5	적전	236.7	적전	55.7	N/A
지배순이익	-737.1	76.8	적전	106.3	적전	30.2	N/A

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표12 카카오 적정주가 산출

(원)	비고
보정 EPS	1,215
적정배수(X)	59.2
적정주가	72,000
현재주가	61,100
상승여력(%)	17.8

상장 자회사 순이익 차감한 2023E 순이익  
 상장 자회사 제거한 12M Fwd PER 과거 5년 평균 53.8배에 10% 할증  
 71,904원 반올림

자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>1,652</b>	<b>1,822</b>	<b>1,859</b>	<b>1,892</b>	<b>1,784</b>	<b>2,076</b>	<b>2,110</b>	<b>2,257</b>	<b>6,137</b>	<b>7,225</b>	<b>8,226</b>	<b>9,050</b>
플랫폼부문	886	931	987	1,104	977	1,037	1,097	1,288	3,241	3,908	4,399	4,937
특비즈	461	453	467	502	494	494	521	589	1,644	1,883	2,098	2,263
포털비즈	114	102	110	118	105	92	99	111	493	445	408	404
플랫폼 기타	311	375	410	485	379	450	476	589	1,104	1,580	1,894	2,270
콘텐츠부문	766	892	872	788	806	1,040	1,013	969	2,896	3,317	3,828	4,113
게임	246	337	296	235	290	421	375	346	999	1,114	1,432	1,503
뮤직	204	209	250	227	207	220	253	232	773	891	912	940
스토리	240	228	231	218	235	263	273	266	792	917	1,036	1,151
미디어	75	118	94	107	75	136	111	125	333	395	447	518
<b>% YoY</b>												
매출	31.3	34.8	6.8	6.0	8.0	13.9	13.5	19.3	47.6	17.7	13.9	10.0
플랫폼부문	27.4	22.2	26.7	9.9	10.3	11.4	11.1	16.7	44.2	20.6	12.6	12.2
특비즈	23.4	16.1	15.4	5.6	7.1	9.1	11.4	17.4	43.1	14.6	11.4	7.9
포털비즈	-2.9	-18.2	-7.9	-9.5	-8.2	-9.7	-9.4	-6.2	3.0	-9.7	-8.3	-1.0
플랫폼 기타	52.1	52.4	60.9	21.4	21.8	19.9	16.3	21.5	77.8	43.1	19.8	19.9
콘텐츠부문	36.1	51.0	-9.4	0.9	5.3	16.6	16.2	23.0	51.7	14.5	15.4	7.5
게임	88.7	162.0	-36.1	-14.9	18.0	25.1	26.7	46.8	101.6	11.6	28.5	5.0
뮤직	10.7	11.3	26.9	12.1	1.1	5.0	1.3	2.0	9.5	15.4	2.3	3.2
스토리	37.7	22.1	5.7	2.6	-2.4	15.5	18.0	22.2	49.9	15.8	13.0	11.1
미디어	2.9	35.0	13.3	20.0	0.0	15.0	18.2	16.8	84.8	18.5	13.4	15.8
<b>영업비용</b>	<b>1,493</b>	<b>1,651</b>	<b>1,708</b>	<b>1,814</b>	<b>1,612</b>	<b>1,853</b>	<b>1,951</b>	<b>2,132</b>	<b>5,542</b>	<b>6,666</b>	<b>7,549</b>	<b>8,279</b>
% to sales	90.4	90.6	91.9	95.8	90.4	89.3	92.5	94.4	90.3	92.3	91.8	91.5
% YoY	35.7	38.8	8.6	8.0	8.0	12.2	14.2	17.5	49.7	20.3	13.2	9.7
인건비	420.0	426.2	433.3	495.8	450.7	477.5	495.7	611.3	1,417	1,775	2,035	2,206
매출연동비	584.4	654.8	711.4	662.1	632.9	758.6	796.0	806.3	2,477	2,613	2,994	3,222
외주/인프라비	204.6	235.8	238.4	261.8	238.8	265.6	273.1	314.5	741	941	1,092	1,273
마케팅비	114.6	150.3	112.0	133.0	86.3	128.5	161.2	147.8	435	510	524	591
상각비	130.8	135.6	153.0	165.8	163.2	161.6	168.1	178.0	367	585	671	737
금융영업비용	1.4	4.0	10.5	10.5	0.2	10.5	5.7	8.9	9	26	25	23
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>159</b>	<b>171</b>	<b>150</b>	<b>79</b>	<b>171</b>	<b>223</b>	<b>158</b>	<b>125</b>	<b>595</b>	<b>559</b>	<b>678</b>	<b>771</b>
% YoY	0.7	5.2	-10.6	-26.3	7.9	30.4	5.2	59.6	30.5	-6.1	21.3	13.8
영업이익률(%)	9.6	9.4	8.1	4.2	9.6	10.7	7.5	5.6	9.7	7.7	8.2	8.5
<b>상장 자회사 제외 영업이익</b>	<b>118</b>	<b>103</b>	<b>116</b>	<b>70</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>96</b>	<b>76</b>	<b>510</b>	<b>407</b>	<b>434</b>	<b>513</b>
% YoY	-17.1	-33.6	-7.3	-22.1	4.1	35.9	-17.2	8.8	31.1	-20.3	6.8	18.2
영업이익률(%)	9.3	7.6	8.2	4.7	9.2	9.3	6.2	4.5	10.9	7.4	7.2	7.7
<b>세전이익</b>	<b>1,760</b>	<b>237</b>	<b>237</b>	<b>-731</b>	<b>214</b>	<b>294</b>	<b>209</b>	<b>141</b>	<b>2,294</b>	<b>1,502</b>	<b>858</b>	<b>911</b>
% YoY	452.1	-32.4	-77.9	적전	-87.8	24.1	-11.6	흑전	453.7	-34.5	-42.9	6.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,303</b>	<b>68</b>	<b>106</b>	<b>-737</b>	<b>164</b>	<b>186</b>	<b>128</b>	<b>87</b>	<b>1,392</b>	<b>740</b>	<b>565</b>	<b>440</b>
% YoY	480.4	-78.3	-86.4	적전	-87.4	175.2	20.3	흑전	794.6	-46.8	-23.6	-22.2

주: 상장 자회사 제외 영업이익은 카카오킴즈와 카카오페이가 상장한 시점부터 적용

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터



## 카카오 (035720)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>4,156.8</b>	<b>6,136.7</b>	<b>7,224.9</b>	<b>8,226.4</b>	<b>9,050.4</b>
매출액증가율 (%)	35.4	47.6	17.7	13.9	10.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	4,156.8	6,136.7	7,224.9	8,226.4	9,050.4
판매관리비	3,701.0	5,541.8	6,666.3	7,548.7	8,279.1
<b>영업이익</b>	<b>455.9</b>	<b>594.9</b>	<b>558.6</b>	<b>677.7</b>	<b>771.2</b>
영업이익률	11.0	9.7	7.7	8.2	8.5
금융손익	143.4	-137.5	-39.2	100.5	120.8
중속/관계기업손익	8.7	510.1	-40.6	-2.6	8.7
기타영업외손익	-193.7	1,326.2	1,022.8	82.2	10.5
세전계속사업이익	414.3	2,293.7	1,501.6	857.7	911.2
법인세비용	240.9	647.5	694.3	206.7	307.2
<b>당기순이익</b>	<b>173.4</b>	<b>1,646.2</b>	<b>807.4</b>	<b>651.0</b>	<b>604.0</b>
지배주주지분 순이익	155.6	1,392.2	740.0	565.1	439.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>971.1</b>	<b>1,306.6</b>	<b>1,591.4</b>	<b>399.9</b>	<b>2,586.6</b>
당기순이익(손실)	173.4	1,646.2	807.4	651.0	604.0
유형자산상각비	175.7	237.8	362.8	415.9	456.8
무형자산상각비	90.7	135.4	222.4	254.9	280.0
운전자본의 증감	183.3	-209.0	198.7	-922.7	1,245.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,260.7</b>	<b>-3,341.0</b>	<b>-601.0</b>	<b>200.7</b>	<b>-412.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-183.2	-216.2	-700.0	-500.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-962.0	-1,740.5	-384.6	-25.7	14.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,305.4</b>	<b>4,441.2</b>	<b>883.7</b>	<b>-228.7</b>	<b>-120.7</b>
차입금의 증감	208.6	2,866.1	906.7	-200.0	-90.0
자본의 증가	791.0	1,948.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	976.1	2,431.4	1,874.1	372.0	2,053.1
기초현금	1,918.2	2,894.3	5,325.7	7,199.8	7,571.7
기말현금	2,894.3	5,325.7	7,199.8	7,571.7	9,624.8

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>4,462.9</b>	<b>8,102.2</b>	<b>9,482.5</b>	<b>9,815.4</b>	<b>10,742.4</b>
현금및현금성자산	2,877.5	5,231.5	7,105.6	7,477.5	9,530.6
매출채권	247.4	398.1	468.7	1,742.1	179.2
재고자산	45.8	91.8	5.4	49.5	54.4
<b>비유동자산</b>	<b>6,987.4</b>	<b>13,712.0</b>	<b>14,186.1</b>	<b>14,041.0</b>	<b>13,590.1</b>
유형자산	430.7	554.9	892.1	976.2	819.5
무형자산	3,351.6	6,347.8	6,100.1	5,845.2	5,565.3
투자자산	2,598.4	4,849.0	5,233.6	5,259.3	5,245.1
<b>자산총계</b>	<b>11,954.0</b>	<b>22,779.6</b>	<b>24,764.1</b>	<b>25,316.6</b>	<b>25,922.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,627.6</b>	<b>5,246.1</b>	<b>5,020.2</b>	<b>4,951.6</b>	<b>4,960.9</b>
매입채무	37.7	69.8	82.1	93.5	102.9
단기차입금	130.3	896.5	896.5	896.5	896.5
유동성장기부채	40.2	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,166.1</b>	<b>2,885.1</b>	<b>4,216.9</b>	<b>4,117.7</b>	<b>4,041.4</b>
사채	321.8	497.7	497.7	497.7	497.7
장기차입금	5.3	55.4	600.4	600.4	630.4
<b>부채총계</b>	<b>4,526.2</b>	<b>9,189.6</b>	<b>10,395.5</b>	<b>10,327.6</b>	<b>10,360.7</b>
<b>자본금</b>	<b>44.3</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>	<b>44.6</b>
자본잉여금	5,833.1	7,781.3	7,781.3	7,781.3	7,781.3
기타포괄이익누계액	86.6	371.8	371.8	371.8	371.8
이익잉여금	316.3	1,709.6	2,363.7	2,883.6	3,363.5
비지배주주지분	1,128.8	3,605.6	3,730.2	3,830.6	3,923.8
<b>자본총계</b>	<b>7,427.7</b>	<b>13,590.0</b>	<b>14,368.6</b>	<b>14,989.0</b>	<b>15,562.1</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	9,490	13,808	16,219	18,469	20,319
EPS(지배주주)	355	3,132	1,661	1,269	987
CFPS	1,372	2,361	4,636	3,392	3,641
EBITDAPS	1,649	2,178	2,568	3,028	3,386
BPS	14,235	22,391	23,885	25,052	26,129
DPS	30	53	66	70	71
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	219.3	35.9	32.0	48.2	61.9
PCR	56.8	47.7	11.5	18.0	16.8
PSR	8.2	8.1	3.3	3.3	3.0
PBR	5.5	5.0	2.2	2.4	2.3
EBITDA	722.3	968.1	1,143.8	1,348.6	1,507.9
EV/EBITDA	45.5	52.1	20.6	20.5	16.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.7	17.1	7.2	5.2	3.9
EBITDA 이익률	17.4	15.8	15.8	16.4	16.7
부채비율	60.9	67.6	72.3	68.9	66.6
금융비용부담률	0.5	0.6	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	24.1	15.1	8.0	8.9	10.5
매출채권회전율(x)	20.5	19.0	16.7	7.4	9.4
재고자산회전율(x)	87.3	89.2	148.7	300.2	174.3

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 아프리카 TV 067160

## 상반기 업데이트가 중요

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 171억원으로 기대치 하회 전망
- ✓ 트래픽 개선 이어지며 광고는 부합하나 인앱 결제 영향 이어져 기부경제 미진
- ✓ 소비자와 콘텐츠 공급자를 위한 업데이트 각각 1/2분기 예정. 추이를 지켜볼 때
- ✓ 미국 온라인 광고 시장이 먼저 보여준 온라인 광고 변화에 동사는 적합
- ✓ 성장세에 부스터 달아줄 수 있는 요소는 업데이트에 대한 반응

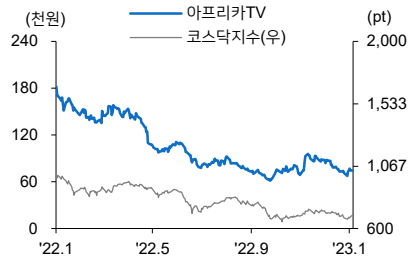
## Buy

**적정주가 (12개월)** 110,000 원  
**현재주가 (1.9)** 74,500 원  
**상승여력** 47.7%

KOSDAQ	701.21pt
시가총액	8,564억원
발행주식수	1,149만주
유동주식비율	68.99%
외국인비중	20.88%
52주 최고/최저가	170,400원/61,500원
평균거래대금	334.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
세인트인터넷내셔널 외 6 인	25.91
국민연금공단	8.55

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.5	-10.7	-56.3
상대주가	-12.2	-2.4	-38.0

### 주가그래프



### 트래픽 증가로 광고 좋았지만 인앱 결제 영향 이어지며 기부경제 미진

아프리카TV의 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 849억원(+13% YoY)과 171억원(-30% YoY)으로 기대치를 하회할 전망이다. 4분기 광고 매출은 3분기 높아진 기저에도 불구하고 전년 수준의 QoQ 성장이 이어질 것으로 보인다. 월드컵 중계가 동반되며 트래픽은 지난 8개 분기 중 가장 높은 수준을 기록했다. 다만 구글 인앱 결제 적용에 따른 영향이 이어지며 트래픽 증가가 기부경제 매출로 이어지지 못한 점은 다소 아쉽다. 전년 동기 대비 이익의 감소는 월드컵 중계권료, 매출 믹스 변화에 의거한다.

동사는 1분기 기부경제와 관련된 업데이트를 진행 중이며, 상반기 내에는 바뀐 경쟁 환경에서 콘텐츠 공급자들을 더욱 유인할 수 있는 방향으로 대규모 업데이트를 준비하고 있다. 이에 따른 소비자 및 콘텐츠 공급자의 반응이 주가의 트리거가 될 전망이다.

### 방향은 온고잉. 남은 건?

조사업체 인사이더 인텔리전스에 따르면, 2022년 미국 온라인 광고시장 매출에서 구글과 메타의 비중 합계가 2014년 이후 8년만에 처음으로 과반이 무너졌다. DA보다는 동영상 광고가, 그리고 동영상 광고 내에서도 기존 SNS 이외의 시장으로의 이동이 뚜렷했다. 애플 개인정보 보호 정책 변화로 맞춤형 광고의 어려움이 가중되며 OTT와 같은 플랫폼으로 이동 중이다.

2023년 동사의 광고 매출 성장률을 37%로 전망한다. 2020년 300억 수준이었으나 2023년 첫 1천억원 광고 매출을 달성, 2024년까지 30% 성장률이 이어지는 데 큰 문제는 없어 보인다. 다만 성장세에 부스터를 달아줄 수 있는 요소는 경쟁상황 변화에 따른 동사의 업데이트가 가져올 트래픽 변화다. 상반기 업데이트에 따른 소비자/공급자 반응을 지켜볼 시기가.

(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	320.0	84.1	71.8	6,243	0.9	23,787	11.4	3.0	5.2	29.7	76.7
2023E	357.0	99.9	85.1	7,401	18.2	30,429	10.1	2.4	4.4	27.3	59.3
2024E	430.4	132.2	112.5	9,789	32.3	39,221	7.6	1.9	2.5	28.1	52.8

표14 아프리카TV 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	84.9	75.4	12.6	81.8	3.8	86.6	-2.0
영업이익	17.1	24.6	-30.3	20.7	-17.0	19.0	-9.9
세전이익	18.7	23.1	-19.2	22.6	-17.4	17.7	5.2
지배순이익	15.2	16.8	-9.5	17.2	-11.4	14.4	5.8

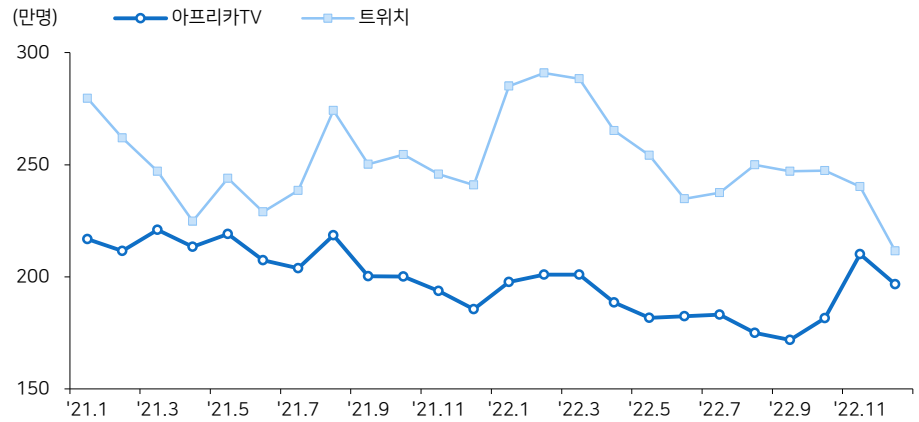
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

표15 아프리카TV 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>75.3</b>	<b>78.0</b>	<b>81.8</b>	<b>84.9</b>	<b>78.6</b>	<b>84.4</b>	<b>93.5</b>	<b>100.5</b>	<b>272.3</b>	<b>320.0</b>	<b>357.0</b>	<b>430.4</b>
플랫폼 서비스	60.0	58.3	57.7	56.8	55.5	56.2	61.9	63.4	212.6	232.9	237.1	270.5
광고	14.2	18.4	23.1	26.7	22.0	26.9	30.1	34.2	53.5	82.4	113.2	148.0
멀티플랫폼	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	2.3	0.6	0.8	0.8
기타	0.9	1.1	0.9	1.3	0.9	1.1	1.3	2.8	3.8	4.2	6.0	11.1
<b>% YoY</b>												
매출	23.7	20.0	15.2	12.6	4.4	8.2	14.3	18.3	38.5	17.5	11.6	20.6
플랫폼 서비스	18.0	15.2	4.5	1.6	-7.5	-3.6	7.3	11.6	33.0	9.5	1.8	14.1
광고	69.0	42.4	59.7	50.3	55.3	46.0	30.5	27.9	82.2	53.9	37.4	30.8
멀티플랫폼	-65.8	-71.6	-82.7	-77.2	0.0	30.9	90.0	0.0	-37.4	-73.5	23.3	0.0
기타	-9.1	39.8	19.0	0.0	0.0	0.0	37.2	111.2	6.9	9.4	43.4	86.6
<b>영업비용</b>	<b>52.2</b>	<b>54.8</b>	<b>61.2</b>	<b>67.8</b>	<b>58.2</b>	<b>62.0</b>	<b>66.8</b>	<b>70.0</b>	<b>183.5</b>	<b>235.9</b>	<b>257.1</b>	<b>298.2</b>
% to sales	69.3	70.2	74.8	79.8	74.1	73.5	71.4	69.7	67.4	73.7	72.0	69.3
% YoY	26.3	26.1	27.6	33.4	11.6	13.3	9.2	3.3	25.5	28.6	9.0	16.0
인건비	16.1	16.6	16.4	16.3	18.3	19.0	16.6	16.5	50.8	65.4	70.4	74.2
지급수수료	25.0	26.8	31.6	34.4	28.4	30.9	36.2	39.8	85.7	117.8	135.3	165.9
컨텐츠	4.0	3.9	5.1	6.5	4.0	4.4	5.4	4.8	16.7	19.5	18.6	20.3
상각비	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	14.7	16.6	17.0	17.7
기타	3.2	3.2	3.9	6.4	3.3	3.5	4.4	4.7	15.6	16.7	15.9	20.0
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>23.1</b>	<b>23.2</b>	<b>20.7</b>	<b>17.1</b>	<b>20.4</b>	<b>22.4</b>	<b>26.7</b>	<b>30.4</b>	<b>88.8</b>	<b>84.1</b>	<b>99.9</b>	<b>132.2</b>
% YoY	18.0	7.7	-10.6	-30.3	-11.8	-3.6	29.3	77.7	76.2	-5.3	18.8	32.3
영업이익률(%)	30.7	29.8	25.2	20.2	25.9	26.5	28.6	30.3	32.6	26.3	28.0	30.7
<b>세전이익</b>	<b>24.1</b>	<b>23.4</b>	<b>22.6</b>	<b>18.7</b>	<b>21.9</b>	<b>24.8</b>	<b>29.1</b>	<b>29.8</b>	<b>89.1</b>	<b>88.7</b>	<b>105.6</b>	<b>139.0</b>
% YoY	20.4	12.7	-10.4	-19.2	-9.1	6.0	28.9	59.9	87.4	-0.4	19.0	31.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>19.6</b>	<b>19.8</b>	<b>17.2</b>	<b>15.2</b>	<b>17.6</b>	<b>21.6</b>	<b>22.6</b>	<b>23.3</b>	<b>71.0</b>	<b>71.8</b>	<b>85.1</b>	<b>112.5</b>
% YoY	26.4	4.4	-13.1	-9.6	-10.2	9.1	31.8	52.9	94.1	1.0	18.6	32.3

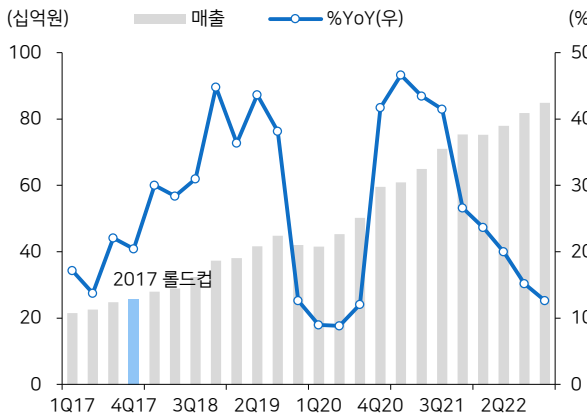
자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림42 아프리카TV, 트위치 MAU



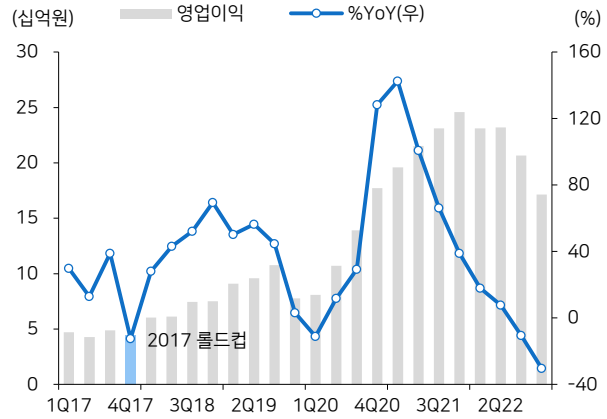
주: 한국인 안드로이드+iOS 앱 사용자 추정  
 자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림43 아프리카TV 분기 매출



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

그림44 아프리카TV 분기 영업이익



자료: 아프리카TV, 메리츠증권 리서치센터

## 아프리카 TV (067160)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>196.6</b>	<b>272.3</b>	<b>320.0</b>	<b>357.0</b>	<b>430.4</b>
매출액증가율 (%)	18.0	38.5	17.5	11.6	20.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	196.6	272.3	320.0	357.0	430.4
판매관리비	146.2	183.5	235.9	257.1	298.2
<b>영업이익</b>	<b>50.4</b>	<b>88.8</b>	<b>84.1</b>	<b>99.9</b>	<b>132.2</b>
영업이익률	25.6	32.6	26.3	28.0	30.7
금융손익	1.3	2.7	4.0	5.1	6.2
중속/관계기업손익	-0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-4.2	-2.6	0.9	0.9	0.9
세전계속사업이익	47.5	89.1	88.7	105.6	139.0
법인세비용	9.7	18.1	17.3	21.2	27.3
<b>당기순이익</b>	<b>36.3</b>	<b>70.9</b>	<b>71.5</b>	<b>84.5</b>	<b>111.7</b>
지배주주지분 순이익	36.6	71.0	71.8	85.1	112.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>72.3</b>	<b>133.5</b>	<b>90.8</b>	<b>92.5</b>	<b>144.1</b>
당기순이익(손실)	36.3	70.9	71.5	84.5	111.7
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	4.3	-1.4	26.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-17.8</b>	<b>-113.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>34.0</b>	<b>-8.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-19.3	-9.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	9.4	-3.0	1.0	-6.8	0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-15.7</b>	<b>-11.2</b>	<b>6.6</b>	<b>-10.3</b>	<b>21.3</b>
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	93.6	116.1	156.8
기초현금	27.3	66.0	75.1	168.7	284.8
기말현금	66.0	75.1	168.7	284.8	441.6

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>195.6</b>	<b>313.0</b>	<b>399.0</b>	<b>474.8</b>	<b>611.9</b>
현금및현금성자산	66.0	75.1	168.6	284.8	441.6
매출채권	10.0	11.5	13.6	45.0	3.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>96.4</b>	<b>95.1</b>	<b>83.9</b>	<b>81.2</b>	<b>74.6</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>292.0</b>	<b>408.2</b>	<b>482.8</b>	<b>556.0</b>	<b>686.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>128.6</b>	<b>193.4</b>	<b>188.1</b>	<b>185.5</b>	<b>185.6</b>
매입채무	0.3	0.6	0.7	0.7	0.9
단기차입금	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
유동성장기부채	0.0	8.1	2.7	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>15.8</b>	<b>5.3</b>	<b>21.6</b>	<b>21.6</b>	<b>51.6</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.1	0.0	20.0	20.0	50.0
<b>부채총계</b>	<b>144.5</b>	<b>198.7</b>	<b>209.6</b>	<b>207.0</b>	<b>237.2</b>
<b>자본금</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>53.5</b>	<b>60.0</b>	<b>60.0</b>	<b>60.0</b>	<b>60.0</b>
기타포괄이익누계액	-3.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	106.4	170.4	234.5	310.8	411.9
비지배주주지분	0.9	0.1	-0.2	-0.8	-1.6
<b>자본총계</b>	<b>147.6</b>	<b>209.4</b>	<b>273.3</b>	<b>349.0</b>	<b>449.3</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	17,101	23,689	27,840	31,056	37,441
EPS(지배주주)	3,184	6,179	6,243	7,401	9,789
CFPS	6,500	9,941	8,670	9,556	12,063
EBITDAPS	5,575	9,009	8,644	9,509	12,010
BPS	12,758	18,209	23,787	30,429	39,221
DPS	650	730	700	800	1,050
배당수익률(%)	1.1	0.4	1.0	1.1	1.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.0	32.8	11.4	10.1	7.6
PCR	9.3	20.4	8.2	7.8	6.2
PSR	3.5	8.6	2.6	2.4	2.0
PBR	4.7	11.1	3.0	2.4	1.9
EBITDA	64.1	103.6	99.4	109.3	138.1
EV/EBITDA	9.1	20.4	5.2	4.4	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	27.6	39.9	29.7	27.3	28.1
EBITDA 이익률	32.6	38.0	31.1	30.6	32.1
부채비율	97.9	94.9	76.7	59.3	52.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
이자보상배율(x)	99.5	94.6	63.4	59.5	53.1
매출채권회전율(x)	27.8	25.3	25.5	12.2	17.9
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2023. 1. 10

# NHN 181710

## 가벼워질 NHN 을 기다리며

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 NHN의 연결 영업이익은 마케팅비 추가 감소 반영, 150억원 예상
- ✓ 지난 7월 웹보드 규제 완화로 매출 상한 상황되었으나 예상보다 인당 spending 변화 크지 않은 것으로 보여
- ✓ 콘텐츠 제외 4분기 대부분 영역이 성수기에 해당하나 비용 축소 효과 제한적
- ✓ 규모에 비해 너무 많은 사업부 영위하며 투자 포인트가 희석되는 시기

## Hold

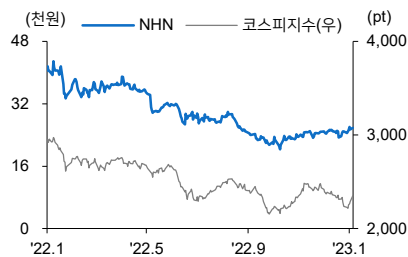
**적정주가 (12개월)** 27,000 원  
**현재주가 (1.9)** 25,800 원  
**상승여력** 4.7%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	9,292억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	43.80%
외국인비중	13.57%
52주 최고/최저가	42,900원/20,300원
평균거래대금	13.6억원

주요주주(%)	
이준호 외 26 인	51.78
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-6.7	-36.2
상대주가	6.0	-6.7	-19.8

### 주가그래프



### 웹보드 규제 완화에도 관련 매출 성장세 예상 하회

NHN의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,493억원(+0.3% YoY)과 150억원(-40% YoY)으로 유지. 이는 웹보드 규제 완화에도 불구하고 매출 상승 폭이 예상을 하회한 데 따른다. 지난 7월 1일 웹보드 규제가 완화되며 3분기 게임 매출은 YoY 21% 증가했으나 4분기 성장률은 8%로 다소 둔화되고 기타 게임의 매출 감소가 이어진 것으로 보여 기존 기대치를 하회한다. 그럼에도 불구하고 동사의 웹보드 성장률은 시장 내 가장 높은 수준으로 보여진다. 한게임 리브랜딩 마케팅 영향으로 연간 이익은 크게 훼손되었지만 동시에 따르면 관련 마케팅비가 올해 '21년 이전 수준으로 회귀한다면 관련 이익은 크게 증가할 것으로 예상된다. 다만 4분기까지는 관련 비용이 다소 집행된 것으로 파악된다.

동사의 여러 사업 부분 중 콘텐츠를 제외하면 4분기 대부분 성수기에 해당한다. 그러나 커머스는 아직 중국 봉쇄의 영향 하에 있고, 결제/광고 매출은 3분기에 이어 9% YoY 성장이 전망되어 동 부문 영업적자는 3분기와 유사할 것으로 전망된다. 클라우드 부문은 매출이 QoQ 소폭 상승하며 분기 BEP 도달이 예상된다.

### 투자 포인트를 돋보이게 하기 위해서는

웹보드의 경우 상한선이 이미 상향된 만큼 시장의 기대를 모으는 부분은 아니다. 동시에 대한 시장의 관심은 클라우드 사업 부문이 주목 받을 때 가장 높아진다. 일반적 케이스라면 이것이 플러스 요인이겠지만 현재 동사는 규모에 비해 너무 많은 사업 부분을 영위하며 투자 포인트를 오히려 희석시키고 있다. 2024년까지 자회사를 현재 80여개 수준에서 60개까지 줄이겠다고 밝힌 만큼 가벼워질 NHN을 기다려 보자.

(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	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022E	2,101.5	44.0	6.7	180	-90.4	51,114	138.0	0.5	7.9	0.4	16.0
2023E	2,301.9	83.0	60.4	1,677	436.2	52,791	15.4	0.5	8.4	3.2	25.0
2024E	2,425.3	102.8	91.7	2,547	48.6	55,338	10.1	0.5	4.5	4.7	26.8

표16 NHN 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	547.3	545.8	0.3	522.4	4.8	566.8	-3.4
영업이익	15.0	25.0	-40.1	8.3	80.2	15.3	-2.3
세전이익	7.4	44.9	-83.5	28.5	-74.0	14.4	-48.6
지배순이익	0.2	45.7	-99.5	19.3	-98.8	5.8	-96.1

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표17 NHN 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
2Q22	건즈업 모바일	모바일	발키리엔터	퍼블리싱
3Q22	컴파스 라이브 아레나 일본	모바일	NHN Playart (100%)	자회사 개발
1Q23	더블에이포커		NHN	자체개발
1Q23	퍼즐 앤 카지노		NHN	자체개발
1H23	마블 슬롯		NHN빅풋(합병)	자체개발
2Q23	다카스트 데이즈	PC, 모바일	NHN	자체개발
	위믹스 스포츠		NHN빅풋(합병)	자체개발

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표18 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>520.5</b>	<b>511.3</b>	<b>522.4</b>	<b>547.3</b>	<b>547.5</b>	<b>555.2</b>	<b>572.7</b>	<b>626.5</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,101.5</b>	<b>2,301.9</b>	<b>2,425.3</b>
게임	108.8	104.1	115.9	110.9	118.2	110.3	115.7	111.9	397.0	439.8	456.2	459.3
결제/광고	209.2	216.5	227.0	246.0	230.6	235.8	244.9	254.5	810.9	898.7	965.7	1,002.5
커머스	104.7	81.7	66.3	66.5	81.6	83.2	83.3	117.6	345.7	319.1	365.7	378.2
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	52.9	47.7	51.1	51.1	56.9	184.6	200.8	206.8	214.4
기술	63.7	69.0	71.3	82.1	79.3	84.4	86.4	97.3	219.7	286.1	347.4	408.0
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-11.1	-9.8	-9.7	-8.7	-11.7	-34.3	-43.0	-39.9	-37.1
<b>% YoY</b>												
매출	15.2	12.8	10.6	0.3	5.2	8.6	9.6	14.5	17.2	9.2	9.5	5.4
게임	-2.5	19.9	21.4	7.7	8.7	6.0	-0.2	0.9	-2.9	10.8	3.7	0.7
결제/광고	15.5	10.3	8.9	9.3	10.2	8.9	7.9	3.4	21.5	10.8	7.5	3.8
커머스	35.3	2.6	-13.8	-40.6	-22.1	1.9	25.7	76.9	23.9	-7.7	14.6	3.4
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	1.1	1.5	2.2	0.2	7.7	11.1	8.8	3.0	3.7
기술	42.3	33.8	24.5	24.2	24.5	22.3	21.3	18.5	65.4	30.2	21.4	17.5
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>영업비용</b>	<b>505.0</b>	<b>506.1</b>	<b>514.1</b>	<b>532.4</b>	<b>516.5</b>	<b>541.2</b>	<b>554.4</b>	<b>606.8</b>	<b>1,825.8</b>	<b>2,057.6</b>	<b>2,218.9</b>	<b>2,322.5</b>
% to sales	97.0	99.0	98.4	97.3	94.3	97.5	96.8	96.8	94.9	97.9	96.4	95.8
% YoY	18.3	16.8	15.6	2.2	2.3	6.9	7.8	14.0	17.4	12.7	7.8	4.7
지급수수료	338.2	327.4	335.5	353.5	342.6	354.4	371.2	411.8	1,222.7	1,354.7	1,480.0	1,523.9
인건비	101.8	100.5	102.8	103.7	107.2	116.5	114.1	111.2	371.3	408.8	449.0	479.1
광고선전비	27.4	37.4	33.9	26.7	27.4	27.4	23.9	30.7	88.2	125.4	109.4	115.2
감가상각비	18.8	18.3	20.1	20.3	22.2	21.8	23.6	23.8	73.1	77.5	91.4	105.3
통신비	6.3	6.6	6.3	6.2	6.2	6.4	6.1	6.0	25.0	25.4	24.7	24.0
기타	12.4	15.9	15.6	22.0	10.8	14.7	15.5	23.3	45.5	65.9	64.4	75.0
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>15.5</b>	<b>5.2</b>	<b>8.3</b>	<b>15.0</b>	<b>31.0</b>	<b>14.0</b>	<b>18.3</b>	<b>19.8</b>	<b>97.9</b>	<b>44.0</b>	<b>83.0</b>	<b>102.8</b>
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-40.1	99.8	168.7	120.5	32.1	14.1	-55.1	88.8	23.8
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	2.7	5.7	2.5	3.2	3.2	5.1	2.1	3.6	4.2
세전이익	3.6	7.6	28.5	7.4	35.2	17.0	35.5	2.4	150.9	47.1	90.2	130.9
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	-83.5	882.2	124.2	24.8	-67.2	190.4	-68.8	91.5	45.2
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	0.2	22.2	11.8	25.7	0.6	116.9	6.7	60.4	91.7
% YoY	적전	적전	-52.2	-99.5	흑전	흑전	33.7	170.5	444.9	-94.3	806.1	51.9

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

## NHN (181710)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,641.2</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,101.5</b>	<b>2,301.9</b>	<b>2,425.3</b>
매출액증가율 (%)	10.3	17.2	9.2	9.5	5.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,641.2	1,923.7	2,101.5	2,301.9	2,425.3
판매관리비	1,555.5	1,825.8	2,057.6	2,218.9	2,322.5
<b>영업이익</b>	<b>85.7</b>	<b>97.9</b>	<b>44.0</b>	<b>83.0</b>	<b>102.8</b>
영업이익률	5.2	5.1	2.1	3.6	4.2
금융손익	43.1	59.8	21.6	34.8	34.9
종속/관계기업손익	9.1	0.3	-11.0	-11.0	-11.0
기타영업외손익	-86.0	-7.1	-7.5	-16.7	4.2
세전계속사업이익	52.0	150.9	47.1	90.2	130.9
법인세비용	37.4	47.0	34.8	25.8	35.2
<b>당기순이익</b>	<b>28.0</b>	<b>129.7</b>	<b>12.3</b>	<b>64.4</b>	<b>95.7</b>
지배주주지분 손이익	21.5	116.9	6.7	60.4	91.7

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,086.9</b>	<b>1,359.9</b>	<b>873.9</b>	<b>1,197.7</b>	<b>1,391.6</b>
현금및현금성자산	534.6	596.4	148.7	157.9	495.1
매출채권	126.3	177.3	193.7	592.1	196.8
재고자산	48.3	48.5	0.0	38.2	42.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,464.0</b>	<b>1,667.2</b>	<b>1,574.2</b>	<b>1,521.9</b>	<b>1,487.7</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>2,550.9</b>	<b>3,027.2</b>	<b>2,448.1</b>	<b>2,719.5</b>	<b>2,879.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>558.9</b>	<b>719.7</b>	<b>224.1</b>	<b>202.7</b>	<b>267.0</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>147.9</b>	<b>208.9</b>	<b>113.1</b>	<b>341.5</b>	<b>341.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.3	14.4	34.4	234.4	264.4
<b>부채총계</b>	<b>706.8</b>	<b>928.6</b>	<b>337.2</b>	<b>544.2</b>	<b>608.3</b>
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	660.5	720.9	812.6
비지배주주지분	247.3	264.3	270.0	274.0	278.0
<b>자본총계</b>	<b>1,844.2</b>	<b>2,098.6</b>	<b>2,110.9</b>	<b>2,175.3</b>	<b>2,271.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>141.3</b>	<b>226.4</b>	<b>-499.5</b>	<b>-227.3</b>	<b>488.7</b>
당기순이익(손실)	28.0	129.7	12.3	64.4	95.7
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	-572.3	-338.7	353.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>3.2</b>	<b>-173.8</b>	<b>32.6</b>	<b>60.8</b>	<b>-181.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-45.7	-73.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-98.9	-220.3	13.2	1.8	-5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-65.2</b>	<b>7.8</b>	<b>19.2</b>	<b>175.7</b>	<b>30.0</b>
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	-447.7	9.3	337.1
기초현금	457.4	534.6	596.4	148.7	157.9
기말현금	534.6	596.4	148.7	157.9	495.1

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,746	51,274	56,868	63,912	67,338
EPS(지배주주)	572	3,115	180	1,677	2,547
CFPS	5,098	5,976	2,904	3,955	4,963
EBITDAPS	4,049	4,564	2,944	3,709	3,954
BPS	42,564	48,891	51,114	52,791	55,338
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	68.1	14.4	138.0	15.4	10.1
PCR	7.6	7.5	8.6	6.5	5.2
PSR	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
EBITDA	151.9	171.2	108.8	133.6	142.4
EV/EBITDA	7.6	2.2	7.9	8.4	4.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.4	6.8	0.4	3.2	4.7
EBITDA 이익률	9.3	8.9	5.2	5.8	5.9
부채비율	38.3	44.2	16.0	25.0	26.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(x)	16.7	16.0	6.8	7.9	6.9
매출채권회전율(x)	12.4	12.7	11.3	5.9	6.1
재고자산회전율(x)	38.0	39.7	86.6	120.6	60.5



Industry Brief  
2023. 1. 10

# 엔씨소프트 036570

## 이벤트 휴지기를 매수 기회로

▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ <리니지W> 자연감소 이어지며 관련 매출 기대치 기존 대비 10% 하향
- ✓ 4분기 말 발생한 전사 인센티브 및 기타 비용을 감안한 영업이익 786억원 추정
- ✓ <TL>을 시작으로 글로벌 시장을, 중국의 정책 변화로 모바일 기회가 생김
- ✓ 모멘텀 측면에서 게임은 섯물의 끝자락으로 다가가는 중
- ✓ 이벤트 휴지기를 매수 기회로 삼을 시기. 적정주가 유지

### Buy

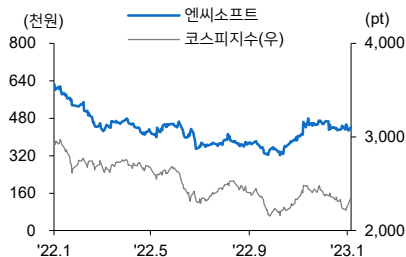
**적정주가 (12개월)** 560,000 원  
**현재주가 (1.9)** 441,000 원  
**상승여력** 27.0%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	96,817억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.51%
외국인비중	45.03%
52주 최고/최저가	616,000원/322,500원
평균거래대금	434.0억원

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

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	18.1	-27.2
상대주가	-4.2	18.1	-8.5

주가그래프



### W 하향 및 인센티브 등 4분기 비용 감안, 영업이익 추정치 하회

엔씨소프트의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,429억원(-28% YoY)과 786억원(-28% YoY)으로 기대치를 하향한다. 리니지W 1주년 이벤트로 전분기와 유사한 수준을 예상했으나, 3분기 예상보다 높았던 탓에 4분기는 QoQ 10% 감소한 것으로 파악된다. 관련 매출을 약 200억원 하향했으며 이에 따른 영업이익 감소 효과는 100억원 수준이다. 이 외에 4분기 말 지급된 전사 인센티브(약 50억원)와 전년 대비 소폭 증가한 야구단 관련 비용을 감안하였다.

### 투자 포인트 점검하기

1분기는 4분기의 자연감소 사이클이 이어질 것으로 예상된다. 모멘텀이 다소 부족한 시기다. 6월 <TL> 런칭을 고려했을 때 1분기 말부터 본격적인 마케팅이 시작될 것으로 예상된다. 글로벌 출시임을 고려했을 때 BM은 시즌패스(배틀패스)를 기본으로 한 부분 아이템 구매 형태를 띌 것으로 예상된다.

소니 IP인 <호라이즌>을 활용해 동사가 협업하는 게임은 MMORPG 장르로 밝혀진 바 있다. 오는 2월 소니의 VR2 출시가 예정되어 있는데 타이틀 리스트에 <Horizon call of the mountain>이 포함되어 있다. 엔씨와 개발하는 게임은 라이브 서비스가 동반되는 VR 게임일 가능성이 높아 보인다. <TL>을 통해 글로벌 시장에 눈도장을 찍는다면 동 협업과 같은 기회가 더욱 풍성해 질 전망이다.

지난 21년 9월 동사는 모바일 게임 5종에 대한 글로벌 퍼블리싱 공시를 밝힌 바 있다. 중국을 제외한 아시아 시장에서 동사가 직접 서비스하고 있다는 점을 고려했을 때 공시 대상이 되기 위해서는 중국이 포함되어 있을 가능성이 높아 보인다. 한국 게임 업체들의 중국 진출 가능성이 높아진 현 상황은 새 시장보다 기존 게임의 자연감소 사이클을 부담스러워하던 투자자들의 우려를 경감시켜 줄 것으로 보인다. 적정주가 56만원을 유지한다.

(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	2,566.7	590.1	543.8	24,771	37.3	160,831	18.1	2.8	12.0	16.3	35.8
2023E	2,532.3	587.4	547.6	24,945	0.7	178,359	17.7	2.5	10.4	14.7	30.2
2024E	3,093.4	825.7	730.7	33,283	33.5	201,753	13.2	2.2	7.1	17.5	25.8

표19 엔씨소프트 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	542.9	757.2	-28.3	604.2	-10.2	577.2	-6.0
영업이익	78.6	109.5	-28.2	144.4	-45.6	86.5	-9.2
세전이익	99.2	148.9	-33.4	250.4	-60.4	112.7	-12.0
지배순이익	74.5	121.9	-38.9	181.8	-59.0	91.2	-18.3

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표20 엔씨소프트 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
3Q22	길드워 2	PC	ArenaNet(100%)	자회사 개발
1H23	TL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
2023	블레이드 앤 소울 S 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발
2023	프로젝트R 아시아	모바일	엔씨소프트	자체개발
2023	프로젝트G 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
2023	PUZZUP 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표21 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	790.3	629.3	604.2	542.9	574.5	582.8	668.5	706.4	2,308.8	2,566.7	2,532.3	3,093.4
온라인	93.1	95.9	97.1	91.5	85.9	153.0	207.9	317.6	426.1	377.6	764.4	910.2
모바일	640.7	475.2	437.3	381.5	427.7	369.1	397.4	323.4	1,610.5	1,934.8	1,517.6	1,942.7
기타	17.7	22.2	26.5	26.5	19.9	22.2	26.5	26.5	99.9	93.0	95.2	95.2
로열티	38.8	36.0	43.3	43.3	40.9	38.6	36.7	38.9	172.4	161.4	155.1	145.3
<b>% YoY</b>												
매출	54.2	16.8	20.7	-28.3	-27.3	-7.4	10.6	30.1	-4.4	11.2	-1.3	22.2
온라인	-27.8	-9.5	-4.4	2.2	-7.6	59.6	114.1	246.9	-7.2	-11.4	102.5	19.1
모바일	97.2	35.0	32.1	-36.7	-33.2	-22.3	-9.1	-15.2	-4.0	20.1	-21.6	28.0
기타	34.9	-41.0	-2.4	20.7	12.3	0.0	0.0	0.0	64.7	-6.9	2.3	0.0
로열티	-14.6	-16.0	6.1	0.1	5.4	7.1	-15.2	-10.1	-21.0	-6.4	-3.9	-6.4
<b>영업비용</b>	546.1	506.3	459.8	464.3	453.5	474.2	506.2	511.0	1,933.6	1,976.6	1,944.9	2,267.7
% to sales	69.1	80.5	76.1	85.5	78.9	81.4	75.7	72.3	83.7	77.0	76.8	73.3
% YoY	19.8	18.9	13.7	-28.3	-17.0	-6.3	10.1	10.1	21.5	2.2	-1.6	16.6
매출변동비 및 기타	259.3	213.0	204.5	187.1	204.1	187.6	217.5	227.2	707.9	864.0	836.5	1,010.6
상각비	26.6	26.8	26.7	26.7	27.8	28.2	28.3	28.3	93.6	106.7	112.6	115.2
마케팅비	41.8	59.9	38.9	54.3	34.5	58.5	59.5	33.7	282.6	194.8	186.2	197.9
인건비	218.5	206.6	189.7	217.6	204.2	222.6	224.2	249.1	849.5	832.5	900.0	1,050.1
<b>이익 추정</b>												
영업이익	244.2	123.0	144.4	78.6	121.1	108.6	162.3	195.5	375.2	590.1	587.4	825.7
% YoY	330.4	9.0	50.0	-28.2	-50.4	-11.7	12.3	148.8	-54.5	57.3	-0.5	40.6
영업이익률(%)	30.9	19.5	23.9	14.5	21.1	18.6	24.3	27.7	16.3	23.0	23.2	26.7
세전이익	233.2	163.1	250.4	99.2	158.9	147.7	223.4	209.8	491.3	745.8	739.8	988.6
% YoY	151.3	32.6	97.7	-33.4	-31.9	-9.5	-10.8	111.4	-38.8	51.8	-0.8	33.6
지배주주순이익	168.9	118.6	181.8	74.5	115.1	112.8	162.3	157.5	396.9	543.8	547.6	730.7
% YoY	108.8	25.7	82.3	-38.9	-31.9	-4.9	-10.8	111.4	-32.4	37.0	0.7	33.4

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 엔씨소프트 (036570)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,416.2</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,566.7</b>	<b>2,532.3</b>	<b>3,093.4</b>
매출액증가율 (%)	42.0	-4.4	11.2	-1.3	22.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,566.7	2,532.3	3,093.4
판매관리비	1,591.4	1,933.6	1,976.6	1,944.9	2,267.7
<b>영업이익</b>	<b>824.8</b>	<b>375.2</b>	<b>590.1</b>	<b>587.4</b>	<b>825.7</b>
영업이익률	34.1	16.3	23.0	23.2	26.7
금융손익	17.3	104.3	33.1	101.0	123.2
중속/관계기업손익	-5.6	15.8	7.0	1.0	3.8
기타영업외손익	-33.3	-3.9	115.6	50.4	35.8
세전계속사업이익	803.3	491.3	745.8	739.8	988.6
법인세비용	216.6	95.6	202.3	192.4	258.1
<b>당기순이익</b>	<b>586.6</b>	<b>395.7</b>	<b>543.5</b>	<b>547.4</b>	<b>730.5</b>
지배주주지분 순이익	587.4	396.9	543.8	547.6	730.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>707.7</b>	<b>391.1</b>	<b>454.3</b>	<b>722.8</b>	<b>788.3</b>
당기순이익(손실)	586.6	395.7	543.5	547.4	730.5
유형자산상각비	64.8	92.5	61.4	94.6	95.1
무형자산상각비	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-45.8	35.2	-116.1	115.4	-37.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-695.6</b>	<b>-188.1</b>	<b>124.1</b>	<b>89.7</b>	<b>-13.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-64.4	-286.6	-300.0	-393.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-346.9	-107.6	644.9	-13.0	26.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-159.3</b>	<b>-112.4</b>	<b>-212.3</b>	<b>-279.7</b>	<b>-164.2</b>
차입금의 증감	-22.8	436.7	-93.3	-116.7	0.0
자본의 증가	-2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-146.2	98.7	366.0	532.8	611.0
기초현금	303.4	157.3	255.9	622.0	1,154.8
기말현금	157.3	255.9	622.0	1,154.8	1,765.8

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>2,444.4</b>	<b>2,452.6</b>	<b>3,075.1</b>	<b>3,458.6</b>	<b>3,951.2</b>
현금및현금성자산	157.3	255.9	622.0	1,154.8	1,765.7
매출채권	243.0	277.9	309.0	272.4	193.0
재고자산	0.7	6.4	0.7	2.1	2.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,636.9</b>	<b>2,129.3</b>	<b>1,722.4</b>	<b>1,640.4</b>	<b>1,618.8</b>
유형자산	368.4	747.3	985.9	891.3	896.2
무형자산	49.7	42.3	41.8	41.3	40.8
투자자산	1,093.8	1,201.4	556.5	569.5	543.5
<b>자산총계</b>	<b>4,081.2</b>	<b>4,581.9</b>	<b>4,797.5</b>	<b>5,098.9</b>	<b>5,570.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>509.3</b>	<b>663.4</b>	<b>590.0</b>	<b>563.4</b>	<b>583.4</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>427.2</b>	<b>767.3</b>	<b>675.8</b>	<b>620.7</b>	<b>560.3</b>
사채	249.6	349.1	349.1	279.1	279.1
장기차입금	0.0	60.0	60.0	60.0	60.0
<b>부채총계</b>	<b>936.5</b>	<b>1,430.7</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,184.1</b>	<b>1,143.6</b>
<b>자본금</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>	<b>433.4</b>
<b>기타포괄이익누계액</b>	<b>278.2</b>	<b>255.8</b>	<b>255.8</b>	<b>255.8</b>	<b>255.8</b>
<b>이익잉여금</b>	<b>2,856.8</b>	<b>3,071.5</b>	<b>3,453.5</b>	<b>3,838.3</b>	<b>4,351.9</b>
<b>비지배주주지분</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>-3.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,144.7</b>	<b>3,151.2</b>	<b>3,531.7</b>	<b>3,914.9</b>	<b>4,426.3</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	110,057	105,166	116,912	115,344	140,903
EPS(지배주주)	26,756	18,078	24,771	24,945	33,283
CFPS	41,161	23,268	33,597	34,381	46,958
EBITDAPS	40,567	21,360	29,702	31,085	41,965
BPS	143,098	143,429	160,831	178,359	201,753
DPS	8,550	5,860	8,029	8,086	10,789
배당수익률(%)	0.9	0.9	1.8	1.8	2.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	34.8	35.6	18.1	17.7	13.2
PCR	22.6	27.6	13.3	12.8	9.4
PSR	8.5	6.1	3.8	3.8	3.1
PBR	6.5	4.5	2.8	2.5	2.2
EBITDA	890.6	468.9	652.1	682.5	921.3
EV/EBITDA	21.0	27.4	12.0	10.4	7.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.8	12.6	16.3	14.7	17.5
EBITDA 이익률	36.9	20.3	25.4	27.0	29.8
부채비율	29.8	45.4	35.8	30.2	25.8
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
이자보상배율(x)	91.9	28.5	34.3	39.9	61.8
매출채권회전율(x)	9.7	8.9	8.7	8.7	13.3
재고자산회전율(x)	1,733.4	651.1	726.8	1,835.7	1,421.0

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 펄어비스 263750

## 단기실적 보다는 신작이 중요

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 41억원으로 컨센서스 하회
- ✓ 특이사항 없이 환율 변동에 따른 실적 조정 일부를 반영함
- ✓ 자산 가치를 제외한 기업의 영업가치는 2조원 수준까지 하락한 상황
- ✓ 단기 모멘텀은 밋밋하나 하반기 이후 그간 준비해 온 신작 준비된 점 고려한다면 지금은 다운사이드보다는 업사이드를 볼 때

## Buy

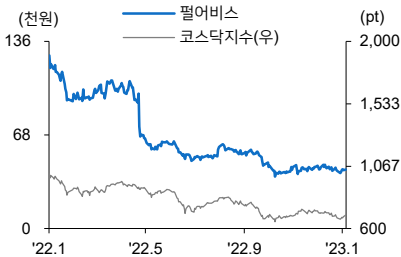
**적정주가 (12개월)** 78,000 원  
**현재주가 (1.9)** 42,850 원  
**상승여력** 82.0%

KOSDAQ	701.21pt
시가총액	27,525억원
발행주식수	6,424만주
유동주식비율	51.23%
외국인비중	14.26%
52주 최고/최저가	119,400원/37,750원
평균거래대금	147.3억원

<b>주요주주(%)</b>	
김대일 외 12 인	44.00
사용수	5.23

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-4.0	-18.5	-64.1
상대주가	-1.5	-11.0	-49.1

### 주가그래프



### 4분기 실적은 무색무취

4분기 펄어비스의 연결 매출 및 영업이익은 각각 901억원(-24% YoY)과 41억원(-84% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 영업 매출은 전년과 유사한 수준이나 2021년 4분기 펄어비스 캐피탈 기타매출이 약 300억원 발생한 데 따른다. 4Q21 영업이익은 소폭의 적자를 기록한 것 대비 4Q22 개선을 예상하나 기존 게임이 유지되는 수준으로 오차 범위 내의 실적이 예상된다.

### 단기 모멘텀은 밋밋하나 하반기를 본다면

〈붉은 사막〉과 〈도깨비〉 모두 글로벌 PC/콘솔을 타겟팅한 트리플 A 대작에 해당한다. 〈붉은 사막〉의 경우 플랫폼 행사를 통해 인게임 플레이 영상이 공개될 것으로 예상되며 단일 플랫폼과의 기간 독점 형태가 전망된다. 〈도깨비〉의 경우 싱글 플레이로 초기 방향성을 잡은 것으로 알려져 있으나 최근 방향성을 〈로블록스〉와 같은 UCC 도입 형태로 바꾼 것으로 보인다.

지나해 〈검은사막M〉의 중국 런칭에서 부진한 성과를 보여 중국 판호에 대한 기대감은 다소 누그러졌으나 최근 텐센트와 검은사막 PC 버전의 중국 퍼블리싱을 준비 중이라는 언론 보도가 있었다. 중국 또한 PC 시장이 드라마틱한 수익 기여를 가져오지는 않지만 시장 사이즈 자체가 큰 만큼 중립 이상의 이벤트로 해석된다.

마이크로소프트에 대응하기 위한 소니의 게임/엔터 부문의 전략적 투자가 이어지고 있다. 단기적 실적은 밋밋하지만 이미 동사의 영업가치는 2조원 수준까지 하락했다. M&A적 가치가 게임 개발사들의 바텀 밸류를 지지해주는 시기로 다운사이드보다는 2023년 하반기 이후 부각되는 영업가치가 가져올 업사이드 리스크에 주목할 시기다.

(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	372.8	17.0	56.5	870	-3.1	12,072	48.2	3.5	69.9	7.6	64.3
2023E	572.3	158.3	123.1	1,916	120.3	13,988	22.4	3.1	14.5	14.7	52.1
2024E	785.4	360.3	271.9	4,233	120.9	18,220	10.1	2.4	6.1	26.3	42.9

표22 펠어비스 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	90.1	118.0	-23.6	97.3	-7.4	97.6	-7.6
영업이익	4.1	25.7	-84.0	12.0	-65.7	8.2	-49.7
세전이익	-5.0	16.6	적전	29.9	적전	7.0	N/A
지배순이익	-2.7	9.1	적전	21.3	적전	6.8	N/A

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표23 펠어비스 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
2Q22	검은사막M 중국	모바일	펠어비스	자체개발
1H23	블랙클로버	모바일	빅게임 스튜디오(38.1%)	퍼블리싱
2H23	붉은사막	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
	도깨비	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
	플랜8	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표24 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>91.4</b>	<b>94.0</b>	<b>97.3</b>	<b>90.1</b>	<b>93.8</b>	<b>87.5</b>	<b>109.2</b>	<b>281.8</b>	<b>403.8</b>	<b>372.8</b>	<b>572.3</b>	<b>785.4</b>
PC	62.4	66.2	73.9	96.7	100.8	95.8	102.4	96.4	222.9	299.2	395.4	393.4
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.6	6.7	5.6	5.0	156.2	35.6	25.1	173.5	197.5
모바일	21.4	19.3	15.4	12.8	13.3	12.0	12.0	10.9	104.5	68.9	48.2	41.1
<b>% YoY</b>												
매출	-9.4	6.2	0.9	-23.6	2.6	-6.9	12.3	212.8	-17.4	-7.7	53.5	37.2
PC	17.1	16.5	32.9	69.0	61.5	44.8	38.5	-0.3	6.8	34.2	32.2	-0.5
콘솔	-51.6	-33.1	-16.8	-3.3	25.2	-12.7	-25.7	2,264.5	-35.0	-29.4	591.1	13.9
모바일	-40.9	-8.0	-41.0	-39.9	-37.7	-38.0	-21.7	-14.9	-52.7	-34.1	-30.0	-14.8
<b>영업비용</b>	<b>86.3</b>	<b>98.2</b>	<b>85.3</b>	<b>86.0</b>	<b>81.3</b>	<b>97.2</b>	<b>123.0</b>	<b>112.5</b>	<b>360.8</b>	<b>355.8</b>	<b>414.1</b>	<b>425.0</b>
% to sales	94.3	104.5	87.7	95.4	86.7	111.1	112.6	39.9	89.4	95.4	72.3	54.1
% YoY	-1.8	3.9	-1.0	-6.8	-5.7	-1.0	44.2	30.8	8.8	-1.4	16.4	2.6
인건비	43.8	50.7	41.0	42.1	43.5	51.9	40.8	48.6	168.1	177.6	184.9	194.4
지급수수료	20.6	21.4	16.6	15.3	16.0	15.0	19.4	17.7	82.5	73.9	68.0	104.4
광고선전비	8.2	10.8	9.4	12.2	7.4	15.2	43.6	21.0	54.3	40.5	87.1	43.0
상각비	6.1	6.2	6.9	6.9	6.7	6.3	7.0	7.0	24.3	26.1	26.9	27.0
기타	7.6	9.1	11.4	9.5	7.8	8.9	12.3	18.3	31.6	37.6	47.3	56.3
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>5.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>12.0</b>	<b>4.1</b>	<b>12.4</b>	<b>-9.7</b>	<b>-13.8</b>	<b>169.3</b>	<b>43.0</b>	<b>17.0</b>	<b>158.3</b>	<b>360.3</b>
% YoY	-60.4	적지	16.9	-84.0	140.5	적지	적전	4,026.8	-72.7	-60.4	829.4	127.7
영업이익률(%)	5.7	-4.5	12.3	4.6	13.3	-11.1	-12.6	60.1	10.6	4.6	27.7	45.9
<b>세전이익</b>	<b>6.3</b>	<b>15.7</b>	<b>29.9</b>	<b>-5.0</b>	<b>8.3</b>	<b>-8.2</b>	<b>-10.5</b>	<b>183.9</b>	<b>77.7</b>	<b>47.0</b>	<b>173.4</b>	<b>351.9</b>
% YoY	-74.2	343.1	-9.4	적전	31.2	적전	적전	흑전	-45.2	-39.5	268.9	103.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.8</b>	<b>32.0</b>	<b>21.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>6.7</b>	<b>-7.2</b>	<b>-7.5</b>	<b>131.1</b>	<b>59.4</b>	<b>56.5</b>	<b>123.1</b>	<b>271.9</b>
% YoY	-71.9	1,026.5	-20.4	적전	14.9	적전	적전	흑전	-41.1	-4.9	117.9	120.9

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

## 펼어비스 (263750)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>488.8</b>	<b>403.8</b>	<b>372.8</b>	<b>572.3</b>	<b>785.4</b>
매출액증가율 (%)	-8.8	-17.4	-7.7	53.5	37.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	488.8	403.8	372.8	572.3	785.4
판매관리비	331.5	360.8	355.8	414.1	425.0
<b>영업이익</b>	<b>157.3</b>	<b>43.0</b>	<b>17.0</b>	<b>158.3</b>	<b>360.3</b>
영업이익률	32.2	10.6	4.6	27.6	45.9
금융손익	-23.2	36.8	24.0	24.0	0.4
중속/관계기업손익	0.0	-2.6	-7.8	-7.8	-7.8
기타영업외손익	7.8	0.6	13.8	-1.1	-1.1
세전계속사업이익	142.0	77.7	47.0	173.4	351.9
법인세비용	41.1	18.4	-9.5	50.3	80.0
<b>당기순이익</b>	<b>100.9</b>	<b>59.4</b>	<b>56.5</b>	<b>123.1</b>	<b>271.9</b>
지배주주지분 순이익	100.9	59.4	56.5	123.1	271.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>157.4</b>	<b>64.4</b>	<b>-119.8</b>	<b>127.3</b>	<b>238.9</b>
당기순이익(손실)	100.9	59.4	56.5	123.1	271.9
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	-183.3	2.7	-44.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-70.4</b>	<b>-237.7</b>	<b>10.2</b>	<b>85.3</b>	<b>-24.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-26.7	-47.4	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.2	-147.9	2.1	-0.1	-2.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-55.7</b>	<b>211.0</b>	<b>58.1</b>	<b>-38.1</b>	<b>30.0</b>
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	-51.5	174.5	244.2
기초현금	176.4	202.1	243.9	192.4	366.9
기말현금	202.1	243.9	192.4	366.9	611.1

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>481.8</b>	<b>721.7</b>	<b>656.2</b>	<b>763.4</b>	<b>1,078.5</b>
현금및현금성자산	202.1	243.9	192.4	366.9	611.1
매출채권	42.7	44.7	41.3	63.4	87.0
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
<b>자산총계</b>	<b>897.2</b>	<b>1,356.6</b>	<b>1,273.9</b>	<b>1,366.4</b>	<b>1,672.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>181.7</b>	<b>274.2</b>	<b>174.2</b>	<b>136.0</b>	<b>145.1</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>260.3</b>	<b>637.6</b>	<b>498.4</b>	<b>467.9</b>	<b>502.5</b>
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	605.9	729.0	1,000.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>636.9</b>	<b>719.0</b>	<b>775.5</b>	<b>898.5</b>	<b>1,170.4</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,480	6,103	5,741	8,910	12,226
EPS(지배주주)	1,543	897	870	1,916	4,233
CFPS	2,733	949	894	2,787	5,699
EBITDAPS	2,742	1,018	572	2,693	5,782
BPS	9,739	10,858	12,072	13,988	18,220
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.7	154.1	48.2	22.4	10.1
PCR	19.1	145.7	46.9	15.4	7.5
PSR	7.0	22.7	7.3	4.8	3.5
PBR	5.3	12.7	3.5	3.1	2.4
EBITDA	179.2	67.3	37.2	173.0	371.4
EV/EBITDA	17.3	132.9	69.9	14.5	6.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	16.5	8.8	7.6	14.7	26.3
EBITDA 이익률	36.7	16.7	10.0	30.2	47.3
부채비율	40.9	88.7	64.3	52.1	42.9
금융비용부담률	0.7	1.1	1.9	1.3	0.9
이자보상배율(x)	45.3	10.0	2.4	21.5	49.5
매출채권회전율(x)	9.4	9.2	8.7	10.9	10.4
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 넷마블 251270

## 관점을 바꿀 때

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업적자는 207억원으로 기존 추정치 유지
- ✓ 동사에 대한 시장의 초점은 재무와 사업 현황
- ✓ 코웨이 제외하더라도 타사지분 보유가치 현 차환 수준으로 재무적 최악은 지남
- ✓ 2023년 PC/콘솔/모바일 다양한 플랫폼으로 지스타 통해 소비자들에게 공개된 게임 반응은 나쁘지 않음. 더불어 지난 12월 중국 판호 확보에 성공
- ✓ 재무적 상황은 최악을 지났고 영업 가치는 올라가는 시기. Buy 상향

## Buy

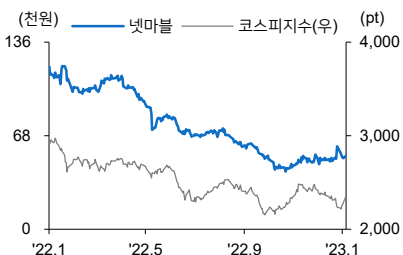
**적정주가 (12개월)** 63,000 원  
**현재주가 (1.9)** 53,400 원  
**상승여력** 18.0%

KOSPI	2,350.19pt
시가총액	45,899억원
발행주식수	8,595만주
유통주식비율	31.17%
외국인비중	22.40%
52주 최고/최저가	118,500원/41,950원
평균거래대금	196.3억원

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

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	6.8	-22.3	-52.7
상대주가	8.6	-22.3	-40.6

### 주가그래프



### 4분기 영업 손실 지속. 그러나 재무적 상황은 최악은 지났다

넷마블의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,742억원(-10% YoY)과 -207억원(적전 YoY)으로 기존 추정치를 유지한다. 3분기 출시한 <세븐나이츠 레블 루션>이 시장 안착에 실패하며 4분기 부진한 실적이 이어졌을 것으로 전망된다. 스피넥스 인수 후 1년이 지난 점을 감안하여 이를 포함하여 다수 자회사의 4분기 영업권 손상이 발생할 것으로 추정했다.

4분기 차입금 일부 상환과 함께 자회사 조직 개편이 진행 중이다. 지난 4분기 Kabam에 이어 손자회사 '메타버스월드'의 조직 개편이 진행 중이다. 여전히 1조원대의 차환은 부담스럽다. 그러나 코웨이를 제외한 하이브와 엔씨 지분가치 만으로도 2조원으로 유동화 고려 시 재무적으로 가장 어려운 시기는 지났다.

### 영업 가치 올라가는 데 반해 시총은 북밸류에도 미치지 못해

지난 11월 지스타를 통해 동사는 올해 출시 예정작 다수를 게이머들에게 공개했다. 현재 얼리엑세스 진행 중인 <파라곤>은 동접자 기준 내부 목표치에 도달했으며 연중 정식 서비스를 준비 중이다. 또한 스팀과 에픽게임즈를 통해 <하이프 스워드>가 2분기 런칭 예정이다. 두 게임 모두 자체 IP에 해당한다.

모바일 라인업도 존재한다. 상반기는 <모두의 마블>이 예정되어 있고, <나 혼자만 레벨업>와 <아스달 연대기>는 하반기 출시 예정이다. 하반기 게임들은 원천 IP에 RS 지급을 제외하면 동사의 수익으로 인식되는 구조다.

2022년과 달리 다양한 플랫폼의 다수 게임이 준비되어 있고 12월에는 보유 게임 3종이 판호를 확보했다. 4분기 자산 손상을 고려하더라도 현 주가는 2023년 북밸류에도 미치지 못한다. 영업가치가 높아지는 시기로 보수적 산정 기준으로도 북밸류 수준의 가치평가는 필요한 시기라고 판단한다. Buy로 상향한다.

(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	98.5	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	2,660.7	-105.3	-448.6	-5,219	적전	62,160	-11.6	1.0	56.4	-8.1	70.9
2023E	3,375.5	135.4	51.3	596	흑전	62,756	89.6	0.9	17.1	1.0	61.7
2024E	3,518.0	158.9	74.7	869	66.0	63,625	61.5	0.8	14.2	1.4	49.1

표25 넷마블 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	674.2	752.3	-10.4	694.5	-2.9	698.1	-3.4
영업이익	-20.7	54.0	적전	-38.1	적지	-14.9	N/A
세전이익	-53.6	138.0	적전	-288.7	적지	-70.6	N/A
지배순이익	-42.0	108.0	적전	-245.2	적지	-47.7	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표26 넷마블 적정주가 산출

(원)	비고
BPS	62,756 2023E 지배 BPS
적정배수(X)	1.0
적정주가	63,000 62,756원 반올림
현재주가	53,400
상승여력(%)	18.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

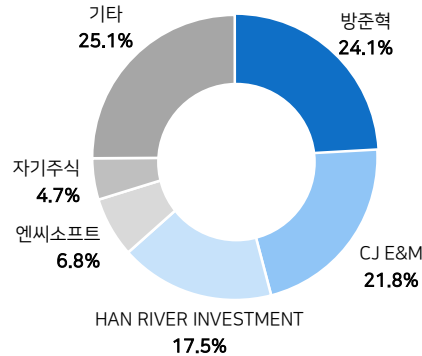
표27 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	631.5	660.6	694.5	674.2	600.8	809.1	1,013.3	952.3	2,506.9	2,660.7	3,375.5	3,518.0
모바일게임	586.4	614.4	660.3	632.5	558.0	585.2	667.1	660.4	2,302.1	2,493.6	2,470.7	2,423.1
기타	45.1	46.2	46.2	41.6	42.9	43.9	43.9	39.5	204.8	179.2	170.2	161.7
<b>% YoY</b>												
매출	10.7	14.5	14.4	-10.4	-4.9	22.5	45.9	41.3	0.9	6.1	26.9	4.2
모바일게임	10.5	14.4	18.3	-6.5	-4.8	-4.7	1.0	4.4	0.0	8.3	-0.9	-1.9
기타	13.3	14.7	-5.0	-45.3	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	11.5	-12.5	-5.0	-5.0
<b>영업비용</b>												
영업비용	643.4	695.2	732.5	694.8	639.0	787.5	915.4	898.3	2,355.9	2,766.0	3,240.1	3,359.2
% to sales	101.9	105.2	105.5	103.1	106.4	97.3	90.3	94.3	94.0	104.0	96.0	95.5
% YoY	24.7	23.9	26.2	-0.5	-0.7	13.3	25.0	29.3	6.5	17.4	17.1	3.7
지급수수료	275.9	291.8	313.7	283.2	262.2	338.8	439.6	404.2	1,122.2	1,164.6	1,444.9	1,506.7
인건비	187.1	190.0	203.2	203.6	194.4	197.8	196.8	218.0	639.9	783.8	807.0	863.9
마케팅비	112.8	144.4	144.9	133.3	113.1	176.1	199.9	182.5	400.0	535.4	671.7	661.4
기타	67.7	69.1	70.8	74.8	69.3	74.7	79.0	93.5	193.7	282.3	316.5	327.2
<b>이익 추정</b>												
영업이익	-11.9	-34.6	-38.0	-20.7	-38.2	21.7	97.9	54.0	151.0	-105.3	135.4	158.9
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-44.5	적전	흑전	17.4
영업이익률(%)	-1.9	-5.2	-5.5	-3.1	-6.4	2.7	9.7	5.7	6.0	-4.0	4.0	4.5
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-53.6	-69.1	6.6	103.4	35.9	351.2	-567.8	76.7	113.5
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-26.0	적전	흑전	47.9
지배주주순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-42.0	-51.1	5.7	68.5	28.1	240.2	-448.6	51.3	74.7
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-23.2	적전	흑전	45.7

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터



그림45 넷마블 지분 구조도



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표28 지난 12월 중국 판호를 확보한 동사의 게임들

게임명	플랫폼	출판 단위	운영 단위	퍼블리싱 회사 관련 사항
제2의 나라: CROSS WORLDS	모바일	iDreamSky	iDreamSky	텐센트 계열사, <꿈의 정원>, <검은사막M> 등 퍼블리싱, 님블뉴런 이터널리턴 IP 기반 <이터널 리턴: 인피니트> 개발
삼 타이탄 (Kabam)	모바일	Tianjin Electronic Publishing	Galaxy Matrix	넷마블 스톤에이지 IP 기반 <신석기시대> 개발, <마블 퓨처파이트>, <십이전기> 등 퍼블리싱
A3: 스틸얼라이브	모바일	East China Normal University Press	Nextjoy	<도라에몽 스피드>, <내 이름은 MT> 서비스, e스포츠 중계 및 뉴스 플랫폼 'Nextjoy Sports' 운영

자료: 중국 국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

표29 넷마블 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
1Q22	넷마블 프로야구 2022	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	제2의 나라: CROSS WORLDS 글로벌	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
2Q22	머지 쿡야 아일랜드	모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q22	디즈니 미러 가디언즈	모바일	Kabam(100%)	자회사개발
3Q22	골든브로스	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
3Q22	세븐나이츠 레볼루션	PC, 모바일	넷마블넥스(99.93%)	자회사개발
4Q22	킹 오브 파이터즈: 아레나	모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
4Q22	샬롯의 테이블	모바일	엔트리(70%)	자회사개발
4Q22	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
1Q23	모두의 마블: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
2Q23	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투(87.66%)	자회사개발
3Q23	아스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오(78.5%)	자회사개발
	챔피언스 어센션	모바일	Jam City(50.25%)	자회사개발
	그랜드크로스W	모바일	넷마블에프앤씨(82.35%)	자회사개발
	그랜드 크로스: 메타월드	PC, 모바일	메타버스월드(80%)	자회사개발

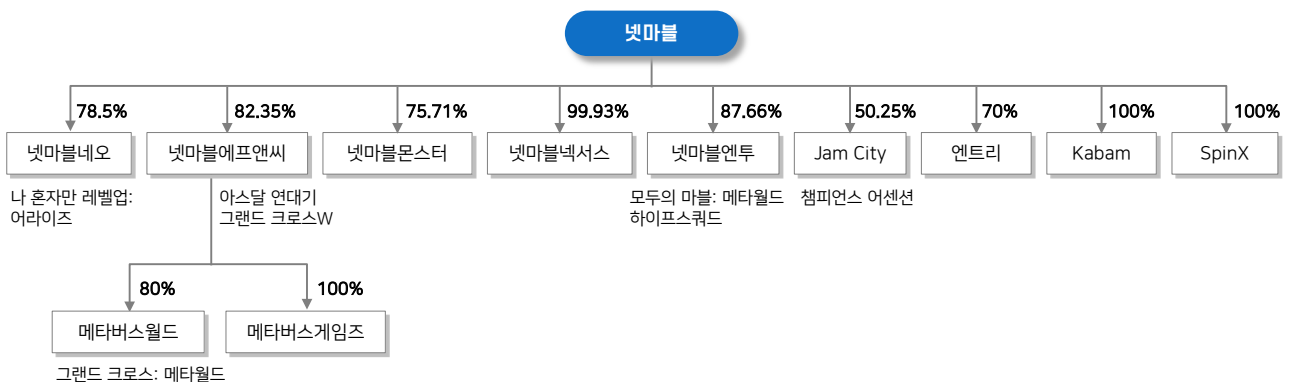
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표30 넷마블 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>						
<b>매출</b>	<b>2,178.7</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,660.7</b>	<b>3,375.5</b>	<b>3,518.0</b>
모바일게임	2,024.8	2,301.0	2,302.1	2,493.6	2,470.7	2,423.1
기타	153.9	183.8	204.8	179.2	170.2	161.7
<b>% YoY</b>						
매출	7.8	14.0	0.9	6.1	26.9	4.2
모바일게임	8.2	13.6	0.0	8.3	-0.9	-1.9
기타	2.5	19.4	11.5	-12.5	-5.0	-5.0
<b>영업비용</b>						
<b>영업비용</b>	<b>1,976.0</b>	<b>2,212.7</b>	<b>2,355.9</b>	<b>2,766.0</b>	<b>3,240.1</b>	<b>3,359.2</b>
% to sales	90.7	89.1	94.0	104.0	96.0	95.5
% YoY	11.0	12.0	6.5	17.4	17.1	3.7
지급수수료	1,033.8	1,115.6	1,122.2	1,164.6	1,444.9	1,506.7
인건비	478.2	532.3	639.9	783.8	807.0	863.9
마케팅비	292.4	392.4	400.0	535.4	671.7	661.4
기타	171.6	172.4	193.7	282.3	316.5	327.2
<b>이익 추정</b>						
<b>영업이익</b>	<b>202.7</b>	<b>272.0</b>	<b>151.0</b>	<b>-105.3</b>	<b>135.4</b>	<b>158.9</b>
% YoY	-16.1	34.2	-44.5	적전	흑전	17.4
영업이익률(%)	9.3	10.9	6.0	-4.0	4.0	4.5
세전이익	218.4	474.6	351.2	-567.8	76.7	113.5
% YoY	-24.8	117.3	-26.0	적전	흑전	47.9
지배주주순이익	156.0	313.0	240.2	-448.6	51.3	74.7
% YoY	-17.7	100.6	-23.2	적전	흑전	45.7

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림46 넷마블 연결 개발사 및 2023년 출시 예정 게임



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 (251270)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,484.8</b>	<b>2,506.9</b>	<b>2,660.7</b>	<b>3,375.5</b>	<b>3,518.0</b>
매출액증가율 (%)	14.0	0.9	6.1	26.9	4.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,484.8	2,506.9	2,660.7	3,375.5	3,518.0
판매관리비	2,212.7	2,355.9	2,766.0	3,240.1	3,359.2
<b>영업이익</b>	<b>272.1</b>	<b>151.0</b>	<b>-105.3</b>	<b>135.4</b>	<b>158.9</b>
영업이익률	10.9	6.0	-4.0	4.0	4.5
금융손익	11.7	28.3	-351.8	-102.8	-90.3
중속/관계기업손익	192.0	209.8	121.7	115.5	115.5
기타영업외손익	-1.1	-38.0	-232.4	-71.4	-70.6
세전계속사업이익	474.6	351.2	-567.8	76.7	113.5
법인세비용	136.6	102.0	-70.5	24.3	26.4
<b>당기순이익</b>	<b>338.1</b>	<b>249.2</b>	<b>-497.3</b>	<b>52.5</b>	<b>87.1</b>
지배주주지분 순이익	313.0	240.2	-448.6	51.3	74.7

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,820.7</b>	<b>1,962.6</b>	<b>1,671.9</b>	<b>1,694.3</b>	<b>1,553.6</b>
현금및현금성자산	1,257.5	1,353.7	1,099.0	773.0	949.3
매출채권	181.8	201.6	213.9	618.2	291.4
재고자산	4.6	4.0	0.3	5.1	5.6
<b>비유동자산</b>	<b>6,402.7</b>	<b>8,701.2</b>	<b>7,743.7</b>	<b>7,302.2</b>	<b>6,872.4</b>
유형자산	423.1	322.8	318.4	303.0	276.5
무형자산	1,291.8	4,099.0	3,721.2	3,433.9	3,146.5
투자자산	4,536.2	3,869.5	3,294.2	3,155.4	3,039.5
<b>자산총계</b>	<b>8,223.4</b>	<b>10,663.8</b>	<b>9,415.7</b>	<b>8,996.5</b>	<b>8,426.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,633.5</b>	<b>3,056.2</b>	<b>2,759.7</b>	<b>2,618.9</b>	<b>2,022.1</b>
매입채무	70.5	57.0	60.5	76.8	80.0
단기차입금	513.2	1,671.0	1,671.0	1,471.0	1,271.0
유동성장기부채	306.5	57.1	57.1	250.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>939.3</b>	<b>1,599.9</b>	<b>1,145.6</b>	<b>814.7</b>	<b>754.0</b>
사채	159.5	159.7	159.7	159.7	159.7
장기차입금	161.9	539.3	289.3	39.3	39.3
<b>부채총계</b>	<b>2,572.8</b>	<b>4,656.1</b>	<b>3,905.3</b>	<b>3,433.6</b>	<b>2,776.1</b>
<b>자본금</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
자본잉여금	3,886.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7	3,896.7
기타포괄이익누계액	1,294.1	710.5	710.5	710.5	710.5
이익잉여금	1,226.2	2,234.6	1,786.1	1,837.3	1,912.0
비지배주주지분	243.5	216.2	167.5	168.7	181.2
<b>자본총계</b>	<b>5,650.6</b>	<b>6,007.7</b>	<b>5,510.4</b>	<b>5,562.8</b>	<b>5,649.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>372.3</b>	<b>137.5</b>	<b>-363.7</b>	<b>-277.6</b>	<b>426.5</b>
당기순이익(손실)	338.1	249.2	-497.3	52.5	87.1
유형자산상각비	39.2	44.0	54.4	65.5	76.5
무형자산상각비	72.6	106.6	177.8	187.3	187.3
운전자본의 증감	-27.1	-115.5	-451.7	-558.6	115.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,529.1</b>	<b>-1,157.5</b>	<b>402.2</b>	<b>228.7</b>	<b>219.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.5	-86.4	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-2,876.2	876.5	459.5	177.6	155.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>866.7</b>	<b>1,099.1</b>	<b>-293.3</b>	<b>-277.1</b>	<b>-470.0</b>
차입금의 증감	988.6	1,794.0	-250.0	-277.1	-470.0
자본의 증가	6.2	10.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-317.3	96.2	-254.8	-325.9	176.3
기초현금	1,574.8	1,257.5	1,353.7	1,099.0	773.0
기말현금	1,257.5	1,353.7	1,099.0	773.0	949.3

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	28,959	29,171	30,955	39,271	40,930
EPS(지배주주)	3,647	2,796	-5,219	596	869
CFPS	4,928	3,949	1,823	5,384	5,506
EBITDAPS	4,473	3,509	1,476	4,516	4,918
BPS	62,986	67,379	62,160	62,756	63,625
DPS	767	528	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.1	44.7	-11.6	89.6	61.5
PCR	26.7	31.7	33.1	9.9	9.7
PSR	4.5	4.3	2.0	1.4	1.3
PBR	2.1	1.9	1.0	0.9	0.8
EBITDA	383.8	301.6	126.9	388.1	422.7
EV/EBITDA	30.3	42.2	56.4	17.1	14.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	4.3	-8.1	1.0	1.4
EBITDA 이익률	15.4	12.0	4.8	11.5	12.0
부채비율	45.5	77.5	70.9	61.7	49.1
금융비용부담률	0.9	1.4	6.1	5.3	4.5
이자보상배율(x)	11.8	4.2	-0.6	0.8	1.0
매출채권회전율(x)	15.1	13.1	12.8	8.1	7.7
재고자산회전율(x)	509.8	583.8	1,249.0	1,245.2	653.8

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 네오위즈 095660

## <P의 거짓>으로 얻을 수 있는 것

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 20억원으로 기대치 하회 전망
- ✓ 지난 7월 웹보드 규제 완화로 실적 개선 기대했으나 효과 미미한 것으로 보여
- ✓ <P의 거짓>을 필두로 개발진 늘리고 있는 점은 비용 측면에서 영향
- ✓ 투자자 관심 쏠려 있는 <P의 거짓> 마케팅에 따라 주가 등락 발생 가능할 때
- ✓ 이를 통해 회사가 얻을 수 있는 실질적 소득은 <P의 거짓> 이후 게임에서 가능

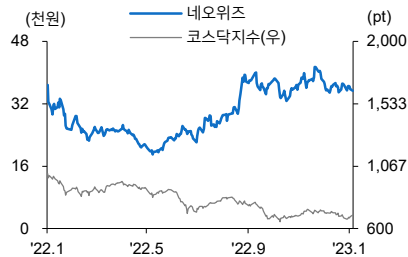
## Hold

**적정주가 (12개월)** 42,000 원  
**현재주가 (1.9)** 35,350 원  
**상승여력** 18.8%

KOSDAQ	701.21pt
시가총액	7,789억원
발행주식수	2,203만주
유동주식비율	55.93%
외국인비중	10.49%
52주 최고/최저가	41,450원/19,000원
평균거래대금	119.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
나성균 외 10 인	37.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	36.5	10.5
상대주가	1.7	49.2	56.8

### 주가그래프



### 웹보드 규제 완화 효과 무색해지며 4분기 부진

네오위즈의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 732억원(+5.6% YoY)과 20억원(-50.8% YoY)로 기대치를 하회할 전망이다. 지난 7월 1일 웹보드 규제 완화로 관련 매출이 크게 상승할 시기에 해당하나 당사 탐방 결과 리브랜딩 마케팅을 진행한 1위 한계임을 제외하면 이로 인한 상승 효과는 미미한 것으로 파악된다. 특히 수익성이 높은 웹보드 광고 수익이 빠르게 하락하고 있어 매출 대비 영업이익 감소 효과가 큰 것으로 파악된다.

2023년 기대작인 <P의 거짓>을 포함하여 개발 인력을 크게 늘리는 점 또한 비용에는 다소 부담으로 작용할 것으로 보여진다. 동사는 2023년 M&A를 통해 IP를 지속 확보, 기존 퍼블리싱에서 게임 개발사로의 진화를 이어갈 예정이다. 비용 측면에서는 수익성이 악화된 일본 법인에 대한 결정이 이루어지며 관련 적자가 축소될 것으로 예상된다.

### <P의 거짓> 그리고 그 후

투자자들의 관심은 올 여름 출시 예정작인 <P의 거짓>에 있다. 당사 또한 게임의 흥행성에는 의심의 여지가 없다. 다만 넷플릭스와 같은 구독모델, '게임 패스'에 동 게임이 서비스 된다는 점에서 동사의 실질적 수혜에 제한이 있다고 판단한다.

동사는 여름 <P의 거짓> 출시 후 모바일 게임 <브라운더스트2>, 그리고 2024년 PC/콘솔용 게임과 PC/모바일 게임 각각 1개를 준비 중이다. <P의 거짓>이 시장에 성공적으로 런칭한다면 2024년 이후 게임들의 마케팅이 더욱 수월해질 수 있다. <P의 거짓> 마케팅에 따라 주가 등락이 존재할 수 있으나 적정 주가 42,000원 수준에 그칠 것으로 예상된다.

(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	295.0	24.3	43.2	1,961	-21.3	22,873	18.8	1.6	13.9	9.0	17.7
2023E	459.7	95.4	76.6	3,477	71.9	26,358	10.2	1.3	4.8	14.1	3.4
2024E	374.9	39.3	44.5	2,018	-41.3	28,404	17.5	1.2	7.9	7.4	1.1

표31 네오위즈 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	73.2	69.3	5.6	74.9	-2.4	76.3	-4.1
영업이익	2.0	4.0	-50.8	5.2	-62.0	5.1	-60.6
세전이익	4.1	19.1	-78.7	7.9	-48.7	8.0	-49.0
지배순이익	3.3	19.4	-83.0	8.2	-59.5	6.5	-49.0

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

표32 네오위즈 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	3,477
적정배수(X)	12.0
적정주가	42,000
현재주가	35,350
상승여력(%)	18.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표33 네오위즈 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
2Q22	언소울드	PC, 콘솔	Megusta Game	퍼블리싱
2Q22	아이돌리 프라이드	모바일	QualiArts	퍼블리싱
2Q22	크립토 골프 임팩트	모바일	네오위즈	자체개발
2Q22	브레이브나인	모바일	네오위즈	자체개발
2Q22	원시전쟁	모바일	나날이 스튜디오	퍼블리싱
2Q22	스컬: 더 히어로 슬레이어	콘솔	사우스포게임즈	퍼블리싱
2Q22	사망여각 글로벌	스위치	루틀레스스튜디오	퍼블리싱
3Q22	브라운더스트 앤 퍼즐	모바일	네오위즈	자체개발
4Q22	브라운더스트 스토리	모바일	네오위즈	자체개발
4Q22	마스터 오브 나이트	모바일	네오위즈	자체개발
4Q22	Aka	PC/스위치	Cosmo Gatto	퍼블리싱
	브라운더스트2	모바일	캠프스엔(100%)	자회사 개발
	프로젝트A	모바일	네오위즈	자체개발
	산나비	PC/스위치	원더포션	퍼블리싱
	House of Poker & Slot	PC, 모바일	네오위즈	자체개발
	일본 유명 IP 공동 개발 신작	모바일	네오위즈	자체개발
	P의 거짓	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
	고양이와 스프 IP 신작 1	모바일	하이디어(100%)	자회사 개발
	고양이와 스프 IP 신작 2	모바일	아름게임즈	퍼블리싱
	Oh My Anne	모바일	네오위즈	자체개발
	프로젝트 IG	모바일	네오위즈	자체개발
	고양이와 스프 IP 신작 3	모바일	네오팝(84.57%)	자회사 개발

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

표34 네오위즈 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>76.6</b>	<b>70.3</b>	<b>74.9</b>	<b>73.2</b>	<b>74.9</b>	<b>69.3</b>	<b>195.7</b>	<b>119.7</b>	<b>261.2</b>	<b>295.0</b>	<b>459.7</b>	<b>374.9</b>
PC/콘솔게임	34.0	29.4	32.4	31.6	34.9	30.1	146.0	41.2	125.1	127.4	252.2	161.5
모바일게임	35.7	33.9	36.4	34.5	34.0	32.2	43.6	71.5	132.1	140.6	181.3	187.3
기타	6.9	7.0	6.1	7.0	6.1	7.0	6.1	7.0	3.9	27.0	26.2	26.2
<b>% YoY</b>												
매출	7.3	19.4	21.5	5.6	-2.1	-1.4	161.3	63.7	-9.8	12.9	55.9	-18.4
PC/콘솔게임	-4.8	9.1	12.9	-6.6	2.7	2.4	350.8	30.3	0.5	1.8	98.0	-36.0
모바일게임	3.4	9.5	13.6	0.0	-5.0	-5.0	19.7	107.2	-17.6	6.4	28.9	3.3
기타	512.0	619.5	584.8	657.8	-11.3	0.0	0.0	0.0	-16.1	589.9	-2.9	0.0
<b>영업비용</b>	<b>65.4</b>	<b>64.4</b>	<b>69.7</b>	<b>71.2</b>	<b>69.2</b>	<b>70.6</b>	<b>108.6</b>	<b>115.9</b>	<b>240.0</b>	<b>270.7</b>	<b>364.3</b>	<b>335.7</b>
% to sales	85.4	91.6	93.0	97.3	92.3	101.9	55.5	96.8	91.9	91.8	79.3	89.5
% YoY	12.8	20.1	10.4	9.1	5.7	9.7	55.9	62.8	4.7	12.8	34.6	-7.9
인건비	30.3	29.8	30.3	33.7	34.3	34.7	51.4	58.7	111.6	124.1	179.0	162.1
지급수수료	17.3	16.7	17.7	15.0	17.1	16.5	19.5	22.7	61.8	66.6	75.7	81.3
마케팅	8.1	8.5	10.1	11.1	8.1	10.1	15.0	18.7	32.6	37.8	51.8	48.1
상각비	4.7	4.8	4.6	4.8	4.8	4.9	4.7	4.9	12.1	19.0	19.4	19.8
기타	5.1	4.6	6.9	6.6	5.0	4.5	18.1	10.8	21.8	23.1	38.3	24.4
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>11.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	<b>5.8</b>	<b>-1.3</b>	<b>87.1</b>	<b>3.9</b>	<b>21.2</b>	<b>24.3</b>	<b>95.4</b>	<b>39.3</b>
% YoY	-16.6	13.0	흑전	-50.8	-48.3	적전	1,560.8	93.7	-64.8	14.4	292.4	-58.8
영업이익률(%)	14.6	8.4	7.0	2.7	7.7	-1.9	44.5	3.2	8.1	8.2	20.7	10.5
세전이익	15.2	25.1	7.9	4.1	9.6	-3.0	87.6	12.3	64.3	52.3	106.6	57.3
% YoY	-39.2	154.1	-23.2	-78.7	-37.1	적전	1,006.0	203.9	-6.3	-18.7	103.6	-46.2
지배주주순이익	11.9	19.9	8.2	3.3	7.5	-2.3	61.4	10.0	56.8	43.2	76.6	44.5
% YoY	-41.9	142.3	-7.0	-83.0	-37.1	적전	652.7	203.9	-5.7	-23.9	77.3	-42.0

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

## 네오위즈 (095660)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>289.6</b>	<b>261.2</b>	<b>295.0</b>	<b>459.7</b>	<b>374.9</b>
매출액증가율 (%)	13.8	-9.8	12.9	55.9	-18.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	289.6	261.2	295.0	459.7	374.9
판매관리비	229.3	240.0	270.7	364.3	335.7
<b>영업이익</b>	<b>60.3</b>	<b>21.3</b>	<b>24.3</b>	<b>95.4</b>	<b>39.3</b>
영업이익률	20.8	8.1	8.2	20.7	10.5
금융손익	8.0	29.5	37.2	10.8	9.5
중속/관계기업손익	1.4	7.4	-3.2	-0.3	2.3
기타영업외손익	-1.1	6.2	-6.0	0.6	6.3
세전계속사업이익	68.7	64.3	52.3	106.6	57.4
법인세비용	6.5	7.7	7.8	29.9	12.4
<b>당기순이익</b>	<b>62.2</b>	<b>56.7</b>	<b>44.6</b>	<b>76.6</b>	<b>45.0</b>
지배주주지분 순이익	60.2	56.8	43.2	76.6	44.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>76.4</b>	<b>28.7</b>	<b>40.4</b>	<b>8.1</b>	<b>127.7</b>
당기순이익(손실)	62.2	56.7	44.6	76.6	45.0
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	-16.2	-77.5	72.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>13.6</b>	<b>-64.6</b>	<b>11.2</b>	<b>90.5</b>	<b>-8.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-4.2	-1.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.1	-37.2	3.3	-13.6	-0.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-3.4</b>	<b>-22.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-70.0</b>	<b>0.0</b>
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	51.6	28.6	118.9
기초현금	85.9	171.7	113.4	165.0	193.7
기말현금	171.7	113.4	165.0	193.7	312.5

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>248.4</b>	<b>271.9</b>	<b>324.6</b>	<b>338.6</b>	<b>381.0</b>
현금및현금성자산	171.7	113.4	165.0	193.7	312.5
매출채권	28.5	31.9	36.1	36.5	21.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>231.0</b>	<b>302.8</b>	<b>279.5</b>	<b>271.3</b>	<b>261.0</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>479.4</b>	<b>574.7</b>	<b>604.2</b>	<b>609.9</b>	<b>642.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>57.9</b>	<b>67.2</b>	<b>66.2</b>	<b>64.6</b>	<b>53.2</b>
매입채무	10.5	10.2	11.5	18.0	14.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>25.9</b>	<b>38.6</b>	<b>24.6</b>	<b>-44.7</b>	<b>-46.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	-70.0	-70.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>83.7</b>	<b>105.8</b>	<b>90.7</b>	<b>19.8</b>	<b>7.0</b>
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	410.6	487.4	532.5
비지배주주지분	8.1	9.6	9.5	9.3	9.2
<b>자본총계</b>	<b>395.6</b>	<b>468.9</b>	<b>513.4</b>	<b>590.1</b>	<b>635.0</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,209	11,855	13,387	20,865	17,017
EPS(지배주주)	2,747	2,577	1,961	3,477	2,018
CFPS	3,666	2,512	2,858	5,174	3,004
EBITDAPS	3,159	1,512	1,839	4,924	2,264
BPS	17,586	20,846	22,873	26,358	28,404
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.2	14.0	18.8	10.2	17.5
PCR	6.1	14.4	12.9	6.8	11.8
PSR	1.7	3.0	2.8	1.7	2.1
PBR	1.3	1.7	1.6	1.3	1.2
EBITDA	69.3	33.3	40.5	108.5	49.9
EV/EBITDA	4.2	17.9	13.9	4.8	7.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	17.0	13.4	9.0	14.1	7.4
EBITDA 이익률	23.9	12.8	13.7	23.6	13.3
부채비율	21.2	22.6	17.7	3.4	1.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	708.8	515.0	324.9	-2,445.6	-256.9
매출채권회전율(x)	10.6	8.6	8.7	12.7	12.9
재고자산회전율(x)	12,360.9	11,512.7	19,580.8	29,086.5	15,272.9

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 크래프톤 259960

## 시장을 흔들 다음 게임을 기다리며

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 753억원으로 기대치 크게 하회
- ✓ <칼리스토 프로토콜>의 초기 흥행 실패와 언노운월즈 등 영업권 상각 반영
- ✓ 4분기 실적발표 통해 준비 중인 신작 정보 공유 예정
- ✓ 다만 출시 시기는 2024년 하반기 이후로 예상되어 신작 공백기 다소 이어져
- ✓ 기존 게임의 자연 감소 사이클인데 반해 신작 공백기. 적정주가 19만원 하향

## Hold

**적정주가 (12개월)** 190,000 원  
**현재주가 (1.9)** 171,500 원  
**상승여력** 10.8%

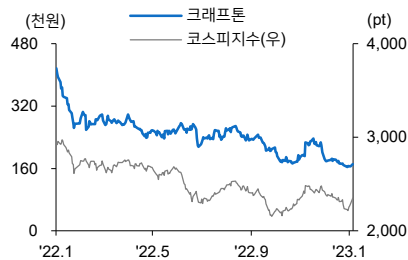
KOSPI	2,350.19pt
시가총액	84,175억원
발행주식수	4,908만주
유동주식비율	59.18%
외국인비중	30.14%
52주 최고/최저가	394,500원/164,000원
평균거래대금	443.5억원

### 주요주주(%)

장병규 외 27 인	22.18
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.53
국민연금공단	6.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	-27.6	-56.5
상대주가	-3.4	-27.6	-45.3

### 주가그래프



### 너무 매웠던 <칼리스토 프로토콜>

4분기 크래프톤의 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,509억원(+1.5% YoY)과 753억원(+75.1% YoY)으로 기대치를 크게 하회할 전망이다. PC/모바일 매출은 예상 수준에서 크게 벗어나지 않았으나 12월 2일 발매된 <칼리스토 프로토콜> 이 예상 대비 부진한 성과를 기록한 데 따른다. 당사는 4분기 300만장 판매를 가정했으나 스팀 최적화에 잡음이 일어나며 초기 흥행이 예상 대비 부진했던 점을 감안하여 150만장으로 하향했다.

이에 더해 인수 1년에 접어든 언노운월즈의 영업권 재평가에 따른 영업비용과 기타비용이 반영될 예정이다. 당사는 무형자산 상각비에 100억원, 영업 외 손실에 400억원을 반영했다.

### 적정주가 19만원 하향

PC와 콘솔 위주의 게임 스튜디오 중심으로 M&A를 이어가는 동사의 장기 전략에 대해서는 당사 또한 긍정한다. 다만 2023년 동사의 기대 신작에 대한 정보가 공유된 바 없다는 점이 다소 아쉽다. 지난 11월 실적 발표에서 오는 4분기 실적 발표를 통해 준비 중인 신작에 대한 정보를 공개할 예정이라고 밝혔다. 올해 공개될 신작 정보는 2024년 하반기 이후 출시를 예상하는 것이 합리적으로 보인다. 기존 게임의 하향 사이클을 버티기에는 다소 긴 텀이다.

실적 하향을 반영하여 적정주가를 19만원으로 하향한다. 밸류에이션 산정 기간 (2023년)과 적용 PER(17배)은 기존과 동일하다. 동사는 아직 3조원의 현금을 보유하고 있다. 인수 혹은 자체 스튜디오를 통해 시장을 흔들 다음 게임을 기다려 본다.

(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	1,831.3	689.8	659.9	13,450	17.6	107,332	12.5	1.6	6.3	13.4	13.5
2023E	1,802.4	620.0	542.7	11,057	-17.8	118,389	15.5	1.4	6.2	9.8	13.0
2024E	1,811.6	493.9	412.1	8,396	-24.1	126,785	20.4	1.4	7.2	6.8	12.8



표35 크래프톤 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	450.9	444.0	1.5	433.8	4.0	523.8	-13.9
영업이익	75.3	43.0	75.1	140.3	-46.3	157.3	-52.2
세전이익	12.7	37.2	-65.8	309.4	-95.9	176.4	-92.8
지배순이익	-5.7	6.2	적전	226.4	적전	135.9	N/A

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표36 크래프톤 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	11,057 2023E 지배순이익
적정배수(X)	17.0 One IP 비중이 큰 엔씨소프트, 펠어비스 과거 5년 평균
적정주가	190,000 187,969원 반올림
현재주가	171,500
상승여력(%)	10.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표37 크래프톤 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
2Q22	로드 투 발러: 엠파이어스	모바일	드림모션 (100%)	자회사 개발
3Q22	문브레이커	PC	언노운월즈 (100%)	자회사 개발
4Q22	칼리스토 프로토콜	PC, 콘솔	Striking Distance Studios (100%)	자회사 개발
4Q22	디펜스더비	모바일	라이징윙스 (100%)	자회사 개발
2023	프로젝트FF		블루홀스튜디오 (100%)	자회사 개발
	프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발
	헌팅킹		라이징윙스 (100%)	자회사 개발
	캐슬크래프트		라이징윙스 (100%)	자회사 개발
	렐릭 키퍼스		크래프톤	자체개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표38 크래프톤 실적 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>523.0</b>	<b>423.7</b>	<b>433.8</b>	<b>450.9</b>	<b>467.1</b>	<b>413.6</b>	<b>470.9</b>	<b>450.8</b>	<b>1,886.3</b>	<b>1,831.3</b>	<b>1,802.4</b>	<b>1,811.6</b>
PC	106.1	88.6	131.1	118.0	124.6	101.9	150.8	141.6	398.5	443.9	518.8	500.1
모바일	395.9	319.7	282.4	231.0	286.8	268.9	298.8	287.6	1,417.2	1,229.0	1,142.2	1,231.5
콘솔	15.0	9.6	11.7	93.5	50.3	37.5	16.0	16.2	19.9	129.8	120.0	58.7
기타	5.9	5.8	8.5	8.5	5.3	5.3	5.3	5.3	50.7	28.6	21.3	21.3
<b>% YoY</b>												
매출	13.5	-7.8	-16.9	1.5	-10.7	-2.4	8.6	0.0	12.9	-2.9	-1.6	0.5
PC	60.6	0.0	1.3	3.2	17.4	15.0	15.0	20.0	50.4	11.4	16.9	-3.6
모바일	4.5	-9.7	-25.8	-23.9	-27.6	-15.9	5.8	24.5	5.7	-13.3	-7.1	7.8
콘솔	273.9	129.6	133.5	1,292.4	235.0	289.6	36.4	-82.6	-32.4	551.0	-7.6	-51.1
기타	-50.9	-53.6	22.7	-56.1	-10.0	-7.7	-37.1	-37.1	46.3	-43.5	-25.6	0.0
<b>영업비용</b>	<b>211.1</b>	<b>261.3</b>	<b>293.5</b>	<b>375.6</b>	<b>261.5</b>	<b>274.3</b>	<b>307.9</b>	<b>338.8</b>	<b>1,246.7</b>	<b>1,141.6</b>	<b>1,182.5</b>	<b>1,317.7</b>
% to sales	40.4	61.7	67.7	83.3	56.0	66.3	65.4	75.2	66.1	62.3	65.6	72.7
% YoY	-9.7	-8.4	-10.2	-6.3	23.8	4.9	4.9	-9.8	39.1	-8.4	3.6	11.4
인건비	57.3	88.5	109.9	120.4	109.9	106.5	111.1	117.8	520.8	376.0	445.3	489.4
앱수수료/매출원가	51.6	50.1	47.8	54.5	45.6	40.1	47.8	74.9	193.4	203.9	208.4	280.2
지급수수료	55.9	81.7	85.5	101.8	53.7	80.4	91.7	97.5	359.6	325.0	323.2	342.1
광고선전비	17.5	11.3	19.7	61.9	14.4	9.2	19.0	19.3	82.3	110.4	61.9	63.4
기타	28.8	29.8	30.6	37.0	37.9	38.1	38.3	29.3	90.8	126.2	143.6	142.6
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>311.9</b>	<b>162.3</b>	<b>140.3</b>	<b>75.3</b>	<b>205.6</b>	<b>139.3</b>	<b>163.0</b>	<b>112.0</b>	<b>639.6</b>	<b>689.8</b>	<b>619.9</b>	<b>493.9</b>
% YoY	37.3	-6.8	-28.2	75.1	-34.1	-14.2	16.2	48.7	-17.3	7.8	-10.1	-20.3
영업이익률(%)	59.6	38.3	32.3	16.7	44.0	33.7	34.6	24.8	33.9	37.7	34.4	27.3
세전이익	329.6	256.8	309.4	12.7	227.7	164.2	191.1	138.0	750.4	908.6	720.9	547.2
% YoY	21.5	49.5	14.6	-65.8	-30.9	-36.1	-38.2	983.6	12.5	21.1	-20.7	-24.1
지배주주순이익	245.2	194.0	226.4	-5.7	174.7	124.0	139.8	104.2	519.9	659.9	542.7	412.1
% YoY	26.4	37.3	27.0	적전	-28.8	-36.1	-38.2	흑전	-6.5	26.9	-17.8	-24.1

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

## 크래프톤 (259960)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,670.4</b>	<b>1,886.3</b>	<b>1,831.3</b>	<b>1,802.4</b>	<b>1,811.6</b>
매출액증가율 (%)	53.6	12.9	-2.9	-1.6	0.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,670.4	1,886.3	1,831.3	1,802.4	1,811.6
판매관리비	896.6	1,246.7	1,141.6	1,182.5	1,317.7
<b>영업이익</b>	<b>773.9</b>	<b>639.6</b>	<b>689.8</b>	<b>620.0</b>	<b>493.9</b>
영업이익률	46.3	33.9	37.7	34.4	27.3
금융손익	-2.3	3.9	25.9	39.8	54.6
중속/관계기업손익	-0.3	-1.0	-21.7	0.8	-9.8
기타영업외손익	-104.6	107.8	214.6	60.4	8.6
세전계속사업이익	666.8	750.4	908.6	720.9	547.2
법인세비용	110.5	230.5	248.7	178.2	135.1
<b>당기순이익</b>	<b>556.3</b>	<b>519.9</b>	<b>659.9</b>	<b>542.7</b>	<b>412.1</b>
지배주주지분 순이익	556.3	519.9	659.9	542.7	412.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>649.0</b>	<b>713.9</b>	<b>313.3</b>	<b>1,067.2</b>	<b>465.7</b>
당기순이익(손실)	556.3	519.9	659.9	542.7	412.1
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	-373.7	505.5	23.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1,199.7</b>	<b>-1,830.1</b>	<b>77.9</b>	<b>0.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-25.9	-61.3	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-55.0	-489.7	-47.4	0.0	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-27.1</b>	<b>2,736.2</b>	<b>80.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>30.0</b>
차입금의 증감	-7.3	282.3	80.8	-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	-1,436.0	1,144.7	496.3
기초현금	146.7	719.9	3,019.3	1,583.3	2,728.1
기말현금	719.9	3,019.3	1,583.3	2,728.1	3,224.4

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,292.5</b>	<b>3,653.7</b>	<b>4,078.5</b>	<b>4,726.4</b>	<b>5,211.1</b>
현금및현금성자산	719.9	3,019.3	1,583.3	2,728.1	3,224.4
매출채권	462.5	530.7	515.3	107.2	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>426.6</b>	<b>1,981.4</b>	<b>1,900.4</b>	<b>1,837.4</b>	<b>1,807.5</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>1,719.1</b>	<b>5,635.1</b>	<b>5,979.0</b>	<b>6,563.8</b>	<b>7,018.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>406.7</b>	<b>638.2</b>	<b>311.6</b>	<b>351.7</b>	<b>364.7</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>98.3</b>	<b>388.7</b>	<b>399.2</b>	<b>401.2</b>	<b>431.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	20.0	20.0	50.0
<b>부채총계</b>	<b>505.0</b>	<b>1,026.9</b>	<b>710.8</b>	<b>752.9</b>	<b>795.7</b>
<b>자본금</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>
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	1,217.7	1,760.4	2,172.5
비지배주주지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자본총계</b>	<b>1,214.1</b>	<b>4,608.2</b>	<b>5,268.2</b>	<b>5,810.8</b>	<b>6,222.9</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	41,169	41,515	37,327	36,723	36,910
EPS(지배주주)	13,710	11,442	13,450	11,057	8,396
CFPS	23,399	21,019	18,945	14,885	11,482
EBITDAPS	20,161	15,564	16,776	13,915	10,670
BPS	28,377	94,107	107,332	118,389	126,785
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	40.2	12.5	15.5	20.4
PCR	0.0	21.9	8.9	11.5	14.9
PSR	0.0	11.1	4.5	4.7	4.6
PBR	0.0	4.9	1.6	1.4	1.4
EBITDA	818.0	707.2	823.1	683.0	523.7
EV/EBITDA	-0.8	28.0	6.3	6.2	7.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	61.9	17.9	13.4	9.8	6.8
EBITDA 이익률	49.0	37.5	44.9	37.9	28.9
부채비율	41.6	22.3	13.5	13.0	12.8
금융비용부담률	0.3	0.4	0.7	0.8	0.8
이자보상배율(x)	136.6	91.9	55.3	45.3	34.9
매출채권회전율(x)	4.0	3.8	3.5	5.8	33.8
재고자산회전율(x)					

Industry Brief  
2023. 1. 10

# 카카오게임즈 293490

## 2023년의 기회. 그리고 새로운 도전

### ▲ 인터넷/게임

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

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

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 기대치 하회. <오딘>은 자연 감소, <우마무스메>는 12월 이후 반등했으나 4분기보다는 1분기 영향 줄 것
- ✓ <에버소울> 시작으로 2023년 신작 출시 본격화. 준비된 신작/해외 진출 대부분 이 상장(혹은 상장 예정) 자회사 작품이거나 퍼블리싱
- ✓ 별도마진 '22년 10%까지 하락. 새로운 동력 발굴 위해 해외개발사 투자 본격화
- ✓ 투자사의 아시아 퍼블리싱 성공 시 기회가 될 것

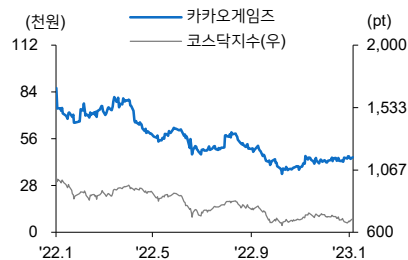
## Hold

**적정주가 (12개월)** 45,000 원  
**현재주가 (1.9)** 44,900 원  
**상승여력** 0.2%

KOSDAQ	701.21pt
시가총액	36,948억원
발행주식수	8,229만주
유통주식비율	44.29%
외국인비중	11.67%
52주 최고/최저가	81,000원/34,950원
평균거래대금	275.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
카카오 외 16 인	49.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	-8.4	-39.6
상대주가	7.8	0.2	-14.2

### 주가그래프



### 4분기 실적은 기대치 하회

카카오게임즈의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,511억원(-12% YoY)과 229억원(-50% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 이는 <오딘>의 자연 감소 영향이 가장 크다. <우마무스메>는 사건이 일단락되며 12월 반등에 성공했으나 10월과 11월 하락한 영향이 동분기 다소 크게 작용한 것으로 보인다.

2021년 4분기 라이온하트스튜디오 지분을 유럽법인을 통해 매입하며 평가했던 가치는 약 4조원으로 알려져 있다. 2022년 라이온하트 영업이익은 1,932억원으로 예상된다. 올해는 상반기 일본 진출, 하반기 유럽/북미 진출을 앞두고 있는데 재무 측면에서의 기여는 유럽/북미가 클 것으로 예상되어 2023년 영업이익은 오딘의 자연 감소 영향을 받을 것으로 전망된다. 이를 고려했을 때 2021년 기타수익 일부를 2022년 4분기 영업외 손실로 차감할 것으로 가정했다.

### 신작 그리고 2023년을 준비하며

<에버소울>을 시작으로 <아키에이지워>가 1분기 신작에 해당한다. 이 중 <아키에이지워>는 자회사 엑스엘게임즈(상장) 개발로 재무적 기여가 크다. 다만 라이온하트스튜디오에 녹여진 우려와 마찬가지로 더블카운팅의 이슈가 존재한다.

2023년 동사의 신작/해외 진출 대부분이 퍼블리싱이거나 상장(혹은 상장 예정) 자회사 작품으로 지배순이익에 미치는 영향을 경감시킨다. 다만 동사는 최근 해외 개발사 투자(주로 PC/콘솔 게임 개발)를 본격화하며 아시아 퍼블리싱 우선 협상권을 확보, 신시장 진출을 준비하고 있다. 중국 판호 개방에 따른 수혜는 동사에게 자회사의 기회 증가 정도에 그치기 때문에 새로운 동력이 필요하다. 준비 중인 해외 개발사 투자를 통해 신시장의 동력을 확보한다면 모바일 퍼블리싱 마진을 하락 방어하는데 성공하겠으나 이는 다소 시간이 걸릴 것으로 전망된다. 2023년 흐름을 크게 변화시킬 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	1,163.1	189.8	-75.6	-948	적전	24,616	-47.1	1.8	15.3	-3.7	83.2
2023E	1,495.4	255.0	113.4	1,379	흑전	25,995	32.6	1.7	11.8	5.4	82.3
2024E	1,573.6	247.2	93.1	1,131	-6.7	27,126	39.7	1.7	11.8	4.3	78.9

표39 카카오게임즈 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	251.1	286.7	-12.4	306.9	-18.2	283.7	-11.5
영업이익	22.9	45.5	-49.6	43.7	-47.6	34.8	-34.3
세전이익	-178.8	637.2	적전	26.5	적전	-0.7	N/A
지배순이익	-137.4	457.3	적전	3.2	적전	-1.0	N/A

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표40 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	266.3	338.8	306.9	251.1	314.3	423.7	388.9	368.5	1,012.5	1,163.1	1,495.4	1,573.6
PC	14.6	15.0	13.3	14.4	16.1	17.7	16.2	15.6	107.1	57.2	65.6	178.6
모바일	177.2	213.1	197.0	162.7	221.9	297.6	280.2	276.2	754.9	749.9	1,075.9	1,017.6
기타	74.5	110.8	96.6	74.1	76.2	108.5	92.5	76.7	150.5	355.9	353.9	377.5
<b>% YoY</b>												
매출	104.7	161.7	-34.2	-12.4	18.0	25.1	26.7	46.8	104.3	14.9	28.6	5.2
PC	-71.4	-20.3	-25.6	-25.6	10.6	18.5	21.2	8.4	-41.7	-46.5	14.6	172.3
모바일	194.6	152.8	-52.0	-18.7	25.2	39.6	42.2	69.8	203.3	-0.7	43.5	-5.4
기타	294.2	319.0	155.9	9.9	2.2	-2.1	-4.2	3.6	139.4	136.5	-0.6	6.6
<b>영업비용</b>												
% to sales	84.2	76.1	85.8	90.9	83.7	78.2	85.1	85.5	88.9	83.7	83.0	84.3
% YoY	95.8	112.4	-37.9	-5.4	17.3	28.5	25.8	38.1	109.9	8.1	27.4	6.9
인건비	47.5	50.4	48.3	54.0	50.9	53.4	54.1	62.9	131.5	200.3	221.3	246.4
지급수수료	89.3	94.5	110.7	72.3	113.9	153.3	166.7	139.4	548.6	366.8	573.4	614.7
마케팅비	14.9	20.4	20.9	18.2	19.4	25.3	26.0	22.3	79.3	74.3	93.0	97.0
상각비	20.1	21.1	21.5	23.6	26.9	22.9	23.2	22.9	34.4	86.3	95.9	93.2
기타	52.5	71.4	61.7	60.0	52.0	76.2	60.9	67.5	106.8	245.7	256.7	275.2
<b>이익 추정</b>												
영업이익	42.1	81.0	43.7	22.9	51.2	92.5	57.8	53.4	111.9	189.8	254.9	247.1
% YoY	169.7	900.2	2.3	-49.6	21.6	14.2	32.2	133.2	68.2	69.6	34.4	-3.1
영업이익률(%)	15.8	23.9	14.2	9.1	16.3	21.8	14.9	14.5	11.1	16.3	17.0	15.7
세전이익	34.2	116.9	26.5	-178.8	51.1	83.4	59.7	40.4	722.1	-1.2	234.6	215.0
% YoY	70.3	3,775.2	-57.1	적전	49.3	-28.7	125.5	흑전	826.5	적전	흑전	-8.3
지배주주순이익	13.5	45.1	3.2	-137.4	26.1	46.6	35.8	5.0	528.7	-75.6	113.4	93.0
% YoY	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	92.5	3.4	1,034.3	흑전	514.9	적전	흑전	-18.0

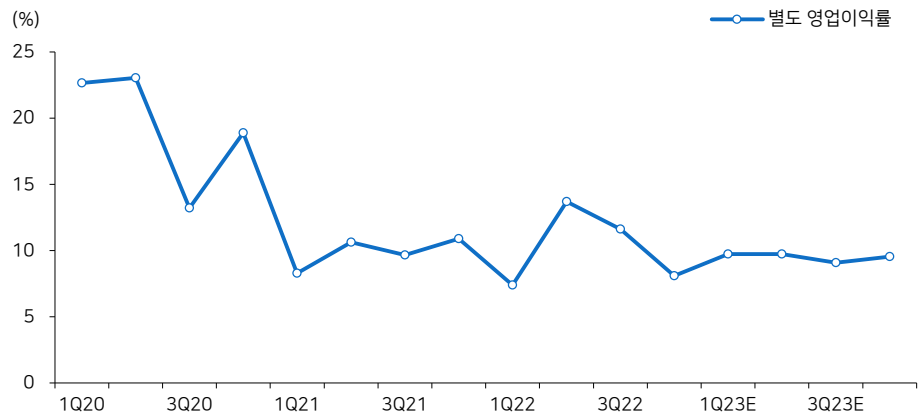
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표41 카카오게임즈 2022~2023 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
1Q22	오딘 대만	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
2Q22	우마무스메 프리티 더비	모바일	Cygames	퍼블리싱
3Q22	아키월드 아시아	PC	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
3Q22	버디샷 글로벌	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
4Q22	디스테라	PC	리얼리티매직(21.07%)	퍼블리싱
1Q23	오딘 일본	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
1Q23	아키에이지워	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
1Q23	에버소울	모바일	나인아크(19.59%)	퍼블리싱
2Q23	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	PC, 모바일	세컨드다이버(19.93%)	퍼블리싱
3Q23	가디스 오더 글로벌	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
3Q23	에버소울 일본	모바일	나인아크(19.59%)	퍼블리싱
4Q23	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
2H23	프로젝트 C(오딘 IP)	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트(54.95%)	자회사 개발

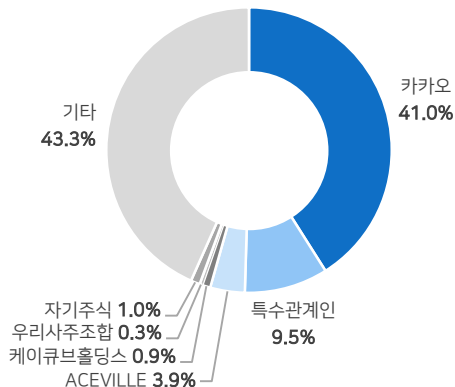
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림47 카카오게임즈 별도 영업이익률



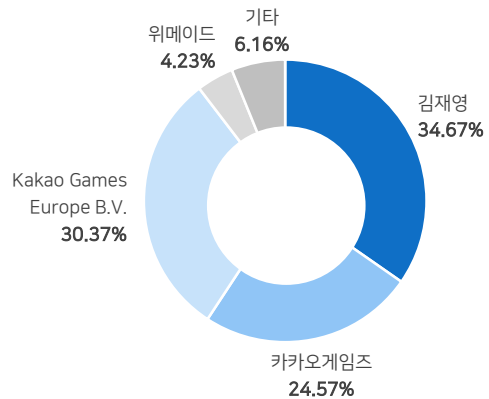
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림48 카카오게임즈 지분 구성



자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

그림49 라이온하트스튜디오 지분 구성



자료: 라이온하트스튜디오, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오게임즈 (293490)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>495.5</b>	<b>1,012.5</b>	<b>1,163.1</b>	<b>1,495.4</b>	<b>1,573.6</b>
매출액증가율 (%)	26.7	104.3	14.9	28.6	5.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,163.1	1,495.4	1,573.6
판매관리비	429.0	900.6	973.4	1,240.4	1,326.4
<b>영업이익</b>	<b>66.5</b>	<b>111.9</b>	<b>189.8</b>	<b>255.0</b>	<b>247.2</b>
영업이익률	13.4	11.1	16.3	17.0	15.7
금융손익	34.2	-47.1	-17.9	-16.4	-20.7
중속/관계기업손익	-1.6	12.8	-22.9	-0.5	12.8
기타영업외손익	-21.2	644.4	-150.2	-3.5	-24.2
세전계속사업이익	77.9	722.1	-1.3	234.6	215.0
법인세비용	10.4	201.9	19.9	57.2	49.5
<b>당기순이익</b>	<b>67.5</b>	<b>520.2</b>	<b>-21.2</b>	<b>177.4</b>	<b>165.5</b>
지배주주지분 손이익	86.0	528.7	-75.6	113.4	93.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>82.3</b>	<b>227.8</b>	<b>-354.3</b>	<b>357.6</b>	<b>284.5</b>
당기순이익(손실)	67.5	520.2	-21.2	177.4	165.5
유형자산상각비	13.2	20.1	29.3	34.3	34.3
무형자산상각비	9.1	23.2	64.4	61.6	58.9
운전자본의 증감	-14.7	56.7	-550.2	83.9	26.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-168.4</b>	<b>-804.0</b>	<b>-231.1</b>	<b>-81.8</b>	<b>-83.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.8	-11.0	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	-204.6	-447.7	92.4	-1.4	-3.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>408.7</b>	<b>818.1</b>	<b>617.5</b>	<b>-13.5</b>	<b>17.9</b>
차입금의 증감	66.5	555.1	617.5	-13.5	17.9
자본의 증가	398.9	325.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	320.1	241.5	32.1	262.2	218.8
기초현금	247.1	567.2	808.7	840.8	1,103.0
기말현금	567.2	808.7	840.8	1,103.0	1,321.8

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>695.6</b>	<b>1,151.3</b>	<b>1,226.7</b>	<b>1,543.7</b>	<b>1,761.6</b>
현금및현금성자산	567.2	808.7	840.8	1,103.0	1,321.8
매출채권	53.8	90.6	104.1	133.8	140.8
재고자산	11.7	60.2	106.2	111.3	115.6
<b>비유동자산</b>	<b>614.3</b>	<b>3,153.8</b>	<b>3,167.8</b>	<b>3,153.3</b>	<b>3,143.8</b>
유형자산	49.4	75.4	126.1	171.8	217.5
무형자산	153.3	2,128.2	2,307.0	2,245.3	2,186.5
투자자산	332.4	792.9	577.4	578.9	582.5
<b>자산총계</b>	<b>1,309.9</b>	<b>4,305.0</b>	<b>4,394.4</b>	<b>4,697.0</b>	<b>4,905.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>159.3</b>	<b>842.7</b>	<b>329.2</b>	<b>464.8</b>	<b>486.1</b>
매입채무	0.3	11.5	13.3	17.1	17.9
단기차입금	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>125.2</b>	<b>1,041.8</b>	<b>1,665.9</b>	<b>1,655.5</b>	<b>1,677.1</b>
사채	0.9	496.6	496.6	496.6	496.6
장기차입금	0.0	1.2	601.2	601.2	631.2
<b>부채총계</b>	<b>284.5</b>	<b>1,884.5</b>	<b>1,995.1</b>	<b>2,120.4</b>	<b>2,163.2</b>
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	665.0	778.4	871.5
비지배주주지분	22.6	319.2	373.6	437.6	510.0
<b>자본총계</b>	<b>1,025.4</b>	<b>2,420.5</b>	<b>2,399.3</b>	<b>2,576.7</b>	<b>2,742.2</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,949	13,524	14,579	18,172	19,122
EPS(지배주주)	1,379	7,061	-948	1,379	1,131
CFPS	1,418	-416	2,812	4,173	3,870
EBITDAPS	1,424	2,073	3,553	4,264	4,135
BPS	13,529	27,130	24,616	25,995	27,126
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.4	12.9	-47.1	32.6	39.7
PCR	32.4	-218.6	15.9	10.8	11.6
PSR	5.8	6.7	3.1	2.5	2.3
PBR	3.4	3.4	1.8	1.7	1.7
EBITDA	88.8	155.2	283.4	350.9	340.3
EV/EBITDA	33.1	45.6	15.3	11.8	11.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.1	34.1	-3.7	5.4	4.3
EBITDA 이익률	17.9	15.3	24.4	23.5	21.6
부채비율	27.7	77.9	83.2	82.3	78.9
금융비용부담률	1.0	0.7	1.5	1.5	1.4
이자보상배율(x)	13.5	16.2	11.0	11.3	10.9
매출채권회전율(x)	11.2	14.0	11.9	12.6	11.5
재고자산회전율(x)	42.0	28.2	14.0	13.8	13.9

**Compliance Notice**

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

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

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

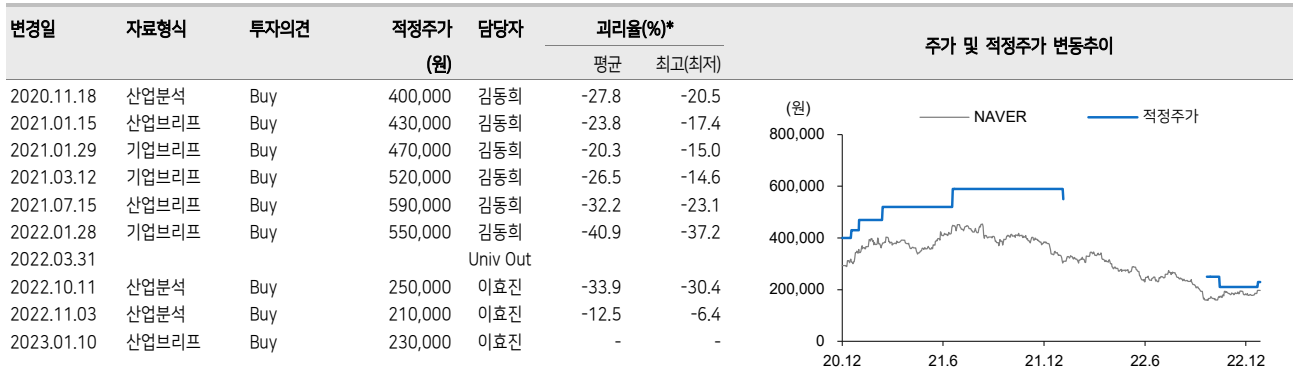
**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

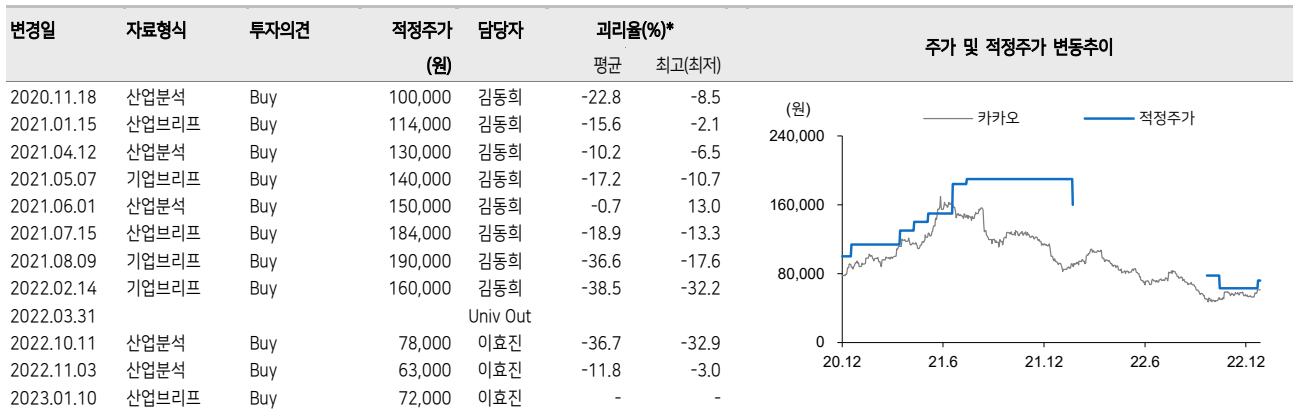
**NAVER (035420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**카카오 (035720) 투자등급변경 내용**

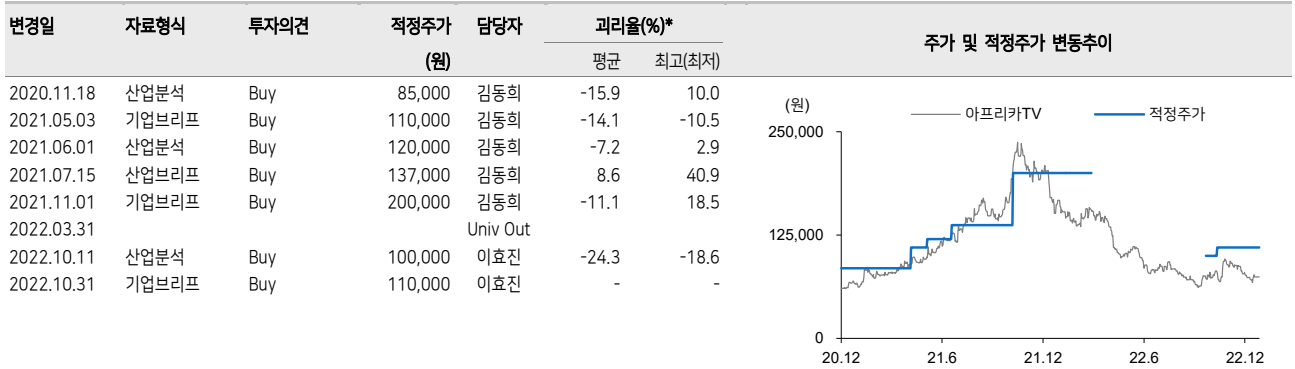
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨





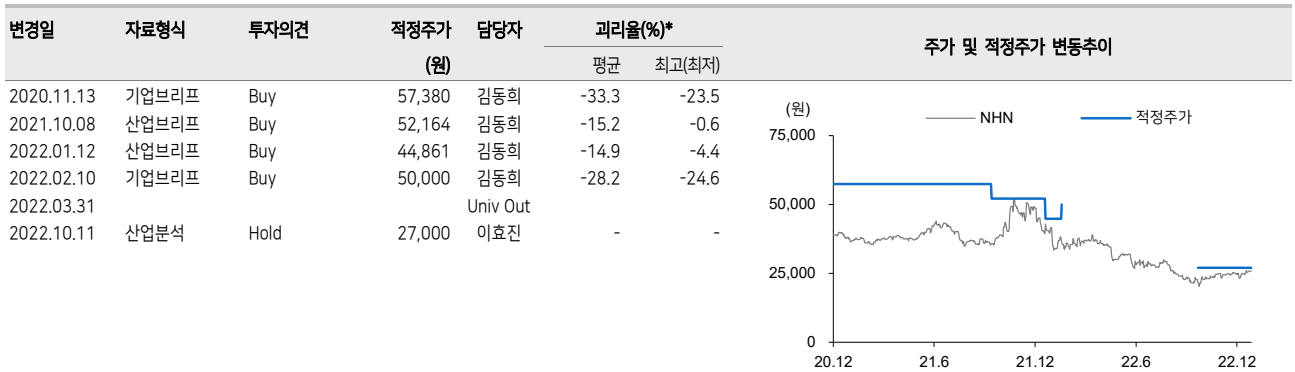
**아프리카 TV (067160) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



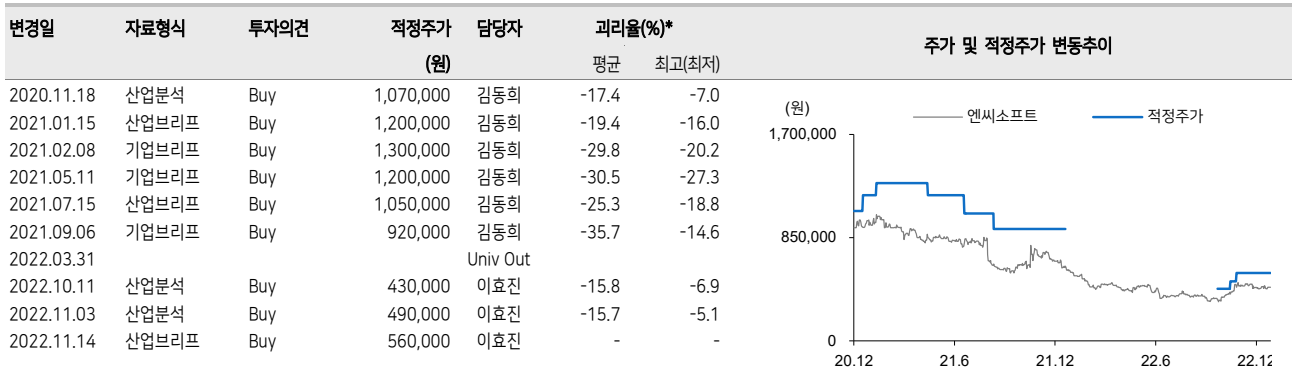
**NHN (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



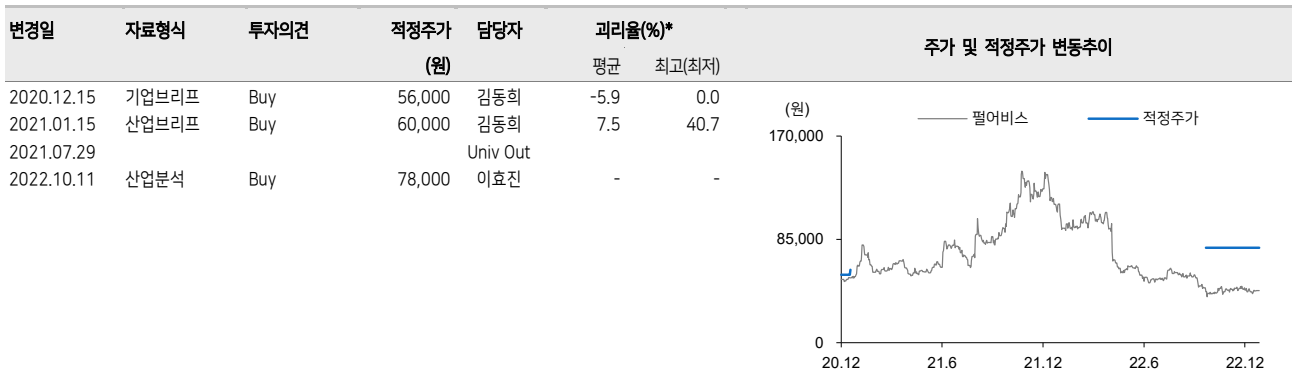
**엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



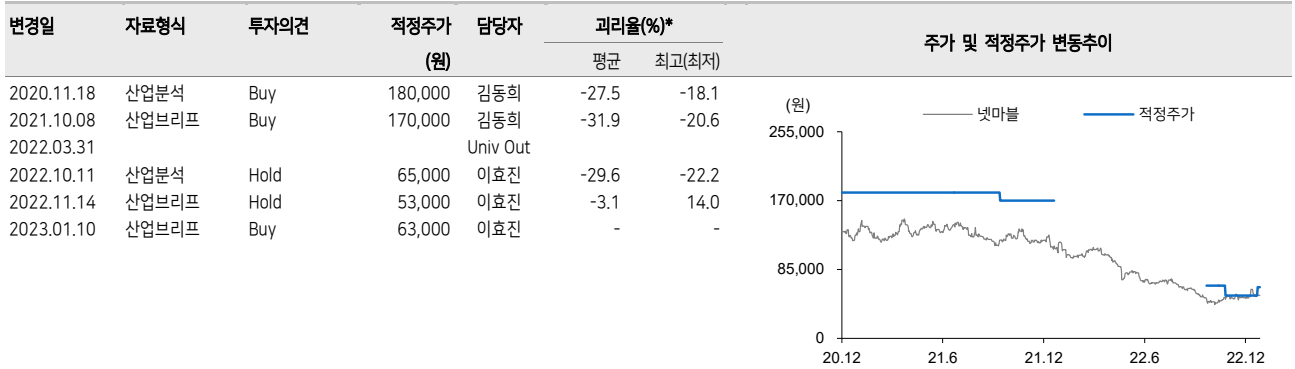
**펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



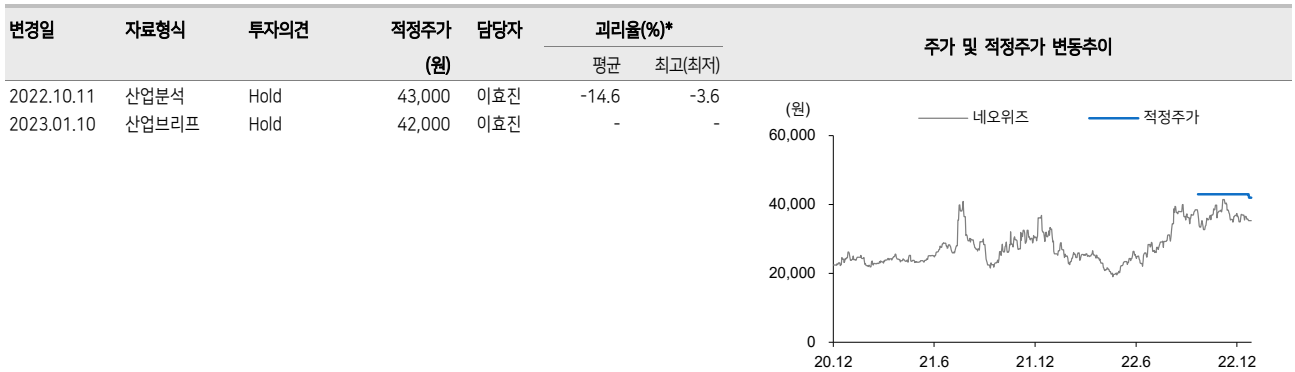
**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



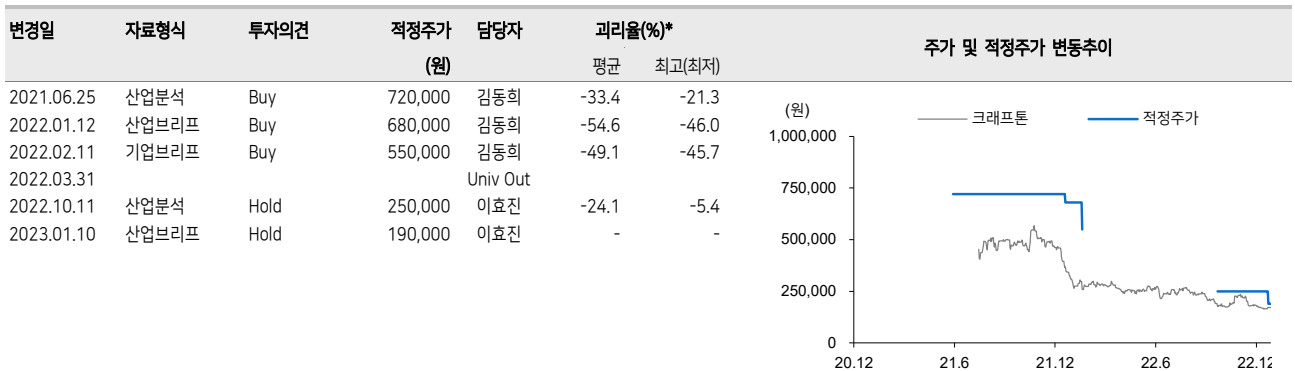
**네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

