

NEW ERA

NEW ERA

인터넷/게임

종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	290,000원
카카오 (035720)	Buy	72,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	530,000원
펄어비스 (263750)	Buy	68,000원



인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Contents

Part I	Platform	7	기업분석 NAVER (035420)	68
Part II	Game	39	카카오 (035720)	73
			엔씨소프트 (036570)	77
			필어비스 (263750)	81

[Summary] NEW ERA

Overweight

Part I

Platform

신기술 따라 웃고 울고

- Chat GPT가 생성 AI 시대를 앞당기며 플랫폼 사업자들의 기존 비즈니스 시장 지위 변화 촉발
- MS가 Chat GPT를 매개로 검색 엔진/클라우드 시장의 점유율 확보하는 모습 보이자 기존 과점적 지위 보유한 사업자들의 기술적 반격 행보 이어짐
- 기술에 대한 창과 방패의 싸움 이어지며 이슈 대응하는 사업자들, EPS 변동 없이도 밸류에이션 확장 중. 그간 비용으로 인식되던 투자가 자산화되는 과정 당분간 이어지며 높은 밸류에이션 지탱할 것
- 국지적/가변적 원천 데이터 확보가 생성 AI 시대에도 중요. 커머스 등 강점 분야에서 B2B 클라우드를 라인-야후재팬까지 확대, 네이버 대응 가능 전망
- 카카오는 후발주자로 범용 모델보다는 대화 위주 특화 형태 모델이 유리. 특히 엔터/콘텐츠 등 그룹 강점 분야에서 생산성 향상 혹은 소비자 효용 증진에 성공한다면 투자자 관심 환기에 성공할 것

Part II

Game

새 시장, 새 기술

- 국내/중국/글로벌 모두 신작 출시 본격화 시기
- 새 세대의 승기를 잡기 위해서는 국내 중심 모바일 보다는 글로벌 PC/콘솔 타겟의 신작이 유리
- 상장 준비 중인 업체도 PC/콘솔 성과 냈거나 준비 중인 업체. 하반기 관련 시장 관심도 높일 유인
- 1) 신작 투자비용/시간 감소 및 2) 콘텐츠 다양화, 3) 소비자 효용 증진 기대되는 Chat GPT, Stable Diffusion과 같은 생성 AI 도구 등장도 신성장 동인
- 오랜 부진으로 현금, 부동산, 상장지분 등 보유 자산 제외 시 영업가치 크게 낮아짐. 신작 출시 앞둔 업체 중심으로 영업가치 상승 가능성 높아진 시기
- 엔터/미디어 참조 시 국내와 해외 반응 반드시 일치하지는 않음. 성공 가능성 높일 요인은 글로벌 마케팅 협력. 아마존게임즈와 소니 통해 글로벌 PC/콘솔 진출 예정 중인 엔씨소프트, 펠어비스 추천

Top Picks

NAVER, 엔씨소프트, 펠어비스

준비된 사업자 살 때

- 플랫폼은 chat GPT로 대변되는 신기술 이슈가 하반기에도 이어질 전망. 대응 여부 따라 주가 차별화
- 외부 충격이 없다면 기존 PER 밸류에이션 지표가 유효. 그러나 신기술 등장으로 시장 재편 예고되는 현 시기에는 중요도 낮아져
- 신기술 대응 가능한지 여부가 주가로 반영되는 시기. 최근 미>중 플랫폼 주가 디커플링이 대표적
- 네이버는 초거대AI로 아시아 내 신기술에 대응 가능한 몇 안 되는 사업자. 희소 가치 높아질 때
- 게임은 글로벌 PC/콘솔 신작 출시로 모바일 중심이던 국내 게임사 수익 다변화 시작될 것. 생성 AI 기술로 생산성 향상 기회 포착된 점도 산업에 긍정적
- 엔데믹으로 게임 시장 성장 둔화되었으나 글로벌 PC/콘솔 성과는 기록 갱신 중. 글로벌 마케팅 협력으로 성공 가능성 높일 수 있는 사업자 중심 유리

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	290,000원
카카오 (035720)	Buy	72,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	530,000원
펄어비스 (263750)	Buy	68,000원

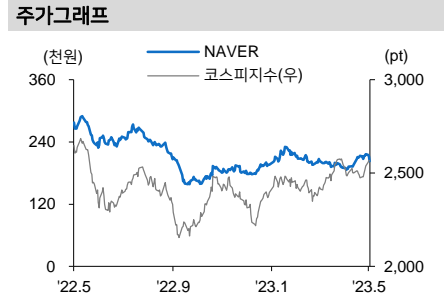
NAVER (035420) 기술 초입, 밸류에이션 확장을 즐길 시기

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

Buy

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (5.25)	206,000원
상승여력	40.8%
KOSPI	2,554.69pt
시가총액	337,941억원
발행주식수	16,405만주
유동주식비율	83.30%
외국인비중	48.10%
52주 최고/최저가	290,000원/158,500원
평균거래대금	1,535.0억원
주요주주(%)	
국민연금공단	8.29
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.7	11.4	-22.6
상대주가	7.8	6.3	-20.7



준비된 미래 앞에서

- 동사는 ‘하이퍼클로바’ 초거대 AI 파운데이션 모델을 보유한 국내 대표 AI 업체
- 오는 7월 하이퍼클로바X 공개와 함께 B2B 서비스를 시작으로 서치 GPT 출시를 계획 중
- 네이버는 블로그, 네이버 지도와 같은 국지적/가변적 정보에 대한 원천 데이터 보유. 생성 AI 시대에도 원천 데이터 힘으로 우위 지속 예상
- MS가 생성 AI 솔루션을 내세우며 신규 클라우드 고객을 빠르게 확보하고 있는 것처럼 네이버도 초거대 AI와 고객 데이터를 이용한 하이브리드 클라우드(B2B) 서비스를 제공해 커머스 등 강점 분야에서 대응할 예정
- 범네이버 계열인 라인-야후재팬도 자체 모델 아닌, 네이버의 초거대 AI를 통해 데이터 학습 진행한 바 있어 생성 AI 기술 매개로 변화하는 일본 시장 침투 기회도 열리는 시기. 정부 發 생성 AI 기술의 구독 서비스도 대기 중

기술 초입, EPS 변동 없이 당분간은 밸류에이션 확장되는 글로벌 흐름 동일하게 나타날 것

- 동사의 적정주가를 26만원에서 29만원으로 상향함. 1) 포시마크 적자 축소 및 감가상각 내용연수 증가 등 실적 변동 사항을 반영했고, 2) 적정주가 산정대상 기간을 2H23-1H24로 변경한 데 따름
- Chat GPT가 앞당긴 생성 AI 시대에 기술적 대응 가능한 글로벌 사업자들, 최근 EPS 변동 없이도 밸류에이션 확장 중
- 그간 비용으로 인식되던 투자가 자산화되는 과정 당분간 이어지며 높은 밸류에이션 지탱할 것
- 기술에 대한 창과 방패의 싸움 이어지며 관련 이슈 관심도 높게 유지될 시기. 플랫폼 최선호주 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023E	9,615.9	1,506.0	1,281.7	7,813	84.1	145,079	26.4	1.4	19.6	5.5	43.5
2024E	10,253.3	1,590.2	1,404.8	8,715	11.5	155,496	23.6	1.3	17.8	5.8	41.5
2025E	10,882.5	1,756.3	1,559.7	9,774	10.5	164,916	21.1	1.2	15.6	6.1	36.1

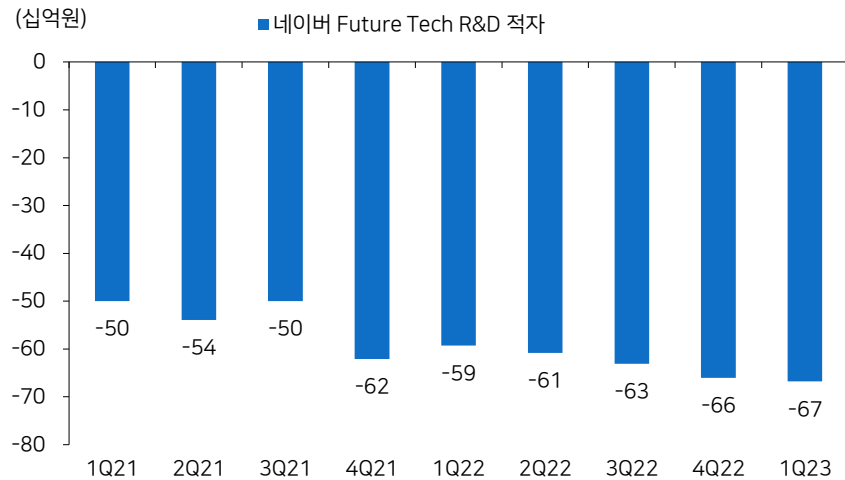
적정주가 및 주요 지표

네이버 적정주가 산출

(원)		비고
EPS	8,736	2H23-1H24 지배순이익 기준
적정배수(X)	33.0	기존과 동일
적정주가	290,000	288,288원 반올림
현재주가	206,000	
상승여력(%)	40.8	

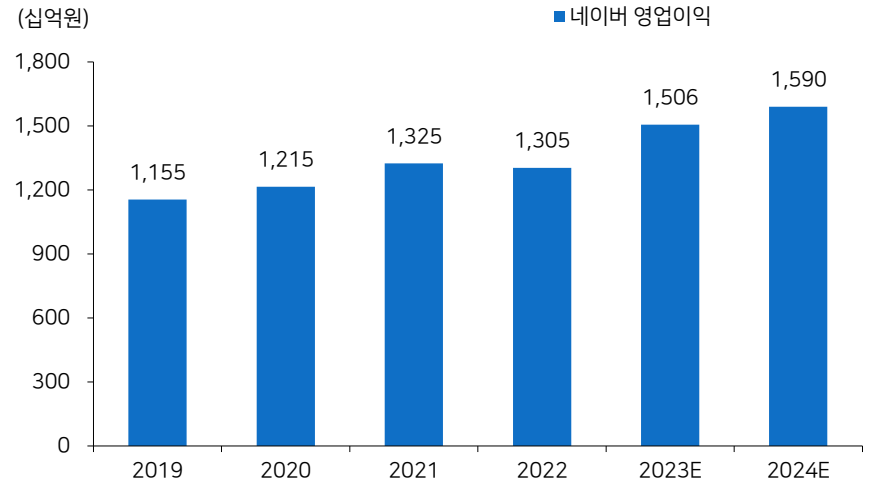
자료: 메리츠증권 리서치센터

네이버 Future tech R&D 부문 분기별 적자 추이



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

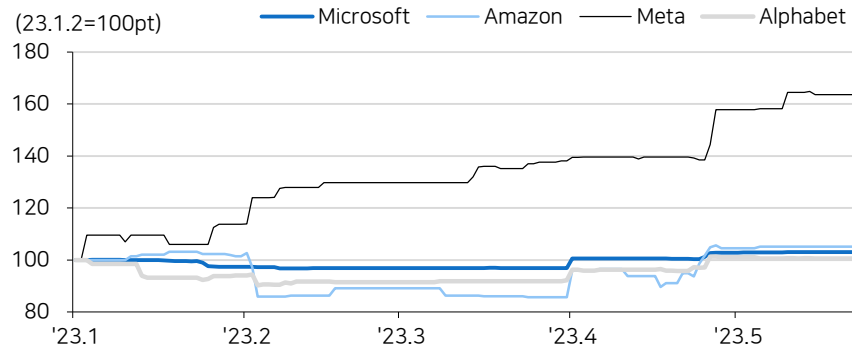
네이버 영업이익 전망



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

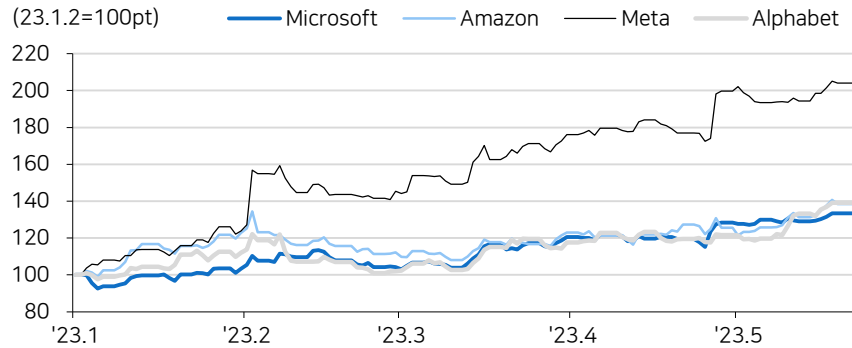
신기술 보유 업체, 밸류에이션 확장이 주가 상승 이끌어

글로벌 EPS, 지난 1년간 메타 제외 시 변동 크지 않았으나



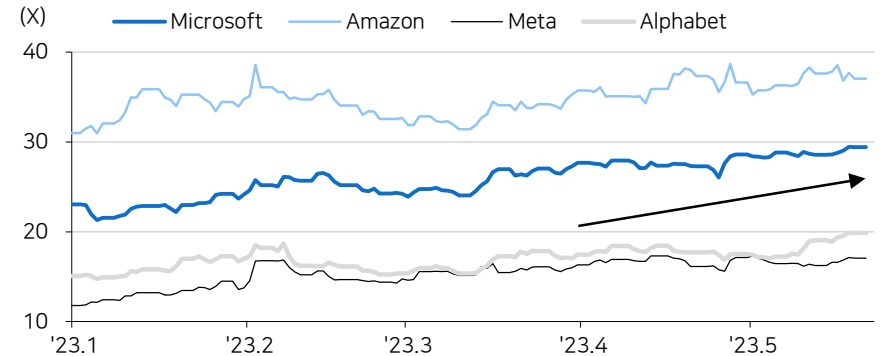
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신기술 대응 가능 사업자 위주로 밸류에이션 확장이 주가 상승 이끌어



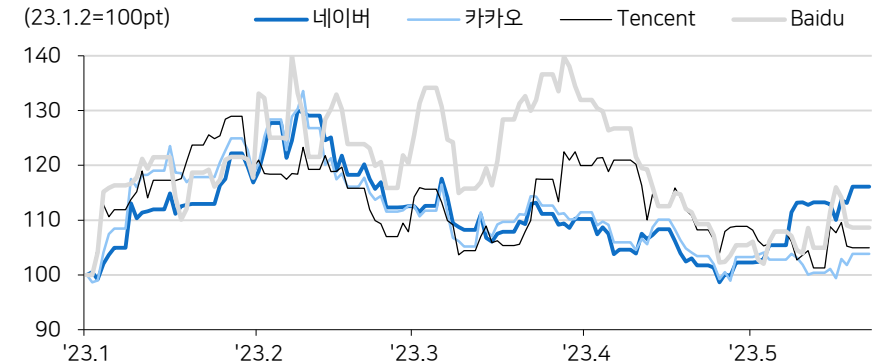
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기술의 미래가치 부각되며 밸류에이션 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

네이버, 카카오, 텐센트, 바이두 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

네이버 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	1,845	2,046	2,057	2,272	2,280	2,387	2,431	2,518	6,818	8,220	9,616	10,253
서치플랫폼	850	906	896	916	852	914	921	947	3,308	3,568	3,633	3,808
커머스	416	439	458	487	606	633	646	674	1,488	1,801	2,559	2,790
핀테크	275	296	296	320	318	337	329	347	979	1,187	1,332	1,408
콘텐츠	212	300	312	437	411	397	427	431	660	1,262	1,666	1,750
클라우드	92	105	95	111	93	106	107	119	383	403	426	497
% YoY												
매출	<i>23.1</i>	<i>23.0</i>	<i>19.1</i>	<i>17.8</i>	<i>23.6</i>	<i>16.7</i>	<i>18.1</i>	<i>10.8</i>	<i>28.5</i>	<i>20.6</i>	<i>17.0</i>	<i>6.6</i>
서치플랫폼	<i>12.6</i>	<i>9.3</i>	<i>8.0</i>	<i>2.3</i>	<i>0.2</i>	<i>0.9</i>	<i>2.8</i>	<i>3.3</i>	<i>17.3</i>	<i>7.9</i>	<i>1.8</i>	<i>4.8</i>
커머스	<i>27.8</i>	<i>19.7</i>	<i>19.4</i>	<i>18.3</i>	<i>45.5</i>	<i>44.0</i>	<i>40.9</i>	<i>38.5</i>	<i>36.3</i>	<i>21.0</i>	<i>42.1</i>	<i>9.0</i>
핀테크	<i>31.1</i>	<i>27.1</i>	<i>22.5</i>	<i>8.4</i>	<i>15.8</i>	<i>13.9</i>	<i>11.2</i>	<i>8.5</i>	<i>44.5</i>	<i>21.2</i>	<i>12.2</i>	<i>5.7</i>
콘텐츠	<i>70.1</i>	<i>113.8</i>	<i>77.3</i>	<i>100.1</i>	<i>94.0</i>	<i>32.3</i>	<i>37.0</i>	<i>-1.6</i>	<i>52.9</i>	<i>91.3</i>	<i>32.1</i>	<i>5.0</i>
클라우드	<i>8.9</i>	<i>10.5</i>	<i>-1.5</i>	<i>3.9</i>	<i>1.2</i>	<i>0.9</i>	<i>13.3</i>	<i>7.4</i>	<i>35.2</i>	<i>5.3</i>	<i>5.7</i>	<i>16.8</i>
영업비용	1,543	1,710	1,727	1,935	1,950	2,020	2,020	2,120	5,492	6,915	8,110	8,663
% to sales	<i>83.6</i>	<i>83.6</i>	<i>83.9</i>	<i>85.2</i>	<i>85.5</i>	<i>84.6</i>	<i>83.1</i>	<i>84.2</i>	<i>80.6</i>	<i>84.1</i>	<i>84.3</i>	<i>84.5</i>
% YoY	<i>27.5</i>	<i>28.7</i>	<i>25.4</i>	<i>22.8</i>	<i>26.3</i>	<i>18.2</i>	<i>16.9</i>	<i>9.6</i>	<i>34.3</i>	<i>25.9</i>	<i>17.3</i>	<i>6.8</i>
개발/운영비용	472	515	522	562	635	690	653	678	1,753	2,070	2,657	2,923
파트너	624	720	722	898	832	836	862	893	2,172	2,964	3,422	3,638
인프라	133	141	152	154	133	143	145	158	496	581	579	604
마케팅	315	333	331	322	350	351	359	391	1,072	1,301	1,452	1,498
이익 추정												
영업이익	302	336	330	336	330	367	411	398	1,325	1,305	1,506	1,590
% YoY	<i>4.5</i>	<i>0.2</i>	<i>-5.6</i>	<i>-4.2</i>	<i>9.5</i>	<i>9.1</i>	<i>24.5</i>	<i>18.2</i>	<i>9.1</i>	<i>-1.6</i>	<i>15.4</i>	<i>5.6</i>
영업이익률(%)	<i>16.4</i>	<i>16.4</i>	<i>16.1</i>	<i>14.8</i>	<i>14.5</i>	<i>15.4</i>	<i>16.9</i>	<i>15.8</i>	<i>19.4</i>	<i>15.9</i>	<i>15.7</i>	<i>15.5</i>
세전이익	257	263	375	189	117	535	477	652	2,126	1,084	1,780	1,887
% YoY	<i>-39.6</i>	<i>-59.3</i>	<i>-24.3</i>	<i>-66.2</i>	<i>-54.6</i>	<i>103.2</i>	<i>27.2</i>	<i>244.8</i>	<i>30.2</i>	<i>-49.0</i>	<i>64.3</i>	<i>6.0</i>
지배주주순이익	171	183	257	149	55	383	284	560	16,490	760	1,282	1,405
% YoY	<i>-98.9</i>	<i>-65.3</i>	<i>-22.6</i>	<i>-53.5</i>	<i>-67.8</i>	<i>109.1</i>	<i>10.3</i>	<i>276.2</i>	<i>1,545.6</i>	<i>-95.4</i>	<i>68.6</i>	<i>9.6</i>

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,817.6	8,220.1	9,615.9	10,253.3	10,882.5
매출액증가율(%)	28.5	20.6	17.0	6.6	6.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,817.6	8,220.1	9,615.9	10,253.3	10,882.5
판매비와관리비	5,492.1	6,915.4	8,109.9	8,663.1	9,126.2
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,506.0	1,590.2	1,756.3
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.7	15.5	16.1
금융손익	436.4	-252.6	209.8	147.6	202.5
종속/관계기업관련손익	544.7	96.8	118.9	156.7	157.4
기타영업외손익	-180.1	-65.1	-54.4	-7.4	-43.1
세전계속사업이익	2,126.4	1,083.7	1,780.3	1,887.0	2,073.0
법인세비용	648.7	410.5	540.8	528.7	587.3
당기순이익	16,477.6	673.2	1,239.5	1,358.3	1,485.7
지배주주지분 손익	16,489.9	760.3	1,281.7	1,404.8	1,559.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,527.9	6,439.6	4,504.8	5,978.8	6,689.4
현금및현금성자산	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9	3,740.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	6.1	8.7	4.3	6.1	8.7
비유동자산	28,163.1	27,459.5	30,803.7	30,687.3	30,486.9
유형자산	2,111.3	2,457.8	2,468.0	2,465.9	2,445.7
무형자산	932.2	1,481.4	3,008.8	2,960.7	2,914.6
투자자산	24,612.1	22,341.9	24,148.5	24,082.3	23,948.2
자산총계	33,691.0	33,899.0	35,308.6	36,666.1	37,176.3
유동부채	3,923.3	5,480.6	5,245.0	5,695.0	5,574.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	461.3	1,381.4	831.4	831.4	831.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	250.0	0.0
비유동부채	5,740.3	4,968.1	5,457.0	5,053.0	4,290.4
사채	1,636.8	1,704.5	1,404.5	1,154.5	1,154.5
장기차입금	1,552.0	328.0	628.0	628.0	28.0
부채총계	9,663.6	10,448.7	10,702.0	10,748.0	9,865.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,490.2	1,556.5	1,556.5	1,556.5	1,556.5
기타포괄이익누계액	-171.9	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8	-1,634.8
이익잉여금	23,080.4	23,645.7	24,373.6	25,250.1	26,177.8
비지배주주지분	491.7	706.2	806.5	916.7	1,060.4
자본총계	24,027.4	23,450.3	24,606.6	25,918.1	27,311.1

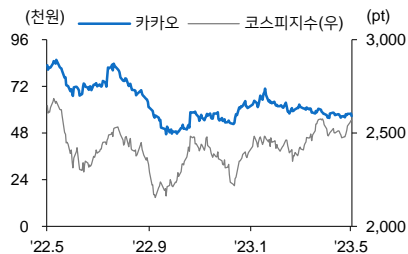
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,379.9	1,453.4	2,278.9	1,790.5	1,762.6
당기순이익(손실)	16,477.6	673.2	1,239.5	1,358.3	1,485.7
유형자산감가상각비	412.3	518.6	289.8	317.2	344.6
무형자산상각비	21.2	42.3	48.1	48.1	46.1
운전자본의 증감	-10.1	307.5	764.3	66.9	-113.8
투자활동 현금흐름	-13,998.8	-1,215.9	-2,915.0	-188.9	-136.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-753.9	-700.7	-300.0	-315.0	-324.5
투자자산의 감소(증가)	-19,720.8	2,367.0	-1,806.6	66.2	134.1
재무활동 현금흐름	11,642.3	-339.5	-555.6	-103.3	-916.8
차입금증감	3,572.9	482.7	-555.6	-20.0	-870.0
자본의증가	-303.1	66.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-1,064.3	-57.2	-1,191.7	1,498.4	709.4
기초현금	3,845.7	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9
기말현금	2,781.4	2,724.2	1,532.5	3,030.9	3,740.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,510	50,107	58,616	63,610	68,196
EPS(지배주주)	100,400	4,634	7,813	8,715	9,774
CFPS	12,665	12,138	12,362	13,795	14,955
EBITDAPS	10,709	11,372	11,240	12,132	13,454
BPS	143,467	138,642	145,079	155,496	164,916
DPS	511	914	554	312	617
배당수익률(%)	0.1	0.5	0.3	0.2	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	38.3	26.4	23.6	21.1
PCR	29.9	14.6	16.7	14.9	13.8
PSR	9.1	3.5	3.5	3.2	3.0
PBR	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	1,758.9	1,865.6	1,843.9	1,955.5	2,147.0
EV/EBITDA	35.8	16.1	19.6	17.8	15.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	106.7	3.3	5.5	5.8	6.1
EBITDA이익률	25.8	22.7	19.2	19.1	19.7
부채비율	40.2	44.6	43.5	41.5	36.1
금융비용부담률	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	29.3	18.2	21.2	23.8	29.3
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1,300.5	1,111.4	1,479.7	1,955.8	1,471.4

카카오(035720) Ko GPT, 강점을 잘 살린다면

Analyst 이효진 02.6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	72,000원		
현재주가 (5.25)	56,700원		
상승여력	27.0%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	251,716억원		
발행주식수	44,394만주		
유동주식비율	74.26%		
외국인비중	26.08%		
52주 최고/최저가	85,700원/47,300원		
평균거래대금	1,011.2억원		
주요주주(%)			
김범수 외 72 인	24.22		
국민연금공단	6.38		
MAXIMO PTE	6.31		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	1.1	-30.7
상대주가	-1.4	-3.6	-29.0
주가그래프			



2023년 상반기, 카카오가 생성 AI를 바라보는 입장이 바뀌었다

- 올해 AI 관련 비용이 전년과 유사한 수준으로 집행될 것이라던 기존 2월 입장을 5월 컨퍼런스콜을 통해 선회함
- 최근 마이크로소프트가 chat GPT 권한을 매개로 검색엔진/클라우드 등 기존 비즈니스 영역의 시장 지위 변화를 야기하며 신기술에 대한 동사의 판단이 바뀐 것으로 추정
- AI 관련 적자는 YoY 1,500억원 내외로 증가하나 이를 연결 편입된 에스엠이 상쇄하는 구조를 예상함
- 국내 광고 경기가 2022년 6월 이후 악화된 점을 고려했을 때 핵심 이익 영역은 상반기 역성장을 하반기 매우며 2023년 연결 영업이익은 전년 수준을 전망
- 하반기 실적 반등 폭 변수는 1) 오픈채팅 탭 변경에 따른 비즈보드 수익과 2) 도입될 버티컬 서비스

Ko GPT, 카카오의 강점을 잘 살린다면 관심 크게 높아질 것

- 실적/신기술 모멘텀은 다소 부족. 신기술 투자에 대한 결과물의 고도화 정도도 예측하지 쉽지 않은 상황
- 주가 측면에서는 peer 움직임에 낮은 베타로 뒤쫓는 형태를 예상함
- 카카오의 강점은 B2B보다는 B2C에서 발휘된 경우가 많았음. 시기 상으로도 범용 모델보다는 대화 위주 특화 형태가 유리
- 개발중인 Ko GPT, 엔터/콘텐츠 등 그룹 강점 분야에서 생산성 향상 혹은 소비자 효용 증진에 성공한다면 투자자 관심 크게 높아질 것으로 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	7,106.8	580.3	1,352.9	3,037	-35.6	22,444	17.5	2.4	21.3	13.5	69.7
2023E	8,318.7	541.6	457.7	1,030	-54.6	23,850	55.0	2.4	23.2	4.4	76.3
2024E	9,385.6	690.4	446.1	1,005	22.6	25,480	56.4	2.2	17.7	4.1	70.0
2025E	9,771.8	621.1	428.0	965	-4.8	27,025	58.8	2.1	17.4	3.7	67.8

에스엠 연결 편입후 영업이익

에스엠 연결 편입 후 영업이익

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
카카오엔터 연결 영업이익(에스엠 연결 전)	12.6	30.6	40.7	29.6	-13.8	-25.2
에스엠 연결 영업이익	47.7	40.4	6.5	67.5	91.0	124.8*
라이크기획 비용 제거 시 에스엠 보정 영업이익	62.3	53.7	19.4	91.5	116.5	
카카오 연결 영업이익 **	72.9	206.8	455.9	594.9	580.3	541.6

주: 1) 에스엠은 2Q23 이후 카카오 연결 실적으로 편입될 예정. 2023년 상기 에스엠 연결 영업이익은 당사 2Q23~4Q23 추정치의 합산
 2) '23년 카카오 연결 영업이익은 에스엠 연결 추정 영업이익과 기존 카카오 연결 법인의 단순 합. 추후 무형자산 증가에 따른 PPA 상각 등 보정 필요
 자료: 카카오, 에스엠, 메리츠증권 리서치센터 전망

카카오 AI 투자 부문으로 분류되는 '뉴이니셔티브'

kakaoenterprise
IT 플랫폼 사업자로 기업들의 디지털 혁신 지원

카카오워크 | 업무용 워크플랫폼

클라우드 | 유연하고 확장성 높은 클라우드

kakaobrain
Large-scale AI Computing Company

AI 부가가치가 큰 신사업 영역 구체화

- B*Discover | AI Created Contents
- B*HealthCare | AI 의료 영상 판독 출시
- Language Research | 언어모델, 챗봇

시 기반 이미지 생성 일 글로벌 출시
B*Discover ('22년10월)

kakaohealthcare
데이터 기반 디지털 헬스케어 생태계 구축

Companion for everyone utilizing healthcare data

Healthcare Data Aggregation

PGHD/라이프로그 데이터, Clinical 데이터, Genomic 데이터

데이터 기반 디지털 헬스케어 생태계

Kakaohealthcare

Virtual Care | Data Enabler

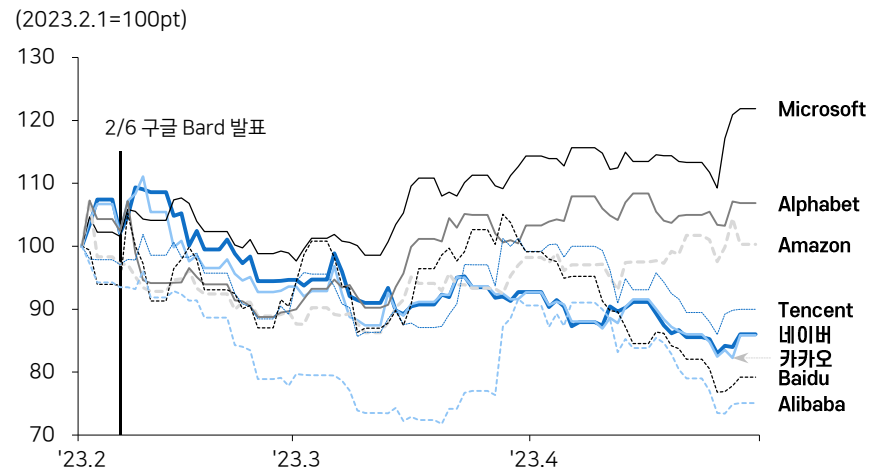
모바일 기반 진료기, 개인 건강관리 | 헬스케어 데이터 다자활용/표준화

의료서비스 개선과 국민보건증진에 기여

환자/일반국민, 의료기관/의료진, 산업계, 정부

자료: 카카오

신기술 확보 여부 따라 방향성 갈리는 글로벌 플랫폼 사업자들



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

카카오 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	1,652	1,822	1,859	1,774	1,740	2,095	2,181	2,303	6,137	7,107	8,319	9,386
플랫폼부문	886	931	987	967	965	981	1,023	1,096	3,241	3,770	4,065	4,469
특비즈	461	453	467	520	516	499	531	566	1,644	1,902	2,112	2,314
포털비즈	114	102	110	98	84	87	88	88	493	424	347	329
플랫폼 기타	311	375	410	349	366	395	404	442	1,104	1,445	1,606	1,826
콘텐츠부문	766	892	872	808	776	1,114	1,158	1,206	2,896	3,337	4,254	4,917
게임	246	337	296	231	247	302	287	314	999	1,110	1,150	1,400
뮤직	204	209	250	231	232	468	527	524	773	894	1,751	2,044
스토리	240	228	231	222	229	226	225	226	792	921	906	955
미디어	75	118	94	125	68	118	119	142	333	412	447	518
% YoY												
매출	31.3	34.8	6.8	-0.7	5.4	14.9	17.3	29.8	47.6	15.8	17.1	12.8
플랫폼부문	27.4	22.2	26.7	-3.8	8.9	5.4	3.6	13.4	44.2	16.3	7.8	9.9
특비즈	23.4	16.1	15.4	9.5	11.8	10.1	13.5	8.9	43.1	15.7	11.0	9.6
포털비즈	-2.9	-18.2	-7.9	-25.1	-26.7	-15.0	-20.0	-10.0	3.0	-13.9	-18.3	-5.0
플랫폼 기타	52.1	52.4	60.9	-12.6	17.6	5.2	-1.3	26.7	77.8	30.8	11.2	13.7
콘텐츠부문	36.1	51.0	-9.4	3.4	1.3	24.9	32.9	49.4	51.7	15.2	27.5	15.6
게임	88.7	162.0	-36.1	-16.6	0.6	-10.5	-2.9	35.8	101.6	11.1	3.6	21.8
뮤직	10.7	11.3	26.9	13.7	13.5	123.9	110.5	127.3	9.5	15.8	95.8	16.7
스토리	37.7	22.1	5.7	4.6	-4.9	-0.8	-2.5	2.2	49.9	16.3	-1.6	5.3
미디어	2.9	35.0	13.3	39.5	-9.7	0.0	26.1	14.2	84.8	23.7	8.5	15.8
영업비용	1,493	1,651	1,708	1,674	1,669	1,934	2,005	2,169	5,542	6,527	7,777	8,695
% to sales	90.4	90.6	91.9	94.3	95.9	92.3	91.9	94.2	90.3	91.8	93.5	92.6
% YoY	35.7	38.8	8.6	-0.3	11.8	17.1	17.3	29.6	49.7	17.8	19.2	11.8
인건비	420.0	426.2	433.3	407.6	445.8	449.5	454.4	479.3	1,417	1,687	1,829	1,948
매출연동비	584.4	654.8	711.4	705.1	666.8	901.3	949.7	1,040.5	2,477	2,656	3,558	4,034
외주/인프라비	204.6	235.8	238.4	246.0	242.0	251.9	257.7	282.8	741	925	1,034	1,190
마케팅비	114.6	150.3	112.0	108.4	114.6	119.6	117.9	120.9	435	485	473	549
상각비	130.8	135.6	153.0	162.3	150.3	153.7	164.9	182.5	367	582	651	718
금융영업비용	1.4	4.0	10.5	-3.9	4.8	4.0	4.0	4.0	9	12	17	14
이익 추정												
영업이익	159	171	150	100	71	161	176	133	595	580	542	690
% YoY	0.7	5.2	-10.6	-5.9	-55.2	-6.0	17.3	33.1	30.5	-2.5	-6.7	27.5
영업이익률(%)	9.6	9.4	8.1	5.7	4.1	7.7	8.1	5.8	9.7	8.2	6.5	7.4
상장 자회사 제외 영업이익	118	103	116	112	73	75	90	36	510	450	274	283
% YoY	-17.1	-33.6	-7.3	24.2	-38.1	-26.6	-22.3	-68.2	31.1	-11.8	-39.1	3.1
영업이익률(%)	9.3	7.6	8.2	7.9	5.4	4.6	5.2	2.0	10.9	8.3	4.2	3.9

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오(035720)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,136.7	7,106.8	8,318.7	9,385.6	9,771.8
매출액증가율(%)	47.6	15.8	17.1	12.8	4.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,136.7	7,106.8	8,318.7	9,385.6	9,771.8
판매비와관리비	5,541.8	6,526.5	7,777.1	8,695.2	9,150.7
영업이익	594.9	580.3	541.6	690.4	621.1
영업이익률(%)	9.7	8.2	6.5	7.4	6.4
금융손익	-137.5	-120.4	23.9	-14.9	43.8
종속/관계기업관련손익	510.1	-57.6	-2.1	8.7	8.7
기타영업외손익	1,326.2	902.1	79.9	99.6	-77.3
세전계속사업이익	2,293.7	1,304.4	643.3	783.8	777.3
법인세비용	647.5	241.8	162.4	195.1	216.7
당기순이익	1,646.2	1,062.6	480.9	588.7	560.6
지배주주지분 순이익	1,392.2	1,352.9	457.7	446.1	428.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,102.2	7,755.7	7,244.6	7,978.8	8,902.0
현금및현금성자산	5,231.5	4,780.2	3,816.0	6,789.3	7,606.0
매출채권	398.1	440.9	1,761.7	179.2	186.6
재고자산	91.8	160.3	49.5	54.4	160.3
비유동자산	13,712.0	14,450.9	16,575.3	15,919.7	15,531.3
유형자산	554.9	885.4	1,181.6	1,236.1	1,068.4
무형자산	6,347.8	6,022.4	7,174.8	6,478.9	6,192.2
투자자산	4,891.4	4,889.7	5,565.4	5,551.2	5,617.1
자산총계	22,779.6	22,963.5	24,654.5	24,731.2	25,307.6
유동부채	5,246.1	4,706.0	6,154.0	5,708.2	5,886.6
매입채무	69.8	94.4	110.5	124.7	129.8
단기차입금	896.5	1,055.1	1,055.1	1,055.1	1,055.1
유동성장기부채	0.1	0.0	460.0	0.0	0.0
비유동부채	2,885.1	3,843.9	3,531.8	3,391.9	3,257.6
사채	497.7	460.9	160.9	160.9	160.9
장기차입금	55.4	715.3	715.3	715.3	715.3
부채총계	9,189.6	9,431.6	10,667.5	10,181.8	10,225.9
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	7,781.3	8,115.9	8,115.9	8,115.9	8,115.9
기타포괄이익누계액	371.8	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7	-1,250.7
이익잉여금	1,709.6	3,046.5	3,633.0	4,356.3	5,041.8
비지배주주지분	3,605.6	3,534.6	3,403.2	3,242.3	3,089.1
자본총계	13,590.0	13,531.9	13,987.0	14,549.5	15,081.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,306.6	678.4	1,316.2	2,543.7	1,346.0
당기순이익(손실)	1,646.2	1,062.6	480.9	588.7	560.6
유형자산감가상각비	237.8	377.7	403.9	445.4	467.7
무형자산상각비	135.4	203.8	247.5	273.0	286.7
운전자본의 증감	-209.0	-460.2	120.3	1,236.6	31.1
투자활동 현금흐름	-3,341.0	-1,574.1	-2,534.3	1,035.5	-383.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-216.2	-452.9	-700.0	-500.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-1,782.9	-56.0	-675.7	14.2	-66.0
재무활동 현금흐름	4,441.2	411.8	253.8	-605.8	-146.2
차입금증감	2,866.1	321.6	280.0	-580.0	-120.0
자본의증가	1,948.5	334.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,431.4	-489.8	-964.3	2,973.3	816.7
기초현금	2,894.3	5,325.7	4,835.9	3,871.6	6,844.9
기말현금	5,325.7	4,835.9	3,871.6	6,844.9	7,661.7
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,808	15,954	18,720	21,150	22,021
EPS(지배주주)	3,132	3,037	1,030	1,005	965
CFPS	2,361	2,590	2,956	3,261	3,250
EBITDAPS	2,178	2,608	2,685	3,175	3,100
BPS	22,391	22,444	23,850	25,480	27,025
DPS	53	60	59	60	65
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	35.9	17.5	55.0	56.4	58.8
PCR	47.7	20.5	19.2	17.4	17.4
PSR	8.1	3.3	3.0	2.7	2.6
PBR	5.0	2.4	2.4	2.2	2.1
EBITDA	968.1	1,161.8	1,193.0	1,408.9	1,375.5
EV/EBITDA	52.1	21.3	23.2	17.7	17.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	13.5	4.4	4.1	3.7
EBITDA이익률	15.8	16.3	14.3	15.0	14.1
부채비율	67.6	69.7	76.3	70.0	67.8
금융비용부담률	0.6	1.5	1.4	1.2	1.1
이자보상배율(x)	15.1	5.3	4.6	6.1	5.9
매출채권회전율(x)	19.0	16.9	7.6	9.7	53.4
재고자산회전율(x)	89.2	56.4	79.3	180.8	91.0

엔씨소프트 (036570) 실망의 끝, 새로운 새벽 앞에서

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

Buy

적정주가 (12개월)	530,000원		
현재주가 (5.25)	358,000원		
상승여력	48.0%		
KOSPI	2,554.69pt		
시가총액	78,595억원		
발행주식수	2,195만주		
유동주식비율	80.51%		
외국인비중	44.40%		
52주 최고/최저가	479,500원/322,500원		
평균거래대금	399.2억원		
주요주주(%)			
김택진 외 7 인	11.99		
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26		
넷마블	8.88		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-21.0	-19.5
상대주가	-2.0	-24.6	-17.5
주가그래프			



About <TL>

- 1분기 말 이후 국내 모바일 MMORPG 출시 본격화되며 순위에 대한 시장 우려 크나 5월 기준 QoQ 큰 변화는 없음
- 언론에 따르면, 오는 10월 <TL>은 아마존게임즈(글로벌)와 동시 출시를 준비하고 있음
- 2분기 국내 테스트에 이어 3분기 글로벌 테스트 및 마케팅 진행될 예정
- 트위치 등 홍보 수단을 보유한 글로벌 퍼블리셔를 통한 서구권 커버 등 효율적 마케팅 전략을 채택한 상황

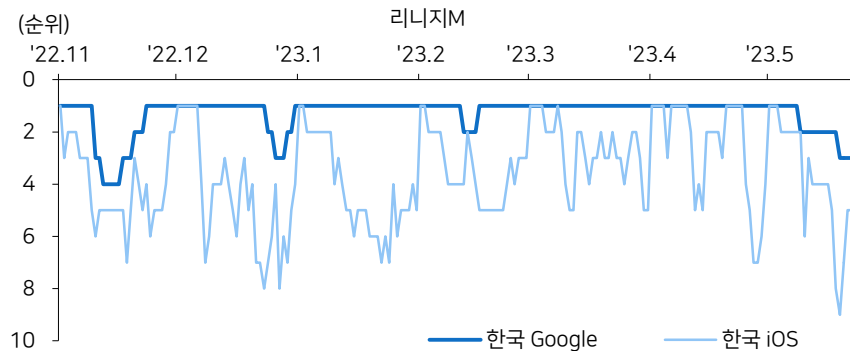
Top down-Bottom up-Event 3요소 고려 시 하반기는 엔씨가 유리

- 올해는 국내/글로벌 모두 신작 대거 대기 중. 신작 공백기로 기존 게임이 차지하던 지위가 신작으로 세대 교체되는 해
- 새 시대의 승기를 잡기 위해서는 국내 모바일 MMORPG와 같은 성숙 시장보다는 플랫폼의 콘텐츠 확보 경쟁 예상되는 글로벌 PC/콘솔 신작이 유리
- 상장 대기 중인 시프트업, 스마일게이트알피지 또한 PC/콘솔 글로벌 타깃 작품 중심으로 성장 스토리 펼쳐질 가능성 높아 관련 시장 대응 가능한 동사에 대한 시장 관심 고조 예상
- 동사의 현금 및 부동산 가치(판교 사옥 제외)는 3.2조원. 신작 출시 앞둔 점 고려하면 영업가치 상승 가능성 높은 시기
- 새로운 변화에 가장 큰 재무적 성과로 보답했던 동사의 적응력에 베팅하기 편안한 영업가치 수준으로 판단, 하반기 산업 내 outperform을 예상함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,308.8	375.2	396.9	18,078	-32.5	143,429	35.6	4.5	27.4	12.6	45.4
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023E	1,969.5	314.2	299.2	13,627	-31.4	154,952	26.3	2.3	13.8	9.1	36.6
2024E	2,769.8	796.1	664.5	30,269	122.1	175,753	11.8	2.0	5.9	18.3	32.7
2025E	3,064.1	941.9	804.8	36,656	21.3	202,986	9.8	1.8	4.5	19.4	24.1

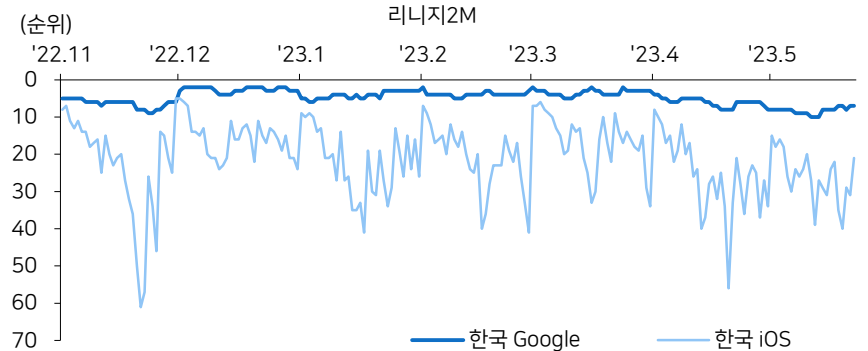
신작 쏟아지며 우려 높았던 기존 게임들의 순위, 최근 추이는?

리니지M 국내 매출 순위



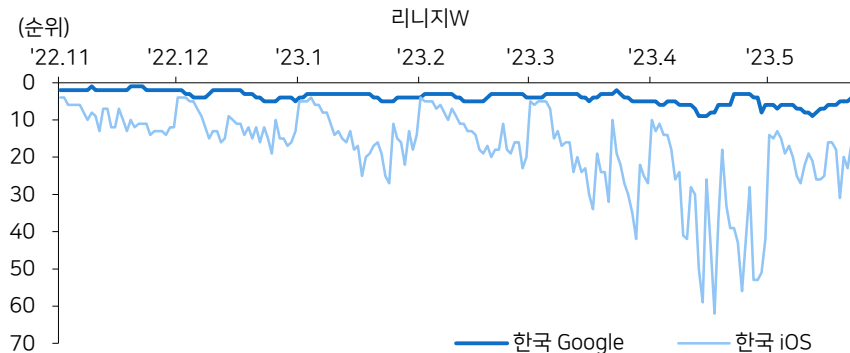
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

리니지2M 국내 매출 순위



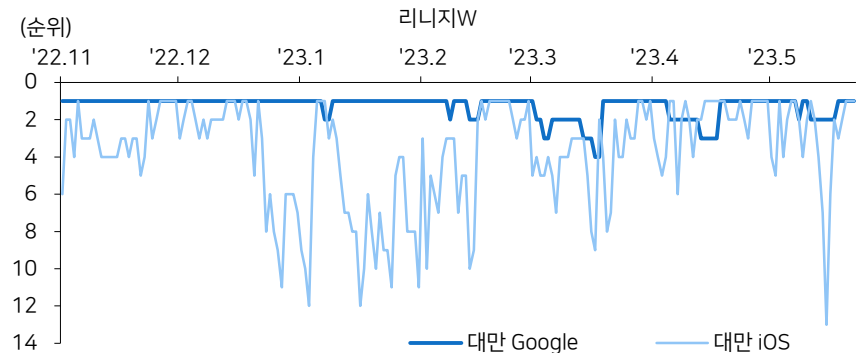
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

리니지W 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

리니지W 대만 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	472.0	475.0	543.7	2,308.8	2,571.8	1,969.5	2,769.8
온라인	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	88.1	90.1	216.6	426.1	390.4	486.2	551.9
모바일	640.7	475.2	437.3	381.0	330.8	326.8	312.2	267.5	1,610.5	1,934.3	1,237.3	1,999.6
기타	17.7	22.2	26.5	23.7	14.3	17.9	25.5	22.7	99.9	90.1	80.3	77.0
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	39.2	47.2	36.9	172.4	157.0	165.6	141.3
% YoY												
매출	54.2	16.8	20.7	-27.6	-39.4	-25.0	-21.4	-0.8	-4.4	11.4	-23.4	40.6
온라인	-27.8	-9.5	-4.4	16.5	-1.8	-8.1	-7.2	107.5	-7.2	-8.4	24.6	13.5
모바일	97.2	35.0	32.1	-36.7	-48.4	-31.2	-28.6	-29.8	-4.0	20.1	-36.0	61.6
기타	34.9	-41.0	-2.4	7.7	-19.5	-19.5	-3.8	-4.2	64.7	-9.8	-10.8	-4.2
로열티	-14.6	-16.0	6.1	-10.1	8.9	8.9	8.9	-5.0	-21.0	-8.9	5.5	-14.7
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	406.5	400.6	451.0	1,931.7	2,012.8	1,655.2	1,973.8
% to sales	69.1	80.5	76.1	91.3	83.0	86.1	84.3	82.9	83.7	78.3	84.0	71.3
% YoY	19.8	18.9	13.7	-22.5	-27.3	-19.7	-12.9	-9.9	21.4	4.2	-17.8	19.2
매출변동비 및 기타	259.3	213.0	204.5	193.8	152.5	152.1	160.1	148.5	707.9	870.7	613.2	783.8
상각비	26.6	26.8	26.7	26.0	27.9	28.4	28.5	28.4	93.6	106.0	113.2	115.7
마케팅비	41.8	59.9	38.9	48.1	4.9	42.5	42.5	72.5	282.6	188.6	162.3	213.4
인건비	218.5	206.6	189.7	232.6	211.9	204.0	189.0	227.9	849.5	847.4	832.8	958.1
이익 추정												
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	65.5	74.4	92.7	375.2	559.0	314.2	796.1
% YoY	330.4	9.0	50.0	-56.7	-66.6	-46.8	-48.5	95.5	-54.5	49.0	-43.8	153.3
영업이익률(%)	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	13.9	15.7	17.1	16.3	21.7	16.0	28.7
세전이익	233.2	163.1	250.4	-37.6	141.3	60.6	113.9	73.1	491.3	609.1	388.9	871.2
% YoY	151.3	32.6	97.7	적전	-39.4	-62.8	-54.5	흑전	-38.8	24.0	-36.1	124.0
지배주주순이익	168.9	118.6	181.8	-33.6	113.7	46.3	82.7	56.5	396.9	435.7	299.2	664.5
% YoY	108.8	25.7	82.3	적전	-32.7	-61.0	-54.5	흑전	-32.4	9.8	-31.3	122.1

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,308.8	2,571.8	1,969.5	2,769.8	3,064.1
매출액증가율(%)	-4.4	11.4	-23.4	40.6	10.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,308.8	2,571.8	1,969.5	2,769.8	3,064.1
판매비와관리비	1,931.7	2,012.8	1,655.2	1,973.8	2,122.2
영업이익	375.2	559.0	314.2	796.1	941.9
영업이익률(%)	16.3	21.7	16.0	28.7	30.7
금융손익	104.3	-31.8	65.5	60.5	78.7
종속/관계기업관련손익	15.8	-8.1	1.8	1.2	2.4
기타영업외손익	-3.9	90.0	7.4	13.5	24.1
세전계속사업이익	491.3	609.1	389.0	871.2	1,047.1
법인세비용	95.6	173.1	90.0	207.2	241.8
당기순이익	395.7	436.0	298.9	664.0	805.3
지배주주지분 순이익	396.9	435.7	299.2	664.5	804.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,818.6	3,332.8	3,761.3
현금및현금성자산	255.9	285.6	1,094.2	1,647.4	2,088.1
매출채권	277.9	175.5	211.9	193.0	213.5
재고자산	6.4	1.5	2.1	2.3	1.5
비유동자산	2,129.3	1,746.6	1,833.3	1,790.6	1,771.9
유형자산	747.3	930.2	917.0	901.3	883.6
무형자산	42.3	43.4	42.4	41.4	40.5
투자자산	1,201.4	537.9	708.1	682.1	682.1
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,651.9	5,123.4	5,533.2
유동부채	663.4	515.4	644.4	664.4	610.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	5.2	0.0	109.0	109.0	0.0
유동성장기부채	140.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	767.3	723.7	603.2	597.5	462.9
사채	349.1	349.4	239.4	239.4	109.4
장기차입금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,247.5	1,261.9	1,073.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	255.8	-34.8	-34.8	-34.8	-34.8
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,615.0	4,071.7	4,669.6
비지배주주지분	2.4	2.3	2.5	3.0	3.5
자본총계	3,151.2	3,198.6	3,404.4	3,861.4	4,459.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	391.1	736.0	335.8	673.1	936.7
당기순이익(손실)	395.7	436.0	298.9	664.0	805.3
유형자산감가상각비	92.5	104.0	113.2	115.7	117.8
무형자산상각비	1.3	1.9	1.0	1.0	0.9
운전자본의 증감	35.2	49.5	63.5	-102.5	24.8
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	609.5	-26.9	-50.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-286.6	-249.7	-498.8	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	663.5	-170.2	26.0	0.1
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-136.7	-93.1	-445.9
차입금증감	436.7	-151.6	-1.0	0.0	-239.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	98.7	29.6	808.6	553.1	440.8
기초현금	157.3	255.9	285.6	1,094.2	1,647.3
기말현금	255.9	285.6	1,094.2	1,647.3	2,088.1
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	105,166	117,145	89,708	126,165	139,571
EPS(지배주주)	18,078	19,847	13,627	30,269	36,656
CFPS	23,268	36,228	14,286	42,243	49,514
EBITDAPS	21,360	30,288	19,515	41,575	48,310
BPS	143,429	145,587	154,952	175,753	202,986
DPS	5,860	6,680	4,587	10,188	10,188
배당수익률(%)	0.9	1.5	1.3	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	35.6	22.6	26.3	11.8	9.8
PCR	27.6	12.4	25.1	8.5	7.2
PSR	6.1	3.8	4.0	2.8	2.6
PBR	4.5	3.1	2.3	2.0	1.8
EBITDA	468.9	664.9	428.4	912.7	1,060.6
EV/EBITDA	27.4	12.1	13.8	5.9	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	13.7	9.1	18.3	19.4
EBITDA이익률	20.3	25.9	21.8	33.0	34.6
부채비율	45.4	38.7	36.6	32.7	24.1
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
이자상배율(x)	28.5	59.0	37.2	94.3	137.8
매출채권회전율(x)	8.9	11.3	10.2	13.7	15.1
재고자산회전율(x)	651.1	653.2	1,103.2	1,272.4	1,622.2

펠어비스(263750) 다가온 신작, 그리고 향후 기대 요인

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

Buy

적정주가 (12개월)	68,000원		
현재주가 (5.25)	48,100원		
상승여력	41.4%		
KOSDAQ	847.72pt		
시가총액	30,899억원		
발행주식수	6,425만주		
유동주식비율	50.99%		
외국인비중	14.43%		
52주 최고/최저가	63,400원/37,750원		
평균거래대금	140.0억원		
주요주주(%)			
김대일 외 12 인	44.24		
서용수	5.23		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	9.3	-23.9
상대주가	11.4	-5.4	-21.7
주가그래프			



오랜 가뭄 뒤 단비 같은 신작이 드디어 온다

- 2014년 말 출시한 <검은사막 PC> 성공에 힘입어 상장한 펠어비스는 <검은사막 M>을 연이어 성공시킴
- 2017년 말 기준 356명이던 동사의 직원은 2022년 말 기준 1,452명까지 증가했으나 높아진 소비자 눈높이 만족시킬 수 있는 생산성 향상이 동반되지 못하며 이후 6년간 신작 전무
- 여름 게임스컴 참가 전후로 신작 <붉은 사막>의 마케팅 앞뒤 신작 가뭄 해갈되는 시기
- 지난해 TGA 공개 예정이던 인게임 영상이 마케팅에 활용될 것으로 추정
- <붉은 사막> 스팀 및 콘솔 내 플레이스테이션 기간 독점 출시를 예상함

지금 가치를 지탱하는 요인, 그리고 향후 기대 요인

- 플랫폼 경쟁 격화되며 라이브 서비스 운영 능력 입증한 게임 업체의 몸값 높아지는 중
- PER 보다는 M&A 가치가 현재 주가 지탱
- PC/콘솔 보급 크게 증가하며 완성도 높은 게임이라면 판매량 1천만장 이상 성과도 가능해진 시기
- <검은 사막> 운영력 및 소비자 티저 반응 고려 시 하반기는 기대감 높일 때
- 코딩 및 그래픽 개발에 도움되는 chat GPT/Stable diffusion과 같은 생성 AI 도구 활용해 부침 겪었던 생산성 향상(신작 개발 속도 개선) 이룬다면 기업 가치는 과거의 영광 빠르게 되찾을 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	403.8	43.0	59.4	897	-41.9	10,858	154.1	12.7	132.9	8.8	88.7
2022	385.7	16.4	-43.0	-662	적전	10,887	-63.4	3.9	60.2	-6.1	74.8
2023E	352.3	-12.2	-8.3	-129	적지	10,757	-373.4	4.5	387.0	-1.2	60.4
2024E	764.4	278.0	237.8	3,702	흑전	14,459	13.0	3.3	9.3	29.4	49.6
2025E	911.0	441.9	352.6	5,489	48.3	19,948	8.8	2.4	5.3	31.9	36.0

글로벌 M&A

Microsoft

발표 일자	국가	인수대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
2022.11	한국	위메이드	미르4	MMORPG	PC, 모바일	전환사채, 210억원 투자
2022.01	미국	액티비전 블리자드	World of Warcraft	MMORPG	PC	687억 달러에 인수, 반독점 승인 과정 진행 중
2020.09	미국	ZeniMax Media Inc				75억 달러에 100% 인수
		Bethesda Game Studios	The Elder Scrolls	액션 RPG	모바일, PC/콘솔	
		id Software	DOOM Eternal	FPS	PC/콘솔	
		Arkane Studios	Dishonored	액션 어드벤처	모바일, PC/콘솔	
		Machine Games	Wolfenstein: The New Order	FPS	모바일, PC/콘솔	
		Tango Gameworks	The Evil Within	호러 서바이벌	모바일, PC/콘솔	
		Alpha Dog Games	Mighty DOOM	아케이드 액션	모바일	
2019.06	미국	Double Fine Productions	Psychonauts	플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	
2018.11	미국	inXile Entertainment	Wasteland	RPG	PC/콘솔	
	미국	Obsidian Entertainment	The Outer Worlds	액션 RPG	PC/콘솔	
2018.06	영국	Ninja Theory	Hellblade: Senua's Sacrifice	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	미국	Undead Labs	State of Decay	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	캐나다	Compulsion Games	We Happy Few	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	영국	Playground Games	Forza Horizon	레이싱	PC/콘솔	
2018.01	미국	PlayFab Inc	클라우드 기반 라이브 게임 백 엔드 플랫폼			Azure에 통합해 서비스 중

자료: Microsoft, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 M&A

텐센트

유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
투자	2022.12	한국	시프트업	승리의 여신: 니케	슈터 전략 액션	PC/모바일	지분 20% 취득
인수	2022.10	호주	Riot Sydney	World of Tanks	로그라이크 슈팅	PC	구) BigWorld Technology
투자	2022.10	폴란드	Gruby Entertainment	Deadlink	액션 RPG	PC/콘솔	소니 14.1%, 텐센트 16.3% 인수, 총 거래규모 2.6억 달러
투자	2022.08	일본	FromSoftware Inc	Elden ring			이전 서든어택 개발인력
투자	2022.08	한국	로얄크로우	크라우즈	FPS	PC	Guillemot Brothers Limited (유비소프트 15% 보유) 지분 49.9% 인수
투자	2022.08	프랑스	유비소프트 엔터테인먼트	Assassin's Creed	오픈월드 액션	PC/콘솔	
인수	2022.02	체코	Fulqrum Games SA	Men of War	실시간 전략	PC	
인수	2021.12	미국	Turtle Rock Studios Inc	Back 4 Blood	FPS	PC/콘솔	
투자	2021.11	영국	Playtonic Ltd	Yooka-Laylee	오픈월드 플랫폼	PC/콘솔	
투자	2021.10	폴란드	Bloober Team SA	The Medium	호러	PC/콘솔	
투자	2021.07	독일	Keen Games GmbH & Co KG	Portal Knights	서바이벌 액션	PC/콘솔	
인수	2021.07	영국	Sumo Group PLC	Sackboy: A Big Adventure	3D 플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	13억 달러에 100% 인수
인수	2021.07	스웨덴	Stunlock Studios AB	Battlerite	배틀 아레나	PC/콘솔	
인수	2021.06	프랑스	Voodoo SAS	Helix Jump	하이퍼 캐주얼	모바일	
인수	2021.06	독일	Yager Development GmbH	Spec Ops: The Line	TPS	PC/콘솔	
투자	2021.01	프랑스	Dont Nod Entertainment SA	Tell Me Why	어드벤처	PC/콘솔	
투자	2021.01	한국	(주)이키나게임즈	오더제로	로그라이크 슈팅	모바일	
인수	2021.01	캐나다	Klei Entertainment Inc	Don't Starve	서바이벌	모바일, PC/콘솔	
투자	2020.09	핀란드	Everywear Games OY	Merge Mansion	퍼즐	모바일	
인수	2020.08	홍콩	Leyou Technologies	Warframe	TPS	PC/콘솔	13억 달러에 100% 인수
인수	2020.07	노르웨이	Funcom Se	Conan Exiles	서바이벌	PC/콘솔	1.5억 달러에 99% 인수
인수	2020.06	체코	Bohemia Interactive AS	DayZ	멀티플레이어 서바이벌	PC/콘솔	
투자	2020.02	미국	로블록스	로블록스	메타버스	모바일, PC/콘솔	19.05 JV 발표, 21.07 로블록스 중국 버전 LuoBuLeSi 출시, 22.01 서비스 중단
투자	2020.01	일본	Platinumgames Inc	Bayonetta	액션 어드벤처	PC/콘솔	
인수	2019.06	스웨덴	Sharkmob AB	Vampire: The Masquerade - Bloodhunt	배틀 로얄	PC/콘솔	
투자	2019.01	스웨덴	Fatshark AB	Warhammer: Vermintide 2	FPS	PC/콘솔	
투자	2018.08	한국	크라프톤				13.53% 지분 보유
투자	2018.02	중국	Shanda Games	The Legend of Mir	MMORPG	PC/모바일	현 성취게임즈

자료: 텐센트, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 M&A

넷이즈	유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
	투자	2022.11	폴란드	Rebel Wolves	미공개			CD Projekt RED 출신
	인수	2022.08	프랑스	Quantic Dream	Detroit: Become Human	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	투자	2022.08	미국	Something Wicked	Wyrdsong(미발매)	판타지 RPG		1,300만 달러 투자
	인수	2021.10	일본	Grasshopper Manufacture	No More Heroes	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	투자	2021.09	영국	Kepler Interactive	Scorn	호러 서바이벌	PC/콘솔	1.2억 달러 투자
	투자	2021.03	미국	Theorycraft Games	Loki(미발매)	어드벤처	PC	
	투자	2020.11	영국	Build A Rocket Boy	Everywhere(미발매)	오픈월드 어드벤처	PC	
	투자	2019.11	영국	Bossa Studios	I Am Bread	플랫폼	PC/콘솔, 모바일	
	투자	2019.07	캐나다	Behaviour Interactive	Dead by Daylight	호러 서바이벌	PC/콘솔, 모바일	
	투자	2018.06	미국	Bungie	Destiny	FPS	PC/콘솔	1억 달러 투자
	투자	2018.07	영국	Jumpship	Somerville	SF 어드벤처	PC/콘솔	
소니	유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
	투자	2022.10	일본	A Plus Japan	My Hero Academia	액션모바일 RPG	모바일	
	투자	2022.08	일본	FromSoftware	Elden ring	액션 RPG	PC/콘솔	소니 14.1%, 텐센트 16.3% 인수, 총 거래규모 2.6억 달러
	인수	2022.08	독일	Savage Game Studios	미공개			
	인수	2022.07	미국	Repeat Technologies	e스포츠 토너먼트 플랫폼			
	투자	2022.04	미국	Epic Games	Fortnite	배틀로얄	모바일, PC/콘솔	10억 달러 투자
	인수	2022.03	캐나다	Haven Entertainment Studios	미공개			
	인수	2022.01	미국	Bungie	Halo	FPS	PC/콘솔	36억 달러에 인수
	인수	2021.12	미국	Valkyrie Entertainment	Guns Up!	액션 전략	모바일, PC/콘솔	
	인수	2021.09	미국	Bluepoint Games	Demon's Souls 리메이크	액션 RPG	콘솔	
	인수	2021.09	영국	Fabrik Games	The Persistence	서바이벌	PC/콘솔	
	인수	2021.09	영국	Firesprite	The Playroom	AR	콘솔	
	인수	2021.07	네덜란드	Nixxes Software	Tomb Raider	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	인수	2021.06	핀란드	Housemarque	Returnal	TPS	PC/콘솔	
	투자	2021.04	미국	Epic Games	Fortnite	배틀로얄	모바일, PC/콘솔	2억 달러 투자
	인수	2021.03	미국	Evolution Championship Series	fighting game 토너먼트			
	투자	2021.02	일본	f4samurai	Disney Twisted-Wonderland	어드벤처	모바일	
	투자	2020.07	미국	Epic Games	Fortnite	배틀로얄	모바일, PC/콘솔	2.5억 달러 투자
	인수	2019.08	미국	Insomniac Games	Marvel's Spider-Man	액션 어드벤처	PC/콘솔	2.3억 달러에 인수

자료: 넷이즈, 소니, 메리츠증권 리서치센터

필어비스 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	91.4	94.0	97.3	103.0	85.8	76.9	90.6	99.0	403.8	385.7	352.3	764.4
PC	62.4	66.2	73.9	68.4	62.5	55.1	68.5	65.3	222.9	270.8	251.3	419.1
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	6.1	6.4	6.0	35.6	24.7	23.6	271.8
모바일	21.4	19.3	15.4	14.2	16.9	13.8	14.5	13.3	104.5	70.3	58.6	53.9
기타	2.3	2.1	1.3	14.2	1.4	1.9	1.1	14.4	40.8	19.9	18.9	19.5
% YoY												
매출	<i>-9.4</i>	<i>6.2</i>	<i>0.9</i>	<i>-12.7</i>	<i>-6.2</i>	<i>-18.2</i>	<i>-6.9</i>	<i>-3.8</i>	<i>-17.4</i>	<i>-4.5</i>	<i>-8.7</i>	<i>117.0</i>
PC	<i>17.1</i>	<i>16.5</i>	<i>32.9</i>	<i>19.5</i>	<i>0.1</i>	<i>-16.8</i>	<i>-7.4</i>	<i>-4.5</i>	<i>6.8</i>	<i>21.5</i>	<i>-7.2</i>	<i>66.8</i>
콘솔	<i>-51.6</i>	<i>-33.1</i>	<i>-16.8</i>	<i>-9.0</i>	<i>-5.3</i>	<i>-5.2</i>	<i>-4.1</i>	<i>-4.2</i>	<i>-35.0</i>	<i>-30.5</i>	<i>-4.7</i>	<i>1,053.9</i>
모바일	<i>-40.9</i>	<i>-8.0</i>	<i>-41.0</i>	<i>-33.5</i>	<i>-21.1</i>	<i>-28.4</i>	<i>-5.5</i>	<i>-6.2</i>	<i>-52.7</i>	<i>-32.8</i>	<i>-16.7</i>	<i>-8.0</i>
기타	<i>490.0</i>	<i>90.0</i>	<i>-81.0</i>	<i>-56.6</i>	<i>-41.7</i>	<i>-9.2</i>	<i>-9.9</i>	<i>2.0</i>	<i>812.8</i>	<i>-51.3</i>	<i>-5.1</i>	<i>3.3</i>
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.5	84.7	92.2	88.1	99.6	360.8	369.3	364.5	486.4
% to sales	<i>94.3</i>	<i>104.5</i>	<i>87.7</i>	<i>96.6</i>	<i>98.7</i>	<i>119.9</i>	<i>97.2</i>	<i>100.6</i>	<i>89.4</i>	<i>95.8</i>	<i>103.5</i>	<i>63.6</i>
% YoY	<i>-1.8</i>	<i>3.9</i>	<i>-1.0</i>	<i>7.8</i>	<i>-1.8</i>	<i>-6.2</i>	<i>3.2</i>	<i>0.1</i>	<i>8.8</i>	<i>2.4</i>	<i>-1.3</i>	<i>33.4</i>
인건비	43.8	50.7	41.0	43.0	44.4	50.9	41.2	45.3	168.1	178.5	181.7	184.8
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.8	19.1	14.9	17.8	16.8	82.5	78.4	68.7	99.1
광고선전비	8.2	10.8	9.4	12.7	5.6	11.0	13.8	21.9	54.3	41.0	52.3	111.6
상각비	6.1	6.2	6.9	6.5	6.3	6.2	6.3	6.5	24.3	25.7	25.3	26.2
기타	7.6	9.1	11.4	17.6	9.2	9.1	9.0	9.2	31.6	45.6	36.5	64.7
이익 추정												
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.5	1.1	-15.3	2.5	-0.6	43.0	16.4	-12.2	278.0
% YoY	<i>-60.4</i>	<i>적지</i>	<i>16.9</i>	<i>-86.5</i>	<i>-78.9</i>	<i>적지</i>	<i>-78.9</i>	<i>적전</i>	<i>-72.7</i>	<i>-61.9</i>	<i>적전</i>	<i>흑전</i>
영업이익률(%)	<i>5.7</i>	<i>-4.5</i>	<i>12.3</i>	<i>3.4</i>	<i>1.3</i>	<i>-19.9</i>	<i>2.8</i>	<i>-0.6</i>	<i>10.6</i>	<i>4.2</i>	<i>-3.5</i>	<i>36.4</i>
세전이익	6.3	15.7	29.9	-107.8	13.6	-9.2	20.7	-34.3	77.7	-55.8	-9.2	321.3
% YoY	<i>-74.2</i>	<i>343.1</i>	<i>-9.4</i>	<i>적전</i>	<i>114.4</i>	<i>적전</i>	<i>-30.7</i>	<i>적지</i>	<i>-45.2</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>
지배주주순이익	5.8	32.0	21.3	-102.2	9.4	-8.0	14.8	-24.5	59.4	-43.0	-8.3	237.8
% YoY	<i>-71.9</i>	<i>1,026.5</i>	<i>-20.4</i>	<i>적전</i>	<i>61.9</i>	<i>적전</i>	<i>-30.7</i>	<i>적지</i>	<i>-41.1</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

필어비스(263750)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	403.8	385.7	352.3	764.4	911.0
매출액증가율(%)	-17.4	-4.5	-8.7	117.0	19.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	403.8	385.7	352.3	764.4	911.0
판매비와관리비	360.8	369.3	364.5	486.4	469.1
영업이익	43.0	16.4	-12.2	278.0	441.9
영업이익률(%)	10.6	4.2	-3.5	36.4	48.5
금융손익	36.8	-0.7	9.7	49.9	42.0
중속/관계기업관련손익	-2.6	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0
기타영업외손익	0.6	-63.5	1.4	1.4	1.4
세전계속사업이익	77.7	-55.8	-9.2	321.3	477.2
법인세비용	18.4	-12.8	-0.9	83.5	124.6
당기순이익	59.4	-43.0	-8.3	237.8	352.6
지배주주지분 순이익	59.4	-43.0	-8.3	237.8	352.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	721.7	556.5	433.7	701.9	1,045.5
현금및현금성자산	243.9	159.6	182.1	431.5	756.6
매출채권	44.7	40.8	37.3	81.0	96.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	634.9	666.1	674.6	687.4	697.4
유형자산	137.4	209.8	223.6	237.5	251.3
무형자산	302.4	231.3	227.6	224.1	220.6
투자자산	168.0	179.1	177.5	179.9	179.6
자산총계	1,356.6	1,222.6	1,108.3	1,389.2	1,742.9
유동부채	274.2	236.2	133.9	144.7	143.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	35.0	6.0	6.0	6.0	6.0
유동성장기부채	0.0	84.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	363.4	287.0	283.4	315.7	317.9
사채	146.7	146.8	146.8	146.8	146.8
장기차입금	143.7	74.6	74.6	104.6	104.6
부채총계	637.6	523.3	417.3	460.4	461.5
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	211.3	215.8	215.8	215.8	215.8
기타포괄이익누계액	11.5	29.6	29.6	29.6	29.6
이익잉여금	549.5	482.5	474.3	712.1	1,064.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	719.0	699.3	691.0	928.8	1,281.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	64.4	47.6	-11.8	201.9	352.5
당기순이익(손실)	59.4	-43.0	-8.3	237.8	352.6
유형자산감가상각비	15.2	16.2	16.2	16.2	16.2
무형자산상각비	9.2	9.6	3.7	3.6	3.4
운전자본의 증감	25.4	-15.1	4.0	-55.6	-19.7
투자활동 현금흐름	-237.7	-108.0	118.3	17.6	-27.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-47.4	-94.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-147.9	-19.0	1.6	-2.5	0.3
재무활동 현금흐름	211.0	-22.6	-84.0	30.0	0.0
차입금증감	316.5	-110.5	-84.0	30.0	0.0
자본의증가	9.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	41.8	-84.3	22.5	249.4	325.1
기초현금	202.1	243.9	159.6	182.1	431.5
기말현금	243.9	159.6	182.1	431.5	756.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	6,103	5,939	5,484	11,899	14,181
EPS(지배주주)	897	-662	-129	3,702	5,489
CFPS	949	1,161	-233	5,317	7,703
EBITDAPS	1,018	648	118	4,634	7,183
BPS	10,858	10,887	10,757	14,459	19,948
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	154.1	-63.4	-373.4	13.0	8.8
PCR	145.7	36.1	-206.6	9.0	6.2
PSR	22.7	7.1	8.8	4.0	3.4
PBR	12.7	3.9	4.5	3.3	2.4
EBITDA	67.3	42.1	7.6	297.7	461.4
EV/EBITDA	132.9	60.2	387.0	9.3	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	-6.1	-1.2	29.4	31.9
EBITDA이익률	16.7	10.9	2.2	38.9	50.7
부채비율	88.7	74.8	60.4	49.6	36.0
금융비용부담률	1.1	2.4	2.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	10.0	1.8	-1.8	44.3	66.5
매출채권회전율(x)	9.2	9.0	9.0	12.9	10.3
재고자산회전율(x)					

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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.30	기업브리프	Buy	520,000	김동희	-26.7	-14.6	
2021.07.15	산업브리프	Buy	590,000	김동희	-32.2	-23.1	
2022.01.28	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-40.9	-37.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	250,000	이효진	-33.9	-30.4	
2022.11.03	산업분석	Buy	210,000	이효진	-12.5	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	산업분석	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	산업분석	Buy	290,000	이효진	-	-	

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.07	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-17.2	-10.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	150,000	김동희	-0.7	13.0	
2021.07.15	산업브리프	Buy	184,000	김동희	-18.9	-13.3	
2021.08.09	기업브리프	Buy	190,000	김동희	-36.6	-17.6	
2022.02.14	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-38.5	-32.2	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이효진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	63,000	이효진	-11.8	-3.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.11	기업브리프	Buy	1,200,000	김동희	-30.5	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-35.7	-14.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	430,000	이효진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-22.8	-14.4	
2023.04.12	산업브리프	Buy	530,000	이효진	-	-	

필어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.01.15	산업브리프	Buy	60,000	김동희	7.5	40.7	
2021.07.29				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이효진	-43.8	-37.8	
2023.04.12	산업브리프	Buy	68,000	이효진	-	-	