

키움증권 리서치센터 | 2022년 02월 23일

인터넷/게임 | Overweight(Reinitiate)

## 메타버스 플랫폼 Value 찾기

메타버스 플랫폼은 3가지 키워드인

Immersive, Connective, Driven by Ecosystem으로 정의된다.

메타버스 산업은 중장기적으로 성장성이 매우 큰 Big Trend로 자리매김할 것이며, 글로벌 업체들과 대등하게 경쟁할 수 있는 국내 업체를 찾는 것이 필요한 시점이다. 과연 그 업체는 어디일까?

인터넷/게임 Analyst 김진구 02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

US Equity Analyst 이원주 02)3787-3755, wonju.lee@kiwoom.com

RA 황현정 02)3787-3766, hyeonjeong.hwang@kiwoom.com



## Contents



## I. 메타버스 플랫폼 가치 분석 3

- > 메타버스 정의 3
- > Roblox 가치 찾기:  
시나리오 분석을 통한 접근 5

## II. 메타버스 업체별 서비스 분석

- > Roblox 11
- > Epic Games 15
- > Unity 17
- > Hyperreal 19
- > 펠어비스 20

## III. 국내 메타버스 플랫폼 가치 23

- > 펠어비스 메타버스 플랫폼 가치로  
1.8 조원 제시 23

## IV. 美 메타버스 투자 전략 25

- > 지금 미래 메타버스 산업의  
지배자를 찾아야 하는 이유 25
- > 투자 매력도 높은 메타버스 기업들  
골라내는 기준 5가지 34

## 기업분석 41

- > 펠어비스 (263750) 42
- > NAVER (035420) 45
- > 카카오 (035720) 51
- > NHN (181710) 57
- > NHN한국사이버결제 (060250) 60
- > 엔씨소프트 (036570) 63
- > 크래프톤 (259960) 66
- > 넷마블 (251270) 69
- > 카카오게임즈 (293490) 72
- > 컴투스 (078340) 75
- > 메타 플랫폼스 (FB.US) 78
- > 마이크로소프트 (MSFT.US) 86
- > 로블록스 (RBLX.US) 90

## Compliance Notice

- 당사는 2월 23일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 메타버스 플랫폼 Value 찾기

## &gt;&gt;&gt; 메타버스 플랫폼이 가지는 의미

메타버스 플랫폼은 다음의 3가지 키워드로 정의되며, 이는 Immersive, Connective, Driven by Ecosystem으로 요약된다. Immersive는 퀄리티가 높은 몰입형 콘텐츠를 기반으로 한다. Connective는 현실세계와 연결성을 가지는 것을 의미한다. Driven by Ecosystem은 플랫폼 내에서 구축될 경제시스템이다. 상기 3가지 키워드에 접점을 늘려가는 업체가 높은 경쟁력을 확보할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 메타버스 플랫폼의 핵심 가치는?

메타버스 플랫폼의 핵심 가치는 유저 트래픽에 기반한 광고 수익 모델일 것으로 판단한다. Roblox를 게임에 기반한 중장기 수익가치 분석으로 접근할 경우 현재 시가총액이 정당화되기 어렵다. 하지만 광고사업을 반영시 업사이드 포텐셜을 찾을 수 있다. Meta가 전사 전략을 메타버스 위주로 재정립한 것은 해당 산업이 가져올 파괴력으로 기존 인터넷 비즈니스 성장성이 낮아질 수 있는 위기감을 감안한 것으로 해석된다. 이에 메타버스 플랫폼 대응전략이 미비한 업체의 경우에는 해당 변화가 기회가 아닌 위기로 작용할 수 있음을 인지해야 한다.

## &gt;&gt;&gt; 인터넷/게임 업종 투자전략

당사는 인터넷/게임 업종 투자 의견을 Overweight로 제시하며, Top Pick으로 펠어비스를 제시한다. 펠어비스는 자체 엔진 기반으로 메타버스 플랫폼 구축에 매우 큰 경쟁력을 가진 업체로 판단한다. 또한 Hyperreal 투자 및 사업 제휴를 통해 플랫폼 구축에 필요한 메타휴먼 등에 대한 솔루션 경쟁력도 커질 것으로 기대한다. 자체 엔진 기반 붉은사막, 도깨비 등 트리플 A급 게임이 지속적으로 출시될 수 있는 점도 중요한 투자포인트이다. 인터넷/게임 산업 관점에서 메타버스 플랫폼 구축이 지속적으로 중요한 이슈로 작용할 것이며, NFT는 해당 에코시스템 내에서 가치를 증명하고 지속적 거래를 기반으로 부가가치를 창출하는 역할을 담당할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 美 메타버스 투자 전략

금리 인상기임에도 미래 산업인 메타버스를 추천하는 이유는 '필연성'과 '파괴적 성장성' 때문이다. 투자 매력도가 높은 메타버스 기업을 선정하는 5가지 기준을 제시한다. Top pick은 현 시점에서 5가지 기준을 모두 충족하는 메타(FB)이다.

# I. 메타버스 플랫폼 가치 분석

## >>> 메타버스 정의

### Immersive, Connective, Driven by Ecosystem으로 요약

당사는 추상적인 메타버스 정의를 다음 3가지 키워드로 요약하여 제시하고자 한다. 첫째는 Immersive로, 초고화질 시네마틱 영상과 같은 몰입감 있는 콘텐츠를 경험하는 것을 우선적 조건으로 제시한다. 둘째는 Connective이며, 이는 가상 세계와 현실세계가 상호 연결되는 것을 의미한다. 과거에 게임, 엔터테인먼트, 미디어 등 주요 서비스들이 해당 공간에서만 의미를 가지는 분절된 플랫폼이었다면 앞으로의 서비스들은 분절된 분야가 상호 연결/호환되고, 동 플랫폼 안에서 유저는 현실세계를 그대로 옮겨 놓은 듯한 경험을 할 수 있게 될 것이다. 또한 연결성의 의미는 시공간과 국가의 경계를 없애게 될 것이며, 실제로 유저들은 집에서 글로벌 유명 아티스트의 콘서트를 언제 어디서나 현장에 있는 것처럼 즐길 수 있는 경험을 하게 될 것이다. 이런 연결성은 사업적 관점에서 매우 중요한 요소인데, 현실 세계와 결합을 통해 글로벌 모든 브랜드들은 해당 플랫폼 안에서 자신들의 브랜드를 홍보하고 판매하게 될 것이며, 이는 광고와 커머스에 대한 사업적 기회가 폭발적으로 증가하게 되는 결과로 이어질 것이다. 하지만 해당 연결성은 리스크로도 작용할 수 있는데, 이는 글로벌 단위 경쟁이 이루어지게 되면서 유저 확보를 위한 업체별 경쟁이 어느 때보다 첨예하게 나타날 것으로 보기 때문이다.

왜 Microsoft가 Activision Blizzard를 69십억달러에 인수하기로 결정했으며, Meta는 왜 메타버스 관련 사업 부문인 Facebook Reality Labs에 연간 최소 10십억달러 이상을 투자하기로 결정한 것일까? 이는 향후 메타버스 시장에서 치열한 경쟁이 발생할 것을 예견하여 공격적인 투자로 선제적 입지를 구축하고자 하는 매니지먼트의 전략적 의사결정이 반영된 것이다. 특히 Microsoft는 클라우드 기반에 갖춰진 수많은 솔루션 뿐만 아니라 Activision Blizzard를 통해 몰입감 높은 게임 중심 메타버스 확장성도 갖추게 되면서 단번에 메타버스 선두 업체로 그 입지를 구축한 것으로 평가한다.

향후 메타버스 플랫폼은 서비스 진입 관점의 게이트 역할도 담당할 것으로 판단한다. 이는 플랫폼이 가질 막대한 유저 트래픽에 기인한 것으로, 수많은 브랜드와 커머스 사업자들은 트래픽이 높은 기점을 선점하려고 경쟁적인 입찰을 하게 될 것이다. 이는 빅테크 업체들의 주요 서비스들도 마찬가지로 판단하는데, 구글과 네이버 등 주요 검색 사업자들도 해당 플랫폼에 입점하는 대가로 메타버스 플랫폼 업체에 수수료를 지불해야 하는 때가 도래할 수 있다. 물론 검색은 그 성격상 매우 확실한 경쟁우위를 가지고 있으나, 향후 이런 경쟁강도 변화시 해당 업체는 비용 증가를 통해 수익성이 악화되는 결과에 직면할 수 있다. 이에 인터넷/게임 산업에 속한 모든 업체는 메타버스 사업이 선택이 아닌 필수라는 대전제를 가지고 적극적인 전략을 구사해야 할 것으로 판단한다.

메타버스의 세번째 키워드는 Driven by Ecosystem이다. 이는 체계화된 경제시스템의 구축을 의미하는데, 공급자 사이드인 크리에이터, 아티스트, 게임, 엔터테인먼트, 미디어 및 각종 브랜드 회사들과 유저들간의 지속적인 거래를 통해 가치가 창출되고 해당 밸류를 유지 및 진화시켜 나가는 구조가 될 것이다. 유저들은 해당 플랫폼 안에서 소비자이면서 동시에 UGC 기반 크리에이터로서 공급자 역할도 수행하게 되며, 해당 과정을 통해 다양한 부가가치를 얻으면서 플랫폼에 락인될 것으로 판단한다. NFT는 이러한 시스템 내에서 소유 증명과 가치 보전을 가능하게 하며, 이를 기반으로 한 지속적인 자산 거래를 통해 유저들은 본인들의 ROI도 높일 수 있게 된다.

코로나19는 대인관계와 커뮤니케이션 방식에 많은 변화를 주었다. 앞으로 코로나 변수를 통한 영향은 줄어 들겠지만, 중요한 것은 해당 변수를 통한 현재까지의 변화가 사용자에게 익숙하고 신선한 행태로 자리 잡으면서 메타버스 산업은 성장 가도를 이어갈 것이라는 점이다. 실제로 코로나19가 한창 이슈가 되던 20년에 가상 콘서트는 소통과 연대 측면에서 부상을 했다. John Legend의 자산 가상 콘서트인 A Night For Bigger Love 공연에서 자선자의 이름과 아바타는 쇼에 등장해 존재감을 드러냈다. 또한 Fortnite에서 개최된 Travis Scott 가상 콘서트인 Astronomical 공연은 유튜브 영상 조회수 1.8억회, 참석 플레이어 28백만을 기록했고, Forbes에 의하면 해당 콘서트 수익은 약 2천만달러로 추정된다.

#### John Legend 가상 콘서트: 커뮤니케이션 방식 변화



자료: John Legend, YouTube, 카움증권

#### John Legend 가상 콘서트: 커뮤니케이션 방식 변화



자료: John Legend, YouTube, 카움증권

#### 포트나이트 Travis Scott 가상 콘서트 화면



자료: Travis Scott, YouTube, 카움증권

#### 포트나이트 Travis Scott 가상 콘서트 성과



자료: Fortnite, Twitter, 카움증권

### 단순 P2E 게임은 플랫폼 관점에서 부정적, 에코시스템 구축이 전제될 필요

메타버스 플랫폼이 양방향의 지속적인 거래를 통한 에코시스템을 구축할 수 있는 반면, P2E 게임은 돈을 벌고자 하는 참여자들의 원사이드 수요를 중심으로 형성되기에 연관 아이템이나 해당 토큰/코인의 밸류가 안정적으로 유지되기 어렵다. 또한 향후 수많은 P2E 게임들이 양산될 것인 바, 관련된 수요가 이동하면서 개별 게임 트래픽 유지는 더욱 어려워질 것이며, 해당 지속성이 나타나는 기간도 이전 대비 축소될 것으로 판단한다. 이에 최근 국내 업체를 중심으로 유행처럼 번지는 단순 P2E 사업 확대는 지속적인 가치 창출에 긍정적이지 못할 것으로 판단한다.

다만 게임성을 바탕으로 진성 유저 중심의 에코시스템을 구축한 게임의 경우에는 유저가 보유한 핵심 아이템이 NFT를 통해 거래되면서 부가가치가 창출될 것으로 기대한다. 이는 개별 아이템 소유권을 유저에게 돌려주고 이를 통한 현금화 길을 열어줄 뿐만 아니라, 초기에 게임 진입장벽을 낮추며 게임에 지출된 누적 소비액이 매몰원가로 치부되지 않는 등 게임사 입장에서 유저 케어 정책을 원만하게 가져갈 수 있다는 장점을 가진다. 또한 핵심 아이템 거래는 지속적 게임 플레이를 통해 획득 가능한 한정된 아이템을 전제로 하기에 에코시스템이 갖춰진 게임 내에서는 양방향의 수요/공급이 존재하게 되며, 이를 통해 해당 아이템 가치는 안정적으로 유지되기에 단순 P2E 게임과 그 성격을 달리한다고 평가할 수 있다.

## >>> Roblox 가치 찾기: 시나리오 분석을 통한 접근

### 게임으로 설명되지 않은 Roblox 밸류, 핵심은 광고로 봐야 한다

Roblox는 게임만으로 밸류 설명이 되지 않는다. 26년까지 게임사업 기준으로 지속 성장을 가정해도 손손실이 지속되는 구조이다. 다만 광고사업을 추가할 경우 이야기는 달라진다. 26E 기준 글로벌 광고시장 점유율 1%를 가정하여 수익 추정을 진행하고 잠재 PER 25배를 적용한 22E 기준 현재가치는 39십억달러로 현 시가총액 대비 30% 이상의 업사이드를 확보하게 된다.

트래픽이 집중되는 곳에 광고 사업은 자연스럽게 그 가치를 형성한다. 또한 메타버스 플랫폼에서 게임은 현실과 분절된 것이 아닌 실물 경제와 연결고리를 가질 수 있는 확장성을 지닌다. 유저들은 플랫폼 안에서 그들의 가치있는 활동을 영위하며 커뮤니티를 형성하고 해당 과정을 통해 경제시스템은 자연스럽게 구축된다. 브랜드들과 커머스 사업자들은 해당 공간을 비즈니스 공간으로 인식하고 광고와 커머스 사업 전략을 구체화하게 될 것이다. 커머스 사업도 포괄적으로 본다면 중개를 기반으로 한 수수료 모델, 즉 광고와 그 맥을 같이 한다고 할 수 있다.

### Roblox 연간 실적 전망 (게임 한정시)

| (USDmn)                                                | 19A  | 20A   | 21P   | 22F   | 23F   | 24F   | 25F    | 26F    |
|--------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Revenue                                                | 508  | 924   | 1,919 | 2,399 | 2,879 | 3,311 | 3,642  | 3,824  |
| Game                                                   | 508  | 924   | 1,919 | 2,399 | 2,879 | 3,311 | 3,642  | 3,824  |
| Cost and expenses                                      | 585  | 1,190 | 2,414 | 3,092 | 3,733 | 4,296 | 4,726  | 4,956  |
| Cost of revenue                                        | 122  | 240   | 497   | 641   | 769   | 885   | 973    | 1,022  |
| Developer exchange fees                                | 112  | 329   | 538   | 758   | 960   | 1,151 | 1,305  | 1,398  |
| Infrastructure and trust & safety                      | 157  | 264   | 456   | 615   | 739   | 849   | 934    | 981    |
| Research and development                               | 107  | 201   | 533   | 729   | 868   | 973   | 1,045  | 1,076  |
| General and administrative                             | 42   | 97    | 303   | 241   | 267   | 289   | 304    | 308    |
| Sales and marketing                                    | 45   | 58    | 86    | 108   | 130   | 149   | 164    | 172    |
| Profits from operations                                | -76  | -266  | -495  | -693  | -854  | -986  | -1,084 | -1,133 |
| OPM(%)                                                 | -15% | -29%  | -26%  | -29%  | -30%  | -30%  | -30%   | -30%   |
| Consolidated net income                                | -71  | -258  | -503  | -693  | -854  | -986  | -1,084 | -1,133 |
| NPM(%)                                                 | -14% | -28%  | -26%  | -29%  | -30%  | -30%  | -30%   | -30%   |
| Net income attributable to common stockholders         | -71  | -253  | -492  | -682  | -844  | -977  | -1,076 | -1,126 |
| Net income attributable to the noncontrolling interest | 0    | -4    | -12   | -11   | -10   | -9    | -8     | -7     |

주: 연간 할인을 10% 적용

자료: Roblox, 키움증권 추정

## Roblox 장기 수익가치 분석 (광고 추가시)

| (USDmn)                                                | 19A  | 20A   | 21P   | 22F   | 23F   | 24F   | 25F    | 26F    |
|--------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Revenue                                                | 508  | 924   | 1,919 | 3,194 | 4,996 | 7,377 | 10,256 | 13,804 |
| Game                                                   | 508  | 924   | 1,919 | 2,399 | 2,879 | 3,311 | 3,642  | 3,824  |
| Advertising                                            |      |       |       | 795   | 2,117 | 4,066 | 6,614  | 9,981  |
| Cost and expenses                                      | 585  | 1,190 | 2,414 | 3,569 | 5,003 | 6,736 | 8,694  | 10,945 |
| Cost of revenue                                        | 122  | 240   | 497   | 641   | 769   | 885   | 973    | 1,022  |
| Developer exchange fees                                | 112  | 329   | 538   | 758   | 960   | 1,151 | 1,305  | 1,398  |
| Infrastructure and trust & safety                      | 157  | 264   | 456   | 615   | 739   | 849   | 934    | 981    |
| Research and development                               | 107  | 201   | 533   | 729   | 868   | 973   | 1,045  | 1,076  |
| General and administrative                             | 42   | 97    | 303   | 241   | 267   | 289   | 304    | 308    |
| Sales and marketing                                    | 45   | 58    | 86    | 108   | 130   | 149   | 164    | 172    |
| Costs related to Advertising                           |      |       |       | 477   | 1,270 | 2,440 | 3,969  | 5,988  |
| Profits from operations                                | -76  | -266  | -495  | -375  | -7    | 641   | 1,562  | 2,860  |
| OPM(%)                                                 | -15% | -29%  | -26%  | -12%  | 0%    | 9%    | 15%    | 21%    |
| Consolidated net income                                | -71  | -258  | -503  | -375  | -4    | 516   | 1,254  | 2,294  |
| NPM(%)                                                 | -14% | -28%  | -26%  | -12%  | 0%    | 7%    | 12%    | 17%    |
| Net income attributable to common stockholders         | -71  | -253  | -492  | -364  | 6     | 525   | 1,262  | 2,301  |
| Net income attributable to the noncontrolling interest | 0    | -4    | -12   | -11   | -10   | -9    | -8     | -7     |
| CAGR(24E-26E)                                          |      |       |       |       |       |       |        | 627%   |
| Potential PER(x)                                       |      |       |       |       |       |       |        | 25     |
| 22E Fair Value                                         |      |       |       |       |       |       |        | 39,293 |

주: 연간 할인율 10% 적용, 광고사업 영업이익률 40% 가정

자료: Roblox, 키움증권 추정

## 글로벌 광고시장 변화를 통한 메타버스 기반 광고사업 잠재력 분석

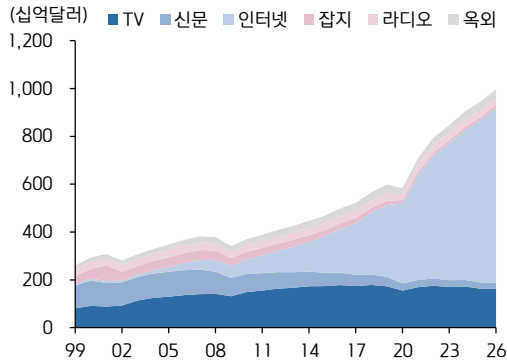
Magna Global에 의하면 26E 글로벌 총 광고시장 규모는 약 1조달러를 기록하며, 그 중에서 인터넷 광고 시장 규모는 733십억달러로 73% 비중을 차지할 것으로 전망된다. 인터넷 광고 시장점유율은 99년 2%에서 20년 57%까지 기하급수적으로 증가했다. 소셜 광고시장에서 선두 지위를 확보한 Meta의 광고 매출은 20년 84십억달러로 10년 대비 45배 증가했으며, 이에 글로벌 광고시장 점유율도 10년 0.5%에서 20년 14.4%로 큰 폭의 증가를 기록했다. 결론적으로 인터넷 광고시장은 검색, 소셜, 동영상 등 신규 사업 출현에 힘입어 타 매체 대비 압도적인 입지를 구축하게 된 것이다.

글로벌 인터넷 광고시장을 부문별로 보면 13년부터 소셜 광고가 연간 성장성 측면에서 선두 입지를 구축한 것을 확인할 수 있다. 광고 집행은 신규 매체 출현과 매체별 효율성 등에 기반해 광고주 예산 범위 내에서 분배된다. 따라서 효율성이 좋은 매체 출현시 다른 매체 성장성은 상대적으로 낮아질 가능성이 높다. 당사는 향후 메타버스 기반 광고가 매우 큰 트렌드로 형성되면서 중장기로 시장점유율을 큰 폭으로 높여갈 것으로 예상한다. 이에 인터넷 광고시장에서 높은 성장성을 향유 중인 소셜과 동영상 광고시장 성장성은 기존 대비 낮아질 것으로 판단한다. 최근 Meta가 전사 사업전략을 메타버스 위주로 구축한 것도 향후 메타버스 시장의 본격 성장에 따른 소셜 광고 성장성이 낮아질 위험을 제거하면서 메타버스 광고 사업의 높은 성장성을 향유하기 위한 전략적인 의사결정인 것이다.

소셜 광고시장 초기인 10~14년 Meta 광고 ARPDAU는 6.6~13.5달러를 형성하였으며, 광고주들에게 주력 매체로 포지셔닝되면서 20년 기준 ARPDAU는 46.7달러까지 증가하였다. 당사가 추산한 Roblox 22E~26E 광고 ARPDAU는 13.8~94.4달러로 Meta 10~14년 대비 2.1~7.0배로 다소 높지만, Meta 16~20년 대비는 0.6~2.0배 수준으로 안정화되는 양상을 가진다. Roblox ARPDAU가 Meta 대비 높은 것은 다음 2가지 측면에서 합리화될 수 있다. 첫째로 Roblox 21년 일평균 사용시간은 150분으로, Facebook 14년 일평균 사용시간 39분 대비 약 4배 높다. 둘째, 메타버스 플랫폼 출현은 인터넷 비즈니스 근간을 변화시킬 사안이기에, 해당 광고의 성장성과 파괴력은 소셜 대비 훨씬 클 것으로 판단한다. 이에 광고주의 행태도 광고 효율을 경험하고 순차적으로 예산을 증액하는 것보다는 대형 광고주 중심으로 선제적으로 공격적인 예산 편성을 할 가능성을 크게 볼 수 있기에, Meta 광고 기준 중후반기 ARPDAU 수준으로 빠르게 접근할 수 있다고 판단한다.

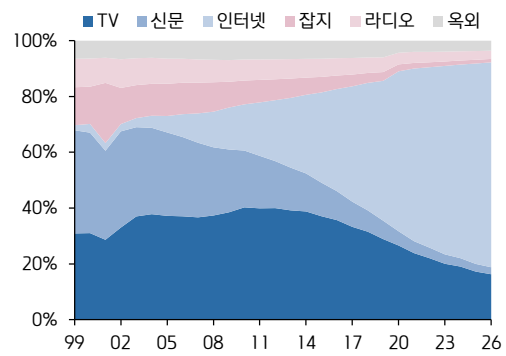
당사는 Roblox 글로벌 광고시장 점유율이 22E 0.1%에서 26E 1.0%로 증가하면서, 연간 점유율 증분이 체증하는 것을 가정하였다. 22E은 광고주들이 다양한 광고 방식을 통해 유저 반응을 확인하는 수준에 그친다면, 이후에는 검증된 광고 방식을 통한 대규모 광고 예산이 편성될 것을 감안하였다. Roblox 4Q21 기준 13세 이상 DAU 및 사용시간 비중은 50%를 상회 하였는데, 이를 통해 저연령층 비중이 줄어들면서 주력 소비층과 접점을 늘려갈 수 있다는 기대감이 있다. 다만 당사는 성인 연령층인 18세 이상 세그먼트를 공개하고 있지 않고 있으며, 해당 비중을 계속 늘려가야 광고 매출의 지속성이 가능할 것이므로, 현 상황은 동사에 일부 리스크로 작용할 수 있다.

### 글로벌 연간 광고시장 매체별 규모



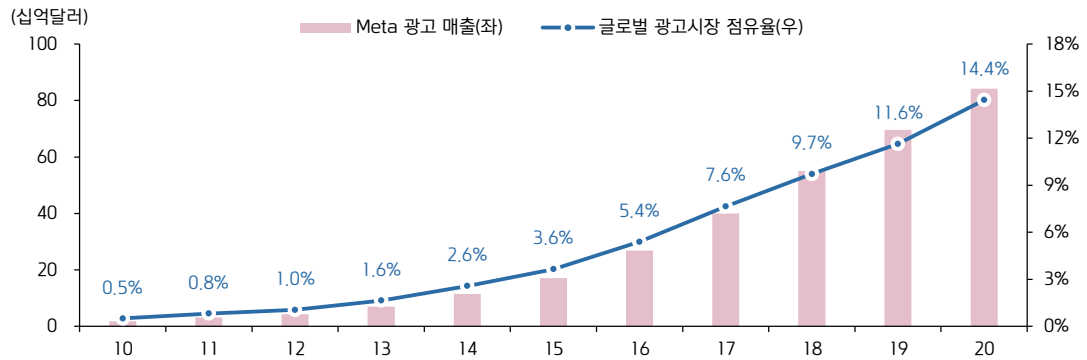
자료: Magna Global, 키움증권

### 글로벌 연간 광고시장 매체별 점유율



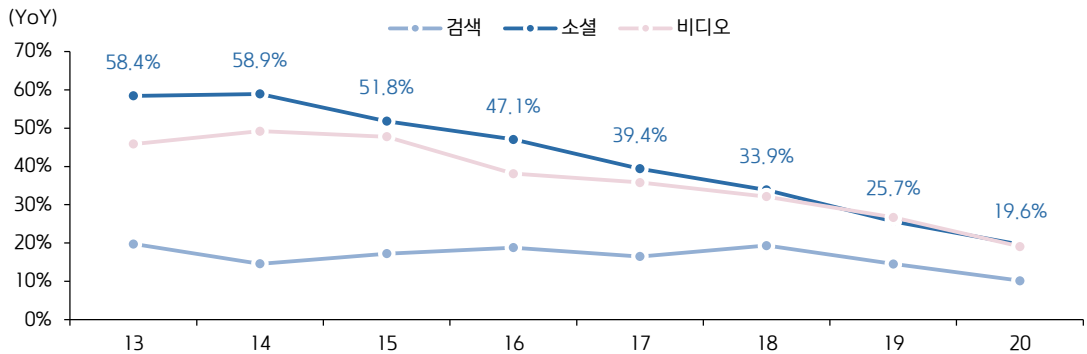
자료: Magna Global, 키움증권

### Meta 연간 광고 매출 추이 및 점유율



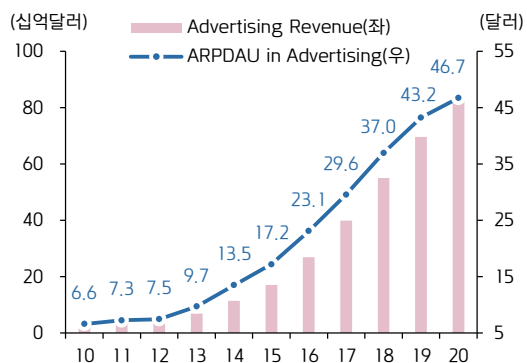
자료: Magna Global, Meta, 키움증권

### 글로벌 인터넷 광고시장 주요 부문별 연간 성장률 추이



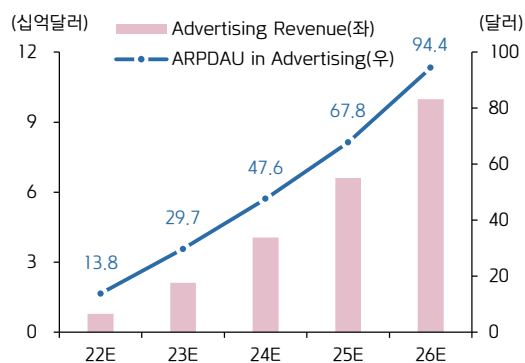
자료: Magna Global, 키움증권

### Meta 연간 광고사업 ARPDau 추이



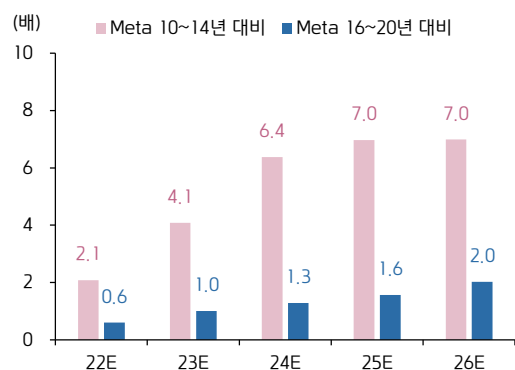
자료: Meta, 키움증권

### Roblox 연간 광고사업 ARPDau 추산



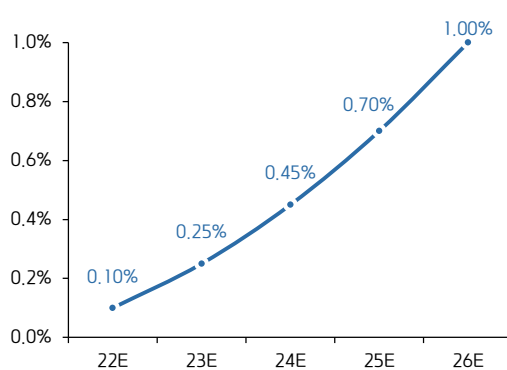
자료: Roblox, 키움증권

### Roblox 광고사업 ARPDau Meta 대비 배수



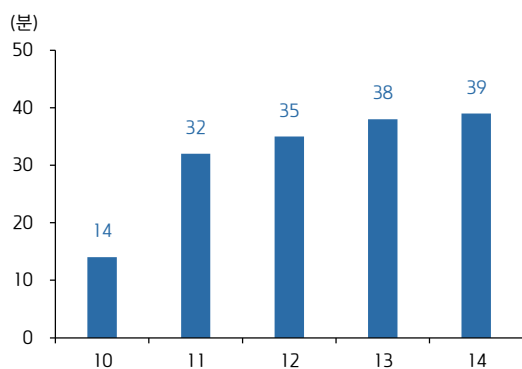
자료: Roblox, Meta, 키움증권

### Roblox 연간 글로벌 광고시장 점유율 추정



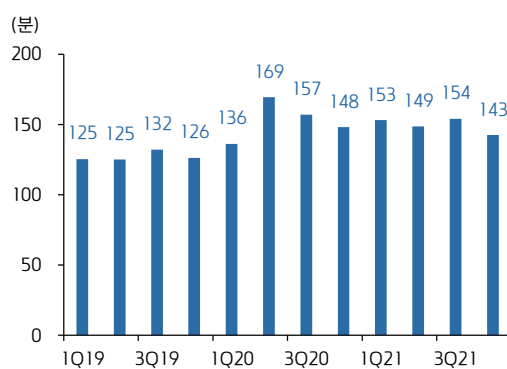
자료: Magna Global, Roblox, 키움증권

### Facebook 연간 일평균 사용시간



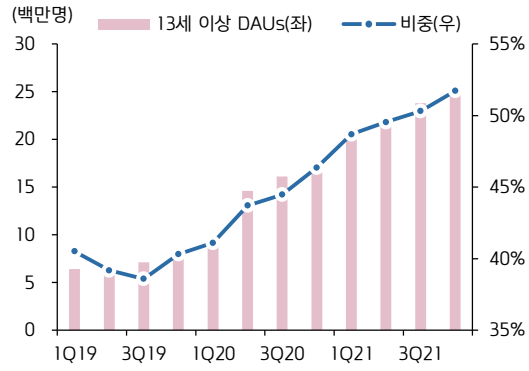
주: Sep 2014 기준  
자료: eMarketer, 키움증권

### Roblox 분기별 일평균 사용시간



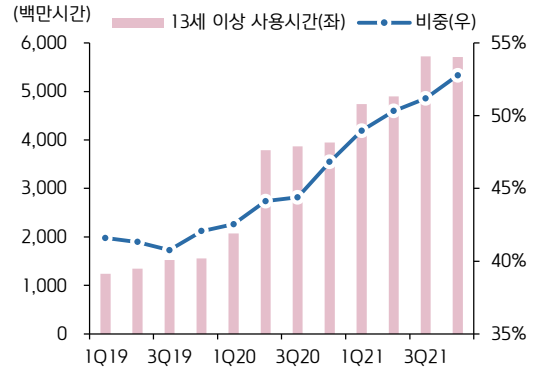
자료: Roblox, 키움증권

Roblox 분기별 13세 이상 DAU 추이



자료: Roblox, 키움증권

Roblox 분기별 13세 이상 사용시간 추이



자료: Roblox, 키움증권

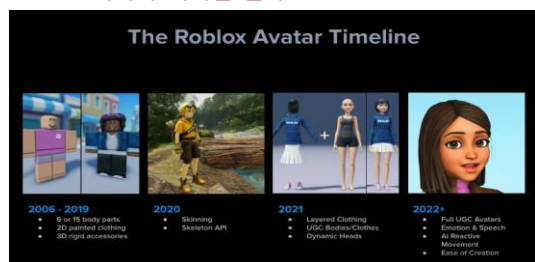
## II. 메타버스 업체별 서비스 분석

### >>> Roblox

#### 아바타 지속적 개선, 경쟁사 대비 실사 퀄리티 낮으나 강점 보유

Roblox 아바타는 06년부터 지속적으로 개선되어 왔으며, 3D 기반 의상 착용 및 감정에 기반한 다양한 표정 변화까지 추구한다. 실시간으로 사용자 비디오를 통해 얼굴을 표현하고 보이스로 립싱크를 구현하는 것도 가능해졌다. 하지만 아직 Roblox 아바타 퀄리티는 높다고 할 수 없다. 경쟁사인 Epic Games, Unity 등이 구현한 아바타 수준에 비한다면 실사 퀄리티는 떨어진다. 하지만 Roblox가 지속적으로 아바타 퀄리티를 개선시키고 유저와 개발자에게 해당 결과를 공유하는 것은 매우 귀감이 될 사안이다. 또한 메타버스 플랫폼 내에서는 실사의 아바타 뿐만 아니라 해당 유저의 개성을 드러내주는 애니메이션 기반 아바타도 충분히 가치가 있다. 이러한 점에서 Roblox는 나름의 경쟁력을 가진다 할 수 있으며, 향후 동사의 변화에 지속적으로 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

#### Roblox 아바타 시기별 변화



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

#### Roblox UGC 기반 의상 변화



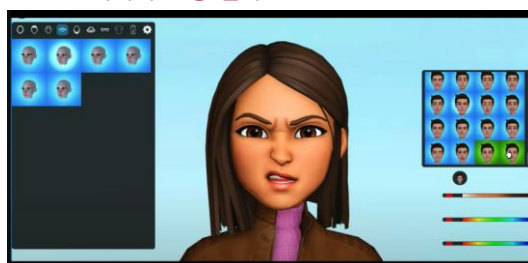
주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

#### Roblox 아바타 표정 변화



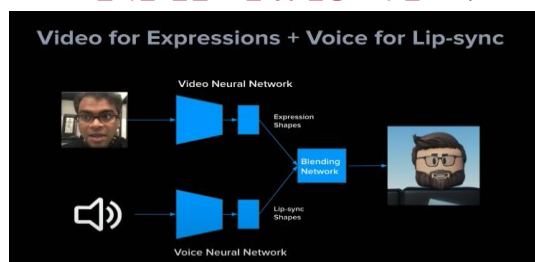
주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

#### Roblox 아바타 표정 변화



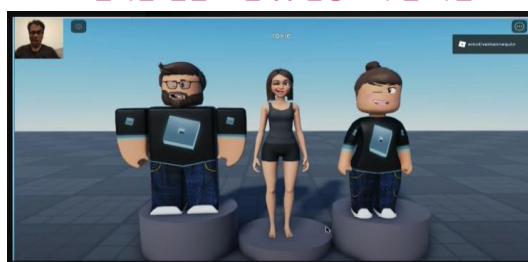
주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

#### Roblox 실시간 얼굴 표현 및 립싱크 구현 로직



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

#### Roblox 실시간 얼굴 표현 및 립싱크 구현 화면

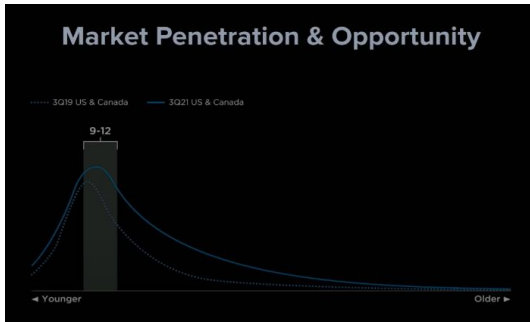


주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

## 13세 이상 유저 증가 전략 추구, 18세 이상 유저 타겟도 필요

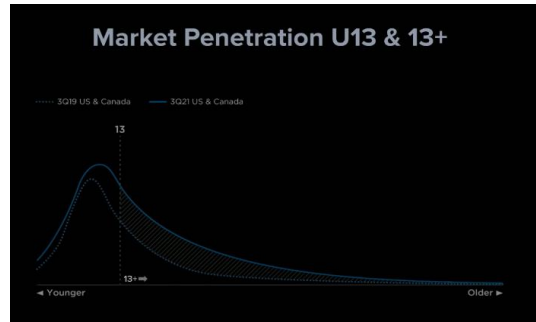
Roblox 매출 중에서 복미가 차지한 비중은 3Q21 기준 68%이다. 해당 지역의 인구 분포도를 보면 9~12세 유저가 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 다만 3Q21 기준 복미에서 13세 이상 유저 분포는 2년전 대비 넓어졌다. 동사는 13세 이상 유저 비중을 늘리기 위해 아바타 확장, 맞춤형 게임 콘텐츠, 가상 콘서트 및 브랜드 제휴 VR 콘텐츠 등을 추가하고 있다. Lil Nas X 가상 콘서트는 37백만 방문과 1천만달러 판매에 도달하는 성과를 기록했다. 또한 몰입형 비주얼 및 실물 환경 구현을 시도하는 것도 13세 이상 유저 비중을 늘리려는 포석으로 보인다. 다만 메타버스 광고 사업의 지속성을 위해서는 주력 소비층인 18세 이상을 타겟해야 하기에, 그들이 선호하는 고품질 게임 및 콘텐츠를 지속적으로 보강해야 하며, 이를 통해 향후 18세 이상 유저 세그먼트도 공개할 수 있는 수준이 되어야 할 것으로 판단한다.

### Roblox 복미 9~12세 유저 분포도



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 복미 13세 이상 유저 분포도



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 13세 이상 유저 증가 전략



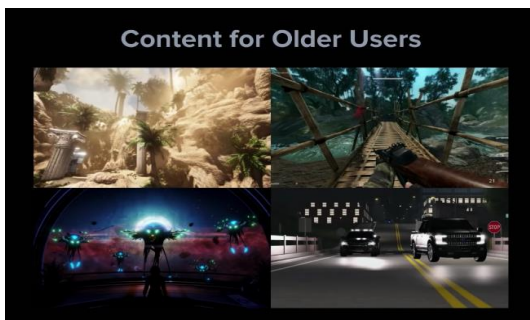
주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 아바타 확장



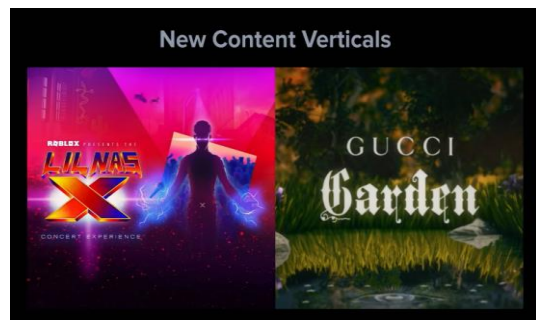
주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 13세 이상 유저 대상 콘텐츠



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 가상 콘서트 및 브랜드 제휴 VR 콘텐츠



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

## Roblox Lil Nas X 가상 콘서트 성과



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)

자료: Roblox, YouTube, 키움증권

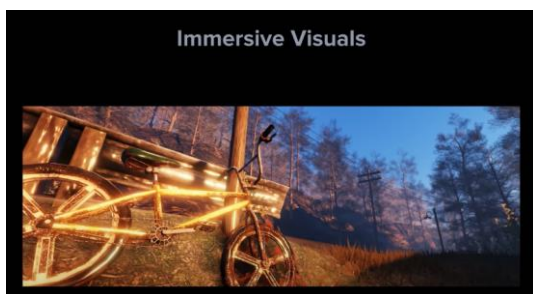
## Roblox Lil Nas X 가상 콘서트 화면



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)

자료: Roblox, YouTube, 키움증권

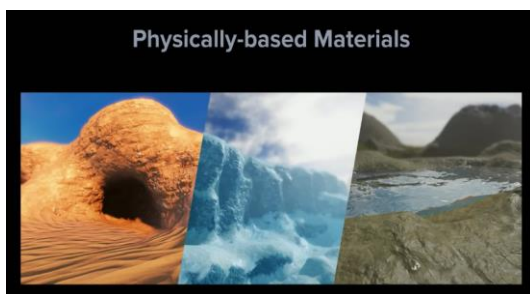
## Roblox 몰입형 비주얼 화면



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)

자료: Roblox, YouTube, 키움증권

## Roblox 실물 환경 구현 화면



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)

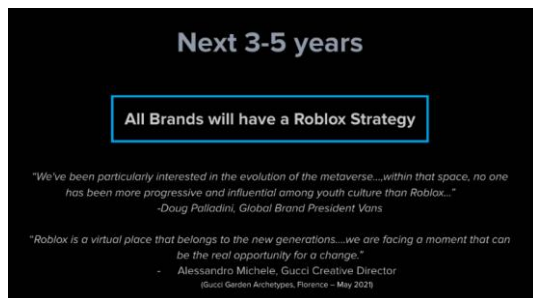
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

## Roblox 메타버스 광고 사업, 구체적인 실행 전략을 가지다

Roblox는 향후 3~5년 사이 모든 브랜드들이 동사에 기반한 전략을 가지게 될 것이라고 밝혔다. 이는 Roblox가 가진 13세 전후 유저층을 대상으로 그들이 향후 본격 소비층에 진입하기 전에 브랜드 인지도를 선제적으로 각인시킬 수 있다는 점에서 큰 의미를 지닌다. 13세 전후 유저층이 18세 이상으로 진입한 이후에도 Roblox를 지속적으로 사용하거나 18세 이상 유저를 별도로 포지셔닝해서 늘려 나간다면 Roblox에 대한 브랜드 광고주들의 예산 증액 및 지속성은 매우 견고해질 것으로 판단한다. 또한 Roblox 내에서 한정판 아이템 판매는 브랜드 마케팅 및 커머스 활성화 관점에서도 중요한 의미를 가진다. 한정된 명품 아이템 판매는 이를 기반으로 한 거래 지속성을 담보할 수 있으며, 진품 확인 및 자산 가치 보존 측면에서 NFT 사업과도 연관되어 확장성을 살펴볼 수 있다.

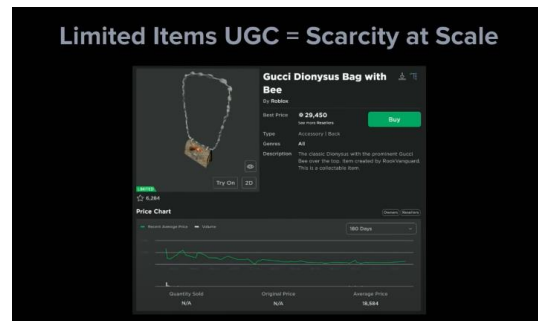
Roblox는 몰입형 광고 방식으로 대형 전광판 광고 등을 연계해 광고주가 구축한 해당 지역으로 유저가 진입할 수 있는 옵션 등을 모색하고 있다. 메타버스 광고는 플랫폼 내에서 에코시스템을 기반으로, 광고가 단순 노이즈로 그치는 것이 아니라 유저가 해당 광고 노출에 따른 보상을 얻고 이를 다른 액티비티에 활용할 수 있도록 설계될 것이다. 또한 광고주들도 브랜드 공간을 유저들이 즐길 수 있는 공간으로 구축하여 자연스럽게 그들의 브랜드가 각인되는 시도들을 하게 될 것이다. 또한 가상 공간에서 UGC/브랜드 아이템 거래를 기반으로 해당 아이템의 수요가 촉진되어 실물 커머스가 활성화되는 사업 기회도 분명 창출될 것이다. 당사는 커머스 사업 가치를 Roblox 밸류에 반영하지 않았으나, 해당 사업은 중계에 기반한 수수료 모델로 포괄적으로 볼 때 광고의 일환으로서 해당 사업의 성장성을 높여주는 요인으로 작용할 것이다.

### Roblox 광고 사업 중장기 목표



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 한정판 아이템 판매 및 가격 추이



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 몰입형 광고 화면



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

### Roblox 사업 확장 전략 (실물 커머스 연계 포함)



주: Roblox Investor Day (2021.11.16)  
자료: Roblox, YouTube, 키움증권

## >>> Epic Games

### The Matrix Awakens에서 보여준 엔진의 가치, 메타버스 세계의 결정판

언리얼 엔진 5가 적용된 The Matrix Awakens 영상 내에서 키아누 리브스 모습은 어느 것이 실사이고 CG인지 구별이 잘 되지 않는다. 해당 영상 안에서는 다양한 메타 휴먼이 등장하며 캐릭터의 자기 복제도 보여진다. 또한 TIAnalistaDeBits라는 유튜브 채널에 의하면, 해당 영상 속 건물은 실제 지역 건물을 매우 정교하게 옮겨 놓았으며, 지면과 지상의 다양한 오브젝트들도 실제 현장에 있는 모습을 디테일하게 묘사했다. Epic Games가 해당 영상에서 구현한 모습은 메타버스 플랫폼이 지향해야 할 기술적 경지인 것이다.

단순히 그럴듯한 아바타에 그럴듯한 지역을 추가한다고 해서 메타버스 플랫폼이 구축되는 것은 아니며, 중요한 것은 유저들도 그런 서비스는 사용하지 않을 것이라는 점이다. 유저들은 수많은 소셜, 게임, 엔터테인먼트, 미디어 등에 자신들의 시간을 이미 할애하고 있으며, 이에 서비스 퀄리티가 낮은 메타버스 플랫폼에 그들의 시간을 투자할 것이라는 것은 안일한 판단일 수 있다. 하지만 The Matrix Awakens가 보여준 퀄리티라면 이야기가 다르다. 이번 영상은 데모 수준이지만 향후 해당 퀄리티가 접목된 게임 또는 여타 플랫폼이 출시된다면 이는 매우 큰 파괴력을 가질 것으로 판단한다.

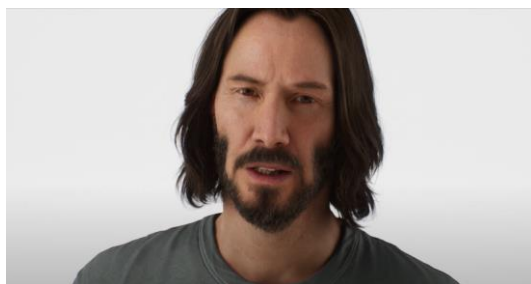
Epic Games는 21년 4월 메타휴먼 크리에이터 얼리 액세스를 공개했으며, 해당 기능을 통해 매우 정교한 실사 베이스의 디지털 휴먼을 만들 수 있다. 이는 피부의 주름이나 눈의 세부 형태까지도 조절할 수 있는 다양한 옵션을 갖춘 솔루션이다. The Matrix Awakens 영상에서도 확인했듯이 실제와 가상을 구별할 수 없는 디지털 트윈이 출현하는 시대가 향후 도래하게 될 것이다. 자신이 선호하는 아티스트의 디지털 트윈 기반 메타휴먼과 커뮤니케이션을 하고 나만의 공간에서 아티스트의 콘서트를 관람할 수 있는 시대가 펼쳐질 것이며, 해당 서비스를 근간으로 한 다양한 구독 모델이 사업적 기회를 열어줄 것이다. 또한 NFT는 자기 복제, 디지털 트윈 검증 등을 위해서 메타버스 플랫폼 내에서 중요한 역할을 담당하게 될 것이다.

The Matrix Awakens: 키아누 리브스 (실사 vs. CG)



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

The Matrix Awakens: 키아누 리브스 (실사 vs. CG)



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

The Matrix Awakens: 다양한 메타 휴먼



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

The Matrix Awakens: 캐릭터 자기 복제



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 건물 비교 (실제 vs. 게임)



자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 건물 비교 (실제 vs. 게임)



자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 건물 비교 (실제 vs. 게임)



자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 건물 비교 (실제 vs. 게임)



자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 오브젝트 비교 (실제 vs. 게임)



자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### The Matrix Awakens: 오브젝트 비교 (실제 vs. 게임)



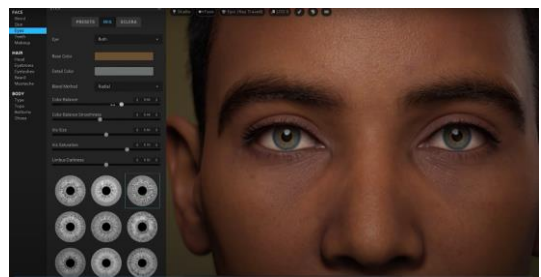
자료: ElAnalistaDeBits, YouTube, 키움증권

### MetaHuman Creator 구현 화면



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

### MetaHuman Creator 세부 옵션



자료: Unreal Engine, YouTube, 키움증권

## >>> Unity

### Epic Games에 대한 Unity의 반격, Weta Digital 및 Ziva 인수로 이어져

Unity는 아바타, 반지의 제왕 등 대작 영화 등에 적용된 VFX 전문기업 Weta Digital을 작년 1.6십억달러에 인수하였다. 12년 개봉된 호빗: 뜻밖의 여정 영화에서 구현된 골룸의 제작 과정을 보면 배우의 실시간 표정과 액션을 감지하며, 얼굴 근육과 감정 표현까지 사실적이다. 해당 영상은 10년이 지났지만 퀄리티 면에서 전혀 손색이 없다. 19년 개봉된 알리타: 배틀 앤젤 영화에서 구현된 캐릭터의 모습도 배우의 실시간 동작과 표정을 반영하며, 캐릭터가 애니메이션 기반임에도 배우의 감정 표현을 잘 전달한다.

Unity는 올해 디지털 캐릭터 제작 소프트웨어 전문기업 Ziva Dynamics를 인수하였다. Ziva Dynamics 소프트웨어를 통해 구현된 디지털 휴먼은 실시간으로 배우의 표정, 근육 및 입술 움직임 등을 포착하여 이를 매우 현실적으로 구현한다. 또한 Unity가 동사 인수를 발표하는 영상에서 동사가 제작한 디지털 휴먼인 Emma가 공개되었는데, Emma는 Unity에서 실시간으로 실행되며 공개된 영상에서의 모습은 실제 인간인 것처럼 매우 자연스럽다. 동사의 기술은 게임에도 적용되었는데, Senua's Saga: Hellblade II 게임 플레이 영상에 적용된 트롤의 모습은 마치 시네마틱 영상을 보는 것과 같은 몰입감을 준다.

Unity가 Weta Digital과 Ziva Dynamics를 연이어 인수한 것은 Epic Games와 대등하게 경쟁하기 위한 포석으로 판단된다. 전술했듯이 Epic Games는 작년 4월 메타휴먼 크리에이터 열린 액세스를 공개했으며, 작년말 언리얼 엔진 5가 적용된 The Matrix Awakens 영상을 공개했다. 향후 메타버스 플랫폼 구현 및 다양한 크리에이터들의 수요를 선점하고자 하는 Unity와 Epic Games의 본격적인 경쟁이 시작된 것이다. 또한 이러한 인수는 기존에 게임과 영화로 분리되었던 콘텐츠 영역을 상호 연결하고 통합하는 과정으로 해석된다. 향후 사용자들은 영화 같은 게임을 즐기게 될 것이며, 아바타/반지의 제왕 등의 대작 영화를 그대로 옮겨 놓은 듯한 게임도 출시될 것으로 기대한다.

#### 호빗: 뜻밖의 여정에 적용된 골룸 VFX



자료: Weta Digital, YouTube, 키움증권

#### 호빗: 뜻밖의 여정에 적용된 골룸 VFX



자료: Weta Digital, YouTube, 키움증권

#### 알리타: 배틀 앤젤에 적용된 캐릭터 VFX



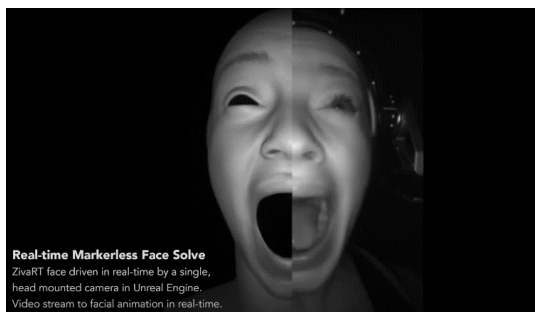
자료: Weta Digital, YouTube, 키움증권

#### 알리타: 배틀 앤젤에 적용된 캐릭터 VFX



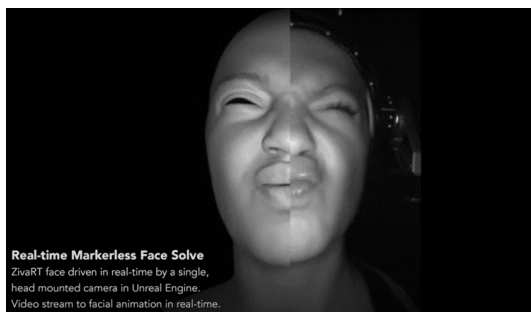
자료: Weta Digital, YouTube, 키움증권

Ziva Dynamics 실시간 얼굴 구현 화면



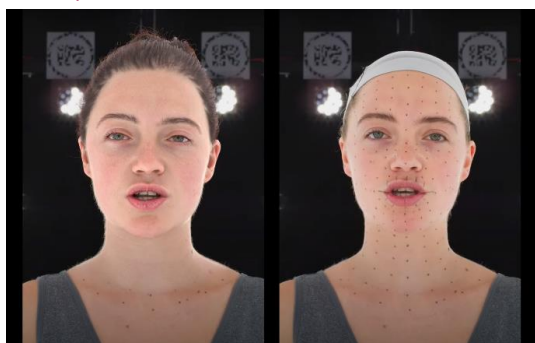
자료: Ziva Dynamics, YouTube, 키움증권

Ziva Dynamics 실시간 얼굴 구현 화면



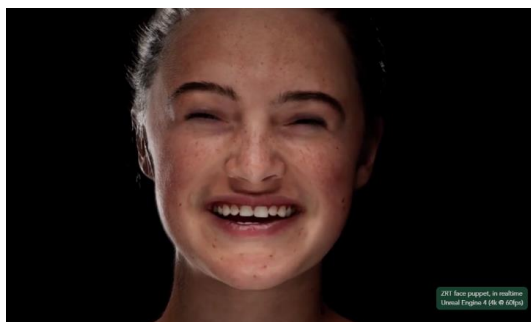
자료: Ziva Dynamics, YouTube, 키움증권

Ziva Dynamics 실시간 얼굴 표정 (CG vs. 배우)



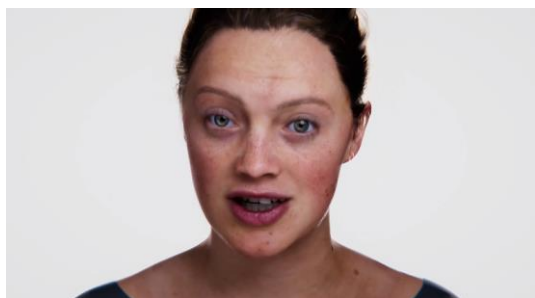
자료: Ziva Dynamics, YouTube, 키움증권

Ziva Dynamics: ZRT Face Trainer



자료: Ziva Dynamics, 키움증권

Ziva Dynamics가 제작한 디지털 휴먼: Emma



자료: Unity, YouTube, 키움증권

Unity, Ziva Dynamics 인수



자료: Unity, YouTube, 키움증권

Senua's Saga: Hellblade II 게임 플레이 화면



자료: Xbox, Ninja Theory, YouTube, 키움증권

Senua's Saga: Hellblade II 게임 플레이 화면



자료: Xbox, Ninja Theory, YouTube, 키움증권

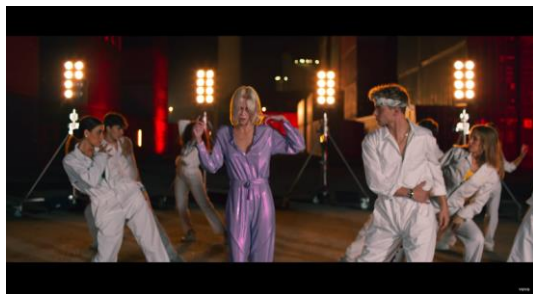
## >>> Hyperreal

### 디지털 휴먼인 Hypermodel 제작사, 펄어비스가 투자자로 참여

Hyperreal이 구현한 디지털 휴먼인 Alta B는 다국적 팝 그룹인 Now United 영상에서 공개 되었는데, 머리카락 움직임과 인간과 교감을 나누는 장면을 포함해 아티스트들과 이질감이 느껴지지 않는다. 해당 영상은 작년말 공개된 이후 2달만에 유튜브 조회수 5천만뷰를 상회하였다. 향후 인간 아티스트와 가상 아티스트가 함께 연결되어 공연을 하고, 디지털 휴먼의 모션도 인간의 움직임과 구별할 수 없는 시대가 도래할 것으로 기대한다.

Hyperreal은 디지털 휴먼과 가상 제작 기술 고도화를 위해 작년 11월 7백만달러 자금을 조달 하였으며, 해당 자금 중에서 3백만달러를 펄어비스가 투자하였다. 이는 Unity가 Weta Digital과 Ziva Dynamics를 인수한 것과 일맥상통한다. Hyperreal의 디지털 휴먼 제작 능력은 펄어비스의 자체 엔진과 시너지 효과를 창출할 것으로 판단하는 바, 이를 통해 펄어비스는 향후 게임 및 메타버스 플랫폼 내에서 보다 사실적이고 몰입감 높은 콘텐츠를 선보일 것으로 기대된다.

#### Hyperreal이 구현한 디지털 휴먼: Alta B



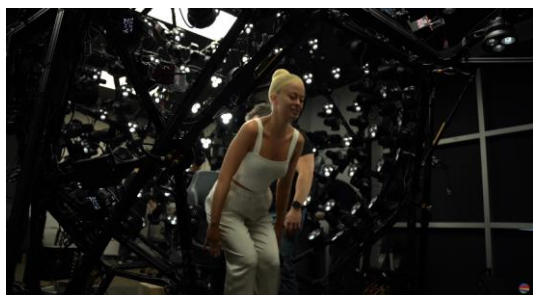
자료: NOW UNITED, YouTube, 키움증권

#### Hyperreal이 구현한 디지털 휴먼: Alta B



자료: NOW UNITED, YouTube, 키움증권

#### 디지털 휴먼 ALTA B 제작 과정



자료: NOW UNITED, YouTube, 키움증권

#### 디지털 휴먼 ALTA B 제작 과정



자료: NOW UNITED, YouTube, 키움증권

## >>> 펠어비스

### 향후 국내 선두 메타버스 플랫폼으로 진화할 것으로 판단

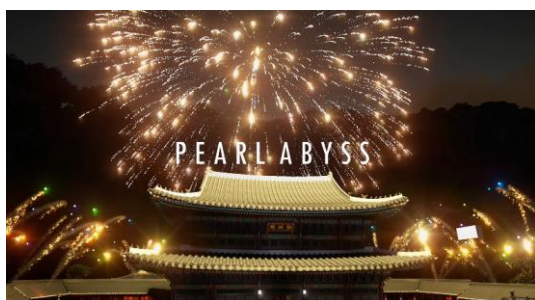
펠어비스의 도깨비 공식 주제가인 락스타(ROCKSTAR) 뮤직비디오 영상에서 우리는 많은 것을 확인할 수 있다. 당사는 이를 펠어비스가 가진 차세대 자체 엔진의 경쟁력으로 평가하며, 이는 전술한 Hyperreal의 기술력과 맞물려 글로벌 주요 메타버스 업체들과 경쟁할 수 있는 국내 선두 업체로 동사를 평가한다. 여러 번 강조하듯이 그럴듯한 아바타에 그럴듯한 지역만 추가한다고 해서 메타버스 플랫폼이 완성되지도 않고, 유저들은 그런 서비스를 사용하지 않을 것이다. 올해는 동사 뿐만 아니라 글로벌 유수 업체들도 자신들의 서비스를 유저에게 시연하면서 접점을 만들어 가는 일종의 시행착오를 거칠 수 있으며, 이에 서비스 관점에서 본격적인 메타버스 플랫폼 구축은 1~2년 정도 소요될 가능성이 높다. 이런 과정에서 유저들은 결국 서비스 퀄리티가 가장 높은 업체의 플랫폼을 선호하게 될 것이기에, 메타버스 플랫폼 구축에 있어 반드시 협력해야 할 수많은 미디어, 엔터테인먼트 회사들도 결국 기술 퀄리티가 가장 높은 솔루션 업체와 협력을 하게 될 것이다. 바로 이런 점이 당사가 펠어비스를 국내 선두 메타버스 플랫폼으로 추천하는 이유이다.

상기 언급한 락스타 뮤직비디오는 다음과 같은 시사점을 가진다. 첫째 차세대 엔진의 경쟁력으로 폭죽, 밤낮의 변화에 따른 뛰어난 광원 효과와 캐릭터 움직임에 따라 색종이와 낙엽이 이동하는 사실적 물리 엔진 효과, 그리고 다양한 사실적인 오브젝트 구현 등을 들 수 있다. 둘째는 다양한 사업적 잠재력이 엿보인 부분이다. 해당 영상에서는 다양한 브랜드들이 현실처럼 자연스럽게 등장하며, 수준 높은 가상 콘서트를 할 수 있는 장면도 나온다. 뛰어난 영상 구현 결과는 유저들의 높은 관심도로 이어졌다. 해당 영상은 게임플레이 영상이 아니었지만 작년말 공개 이후 4백만뷰에 가까운 조회수를 기록했으며, 이에 따라 해당 영상에 노출된 브랜드들도 광고 효과를 보게 되었다. 도깨비는 작년 8월 Gamescom에서 공개된 게임플레이 영상에서 8백만뷰 이상의 조회수를 기록하면서 유저들로부터 압도적으로 좋은 평가를 받았다. 이를 종합해 볼 때 도깨비는 게임성, 기획력 및 사업 BM 관점에서 메타버스 게임으로 성공할 가능성이 클 것으로 판단한다.

하지만 당사가 펠어비스를 추천하는 것은 단순 도깨비라는 메타버스 게임에 초점을 맞춘 것이 아니다. Microsoft, Meta, Roblox, Epic Games, Unity 및 산업 밸류체인에 속한 다양한 소프트웨어 업체들이 추구하고 있는 기술적 개선과 막대한 투자에 대응하여 글로벌 시장에서 대등히 경쟁할 수 있는 업체로 펠어비스를 추천하는 것이다. 이는 동사가 가진 차세대 자체 엔진의 경쟁력과 메타버스 관련 투자 등을 통해 점차 그 현실성을 갖춰 나갈 것으로 판단한다. 다만 올해는 검은사막 모바일 중국 및 붉은사막 등 주력 게임 출시에 리소스가 집중되면서 메타버스 사업과 관련된 구체적 성과가 나오지 못할 수 있다. 하지만 내년에는 메타버스 플랫폼 구축과 도깨비 출시가 맞물리면서 사업적 성과를 시장에 보여줄 것으로 기대한다. 올해 메타버스 관련 성과가 없지만 동사를 지금 추천하는 이유는 첫째, 메타버스 산업은 명확한 Big Trend로서 중장기 사업 가치가 매우 크고, 동사처럼 플랫폼 구축을 위한 기술적 경쟁력을 갖춘 업체 중심으로 시장이 재편될 것으로 예상하기 때문이며, 둘째 해당 플랫폼 구축을 통해 동사가 단순 게임회사가 아닌 디지털 광고사업을 주축으로 한 플랫폼 회사로 진화할 것으로 판단하기 때문이다. 이러한 중장기 사업가치를 반영한다면 동사를 현 가격에 매수하는 것은 합리적인 의사결정일 것으로 판단한다. 해당 광고사업의 가치는 다음 챕터에서 구체적으로 다루기로 하겠다.

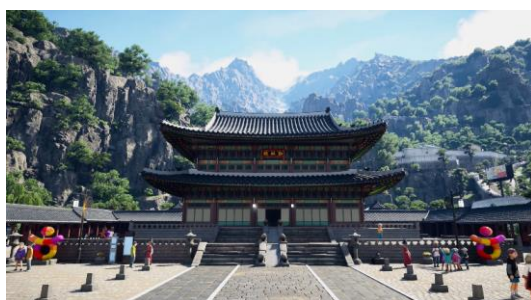
동사 게임 엔진은 다양한 상호작용을 사실감 있게 구현하는 특징도 가지고 있다. 눈 속에서의 캐릭터 움직임, 캐릭터와 낙엽의 상호 작용 및 바람의 세기에 따라 달라지는 상호작용 연출 등을 통해 게임내 현실감을 높이는 요소들을 잘 갖추고 있다는 것이 관련 영상 공개로 확인되었다.

펄어비스 도깨비: 광원 효과



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 광원 효과



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 물리 엔진 효과 (색종이)



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 물리 엔진 효과 (낙엽)



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 사실적인 오브젝트 구현



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 사실적인 오브젝트 구현



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 브랜드 광고 효과



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 브랜드 광고 효과



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 모션캡처 기반 다양한 안무



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 도깨비: 가상 콘서트 구현



자료: DokeV, YouTube, 키움증권

펄어비스 게임 엔진: 눈 속에서의 캐릭터 움직임



자료: InvenMovieA, YouTube, 키움증권

펄어비스 게임 엔진: 캐릭터와 낙엽의 상호 작용



자료: InvenMovieA, YouTube, 키움증권

펄어비스 게임 엔진: 바람의 세기에 따른 상호 작용



자료: InvenMovieA, YouTube, 키움증권

펄어비스 게임 엔진: 바람의 세기에 따른 상호 작용



자료: InvenMovieA, YouTube, 키움증권

### III. 국내 메타버스 플랫폼 가치

#### >>> 펠어비스 메타버스 플랫폼 가치로 1.8조원 제시

##### 광고사업 장기 수익가치로 접근, 글로벌 시장점유율 0.028% 수준만 반영

펠어비스 메타버스 플랫폼 가치로 1.8조원을 제시한다. 이는 26E 기준 국내 광고시장 점유율 2%를 기준으로 관련 사업 영업이익률 40%를 반영한 세후 영업이익에 잠재 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 22E 기준 현재가치이다. 26E 국내 디지털 광고시장 점유율로는 2.9%에 해당하는 수준이며, 시장 규모는 총 광고시장 17조원과 디지털 광고시장 11.8조원으로 디지털 비중 69%를 기준으로 하였다.

국내 디지털 광고시장은 07년 13%에서 20년 49%까지 지속적인 증가세를 보였으며, 절대 금액은 07년 1조원에서 20년 5.7조원으로 5.6배 증가했다. 향후 디지털 광고시장은 메타버스 광고의 높은 성장성으로 시장점유율 확대 기초를 이어갈 것이며, 메타버스 광고는 검색, 소셜, 동영상 등 여타 부문보다 높은 성장성을 기록할 것으로 예상된다.

펠어비스 광고 매출은 26E 글로벌 광고시장 점유율 0.028%에 해당하는 수준이며, Roblox에 적용한 1% 점유율 대비로도 극히 미미한 수준이다. 메타버스 플랫폼 서비스 자체가 시공간과 국가 경계를 뛰어 넘어 통용될 수 있기에, 펠어비스의 메타버스 플랫폼 가치도 국내만을 한정해서 보긴 어렵다. 또한 동사는 메타버스 게임인 도깨비를 23E 출시 예정이기에 동 게임을 통한 글로벌 수익 창출 여지가 충분히 있다. 이에 당사가 국내 광고시장만 중심으로 동사의 수익 추정을 한 것은 보수적이라 할 수 있다.

##### K-콘텐츠 결합을 통한 글로벌 메타버스 플랫폼으로 확장 기대

펠어비스 메타버스 플랫폼은 K-콘텐츠 결합을 활용해 글로벌 메이저 플랫폼들과 대등한 경쟁을 할 것으로 판단한다. 국내 다수의 엔터테인먼트, 미디어 회사들과 제휴를 통해 서비스 퀄리티를 높여서, K-콘텐츠를 선호하는 글로벌 유저들에게 충분히 어필할 것으로 기대한다. 전술했듯이, 콘텐츠 업체는 메타버스 서비스 품질과 사용자 수요 측면에서 최상급 기술 솔루션을 갖춘 업체와 제휴하게 될 것이며, 동사는 차세대 자체 엔진의 기술력과 메타휴먼 기술 노하우 체득을 통해 선두 기술 솔루션 업체로 포지셔닝 할 것이다.

현재 펠어비스는 게임 회사로서의 입지가 절대적이지만 시차를 두고 기술 솔루션 업체로서의 입지를 넓혀 나갈 것이며, 해당 과정에서 광고사업 잠재력도 점차 부각될 것이다. 향후 메타버스 시대는 게임과 현실이 연결되면서 게임 회사도 인터넷 회사와 직접적으로 경쟁할 수 있는 큰 변화가 나타날 것이다. 따라서 기존 인터넷 업체들에게 해당 변화는 위협이 될 수 있으며, 반면 게임 회사에게는 새로운 기회 요인으로 작용할 것이다.

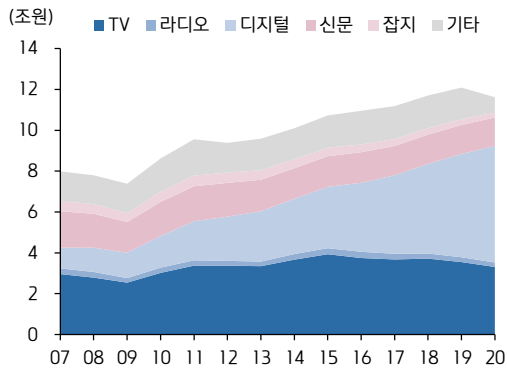
### 풀어비스 광고사업 장기 수익가치 분석

| (십억원)            | 22E    | 23E    | 24E    | 25E    | 26E    |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 광고 매출액           |        | 79     | 163    | 251    | 341    |
| 국내 총 광고시장        | 15,284 | 15,819 | 16,294 | 16,701 | 17,035 |
| 국내 디지털 광고시장      | 8,522  | 9,498  | 10,395 | 11,170 | 11,778 |
| 점유율(%)           |        |        |        |        |        |
| 국내 광고시장 대비       |        | 0.5%   | 1.0%   | 1.5%   | 2.0%   |
| 국내 디지털 광고시장 대비   |        | 0.8%   | 1.6%   | 2.2%   | 2.9%   |
| 영업이익             |        | 32     | 65     | 100    | 136    |
| 영업이익률(%)         |        | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 세후 영업이익          |        | 24     | 49     | 76     | 103    |
| 마진율(%)           |        | 30%    | 30%    | 30%    | 30%    |
| CAGR(24E-26E)    |        |        |        |        | 63%    |
| Potential PER(x) |        |        |        |        | 25     |
| 22E Fair Value   |        |        |        |        | 1,764  |

주: 연간 할인율 10% 적용, 광고사업 영업이익률 40% 가정

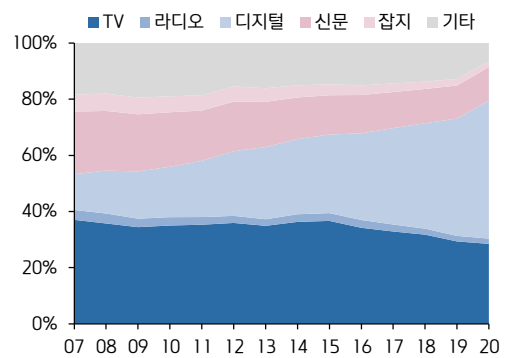
자료: 제일기획, 키움증권

### 국내 연간 광고시장 매체별 규모



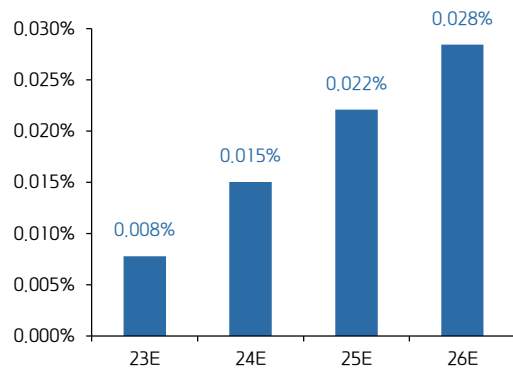
자료: 제일기획, 키움증권

### 국내 연간 광고시장 매체별 점유율



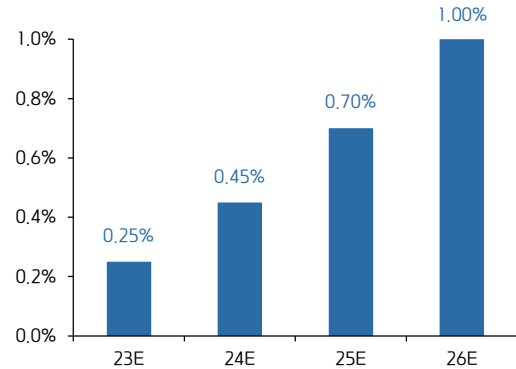
자료: 제일기획, 키움증권

### 풀어비스 연간 글로벌 광고시장 점유율 추정



자료: Magna Global, 키움증권

### Roblox 연간 글로벌 광고시장 점유율 추정



자료: Magna Global, 키움증권

## IV. 美 메타버스 투자 전략

US Equity Analyst 이원주

02) 3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com

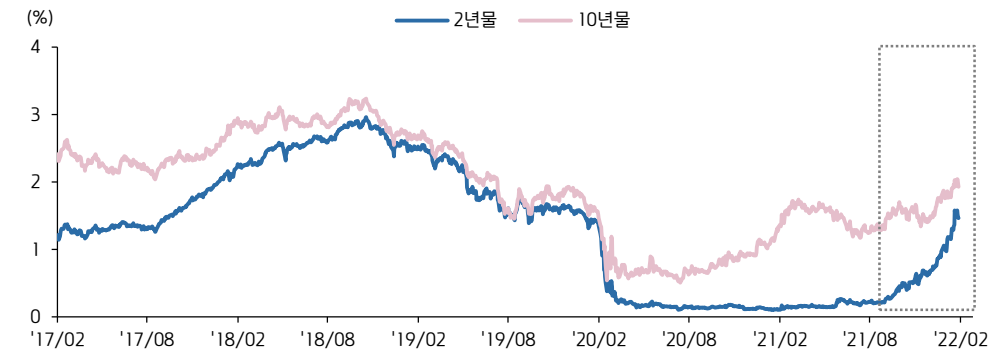
RA 황현정

02-3787-3766 hyeonjeong.hwang@kiwoom.com

### IV-1. 지금 미래 메타버스 산업의 지배자를 찾아야 하는 이유

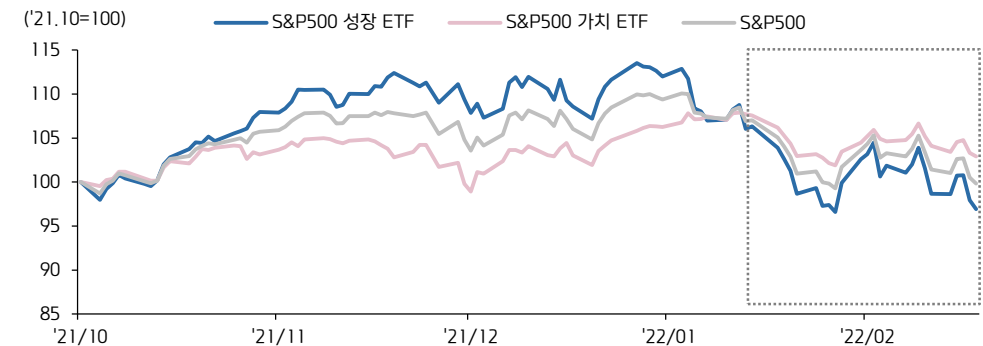
2022년, 가치주가 시장을 아웃퍼폼하고 있는 금리 인상기인 현 시점에 왜 아직 실체가 명확하지 않은 '메타버스 산업'에 주목해야 할까? 메타버스 산업의 도래가 '필연적'이고 다양한 산업을 대체하며 '파괴적'으로 성장할 것이라고 판단하기 때문이다. 우리는 미래에 등장할 지배적인 메타버스 플랫폼에서의 압도적인 효율성을 이유로 해당 플랫폼에서 많은 시간을 보내게 될 것이다. 사람들은 현재도 오프라인 대비 뛰어난 효율성을 이유로 각 중 온라인 플랫폼에서 시간을 보내고 있다. 오프라인 강의를 유료로 찾아 듣기보다 유튜브를 통해 전세계에 수많은 동영상 콘텐츠에서 무료로 정보를 습득한다. 직접 마트에 가서 원하는 물건을 눈으로 찾으며 쇼핑하기보다 아마존닷컴의 AI가 자동으로 추천하는 물건을 온라인 쇼핑을 통해 구매한다. 이 '디지털화' 트렌드의 종착점이 메타버스이다. VR/AR 기술이 적용된 메타버스 플랫폼에서는 더 많은 데이터가 발생할 것이고, 빅데이터를 활용해 더 효율적인 AI가 개발되고 메타버스 플랫폼 내에 적용될 것이다. 메타버스 산업 도래의 필연성과 파괴적 성장 때문에 우리는 지배적인 메타버스 플랫폼이 등장하지 않은 현 시점에서도 그 후보군에 관심을 가져야 한다.

미국 2년물, 10년물 국채 수익률 추이: 3Q21부터 본격적으로 상승하기 시작한 시장 금리



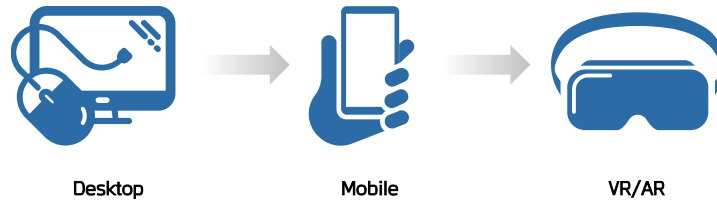
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500, 가치주 ETF, 성장주 ETF 수익률 추이: '22년초부터 가치주 ETF가 S&P500 아웃퍼폼



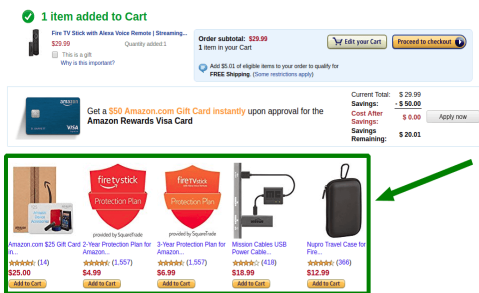
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

모바일 기반의 인터넷 세상의 다음 단계는 VR/AR 하드웨어 기반의 '메타버스' 세상



자료: 산업 자료, 키움증권 리서치

클릭스트림을 추적해 소비자 선호를 이해하는 아마존 닷컴



자료: Amazon.com, 키움증권

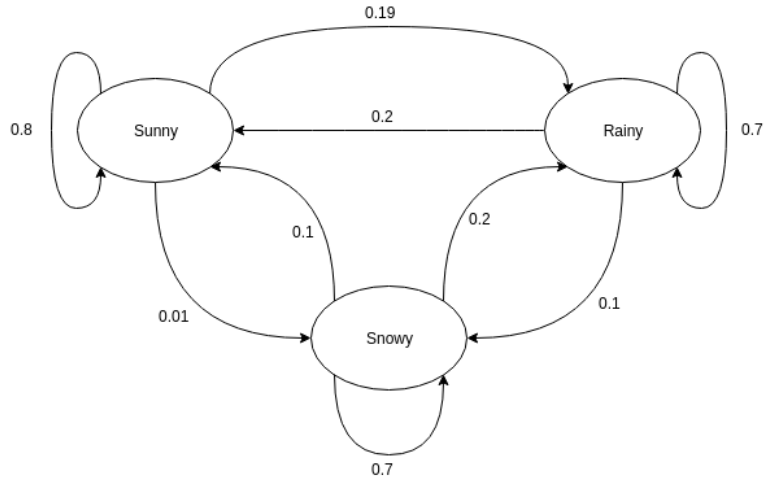
클릭스트림 외에도 물건을 봤을 때의 이용자의 표정, 가상 세계에서 손 짓 등 다양한 데이터를 얻어 이용자를 이해할 미래의 VR 쇼핑



자료: Alibaba, 키움증권

미국 Big Tech 기업들(애플, 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타 등)이 온라인 플랫폼에 어떻게 효율성을 부여했는지 살펴보면 메타버스 플랫폼에도 효율성이 어떤 형태로 구현될지 알 수 있다. **미국 Big Tech 기업들은 철저히 '마르코프 사슬' 사상을 신봉한다.** 마르코프 사슬이란, 시간에 따른 상태 변화를 예상하는 모델로, 미래 상태의 조건부 확률분포가 현재 상태에 의해 결정된다는 철학을 기초로 한다. 현재 상태와 유사한 수많은 과거의 사슬들을 관찰할 수 있다면 쉽게 미래를 예측할 수 있다는 사상이다. 쉽게 말해 '수많은 데이터를 관측할 수 있고, 그것을 연산할 수 있다면, 어떤 미래도 예측할 수 있다'는 것이다. 이 사상에서는 전문 마케터도, 의사도, 사회학자도, 심리학자도 모두 필요없다. 필요한 것은 빅데이터와 연산 능력, 그리고 수학, 물리학, 프로그래밍 기술들뿐이다. 이들만 준비되면 모든 분야의 미래를 예측할 수 있다는 철학이다. (빠른 연산 속도를 '지능'이라 부를 수 있는지, 마르코프 사슬 사상의 반대 입장은 무엇인지에 대해서는 당사가 2021.8.25 발간한 '돈버는 인공지능, 신재생 에너지 기업을 찾아서' 리포트 참조)

마르코프 사슬 모델링 사례: 미래 상태의 조건부 확률 분포는 현재 상태에 의해 결정된다



자료: 산업 자료, 키움증권 리서치

과학자만 채용하는  
헤지펀드인 르네상스 테크놀로지

FUNDS NEWS MAY 23, 2007 / 3:04 AM / UPDATED 15 YEARS AGO

### Renaissance hedge fund: Only scientists need apply

By Dane Hamilton

5 MIN READ

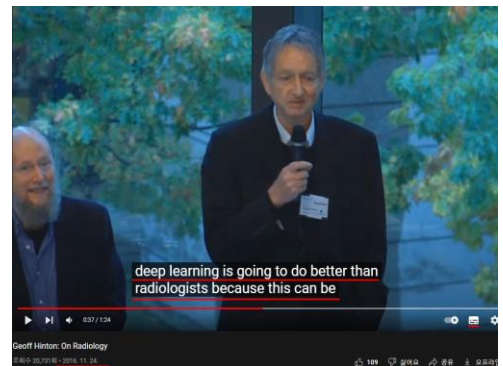


NEW YORK, May 22 (Reuters) - Wall Street traders and analysts take note: don't bother applying to work at Renaissance Technologies Corp., the \$30 billion hedge fund manager whose assets could reach \$100 billion in coming years.

The top-performing firm only hires scientists to develop its trading strategies, all of which are executed entirely by computers, its founder and president Jim Simons told an industry audience in New York this week.

자료: Reuters, 키움증권

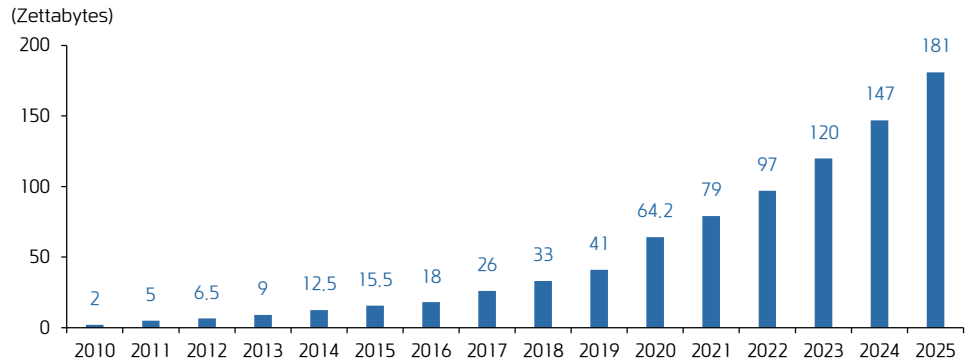
방사선학과를 없애야 한다고 주장한  
'딥러닝의 아버지' 제프리 힌턴



자료: Youtube, 키움증권

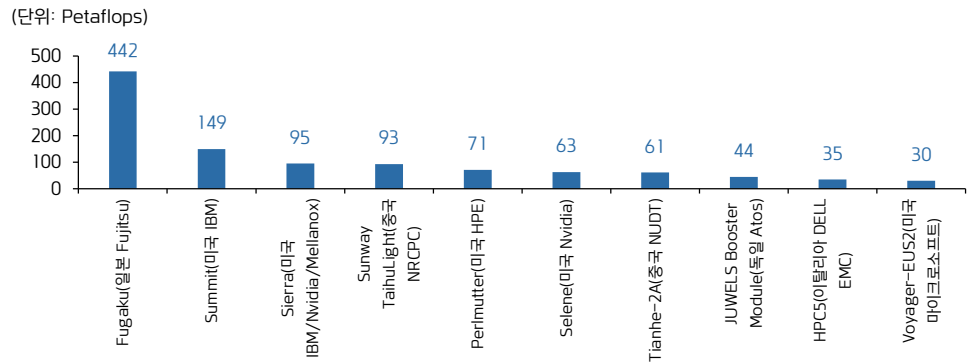
아인슈타인도, 아담 스미스도 이와 같은 철학을 공유했지만, Big Tech 기업들과 달랐던 점은 그들에게는 수많은 데이터와 그 데이터를 저장하고 빠르게 연산할 수 있는 컴퓨팅 기술이 없었다는 점이다. 현재는 각 종 온라인 플랫폼들과 IT 하드웨어 기기들에서 수많은 데이터들이 생성되고 있다. 2022년 세계적으로 연간 97 zettabyte(10의 21승 byte)의 데이터가 생성될 것으로 전망된다. 공식적인 세계 1위 슈퍼 컴퓨터인 일본의 Fugaku는 연산 능력이 442 petaflops(flops는 1초에 몇 개의 부동소수점 연산이 가능한지에 대한 단위. Petaflops는 1,000조 flops)이고, 비공식적인 1위는 구글이 보유한 슈퍼 컴퓨터 Cloud TPU V4로 연산 능력이 Fugaku의 2배 이상이 1,000 petaflops에 달한다고 알려져 있다. 수많은 데이터들과 슈퍼 컴퓨터를 통해 Big Tech 기업들은 자동으로 소비자가 원하는 제품을 추천하고, 소비자가 원하는 검색 결과 값을 제공하며, 소비자의 건강 데이터를 수집하여 건강 위험을 경고한다. 이 효율성이 우리를 온라인 플랫폼 안에 머물게 한다.

### 2010~2025 세계 데이터 생성량 추정



자료: Statista, 키움증권 리서치

### 2021년 11월 기준 세계 슈퍼 컴퓨터 컴퓨팅 파워 랭킹



자료: Top500, 키움증권 리서치

### 비공식 1위인 것으로 알려진 구글의 슈퍼 컴퓨터 Cloud TPU v4



자료: Google, 키움증권 리서치

구글의 MUM: 인간의 언어화된 질문을 완벽히 이해하는 방향으로 발전 중인 구글의 검색 엔진

Q I've hiked Mt. Adams and now want to hike Mt. Fuji next fall, what should I do differently to prepare?

자료: Google, 키움증권

구글의 MUM: 키워드와 웹페이지 뷰로 이뤄진 단순한 알고리즘에서 점차 다양한 데이터를 종합적으로 고려하는 방향으로 진화 중



자료: Google, 키움증권

구글의 MUM: 질문의 문맥을 이해하고 다양한 답변을 제공할 수 있는 지능을 학습 중인 MUM

the Yoshida Trail is one of the easier routes

official climbing season is from July to September

altitude sickness can be an issue

자료: Google, 키움증권

**메타버스 플랫폼에게 우리는 더 많은 데이터를 제공하게 되고, 그 안에서 더 많은 효율을 얻게 될 것이다.** 우리는 오프라인 오피스가 아닌 메타버스 오피스에서 더 많은 시간을 보낼 것이고, 기업은 생산성을, 근로자는 원격 근무의 편의성을 누릴 것이다. 미디어를 소비하는 방식 역시 효율성이 극대화될 것이다. 공급자에 의해 정해진 편성표를 보고 미디어를 소비하던 TV나 영화관의 방식이 아닌, 소비자가 원하는 미디어를 가상 세계에서의 활동 데이터를 기반으로 메타버스 플랫폼이 추천할 것이다. 또한 가상 세계에서의 디스플레이 화면은 크기가 자유롭게 조절되기 때문에 소비자는 TV나 영화관의 고정된 화면 크기에서 벗어나 미디어를 소비할 수 있다. 기존 온라인 쇼핑에서는 사진 및 영상 형태로 정해진 크기의 디스플레이 화면 안에서 제품의 모습을 확인할 수 있었다면, VR/AR 쇼핑 플랫폼에서는 제품을 더 현실에 가까운 모습으로 체험할 수 있을 것이다. 효율성 때문에 메타버스 플랫폼으로 이용자들이 몰려들고, 이용자들이 만들어내는 데이터로 학습되는 AI 기술로 메타버스 플랫폼의 효율성이 더 강화되는 선순환 구조가 형성될 것이다. **기업들은 기존 온라인 플랫폼에서 그러했던 것처럼 메타버스 플랫폼에서 광고 수익을 창출하고, 플랫폼 안에 경제 생태계를 만들고, 다양한 VR/AR 앱들을 개발하여 수익을 창출할 것이다.**

협업을 위해 모임 장소와  
각 종 도구들이 필요한 오프라인 오피스



자료: Wrike, 키움증권

VR/AR 글래스만 있으면 공간을 초월하여  
회의가 가능한 미래 오피스



자료: Meta, 키움증권

미디어 공급자의 정해진 편성표를 수용해야하는  
현재의 TV 미디어 소비 방식

[illegible]

자료: TVLine, 키움증권

디스플레이 크기 제약에서 벗어나 시공간을 초월하여 미디어 소비가 가능한 VR 세계



자료: Meta, 키움증권

## 비효율적인 현실 세계에서의 쇼핑



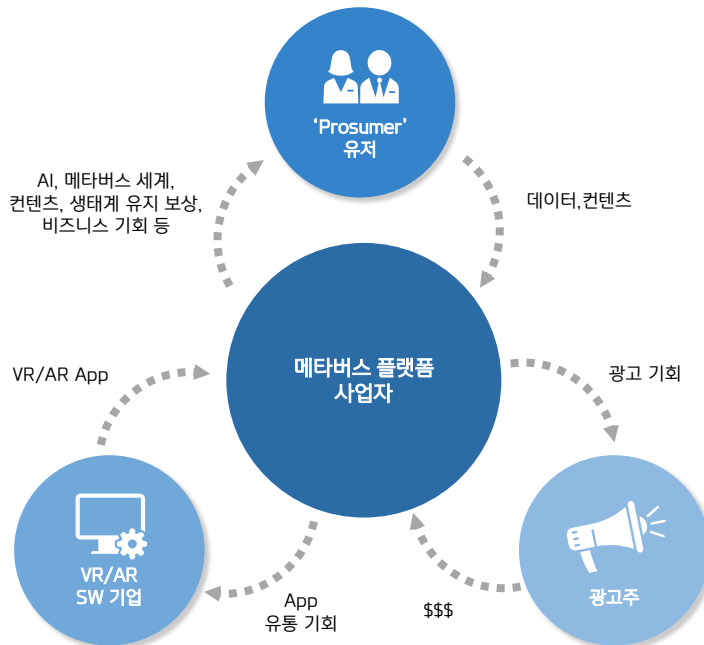
자료: Quora, 키움증권

## 효율성이 극대화되는 VR/AR 쇼핑



자료: Forbes, 키움증권

## 미래 메타버스 플랫폼 비즈니스 모델 도식화



자료: 키움증권 리서치

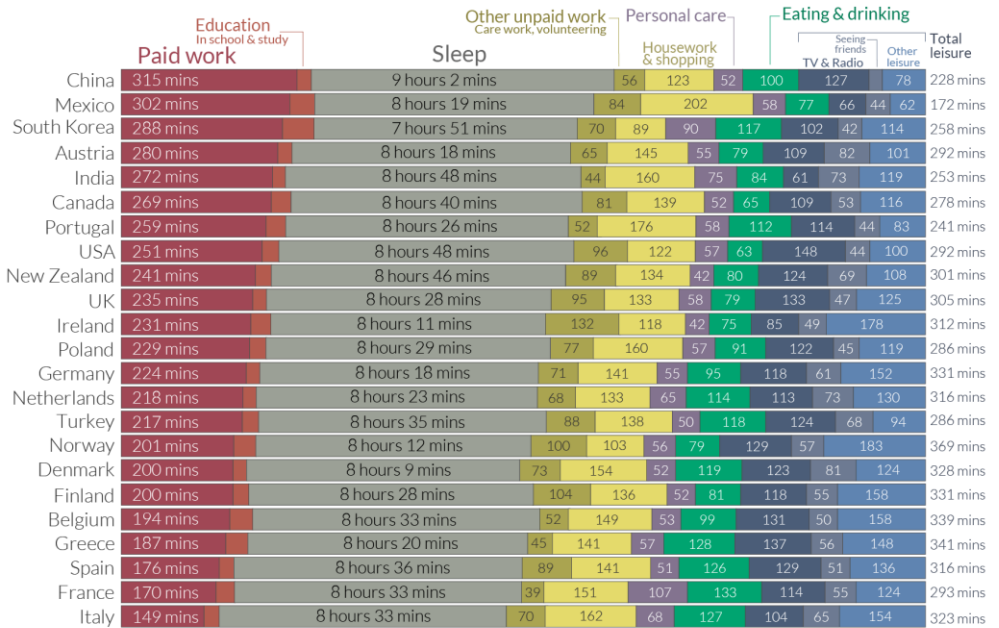
현재 의미 있는 규모의 활성 이용자를 확보하여 경제 생태계가 있고 광고 수익이 가능한 메타버스 플랫폼이 없는 이유는 분명하다. 기존에 사람들이 많은 시간을 소비하는 시장인 오프라인 오피스 시장, 미디어 소비 시장, 쇼핑 시장, 다양한 여가 활동 시장을 대체할 만큼 편리한 메타버스 플랫폼이 없기 때문이다. 로블록스, 마인크래프트, 제페토 등의 메타버스를 표방한 게임들이 기존의 '온라인 게임' 이상의 의미를 가지려면 기존 게임 유저들 외에 사람들에게까지 그들이 원하는 서비스를 제공할 수 있어야 한다. Meta의 VR 헤드셋인 오쿨러스 퀘스트 2의 무게는 전작대비 10% 이상 가벼워졌지만 여전히 약 500g으로 장기간 착용하기 어렵다. 장기간 착용이 어렵다면 현실 세계에서 편리하게 제공되는 서비스들을 가상 세계가 대체하기 어렵다. 결국 현실 세계에서 다양한 서비스들을 대체하며 단순히 '인기있는 게임' 이상의 성장을 보이려면 VR 헤드셋 무게 축소, 고해상도의 디스플레이 등으로 가상 세계 이용 시 편의성이 실제 세계만큼 혁신적으로 향상되어야 한다. 컴퓨팅, 통신, 디스플레이 등에서의 기술력 발전으로 VR 헤드셋의 편의성은 지속적으로 향상될 것이고 그 이후 지배적인 메타버스 플랫폼의 승자가 누구인지 드러날 것이다. 우리는 그 최종 승자의 후보군을 미리 고민할 필요가 있다.

## 15~64세 인구 분야별 평균 소비 시간

## How do people spend their time?

Our World  
in Data

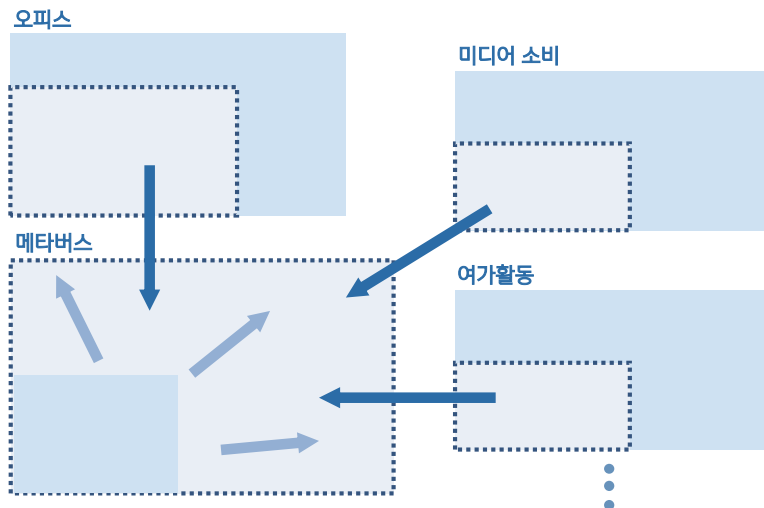
Averages of minutes per day from time-use diaries for people between 15 and 64.



Data source: OECD Time Use Database, Gender Data Portal. For most countries surveys were conducted between 2009 and 2016, but surveys for some countries are older.  
OurWorldinData.org - Research and data to make progress against the world's largest problems. Licensed under CC-BY by the author Esteban Ortiz-Ospina.

자료: OECD, Our World in Data, 키움증권 리서치

## 오피스, 레저, 쇼핑 등 다양한 현실 세계 시장을 파괴적으로 대체할 수 있어야 '메타버스 기업'



자료: 키움증권 리서치

## VR 헤드셋 스펙 비교

|            | Meta Quest2                                                                       | Pico Neo 3                                                                        | HP Reverb G2                                                                      | Valve Index                                                                       | Vive Pro2                                                                          | Vive Pro                                                                            |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|            |  |  |  |  |  |  |
| 해상도        | 1832 x 1920                                                                       | 1832 x 1920                                                                       | 2160 x 2160                                                                       | 1440 x 1600                                                                       | 2448 x 2448                                                                        | 1440 x 1600                                                                         |
| 화면 재생률(HZ) | 90/120                                                                            | 90                                                                                | 90                                                                                | 144                                                                               | 120                                                                                | 90                                                                                  |
| 시야각        | 100°                                                                              | 98°                                                                               | 114°                                                                              | 130°                                                                              | 120°                                                                               | 110°                                                                                |
| 무게         | 503g                                                                              | 620g                                                                              | 544g                                                                              | 570g                                                                              | 850g                                                                               | 563g                                                                                |
| 위치추적       | Inside out                                                                        | Inside out                                                                        | Inside out                                                                        | Base Station                                                                      | Base Station                                                                       | Base Station                                                                        |
| 종류         | 독립형                                                                               | 독립형                                                                               | 연결형(PC)                                                                           | 연결형(PC)                                                                           | 연결형(PC)                                                                            | 연결형(PC)                                                                             |
| 가격(달러)     | 299                                                                               | 699                                                                               | 599                                                                               | 999                                                                               | 1399/1599                                                                          | 1199/1399                                                                           |
| 특징         | 개인용 또는 업무용으로 사용하기 좋은 독립형 헤드셋. 간편한 셋업 및 편함 움직임. AirLink 연결 시 고사양 및 대용량 모델 구동 가능    | 개인 정보 보호 및 멀티플 기기 관리 기능을 통해 소프트웨어 배포가 가능한 엔터프라이즈 독립형 헤드셋                          | 가성비, 고사양 모델 구동에 용이                                                                | 최고급 게임용 헤드셋                                                                       | 최고급 게임용 헤드셋                                                                        | 최신형은 아니지만 강력한 경험을 제공하는 최고급 게임용 헤드셋                                                  |

자료: The Wild, 키움증권 리서치

## IV-2. 투자 매력도 높은 메타버스 기업을 골라내는 기준 5가지

**‘메타버스 수혜 기업’을 표방하는 많은 기업들이 있지만, 현 시점에서 당사가 제시하는 투자 매력도가 높은 메타버스 플랫폼 기업은 메타(FB)이다.** 관심 기업으로는 마이크로소프트(MSFT), 로블록스(RBLX)를 제시한다. 메타버스 기업의 투자 매력도를 평가할 때의 기준으로 다음 5가지를 제시한다.

메타버스 산업 밸류 체인 Valuation Table

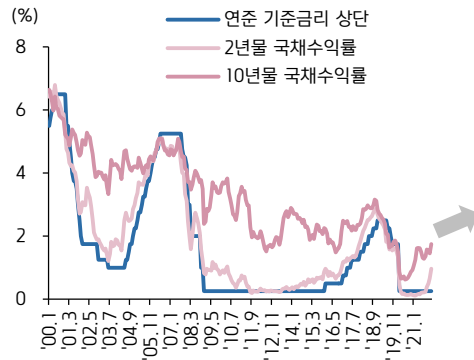
| 종목명        | 티커   | 산업                              | 현재      | 시가        | 주가     | 21~23  | EBITDA Margin |        | 순부채/     |         | Capex/  |         | ROE     |         | PER   |         | EV EBITDA |         |
|------------|------|---------------------------------|---------|-----------|--------|--------|---------------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|-----------|---------|
|            |      |                                 | 주가      | 총액        | (3M)   | 매출액    |               |        | EBITDA   |         | EBITDA  |         |         |         |       |         |           |         |
|            |      |                                 | (달러)    | (백만달러)    | (%)    | (%)    | 2021          | 2022   | 2021     | 2022    | 2021    | 2022    | 2021    | 2022    | 2021  | 2022    | 2021      | 2022    |
|            |      |                                 | (달러)    | (백만달러)    | (%)    | (%)    | (%)           | (%)    | (%)      | (%)     | (%)     | (%)     | (%)     | (%)     | (배)   | (배)     | (배)       | (배)     |
| 메타 플랫폼스    | FB   | 메타버스 플랫폼, VR 하드웨어               | 206.2   | 561,156   | (40.3) | 14.9   | 47.7          | 45.2   | (59.6)   | (81.4)  | 33.0    | 49.8    | 31.1    | 26.6    | 24.4  | 14.2    | 15.8      | 8.5     |
| 로블록스       | RBLX | 메타버스 플랫폼                        | 49.7    | 29,130    | (63.1) | 39.0   | (21.9)        | 18.9   | 434.3    | (449.5) | (22.2)  | 23.8    | n/a     | (55.6)  | n/a   | n/a     | n/a       | 46.1    |
| 마이크로소프트    | MSFT | VR 헤드셋, 게임, B2B 소프트웨어, 클라우드 컴퓨팅 | 287.9   | 2,158,573 | (16.1) | 16.1   | 49.8          | 49.9   | (57.4)   | (85.3)  | 24.6    | 24.3    | 45.9    | 42.1    | 34.6  | 30.3    | 23.8      | 21.0    |
| 애플         | AAPL | VR 헤드셋                          | 167.3   | 2,730,242 | 4.2    | 6.7    | 33.3          | 32.8   | (44.3)   | (56.8)  | 9.1     | 8.9     | 147.1   | 139.3   | 26.3  | 27.5    | 19.4      | 20.6    |
| 유니티        | U    | 3D 개발 도구                        | 99.1    | 28,993    | (47.8) | 31.0   | (42.1)        | 0.3    | 347.0    | 6514.6  | (9.0)   | 1560.3  | (24.0)  | (14.8)  | n/a   | n/a     | n/a       | 6,953.5 |
| 오토데스크      | ADSK | 3D 소프트웨어                        | 216.8   | 47,699    | (32.8) | 16.3   | 22.9          | 32.8   | 28.5     | (5.3)   | 10.5    | 4.6     | (983.9) | 88.2    | 116.3 | 43.3    | 70.4      | 33.3    |
| 어도비        | ADBE | 3D 소프트웨어                        | 442.6   | 208,756   | (35.7) | 14.3   | 42.5          | 49.6   | (16.8)   | (52.3)  | 5.2     | 4.7     | 34.3    | 41.8    | 61.7  | 32.0    | 43.5      | 22.9    |
| 메타포트       | MTTR | 3D 공간 촬영                        | 6.8     | 1,656     | (75.5) | 37.1   | n/a           | (68.4) | n/a      | 288.2   | n/a     | n/a     | n/a     | (125.9) | n/a   | n/a     | n/a       | n/a     |
| 질로우 그룹     | ZG   | 3D 공간 촬영                        | 60.8    | 15,243    | 7.8    | (42.7) | (0.2)         | 12.5   | (4757.0) | (262.5) | (515.2) | 12.8    | (8.5)   | 8.3     | n/a   | 38.8    | n/a       | 16.7    |
| 아마존닷컴      | AMZN | VR 소품, 클라우드 컴퓨팅                 | 3,052.0 | 1,553,008 | (17.0) | 16.2   | 14.1          | 15.2   | 54.6     | 68.1    | 92.0    | 65.3    | 20.7    | 17.2    | 71.5  | 44.9    | 26.1      | 19.6    |
| 스냅         | SNAP | AR 하드웨어 및 앱                     | 38.0    | 61,740    | (25.9) | 39.2   | (12.5)        | 16.3   | 206.0    | 177.0   | (13.6)  | 11.4    | (15.9)  | (3.9)   | n/a   | 73.2    | n/a       | 69.0    |
| 엔비디아       | NVDA | 데이터센터 반도체, B2B 소프트웨어            | 236.4   | 591,050   | (28.3) | 43.9   | 39.9          | 44.1   | (57.8)   | (80.3)  | 17.0    | 8.2     | 34.9    | 45.1    | 64.2  | 59.0    | 47.9      | 47.3    |
| AMD        | AMD  | 데이터센터 반도체                       | 113.8   | 185,243   | (26.8) | 22.6   | 25.3          | 31.0   | (69.2)   | (100.9) | 7.2     | 5.2     | 47.2    | 50.9    | 57.1  | 29.3    | 41.8      | 26.7    |
| 마벨 테크놀로지   | MRVL | 데이터센터 반도체                       | 67.3    | 56,821    | (9.7)  | 41.1   | 23.1          | 37.4   | 84.6     | 226.9   | 15.5    | 10.3    | 0.7     | 10.0    | 590.7 | 43.4    | 51.4      | 36.5    |
| 브로드컴       | AVGO | 통신 반도체                          | 580.0   | 237,571   | 2.0    | 8.6    | 54.5          | 60.9   | 188.1    | 154.3   | 3.0     | 2.7     | 32.7    | 50.6    | 33.7  | 17.6    | 16.8      | 14.4    |
| 퀄컴         | QCOM | 통신 반도체                          | 167.6   | 188,930   | (9.4)  | 16.9   | 35.3          | 42.2   | 32.7     | 24.8    | 15.9    | 11.4    | 98.6    | 97.5    | 19.5  | 14.1    | 13.0      | 10.8    |
| 스카이웍스 솔루션스 | SWKS | 통신 반도체                          | 136.6   | 22,400    | (15.0) | 9.8    | 42.2          | 45.2   | 64.2     | 7.2     | 29.6    | 22.1    | 32.6    | 34.7    | 17.8  | 11.8    | 13.2      | 8.8     |
| 코보         | QRVO | 통신 반도체                          | 133.2   | 14,443    | (14.2) | 12.0   | 35.5          | 34.7   | 29.4     | 44.1    | 13.1    | 13.6    | 18.7    | 28.6    | 26.8  | 11.0    | 15.5      | 9.4     |
| 클라우드플레어    | NET  | CDN                             | 95.9    | 31,025    | (54.6) | 38.7   | (9.3)         | 11.1   | 865.5    | (167.7) | (176.4) | 120.1   | (32.0)  | 1.4     | n/a   | 2,663.1 | n/a       | 300.3   |
| 아카마이 테크놀로지 | AKAM | CDN                             | 100.3   | 16,302    | (9.6)  | 8.4    | 39.2          | 43.1   | 51.0     | 30.6    | 40.2    | 33.2    | 14.9    | 14.2    | 29.7  | 17.0    | 14.5      | 10.4    |
| 패스틀리       | FSLY | CDN                             | 18.7    | 2,379     | (57.4) | 16.5   | (52.9)        | (7.9)  | 2.5      | (6.8)   | (18.6)  | (136.6) | (17.9)  | (10.7)  | n/a   | n/a     | n/a       | n/a     |

주: 2022.2.18 종가 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

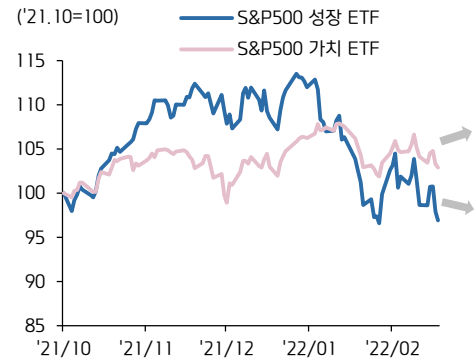
**1) 저렴한 밸류에이션:** 2022년부터는 구조적인 물가 및 금리 상승세가 예상된다. 고PER 종목이나 적자 기업들의 적정 가치는 빠르게 하락할 수밖에 없다. 단기간 내에 빠른 실적 성장이 가능하거나, 고PER 혹은 적자 종목이더라도 가파른 실적 성장 시나리오의 가능성이 매우 확실한 종목 위주로 투자하는 것이 유리한 매크로 환경이다.

### 2022년은 확실한 금리 인상기



자료: Bloomberg, 키움증권

### 고PER 종목 대비 저PER 종목 수익률 아웃퍼폼 전망



자료: Bloomberg, 키움증권

**2) 파괴적인 성장성:** ‘메타버스’에 대한 여러 정의들이 있지만, 투자자 입장에서 ‘성장성’에 초점을 맞춘 정의가 필요하다. 어떤 온라인 플랫폼을 ‘게임’, ‘소셜 미디어’라고 정의하지 않고 ‘메타버스’라고 정의할 이유는 ‘여타 온라인 플랫폼들과는 차별화된 성장성’ 때문일 것이다. 따라서 인간이 가장 많은 시간을 소비하는 ‘오피스’, ‘미디어 소비’, ‘쇼핑’, 다양한 여가 활동, ‘친목 활동’ 등에서의 기존 서비스를 대체해가며 파괴적으로 성장하고, 수많은 데이터들을 확보 후 저장하고, 기계 학습을 통해 여러 AI들을 개발할 온라인 플랫폼 기업을 ‘메타버스 기업’이라고 정의할 필요가 있다.

### 메타가 계획하는 가상 오피스



자료: Meta, 키움증권

### 시각화, 체험화가 특징인 VR/AR 세계에서의 교육



자료: Meta, 키움증권

## 현실에서의 피트니스 활동을 대체할 VR 피트니스 판타지 세상을 실감할 수 있는 메타의 VR 게임



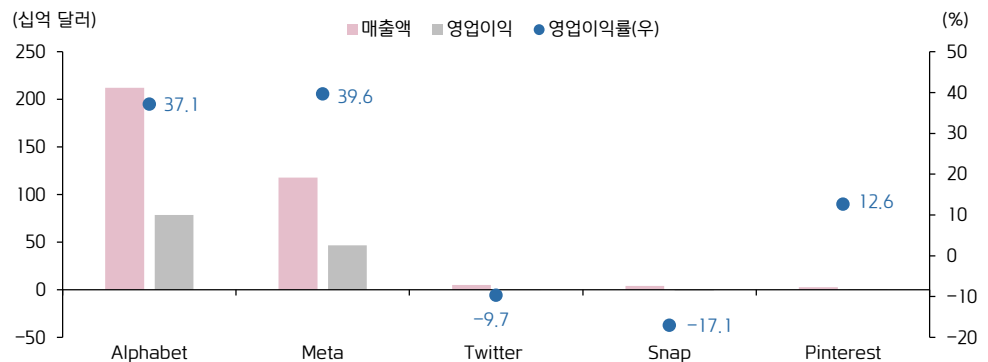
자료: Meta, 키움증권



자료: Meta, 키움증권

**3) 자체 데이터센터 보유 역량:** 자체 데이터센터를 통해 빅데이터를 저장하고 연산할 수 있는 기업이 아니라면 수익성이 낮을 가능성이 있다. 자체 데이터센터 없이 클라우드 사업자들에게 컴퓨팅 파워를 임대하여 메타버스 플랫폼을 운영한다면 기하급수적으로 늘어나는 데이터 연산량 및 그에 따른 임대료 증가로 인해 비용이 급증한다. 자체 데이터센터가 있는 Meta 대비 자체 데이터센터가 없는 Pinterest(AWS), Snap(AWS+GCP), Twitter(GCP)는 클라우드 호스팅 비용에 따라 수익성이 불완전하다. VR 메타버스 플랫폼은 기존 온라인 플랫폼 대비 데이터 발생 및 필요 컴퓨팅량이 천문학적으로 높을 것으로 추정되는 만큼 '자체 데이터센터 확보 역량'은 중요한 경쟁력이 될 수 있다.

## 디지털 광고가 주 수익원인 인터넷 기업 수익성 비교



주: 2021년 연간 실적 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

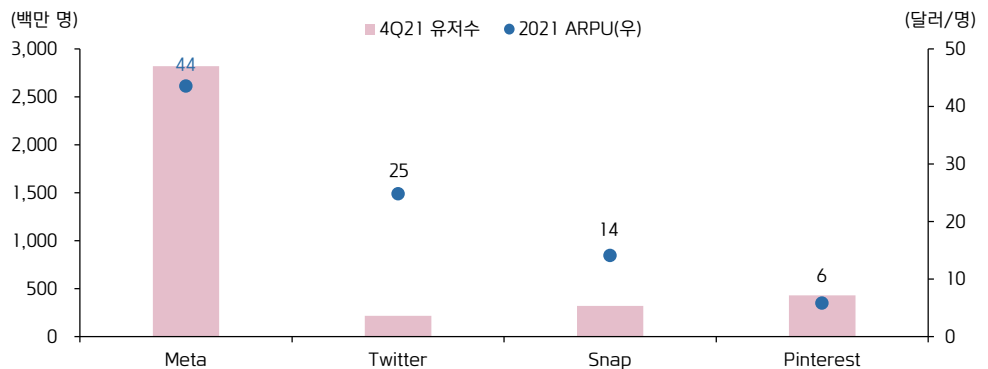
**4) AI 기술력:** 메타버스 플랫폼에서의 주 수익원은 '디지털 광고'가 될 것이다. 디지털 광고의 핵심 역량은 AI 기술력이다. 디지털 광고는 1) 얼마나 많은 이용자를 플랫폼 안에 모아둘 수 있는가, 2) 이용자가 플랫폼을 이탈하지 않게 하면서 얼마나 많은 광고를 노출시킬 수 있는가, 3) 노출된 광고가 실제 유저의 행동 변화(클릭, 광고 시청 등)로 이어지는가, 4) 유저의 행동 변화가 실제 광고주가 원하는 결과(구매, 브랜드 이미지 향상 등)로 이어지는가, 5) 광고주가 원하는 결과를 위해 지출할 광고 예산이 추정 가능하고 합리적인가, 5가지에 따라 성패가 결정된다. 5가지 단계에서 모두 AI 기술력이 강점으로 작용한다. Alphabet과 Meta가 디지털 광고 시장을 'Duopoly'하는 이유는 강력한 AI 기술력에 있다. 온라인 플랫폼 안에서 발생하는 수많은 이용자 데이터를 빠르게 연산하여 광고와 그 광고를 원하는 이용자를 연결해주는 것이 핵심 역량이다. 또한 광고주에게 해당 온라인 플랫폼에서 광고를 집행할 경우 비용 대비 효율을 가시성 있게 제시해야 많은 광고주들의 선택을 받는 플랫폼이 될 수 있다. 이러한 역량을 보유한 업체의 투자 매력도를 높게 평가한다.

#### 디지털 광고 성공 요인 5가지: 전 요소에 AI 역량 필수



자료: 키움증권 리서치

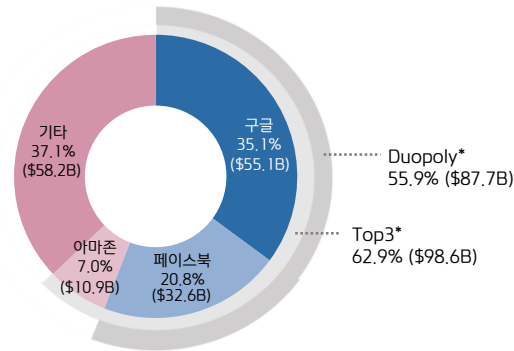
#### 디지털 광고가 주 수익원인 인터넷 기업 ARPU 비교



주: 2021년 매출액 / 연초, 연말 평균 DAU로 계산. Pinterest만 MAU

자료: 각 사, 키움증권 리서치

## 2020년 미국 디지털 광고 시장 점유율



자료: eMarketer, 키움증권 리서치

**5) 메타버스 외 사업에서의 확고한 경쟁력:** 세계적으로 지배적인 메타버스 플랫폼이 등장하는 시기를 예상하는 것은 어렵다. 따라서 현재 시점에서 메타버스 산업이 아니더라도 확실한 경제적 해자를 구축하고 있어 수익성 있는 메타버스 플랫폼 등장 시기가 늦더라도 투자 매력도가 높은 기업을 선호한다.

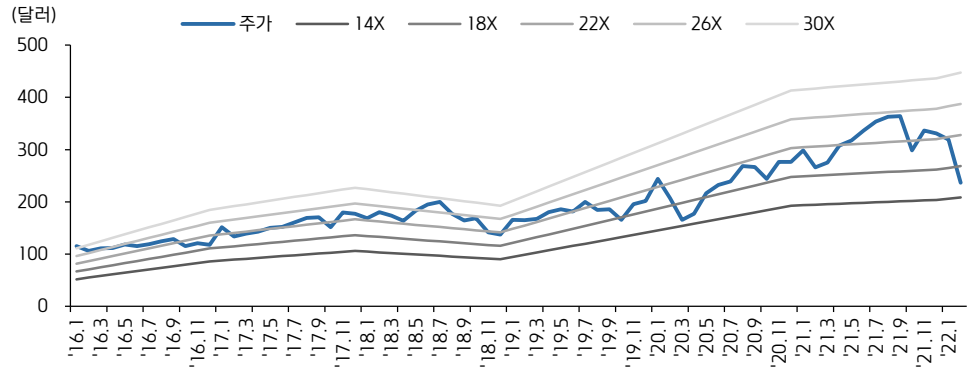
5가지 기준으로 평가한 메타버스 플랫폼 업체에 대한 투자 아이디어는 다음과 같다.

**[Top pick] 메타(FB):** 5개 기준 모두 충족. 1) 금리 인상기에 유리한 저렴한 밸류에이션 기록중이고, 2) 실제 세계에서의 다양한 서비스를 대체하며 파괴적으로 성장 가능한 VR 헤드셋 시장에서 압도적인 점유율 70~80%를 차지하고 있으며, 3) 자체 데이터센터를 경쟁력 있는 규모로 갖추고 있고, 4) AI 기술력 확고하며, 5) 디지털 광고 시장에서 확고한 경제적 해자를 보유하고 있음

**[관심 기업 1] 마이크로소프트(MSFT):** 오피스, 게임 관련 강력한 VR 앱을 만들 수 있는 SW, AI 기술력 보유. 다만 오피스 시장에서 이미 많은 점유율을 차지하고 있어, 자신의 시장을 파괴하며 성장해야 하는 측면과 '디지털 전환' 시대의 승자임이 확실해서 이미 높은 밸류에이션을 기록 중인 것이 아쉬운 점

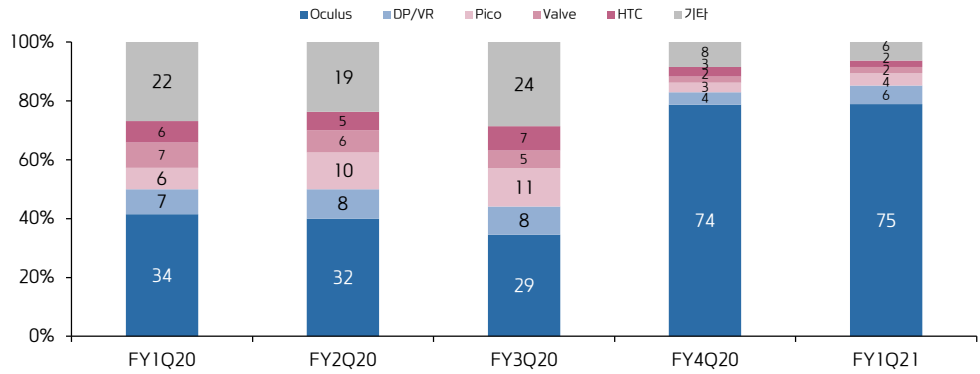
**[관심 기업 2] 로블록스(RBLX):** 어린 연령대에서의 높은 인기로 '메타버스 플랫폼'이라는 브랜드 이미지를 확고히 구축 중. 현재 이용자들이 성인이 되어서도 로블록스 안에서 많은 시간을 보내고, 어린 이용자들이 지속적으로 신규 유입된다면 미래에 강력한 메타버스 플랫폼 업체가 될 가능성이 높은 상황. 다만 이러한 가능성을 주가가 이미 많이 반영하고 있고, 단기적으로는 팬데믹 정상화와 성인용 콘텐츠 부족 문제로 실적 상승률 둔화가 불가피해 보이는 점은 아쉬움. 현 시점에서의 투자는 'high risk, high return' 투자

### 메타 12m fwd PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 세계 XR(VR + AR) 헤드셋 시장 점유율



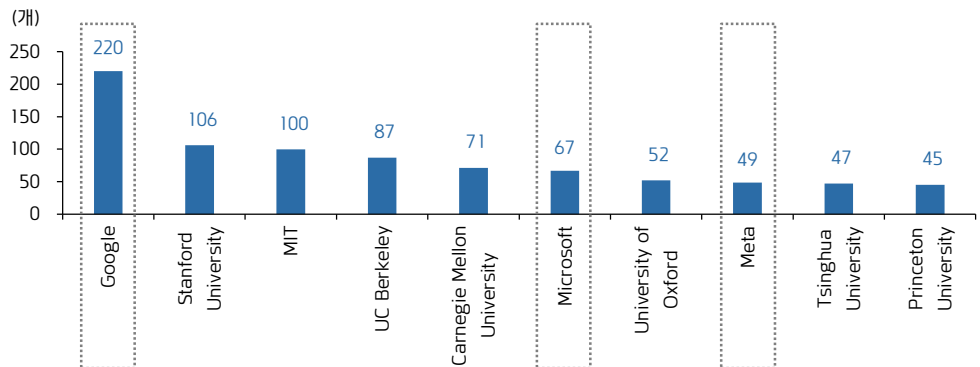
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 메타 보유 데이터센터

| 데이터센터                    | 온라인  | 빌딩(개)     | SqFt(m)     | 투자금(십억 달러)  |
|--------------------------|------|-----------|-------------|-------------|
| Dekalb, Illinois         | 2022 | 2         | 0.9         | 0.8         |
| Altoona, Iowa            | 2014 | 10        | 4.1         | 2.0         |
| Papillion, Nebraska      | 2019 | 8         | 3.6         | 1.5         |
| New Albany, Ohio         | 2020 | 5         | 2.5         | 1.0         |
| Huntsville, Alabama      | 2021 | 4         | 2.5         | 1.0         |
| Newton, Georgia          | 2023 | 5         | 2.5         | 1.0         |
| Forest City, N.Carolina  | 2012 | 4         | 1.3         | 0.8         |
| Gallatin, Tennessee      | 2023 | 2         | 1.0         | 0.8         |
| Henrico, Virginia        | 2020 | 7         | 2.5         | 1.0         |
| Mesa, Arizona            | 2023 | 2         | 1.0         | 0.8         |
| Los Lunas, New Mexico    | 2019 | 6         | 2.8         | 1.0         |
| Fort Worth, Texas        | 2017 | 5         | 2.6         | 1.5         |
| Prineville, Oregon       | 2011 | 11        | 4.6         | 2.0         |
| Eagle Mountain, Utah     | 2021 | 5         | 2.4         | 1.0         |
| Odense, Denmark          | 2019 | 2         | 0.9         | 1.6         |
| Clonee, Ireland          | 2018 | 3         | 1.6         | 0.4         |
| Lulea, Sweden            | 2013 | 3         | 1.0         | 1.0         |
| Tanjong Kling, Singapore | 2022 | 1         | 1.8         | 1.0         |
| <b>합계</b>                |      | <b>85</b> | <b>39.6</b> | <b>20.2</b> |

자료: Dgtl Infra, 키움증권 리서치

## 2020 ICML, NeurIPS 인공지능 학회에 통과된 인공지능 논문 건수



자료: Gleb Chuvpilo, 키움증권 리서치



# 기업분석

필어비스  
(263750)

BUY(Reinitiate)/목표주가 160,000원  
Top Pick

NAVER  
(035420)

BUY(Reinitiate)/목표주가 430,000원  
메타버스 전략 강화 필요

카카오  
(035720)

BUY(Reinitiate)/목표주가 120,000원  
복합적 변수를 고려할 필요

NHN  
(181710)

BUY(Reinitiate)/목표주가 47,000원  
낮은 밸류에이션의 해석

NHN한국사이버결제  
(060250)

BUY(Initiate)/목표주가 29,000원  
해외 거래액 증가 긍정적

엔씨소프트  
(036570)

BUY(Reinitiate)/목표주가 650,000원  
신작 게임성 검증이 필요

크래프톤  
(259960)

BUY(Reinitiate)/목표주가 380,000원  
부정적으로 볼 필요 없음

넷마블  
(251270)

Marketperform(Reinitiate)/목표주가 100,000원  
게임별 PLC 관리가 필요

카카오게임즈  
(293490)

BUY(Initiate)/목표주가 92,000원  
다양한 사업적 변수 존재

컴투스  
(078340)

BUY(Reinitiate)/목표주가 150,000원  
전략은 옳으나 퀄리티가 관건

Meta Platforms (FB.US)

저커버그가 또 해낼 것이라고 믿는 이유

Microsoft (MSFT.US)

저렴하지 않은 것 말고는 완벽

Roblox (RBLX.US)

끊임없이 성장한다는 기대감이 필요한 주가

풀어비스 (263750)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 96,000원

목표주가 160,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

메타버스 시대 진입에 따라 게임사와 인터넷 업체의 사업적 경계는 사라질 것이다. 메타버스 플랫폼 구축에 압도적인 기술 경쟁력을 확보한 동사는 향후 광고사업 입지 확대를 기반으로 국내 인터넷 업체들과 대등하게 경쟁하게 될 것이다.

#### Stock Data

|               |    |          |         |
|---------------|----|----------|---------|
| KOSDAQ (2/23) |    | 877.33pt |         |
| 시가총액          |    | 63,573억원 |         |
| 52주 주가동향      |    | 최고가      | 최저가     |
|               |    | 141,000원 | 55,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락  |    | -31.9%   | 74.5%   |
| 주가수익률         |    | 절대       | 상대      |
|               | 1M | -15.8%   | -9.5%   |
|               | 6M | 32.6%    | 50.1%   |
|               | 1Y | 65.9%    | 72.8%   |

#### Company Data

|             |            |
|-------------|------------|
| 발행주식수       | 66,222천주   |
| 일평균 거래량(3M) | 692천주      |
| 외국인 지분율     | 14.5%      |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%       |
| BPS (21E)   | 10,886원    |
| 주요 주주       | 김대일 외 14 인 |
|             | 50.2%      |

#### Price Trend



## Top Pick

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 16만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 16만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 10.5조원으로, 이는 게임사업 가치 8.7조원과 메타버스 기반 광고사업 장기 수익가치 1.8조원을 합산한 기준이다. 게임사업 가치는 동사 주력 신작인 도깨비가 신작에 반영될 23E를 기준시점으로 하여 적정 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 22E 기준 현재가치이다.

### >>> 메타버스 플랫폼 기반 가치 집중

산업단에서 수많은 논지로 언급 하였듯이, 동사는 메타버스 플랫폼을 구축할 수 있는 기술 솔루션을 갖춘 독보적인 업체로 글로벌 업체인 Epic Games 및 Unity 등과 대등히 경쟁할 수 있는 내재 역량을 갖췄다. 향후 수많은 업체들이 동사의 기술적 경쟁우위에 집중함에 따라 다양한 파트너들과의 제휴가 성사될 것이며, 이에 따라 동사의 투자 매력도는 자연스럽게 높아질 것이다.

### >>> 올해 게임사업 변수 점검 필요

동사는 올해 검은사막 모바일 중국 및 붉은사막 출시를 예정하고 있다. 특히 검은사막 모바일 중국 초기 성과에 따라 단기 주가의 변동성이 확대될 여지가 있다. 당사는 올해 2Q22E 검은사막 모바일 중국 초기 일평균 매출 2십억원을 추정치에 반영하였다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019  | 2020  | 2021F | 2022F | 2023F   |
|----------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액            | 535.9 | 488.8 | 403.8 | 666.6 | 1,066.3 |
| 영업이익           | 150.6 | 157.3 | 43.0  | 222.5 | 475.7   |
| EBITDA         | 168.0 | 179.2 | 63.0  | 251.8 | 511.8   |
| 세전이익           | 181.3 | 142.0 | 79.1  | 261.1 | 516.5   |
| 순이익            | 157.7 | 100.9 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| 지배주주지분순이익      | 157.7 | 100.9 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| EPS(원)         | 2,424 | 1,543 | 923   | 3,008 | 5,804   |
| 증감률(% YoY)     | 4.6   | -36.3 | -40.2 | 226.0 | 93.0    |
| PER(배)         | 15.3  | 33.7  | 149.9 | 31.6  | 16.4    |
| PBR(배)         | 4.09  | 5.35  | 12.70 | 6.96  | 4.94    |
| EV/EBITDA(배)   | 13.0  | 17.3  | 141.0 | 23.6  | 11.1    |
| 영업이익률(%)       | 28.1  | 32.2  | 10.6  | 33.4  | 44.6    |
| ROE(%)         | 31.6  | 16.5  | 9.0   | 24.5  | 35.2    |
| 순차입금비율(%)      | -37.5 | -46.6 | -37.1 | -39.8 | -49.9   |

자료: 키움증권 리서치

필터비스 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P   | 22E   | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액           | 100.9 | 88.5  | 96.4  | 118.0 | 95.6  | 131.9 | 120.1 | 319.0 | 403.8 | 666.6 | 1,066.3 |
| 계입부문          | 100.5 | 88.0  | 89.9  | 85.4  | 88.1  | 124.4 | 112.6 | 311.5 | 363.8 | 636.6 | 1,034.8 |
| PC            | 53.2  | 57.0  | 55.8  | 57.0  | 59.3  | 58.0  | 54.9  | 138.0 | 223.1 | 310.2 | 475.8   |
| 콘솔            | 11.5  | 9.3   | 7.7   | 7.0   | 7.2   | 7.0   | 6.8   | 127.4 | 35.6  | 148.4 | 396.7   |
| 모바일           | 35.8  | 21.6  | 26.4  | 21.4  | 21.6  | 59.5  | 50.9  | 46.1  | 105.2 | 178.0 | 162.3   |
| 기타부문          | 0.3   | 0.6   | 6.5   | 32.6  | 7.5   | 7.5   | 7.5   | 7.5   | 39.9  | 30.0  | 31.5    |
| 영업비용          | 87.8  | 94.5  | 86.2  | 92.3  | 93.8  | 101.4 | 96.8  | 152.1 | 360.8 | 444.2 | 590.6   |
| 영업이익          | 13.1  | -6.0  | 10.2  | 25.7  | 1.8   | 30.5  | 23.3  | 166.9 | 43.0  | 222.5 | 475.7   |
| 영업이익률(%)      | 13.0% | -6.8% | 10.6% | 21.8% | 1.8%  | 23.1% | 19.4% | 52.3% | 10.7% | 33.4% | 44.6%   |
| 영업외손익         | 11.5  | 9.5   | 22.8  | -7.7  | 9.7   | 9.7   | 9.7   | 9.7   | 36.1  | 38.6  | 40.8    |
| 법인세차감전순이익     | 24.6  | 3.5   | 33.0  | 18.0  | 11.4  | 40.2  | 32.9  | 176.6 | 79.1  | 261.1 | 516.5   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 24.3% | 4.0%  | 34.3% | 15.3% | 12.0% | 30.4% | 27.4% | 55.4% | 19.6% | 39.2% | 48.4%   |
| 법인세비용         | 3.9   | 0.7   | 6.2   | 7.2   | 2.7   | 9.5   | 7.8   | 41.9  | 18.0  | 61.9  | 132.1   |
| 법인세율(%)       | 15.9% | 19.8% | 18.8% | 40.0% | 23.7% | 23.7% | 23.7% | 23.7% | 22.8% | 23.7% | 25.6%   |
| 당기순이익         | 20.7  | 2.8   | 26.8  | 10.8  | 8.7   | 30.6  | 25.1  | 134.7 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| 당기순이익률(%)     | 20.5% | 3.2%  | 27.8% | 9.2%  | 9.1%  | 23.2% | 20.9% | 42.2% | 15.1% | 29.9% | 36.0%   |
| 지배주주지분        | 20.7  | 2.8   | 26.8  | 10.8  | 8.7   | 30.6  | 25.1  | 134.7 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| 비지배주주지분       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |

자료: 필터비스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F   |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| <b>매출액</b>           | 535.9 | 488.8 | 403.8 | 666.6 | 1,066.3 |
| 매출원가                 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 매출총이익                | 535.9 | 488.8 | 403.8 | 666.6 | 1,066.3 |
| 판매비                  | 385.3 | 331.5 | 360.8 | 444.2 | 590.6   |
| <b>영업이익</b>          | 150.6 | 157.3 | 43.0  | 222.5 | 475.7   |
| <b>EBITDA</b>        | 168.0 | 179.2 | 63.0  | 251.8 | 511.8   |
| 영업외손익                | 30.7  | -15.3 | 36.1  | 38.6  | 40.8    |
| 이자수익                 | 5.9   | 4.8   | 7.6   | 8.7   | 11.9    |
| 이자비용                 | 6.3   | 3.5   | 11.1  | 11.1  | 11.1    |
| 외환관련이익               | 12.1  | 15.3  | 17.0  | 17.0  | 17.0    |
| 외환관련손실               | 9.9   | 39.9  | 12.0  | 12.0  | 12.0    |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.1   | 0.0   | -2.6  | -2.0  | -1.5    |
| 기타                   | 28.8  | 8.0   | 37.2  | 38.0  | 36.5    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 181.3 | 142.0 | 79.1  | 261.1 | 516.5   |
| 법인세비용                | 23.6  | 41.1  | 18.0  | 61.9  | 132.1   |
| 계속사업손손익              | 157.7 | 100.9 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| <b>당기순이익</b>         | 157.7 | 100.9 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 157.7 | 100.9 | 61.1  | 199.2 | 384.4   |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |       |       |       |       |         |
| 매출액 증감률              | 32.4  | -8.8  | -17.4 | 65.1  | 60.0    |
| 영업이익 증감률             | -10.4 | 4.4   | -72.7 | 417.4 | 113.8   |
| EBITDA 증감률           | -2.8  | 6.7   | -64.8 | 299.7 | 103.3   |
| 지배주주순이익 증감률          | 7.7   | -36.0 | -39.4 | 226.0 | 93.0    |
| EPS 증감률              | 4.6   | -36.3 | -40.2 | 226.0 | 93.0    |
| 매출총이익률(%)            | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 28.1  | 32.2  | 10.6  | 33.4  | 44.6    |
| EBITDA Margin(%)     | 31.3  | 36.7  | 15.6  | 37.8  | 48.0    |
| 지배주주순이익률(%)          | 29.4  | 20.6  | 15.1  | 29.9  | 36.0    |

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A | 2020A | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 450.1 | 481.8 | 725.5   | 828.1   | 1,122.7 |
| 현금 및 현금성자산      | 176.4 | 202.1 | 410.0   | 428.1   | 607.1   |
| 단기금융자산          | 194.6 | 217.5 | 250.1   | 325.1   | 422.7   |
| 매출채권 및 기타채권     | 68.9  | 52.7  | 56.5    | 66.7    | 85.3    |
| 재고자산            | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산          | 10.2  | 9.5   | 8.9     | 8.2     | 7.6     |
| <b>비유동자산</b>    | 417.3 | 415.4 | 632.8   | 721.5   | 803.9   |
| 투자자산            | 11.5  | 22.7  | 170.1   | 218.1   | 266.6   |
| 유형자산            | 78.1  | 96.8  | 134.7   | 162.7   | 183.5   |
| 무형자산            | 293.4 | 270.1 | 302.2   | 314.8   | 328.0   |
| 기타비유동자산         | 34.3  | 25.8  | 25.8    | 25.9    | 25.8    |
| <b>자산총계</b>     | 867.4 | 897.2 | 1,358.2 | 1,549.6 | 1,926.6 |
| <b>유동부채</b>     | 123.3 | 181.7 | 273.6   | 278.0   | 282.8   |
| 매입채무 및 기타채무     | 46.8  | 39.8  | 43.8    | 48.1    | 53.0    |
| 단기금융부채          | 33.9  | 89.8  | 89.8    | 89.8    | 89.8    |
| 기타유동부채          | 42.6  | 52.1  | 140.0   | 140.1   | 140.0   |
| <b>비유동부채</b>    | 155.1 | 78.6  | 363.8   | 365.8   | 367.9   |
| 장기금융부채          | 116.2 | 33.2  | 302.9   | 302.9   | 302.9   |
| 기타비유동부채         | 38.9  | 45.4  | 60.9    | 62.9    | 65.0    |
| <b>부채총계</b>     | 278.4 | 260.3 | 637.4   | 643.7   | 650.6   |
| <b>지배자본</b>     | 589.0 | 636.9 | 720.9   | 905.8   | 1,276.0 |
| 자본금             | 6.5   | 6.5   | 6.6     | 6.6     | 6.6     |
| 자본잉여금           | 200.0 | 202.3 | 212.3   | 212.3   | 212.3   |
| 기타자본            | -11.7 | -52.7 | -59.7   | -59.7   | -59.7   |
| 기타포괄손익누계액       | 5.0   | -9.3  | 10.5    | -3.7    | -18.0   |
| 이익잉여금           | 389.2 | 490.1 | 551.2   | 750.4   | 1,134.8 |
| 비지배자본           | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>자본총계</b>     | 589.0 | 636.9 | 720.9   | 905.8   | 1,276.0 |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A  | 2020A | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 168.4  | 157.4 | 176.9  | 216.4  | 399.8  |
| 당기순이익                  | 157.7  | 100.9 | 61.1   | 199.2  | 384.4  |
| 비현금항목의 가감              | 29.5   | 77.7  | 33.1   | 84.6   | 157.9  |
| 유형자산감가상각비              | 9.1    | 13.1  | 12.1   | 21.9   | 29.2   |
| 무형자산감가상각비              | 8.3    | 8.8   | 7.9    | 7.4    | 6.9    |
| 지분법평가손익                | -0.1   | 0.0   | 2.6    | 2.0    | 1.5    |
| 기타                     | 12.2   | 55.8  | 10.5   | 53.3   | 120.3  |
| 영업활동자산부채증감             | 24.5   | 22.5  | 104.2  | -3.1   | -11.2  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -19.6  | 17.7  | -3.8   | -10.1  | -18.6  |
| 재고자산의감소                | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무및기타채무의증가           | 0.0    | 0.0   | 4.0    | 4.4    | 4.8    |
| 기타                     | 44.1   | 4.8   | 104.0  | 2.6    | 2.6    |
| 기타현금흐름                 | -43.3  | -43.7 | -21.5  | -64.3  | -131.3 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -180.1 | -70.4 | -280.5 | -202.9 | -225.4 |
| 유형자산의 취득               | -37.0  | -26.7 | -50.0  | -50.0  | -50.0  |
| 유형자산의 처분               | 0.0    | 0.1   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -5.7   | -1.9  | -40.0  | -20.0  | -20.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | -2.0   | -11.2 | -150.0 | -50.0  | -50.0  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -137.6 | -22.9 | -32.6  | -75.0  | -97.5  |
| 기타                     | 2.2    | -7.8  | -7.9   | -7.9   | -7.9   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -41.8  | -55.7 | 268.6  | -4.2   | -4.2   |
| 차입금의 증가(감소)            | -40.0  | -10.0 | 269.7  | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0   | 10.1   | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | -41.5 | -7.0   | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | -1.8   | -4.2  | -4.2   | -4.2   | -4.2   |
| 기타현금흐름                 | 0.9    | -5.6  | 42.8   | 8.8    | 8.8    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -52.6  | 25.8  | 207.9  | 18.1   | 179.0  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 229.0  | 176.4 | 202.1  | 410.0  | 428.1  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 176.4  | 202.1 | 410.0  | 428.1  | 607.1  |

자료: 키움증권 리서치센터

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 2,424  | 1,543  | 923    | 3,008  | 5,804  |
| BPS             | 9,046  | 9,739  | 10,886 | 13,679 | 19,268 |
| CFPS            | 2,878  | 2,733  | 1,423  | 4,285  | 8,189  |
| DPS             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>주가배수(배)</b>  |        |        |        |        |        |
| PER             | 15.3   | 33.7   | 149.9  | 31.6   | 16.4   |
| PER(최고)         | 19.0   | 36.3   | 157.4  |        |        |
| PER(최저)         | 12.9   | 20.2   | 53.1   |        |        |
| PBR             | 4.09   | 5.35   | 12.70  | 6.96   | 4.94   |
| PBR(최고)         | 5.10   | 5.75   | 13.34  |        |        |
| PBR(최저)         | 3.45   | 3.20   | 4.50   |        |        |
| PSR             | 4.49   | 6.96   | 22.68  | 9.46   | 5.91   |
| PCFR            | 12.9   | 19.1   | 97.2   | 22.2   | 11.6   |
| EV/EBITDA       | 13.0   | 17.3   | 141.0  | 23.6   | 11.1   |
| <b>주요비율(%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 배당성향(%),보통주,현금  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(%),보통주,현금 | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA             | 20.0   | 11.4   | 5.4    | 13.7   | 22.1   |
| ROE             | 31.6   | 16.5   | 9.0    | 24.5   | 35.2   |
| ROIC            | 34.6   | 29.4   | 10.0   | 49.0   | 90.1   |
| 매출채권회전율         | 9.0    | 8.0    | 7.4    | 10.8   | 14.0   |
| 재고자산회전율         |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 47.3   | 40.9   | 88.4   | 71.1   | 51.0   |
| 순차입금비율          | -37.5  | -46.6  | -37.1  | -39.8  | -49.9  |
| 이자보상배율,현금       | 23.9   | 45.3   | 3.9    | 20.1   | 42.9   |
| <b>총차입금</b>     | 150.2  | 123.0  | 392.7  | 392.7  | 392.7  |
| 순차입금            | -220.8 | -296.6 | -267.3 | -360.5 | -637.0 |
| NOPLAT          | 168.0  | 179.2  | 63.0   | 251.8  | 511.8  |
| FCF             | 122.3  | 121.8  | 67.4   | 125.9  | 309.0  |

NAVER (035420)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 309,000원

목표주가 430,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사 메타버스 전략은 강화될 필요가 분명하나, 잠재적인 경쟁력은 가지고 있다고 판단한다. 이는 동사가 확보한 검색, 빅데이터, AI 등을 결합한 시너지 효과를 기대해 볼 수 있기 때문이다. 다만 메타버스 환경을 구현하는 기술 솔루션 등에 대한 매우 적극적인 투자가 필요한 시점이다.

### Stock Data

|              |    |            |          |
|--------------|----|------------|----------|
| KOSPI (2/23) |    | 2,719.53pt |          |
| 시가총액         |    | 506,912억원  |          |
| 52주 주가동향     |    | 최고가        | 최저가      |
|              |    | 454,000원   | 303,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 |    | -31.9%     | 2.0%     |
| 주가수익률        |    | 절대         | 상대       |
|              | 1M | -7.2%      | -3.3%    |
|              | 6M | -28.1%     | -18.2%   |
|              | 1Y | -17.6%     | -8.7%    |

### Company Data

|             |             |
|-------------|-------------|
| 발행주식수       | 164,049천주   |
| 일평균 거래량(3M) | 573천주       |
| 외국인 지분율     | 55.0%       |
| 배당수익률(21E)  | 0.1%        |
| BPS (21E)   | 145,194원    |
| 주요 주주       | 국민연금공단 9.2% |

### Price Trend



## 메타버스 전략 강화 필요

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 43만원

NAVER에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 43만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 70.5조원으로, 이는 네이버 사업부문 적정가치 26.2조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 17.1조원, 일본 이커머스 솔루션 사업 적정가치 2.5조원, 네이버파이낸셜 지분가치 5.8조원, Webtoon Entertainment 지분가치 7.3조원 및 Z Holdings 통합법인 지분가치 11.6조원으로 구성하여 제시한다.

### >>> 커머스 기반 중장기 성장 지속

동사 커머스 사업부문은 코로나19를 기점으로 2년간 높은 성장성을 기록하였다. 하지만 향후 위드코로나 도래에 따라 이전과 같은 높은 성장성을 기대하는 것은 무리가 있다. 이에 커머스 사업부문의 트리거는 솔루션 사업부문의 입지 강화인데, 국내에서는 소상공인 케어 이슈와 일본에서는 무료 프로모션 및 야후재팬 진입 시차 등을 감안시 단기간에 높은 실적 기여도를 안겨주는 어려울 수 있다. 다만 솔루션 사업부문은 중장기 관점에서 매우 중요한 성장 기제로 작용할 것은 분명하다.

### >>> 메타버스 사업 전략 강화 필요

동사는 현재 계열사 산하의 제페토 서비스를 중심으로 제한적인 메타버스 사업 전략을 가지고 있다. 하지만 당사는 이를 전사적인 관점의 사업 전략으로 변화시켜야 Meta, Microsoft 같은 글로벌 업체와 경쟁할 수 있다고 판단한다. 인터넷 업종 내 최선호주 의견은 유효하다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|----------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 매출액            | 4,356.2 | 5,304.1 | 6,817.6  | 8,366.4 | 9,864.3 |
| 영업이익           | 1,155.0 | 1,215.3 | 1,325.5  | 1,682.5 | 2,095.7 |
| EBITDA         | 1,653.0 | 1,710.6 | 1,747.8  | 2,256.9 | 2,737.1 |
| 세전이익           | 1,391.3 | 1,633.6 | 2,040.6  | 2,346.1 | 2,107.3 |
| 순이익            | 396.8   | 845.0   | 16,413.5 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| 지배주주지분순이익      | 583.1   | 1,002.1 | 16,426.1 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| EPS(원)         | 3,538   | 6,097   | 100,051  | 10,368  | 12,846  |
| 증감률(% YoY)     | -10.1   | 72.4    | 1,540.9  | -89.6   | 23.9    |
| PER(배)         | 52.7    | 48.0    | 3.8      | 30.2    | 24.4    |
| PBR(배)         | 5.29    | 6.52    | 2.61     | 2.00    | 1.84    |
| EV/EBITDA(배)   | 17.8    | 27.5    | 35.0     | 21.9    | 17.6    |
| 영업이익률(%)       | 26.5    | 22.9    | 19.4     | 20.1    | 21.2    |
| ROE(%)         | 10.6    | 15.2    | 105.3    | 6.9     | 7.9     |
| 순차입금비율(%)      | -31.0   | -23.2   | -7.4     | -10.5   | -14.1   |

자료: 키움증권 리서치

## NAVER Valuation

| (십억원)                         | 산출내역     |
|-------------------------------|----------|
| 네이버 사업부문 적정가치 (쇼핑/웹툰 제외)      | 26,154.5 |
| 22E 네이버 사업부문 당기순이익 (쇼핑/웹툰 제외) | 1,046.2  |
| 적정 PER(배)                     | 25.0     |
| 네이버쇼핑 사업부문 적정가치               | 17,138.9 |
| 26E 네이버쇼핑 세후 영업이익             | 1,003.7  |
| 잠재 PER(배)                     | 25.0     |
| 연간 할인율(%)                     | 10.0%    |
| 일본 이커머스 솔루션 사업부문 적정가치         | 2,536.2  |
| 26E 세후 영업이익                   | 123.8    |
| 잠재 PER(배)                     | 30.0     |
| 연간 할인율(%)                     | 10.0%    |
| 네이버파이낸셜 지분가치                  | 5,751.7  |
| 네이버파이낸셜 기업가치                  | 8,216.8  |
| NAVER 지분율(%)                  | 70.0%    |
| Webtoon Entertainment 지분가치    | 7,254.9  |
| Webtoon Entertainment 기업가치    | 10,893.2 |
| NAVER 지분율(%)                  | 66.6%    |
| Z Holdings 통합법인 지분가치          | 11,645.6 |
| 22E Z Holdings 통합법인 지배주주지분    | 1,019.1  |
| 적정 PER(배)                     | 35.0     |
| Z Holdings 통합법인 적정가치          | 35,668.1 |
| NAVER 지분율(%)                  | 32.7%    |
| NAVER 적정가치                    | 70,481.8 |
| 발행주식수(천주)                     | 164,049  |
| NAVER 주당 적정가치(원)              | 429,639  |
| 현주가(원)                        | 309,000  |
| 업사이드(%)                       | 39.0%    |

주: 22E 평균 원/엔 환율 10.4원 적용, 22E 기준

자료: NAVER, 키움증권

## 네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

| (십억원)         | 20A     | 21P     | 22E     | 23E     | 24E     | 25E     | 26E      |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액           | 1,089.7 | 1,475.1 | 1,866.0 | 2,295.8 | 2,805.9 | 3,341.7 | 3,906.5  |
| 수수료           | 334.1   | 417.0   | 500.4   | 588.0   | 676.2   | 760.7   | 836.8    |
| 광고            | 736.1   | 921.5   | 1,133.4 | 1,357.1 | 1,582.0 | 1,796.0 | 1,986.0  |
| 솔루션           |         |         | 25.9    | 116.2   | 286.3   | 499.3   | 777.6    |
| 플러스 멤버십       | 19.5    | 136.6   | 206.3   | 234.5   | 261.4   | 285.8   | 306.2    |
| 영업비용          | 662.2   | 1,058.3 | 1,367.9 | 1,643.2 | 1,953.0 | 2,253.1 | 2,535.7  |
| 개발/운영         | 245.6   | 352.4   | 422.9   | 496.8   | 571.4   | 642.8   | 707.1    |
| 파트너           | 114.5   | 142.2   | 174.4   | 208.4   | 242.5   | 275.0   | 303.8    |
| 기타            | 302.1   | 563.8   | 770.7   | 938.0   | 1,139.1 | 1,335.3 | 1,524.8  |
| 영업이익          | 427.5   | 416.8   | 498.1   | 652.6   | 853.0   | 1,088.6 | 1,370.8  |
| 마진율(%)        | 39.2%   | 28.3%   | 26.7%   | 28.4%   | 30.4%   | 32.6%   | 35.1%    |
| 세후 영업이익       | 319.8   | 312.1   | 371.0   | 483.0   | 628.3   | 799.1   | 1,003.7  |
| CAGR(22E-26E) |         |         |         |         |         |         | 26.3%    |
| 잠재 PER(배)     |         |         |         |         |         |         | 25.0     |
| 22E 적정가치      |         |         |         |         |         |         | 17,138.9 |

주: 연간 할인율 10% 적용  
자료: NAVER, 키움증권 추정

## NAVER 일본 이커머스 솔루션 사업 실적 및 Valuation

| (십억원)            | 21P | 22E | 23E   | 24E     | 25E    | 26E     |
|------------------|-----|-----|-------|---------|--------|---------|
| 매출액              |     |     | 3.5   | 43.4    | 174.3  | 387.6   |
| Shopping GMV     |     |     | 3,380 | 23,448  | 32,576 | 35,528  |
| Yahoo Japan      |     |     |       | 17,005  | 23,689 | 24,356  |
| LINE             |     |     | 3,380 | 6,443   | 8,886  | 11,172  |
| Penetration Rate |     |     | 5.2%  | 7.6%    | 16.7%  | 27.1%   |
| Take Rate        |     |     | 2.0%  | 2.4%    | 3.2%   | 4.0%    |
| 영업이익             |     |     | 1.2   | 17.2    | 77.3   | 190.4   |
| 마진율(%)           |     |     | 35.0% | 39.7%   | 44.3%  | 49.1%   |
| 세후 영업이익          |     |     | 0.8   | 11.2    | 50.2   | 123.8   |
| %YoY             |     |     |       | 1301.7% | 348.3% | 146.5%  |
| CAGR(25E-26E)    |     |     |       |         |        | 232.4%  |
| 잠재 PER(배)        |     |     |       |         |        | 30.0    |
| 22E 적정가치         |     |     |       |         |        | 2,536.2 |

주: 연간 할인율 10% 적용  
자료: Z Holdings, 키움증권 추정

## 네이버파이낸셜 Valuation

| (십억원)          | 산출내역    | 비고                                |
|----------------|---------|-----------------------------------|
| 네이버파이낸셜 적정가치   | 8,216.8 |                                   |
| 22E MAU(백만)    | 19.5    | 네이버페이 기반 신규 MAU 증가 반영 (스마트스토어 포함) |
| MAU 당 기업가치(천원) | 422     |                                   |
| 금융기관 연계대출 BM   | 298     | 수익배분율 50% 적용                      |
| 비은행 사업부문 BM    | 124     | 비은행 비중 29% (수익배분율 50% 적용)         |

주1: 금융기관 연계대출 BM은 카카오뱅크 MAU당 시가총액 1.4백만원에 타겟 고객 비중 43% 적용

주2: 카카오뱅크 MAU는 22E 연평균 16백만명을 적용, 이는 22E말 기준 전년대비 10% 증가 가정

주3: 금융기관 연계대출 타겟 고객은 중위권 신용자 기준으로 17~19년 4~7등급 대상으로 산정

주4: 비은행 비중은 17년~21년 국내 금융지주사 은행 및 비은행 영업이익을 기준으로 산출

자료: NAVER, NICE평가정보, KB금융지주, 신한지주, 하나금융지주, 키움증권

## Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

| (십억원)                 | 20A   | 21P   | 22E   | 23E     | 24E     | 25E     | 26E      |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액                   | 379.5 | 572.9 | 844.4 | 1,081.3 | 1,362.4 | 1,679.8 | 2,030.3  |
| 네이버웹툰                 | 300.9 | 460.1 | 683.8 | 859.0   | 1,062.6 | 1,285.9 | 1,525.6  |
| LINE Digital Frontier | 78.7  | 112.8 | 160.6 | 222.4   | 299.8   | 393.9   | 504.7    |
| 영업비용                  | 398.2 | 574.2 | 787.2 | 967.2   | 1,170.7 | 1,388.4 | 1,616.2  |
| 네이버웹툰                 | 317.6 | 453.9 | 634.6 | 761.5   | 900.9   | 1,043.7 | 1,187.2  |
| LINE Digital Frontier | 80.6  | 120.4 | 152.6 | 205.7   | 269.8   | 344.7   | 429.0    |
| 영업이익                  | -18.6 | -1.3  | 57.2  | 114.1   | 191.7   | 291.4   | 414.1    |
| 마진율(%)                | -4.9% | -0.2% | 6.8%  | 10.6%   | 14.1%   | 17.3%   | 20.4%    |
| 네이버웹툰                 | -16.7 | 6.3   | 49.2  | 97.4    | 161.7   | 242.2   | 338.4    |
| LINE Digital Frontier | -1.9  | -7.6  | 8.0   | 16.7    | 30.0    | 49.2    | 75.7     |
| 당기순이익                 | -28.6 | -6.7  | 42.5  | 88.5    | 149.7   | 227.0   | 319.0    |
| %YoY                  | 적전    | 적축    | 흑전    | 108.2%  | 69.1%   | 51.6%   | 40.5%    |
| CAGR(23E-26E)         |       |       |       |         |         |         | 65.5%    |
| 잠재 PER(배)             |       |       |       |         |         |         | 50.0     |
| 22E 적정가치              |       |       |       |         |         |         | 10,893.2 |

주: 네이버웹툰 사업부문에 웹툰 디스플레이 포함, 연간 할인율 10% 적용

자료: NAVER, 키움증권 추정

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21     | 2Q21    | 3Q21    | 4Q21P   | 1Q22E   | 2Q22E   | 3Q22E   | 4Q22E   | 21P      | 22E     | 23E     |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 매출액           | 1,499.1  | 1,663.5 | 1,727.3 | 1,927.7 | 1,920.5 | 2,066.5 | 2,122.7 | 2,256.6 | 6,817.6  | 8,366.4 | 9,864.3 |
| 서치플랫폼         | 752.7    | 826.0   | 824.9   | 886.9   | 834.1   | 904.4   | 902.6   | 960.6   | 3,290.5  | 3,601.8 | 3,893.2 |
| 커머스           | 324.4    | 365.3   | 380.3   | 405.2   | 419.8   | 464.2   | 477.1   | 504.8   | 1,475.1  | 1,866.0 | 2,295.8 |
| 핀테크           | 209.5    | 232.6   | 241.7   | 295.2   | 291.9   | 312.7   | 334.9   | 358.8   | 979.0    | 1,298.3 | 1,677.8 |
| 콘텐츠           | 130.8    | 144.8   | 184.1   | 233.3   | 262.1   | 267.1   | 284.0   | 302.1   | 692.9    | 1,115.3 | 1,415.2 |
| 클라우드          | 81.7     | 94.9    | 96.2    | 107.2   | 112.5   | 118.1   | 124.1   | 130.3   | 380.0    | 485.0   | 582.3   |
| 영업비용          | 1,210.2  | 1,327.9 | 1,377.5 | 1,576.5 | 1,560.2 | 1,643.9 | 1,667.1 | 1,812.8 | 5,492.1  | 6,684.0 | 7,768.7 |
| 영업이익          | 288.8    | 335.6   | 349.8   | 351.2   | 360.3   | 422.7   | 455.6   | 443.8   | 1,325.5  | 1,682.5 | 2,095.7 |
| 영업이익률(%)      | 19.3%    | 20.2%   | 20.3%   | 18.2%   | 18.8%   | 20.5%   | 21.5%   | 19.7%   | 19.4%    | 20.1%   | 21.2%   |
| 법인세차감전순이익     | 424.9    | 647.1   | 495.0   | 473.5   | 532.1   | 612.5   | 615.7   | 585.7   | 2,040.6  | 2,346.1 | 2,906.7 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 28.3%    | 38.9%   | 28.7%   | 24.6%   | 27.7%   | 29.6%   | 29.0%   | 26.0%   | 29.9%    | 28.0%   | 29.5%   |
| 법인세비용         | 110.3    | 106.6   | 172.3   | 237.8   | 146.3   | 168.4   | 169.3   | 161.1   | 626.9    | 645.2   | 799.3   |
| 법인세율(%)       | 26.0%    | 16.5%   | 34.8%   | 50.2%   | 27.5%   | 27.5%   | 27.5%   | 27.5%   | 30.7%    | 27.5%   | 27.5%   |
| 계속영업순이익       | 314.6    | 540.6   | 322.7   | 235.7   | 385.8   | 444.1   | 446.4   | 424.6   | 1,413.6  | 1,700.9 | 2,107.3 |
| 중단영업순이익       | 14,999.9 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 14,999.9 | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익         | 15,314.5 | 540.6   | 322.7   | 235.7   | 385.8   | 444.1   | 446.4   | 424.6   | 16,413.5 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| 당기순이익률(%)     | 1021.6%  | 32.5%   | 18.7%   | 12.2%   | 20.1%   | 21.5%   | 21.0%   | 18.8%   | 240.8%   | 20.3%   | 21.4%   |
| 지배주주지분        | 15,310.5 | 527.7   | 331.9   | 256.1   | 385.8   | 444.1   | 446.4   | 424.6   | 16,426.1 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| 비지배주주지분       | 4.0      | 12.9    | -9.2    | -20.3   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | -12.6    | 0.0     | 0.0     |

Source: NAVER, Z Holdings, LINE, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 4,356.2 | 5,304.1 | 6,817.6 | 8,366.4 | 9,864.3 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출총이익                | 4,356.2 | 5,304.1 | 6,817.6 | 8,366.4 | 9,864.3 |
| 판매비                  | 3,201.2 | 4,088.8 | 5,492.1 | 6,684.0 | 7,768.7 |
| <b>영업이익</b>          | 1,155.0 | 1,215.3 | 1,325.5 | 1,682.5 | 2,095.7 |
| <b>EBITDA</b>        | 1,653.0 | 1,710.6 | 1,747.8 | 2,256.9 | 2,737.1 |
| 영업외손익                | 236.2   | 418.2   | 715.1   | 663.6   | 811.0   |
| 이자수익                 | 11.5    | 16.0    | 24.8    | 30.2    | 37.6    |
| 이자비용                 | 16.5    | 21.7    | 61.2    | 61.2    | 61.2    |
| 외환관련이익               | 10.3    | 13.6    | 14.3    | 15.0    | 15.7    |
| 외환관련손실               | 17.2    | 25.7    | 27.0    | 28.4    | 29.8    |
| 중속 및 관계기업손익          | 18.4    | 115.6   | 504.0   | 332.7   | 468.5   |
| 기타                   | 229.7   | 320.4   | 260.2   | 375.3   | 380.2   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 1,391.3 | 1,633.6 | 2,040.6 | 2,346.1 | 2,906.7 |
| 법인세비용                | 470.6   | 492.5   | 626.9   | 645.2   | 799.3   |
| 계속사업손손익              | 920.7   | 1,141.0 | 1,413.6 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| <b>당기순이익</b>         | 396.8   | 845.0   | 1,641.3 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| <b>지배주주순이익</b>       | 583.1   | 1,002.1 | 1,642.6 | 1,700.9 | 2,107.3 |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률              | -22.0   | 21.8    | 28.5    | 22.7    | 17.9    |
| 영업이익 증감률             | 22.5    | 5.2     | 9.1     | 26.9    | 24.6    |
| EBITDA 증감률           | 37.3    | 3.5     | 2.2     | 29.1    | 21.3    |
| 지배주주순이익 증감률          | -10.1   | 71.9    | 1,539.2 | -89.6   | 23.9    |
| EPS 증감률              | -10.1   | 72.4    | 1,540.9 | -89.6   | 23.9    |
| 매출총이익률(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 26.5    | 22.9    | 19.4    | 20.1    | 21.2    |
| EBITDA Margin(%)     | 37.9    | 32.3    | 25.6    | 27.0    | 27.7    |
| 지배주주순이익률(%)          | 13.4    | 18.9    | 240.9   | 20.3    | 21.4    |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A    | 2020A    | 2021F     | 2022F    | 2023F    |
|------------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 1,356.8  | 1,447.2  | 2,146.3   | 1,724.3  | 2,069.2  |
| 당기순이익                  | 396.8    | 845.0    |           | 1,700.9  | 2,107.3  |
| 비현금항목의 가감              | 872.6    | 969.6    | 546.0     | 882.3    | 960.2    |
| 유형자산감가상각비              | 460.3    | 465.3    | 405.9     | 561.9    | 631.7    |
| 무형자산감가상각비              | 37.7     | 30.0     | 16.4      | 12.6     | 9.7      |
| 지분법평가손익                | -209.0   | -598.7   | -1,049.1  | -332.7   | -468.5   |
| 기타                     | 583.6    | 1,073.0  | 1,172.8   | 640.5    | 787.3    |
| 영업활동자산부채증감             | 566.5    | 227.1    | 5,137.0   | -212.9   | -205.6   |
| 매출채권및기타채권의감소           | -55.8    | -110.4   | -139.8    | -255.6   | -247.2   |
| 재고자산의감소                | 0.0      | 0.0      | -1.2      | -1.3     | -1.2     |
| 매입채무및기타채무의증가           | 178.3    | 214.3    | 371.1     | 111.3    | 116.9    |
| 기타                     | 444.0    | 123.2    | 4,906.9   | -67.3    | -74.1    |
| 기타현금흐름                 | -479.1   | -594.5   | -633.1    | -646.0   | -792.7   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -1,078.1 | -2,503.2 | -21,407.9 | -1,056.5 | -1,073.8 |
| 유형자산의 취득               | -435.9   | -759.4   | -781.8    | -730.2   | -744.4   |
| 유형자산의 처분               | 6.7      | 9.0      | 0.0       | 0.0      | 0.0      |
| 무형자산의 순취득              | -71.0    | -103.0   | -850.0    | -50.0    | -50.0    |
| 투자자산의감소(증가)            | -1,221.2 | -743.6   | -19,652.9 | -150.0   | -150.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 330.4    | -843.8   | -60.8     | -63.8    | -67.0    |
| 기타                     | 312.9    | -62.4    | -62.4     | -62.5    | -62.4    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 52.3     | 1,192.1  | 1,399.9   | -102.2   | -102.2   |
| 차입금의 증가(감소)            | 144.5    | 1,304.8  | 1,637.0   | 0.0      | 0.0      |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0      | 0.0      | -300.4    | 0.0      | 0.0      |
| 자기주식처분(취득)             | -93.7    | -15.5    | 164.8     | 0.0      | 0.0      |
| 배당금지급                  | -46.9    | -54.9    | -59.3     | -60.0    | -60.0    |
| 기타                     | 48.4     | -42.3    | -42.2     | -42.2    | -42.2    |
| 기타현금흐름                 | 86.6     | -2,276.4 | 28.0      | 331.3    | 331.3    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 417.6    | -2,140.2 | 1,483.4   | 896.9    | 1,224.5  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 3,322.9  | 3,740.5  | 1,600.3   | 3,083.7  | 3,980.6  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 3,740.5  | 1,600.3  | 3,083.7   | 3,980.6  | 5,205.1  |

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 5,643.7  | 10,544.7 | 6,164.8  | 7,449.8  | 9,063.8  |
| 현금 및 현금성자산      | 3,740.5  | 1,600.3  | 3,083.7  | 3,980.6  | 5,205.1  |
| 단기금융자산          | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 매출채권 및 기타채권     | 1,194.6  | 985.1    | 1,124.9  | 1,380.5  | 1,627.6  |
| 재고자산            | 55.1     | 4.3      | 5.6      | 6.9      | 8.1      |
| 기타유동자산          | 653.5    | 7,955.0  | 1,950.6  | 2,081.8  | 2,223.0  |
| <b>비유동자산</b>    | 6,655.8  | 6,469.6  | 28,139.3 | 28,827.7 | 29,599.1 |
| 투자자산            | 3,487.4  | 4,346.5  | 24,503.4 | 24,986.1 | 25,604.6 |
| 유형자산            | 1,596.3  | 1,684.6  | 2,060.5  | 2,228.9  | 2,341.5  |
| 무형자산            | 341.4    | 105.1    | 938.7    | 976.1    | 1,016.4  |
| 기타비유동자산         | 1,230.7  | 333.4    | 636.7    | 636.6    | 636.6    |
| 자산총계            | 12,299.5 | 17,014.2 | 34,304.1 | 36,277.5 | 38,662.9 |
| <b>유동부채</b>     | 3,773.1  | 7,911.8  | 3,873.3  | 3,984.7  | 4,101.6  |
| 매입채무 및 기타채무     | 2,203.5  | 1,855.5  | 2,226.6  | 2,338.0  | 2,454.9  |
| 단기금융부채          | 0        | 7        | 170      | 70       | 70       |
| 기타유동부채          | 1,569.6  | 6,048.9  | 1,477.1  | 1,576.2  | 1,576.2  |
| <b>비유동부채</b>    | 2,022.5  | 847.4    | 5,736.4  | 5,736.4  | 5,736.4  |
| 장기금융부채          | 5        | 3        | 564      | 100      | 100      |
| 기타비유동부채         | 2,017.9  | 844.6    | 5,172.8  | 5,636.3  | 5,636.3  |
| <b>부채총계</b>     | 5,795.6  | 8,759.1  | 9,609.8  | 9,721.1  | 9,838.0  |
| <b>지배자본</b>     | 5,805.2  | 7,367.2  | 23,819.0 | 25,681.1 | 27,949.6 |
| 자본금             | 16.5     | 16.5     | 16.5     | 16.5     | 16.5     |
| 자본잉여금           | 1,575.3  | 1,793.3  | 1,492.9  | 1,492.9  | 1,492.9  |
| 기타자본            | -1,407.5 | -1,203.7 | -1,038.9 | -1,038.9 | -1,038.9 |
| 기타포괄손익누계액       | -91.1    | 106.4    | 327.6    | 548.8    | 770.0    |
| 이익잉여금           | 5,712.1  | 6,654.8  | 23,021.0 | 24,661.9 | 26,709.2 |
| 비지배자본           | 698.7    | 887.9    | 875.3    | 875.3    | 875.3    |
| <b>자본총계</b>     | 6,503.9  | 8,255.1  | 24,694.3 | 26,556.4 | 28,824.9 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

|                   | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>    |          |          |          |          |          |
| EPS               | 3,538    | 6,097    | 100,051  | 10,368   | 12,846   |
| BPS               | 35,223   | 44,850   | 145,194  | 156,545  | 170,373  |
| CFPS              | 7,702    | 11,041   | 103,300  | 15,746   | 18,699   |
| DPS               | 376      | 402      | 402      | 402      | 402      |
| <b>주가배수(배)</b>    |          |          |          |          |          |
| PER               | 52.7     | 48.0     | 3.8      | 30.2     | 24.4     |
| PER(최고)           | 53.7     | 56.9     | 4.6      |          |          |
| PER(최저)           | 30.1     | 22.1     | 2.9      |          |          |
| PBR               | 5.29     | 6.52     | 2.61     | 2.00     | 1.84     |
| PBR(최고)           | 5.39     | 7.74     | 3.20     |          |          |
| PBR(최저)           | 3.02     | 3.01     | 1.97     |          |          |
| PSR               | 7.06     | 9.06     | 9.11     | 6.14     | 5.21     |
| PCFR              | 24.2     | 26.5     | 3.7      | 19.9     | 16.7     |
| EV/EBITDA         | 17.8     | 27.5     | 35.0     | 21.9     | 17.6     |
| <b>주요비율(%)</b>    |          |          |          |          |          |
| 배당성향(%), 보통주, 현금  | 13.8     | 7.0      | 0.4      | 3.5      | 2.8      |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금 | 0.2      | 0.1      | 0.1      | 0.1      | 0.1      |
| ROA               | 3.6      | 5.8      | 64.0     | 4.8      | 5.6      |
| ROE               | 10.6     | 15.2     | 105.3    | 6.9      | 7.9      |
| ROIC              | 62.9     | 58.5     | 40.1     | 52.7     | 56.2     |
| 매출채권회전율           | 3.8      | 4.9      | 6.5      | 6.7      | 6.6      |
| 재고자산회전율           | 77.4     | 178.4    | 1,373.2  | 1,345.3  | 1,321.1  |
| 부채비율              | 89.1     | 106.1    | 38.9     | 36.6     | 34.1     |
| 순차입금비율            | -31.0    | -23.2    | -7.4     | -10.5    | -14.1    |
| 이자보상배율, 현금        | 69.8     | 56.1     | 21.7     | 27.5     | 34.3     |
| <b>총차입금</b>       | 2,095.1  | 897.5    | 2,534.5  | 2,534.5  | 2,534.5  |
| 순차입금              | -2,017.5 | -1,918.7 | -1,825.9 | -2,786.6 | -4,078.1 |
| NOPLAT            | 1,653.0  | 1,710.6  | 1,747.8  | 2,256.9  | 2,737.1  |
| FCF               | 1,281.9  | 966.7    | 4,845.8  | 801.1    | 1,160.8  |

카카오 (035720)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 92,600원

목표주가 120,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사의 메인 관전 포인트는 국내가 아닌 해외에서 얼마의 알파를 창출할 것인지에 달려 있다. 엔터테인먼트 산하 스토리 사업의 글로벌 입지 구축 및 이를 기반으로 한 2차 영상화 사업의 활성화 여부가 동사 주가의 향방에 영향을 줄 것으로 판단한다.

#### Stock Data

|              |            |         |
|--------------|------------|---------|
| KOSPI (2/23) | 2,719.53pt |         |
| 시가총액         | 412,961억원  |         |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가     |
|              | 169,500원   | 82,600원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -45.4%     | 12.1%   |
| 주가수익률        | 절대         | 상대      |
| 1M           | 0.9%       | 5.1%    |
| 6M           | -37.6%     | -29.1%  |
| 1Y           | -5.1%      | 5.1%    |

#### Company Data

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 발행주식수       | 445,962천주        |
| 일평균 거래량(3M) | 2,534천주          |
| 외국인 지분율     | 28.2%            |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%             |
| BPS (21E)   | 22,273원          |
| 주요 주주       | 김범수 외 65 인 24.2% |

#### Price Trend



## 복합적 변수를 고려할 필요

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 12만원

카카오에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 12만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 53.7조원으로, 이는 본사 적정가치 9.5조원, 커머스 사업부문 적정가치 10.4조원, 페이 지분가치 7.0조원, 뱅크 지분가치 4.9조원, 모빌리티 지분가치 3.3조원, 엔터테인먼트 지분가치 10.3조원, 재팬 지분가치 5.9조원 및 게임즈 지분가치 2.5조원을 합산한 기준이다.

### >>> 밸류에이션 로직에 대한 이해 필요

동사는 주력 자회사들이 IPO를 기점으로 상장을 하면서 지분가치에 대한 일부 할인이 불가피해졌다. 이에 당사는 해당 지분가치에 일률적으로 20%에 달하는 할인을 부여했다. 또한 동사는 주력 자회사에 대한 지분율이 높지 않은 바, 투자자들은 단순 연결 영업이익이나 순이익으로 보지 말고 지배주주지분 기준으로 환산해서 판단해야 할 것이다.

### >>> 메타버스 사업 전략 컨트롤 필요

동사도 경쟁사와 마찬가지로 개별 자회사별 메타버스 전략을 가지고 있는데, 이는 내재 역량의 시너지 효과를 발휘하기에 제한 요인이 많을 것으로 판단한다. 글로벌 주요 업체와 경쟁할 수 있으려면 컨트롤 타워 중심으로 유기적인, 그리고 적극적인 투자를 병행해야 할 것이다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액            | 3,070.1 | 4,156.8 | 6,136.1 | 8,603.3 | 10,554.2 |
| 영업이익           | 206.8   | 455.9   | 596.9   | 951.0   | 1,525.3  |
| EBITDA         | 425.6   | 722.3   | 900.2   | 1,316.7 | 1,907.8  |
| 세전이익           | -234.3  | 414.3   | 2,292.4 | 1,471.6 | 2,097.5  |
| 순이익            | -341.9  | 173.4   | 1,641.9 | 1,066.9 | 1,520.7  |
| 지배주주지분순이익      | -301.0  | 155.6   | 1,397.7 | 873.6   | 1,251.4  |
| EPS(원)         | -717    | 355     | 3,136   | 1,959   | 2,806    |
| 증감률(% YoY)     | 적전      | 흑전      | 782.7   | -37.5   | 43.2     |
| PER(배)         | -42.8   | 219.3   | 35.9    | 46.9    | 32.7     |
| PBR(배)         | 2.53    | 5.47    | 5.05    | 3.75    | 3.34     |
| EV/EBITDA(배)   | 28.9    | 45.4    | 55.0    | 30.3    | 20.4     |
| 영업이익률(%)       | 6.7     | 11.0    | 9.7     | 11.1    | 14.5     |
| ROE(%)         | -5.8    | 2.7     | 17.2    | 8.4     | 10.8     |
| 순차입금비율(%)      | -25.1   | -37.2   | -31.6   | -33.4   | -37.2    |

자료: 키움증권 리서치

## 카카오 Valuation

| (십억원)              | 산출내역     |
|--------------------|----------|
| 카카오 본사 적정가치        | 9,504.1  |
| 22E 조정 지배주주지분      | 271.5    |
| 적정 PER(배)          | 35.0     |
| 카카오커머스 사업부문 적정가치   | 10,404.5 |
| 26E 거래형 사업부문 당기순이익 | 609.3    |
| 잠재 PER(배)          | 25.0     |
| 연간 할인율(%)          | 10.0%    |
| 카카오페이 지분가치         | 6,958.5  |
| 카카오페이 적정가치         | 18,406.9 |
| 카카오 지분율(%)         | 47.3%    |
| 카카오뱅크 지분가치         | 4,880.8  |
| 카카오뱅크 적정가치         | 22,380.0 |
| 지분율(%)             | 27.3%    |
| 카카오모빌리티 지분가치       | 3,325.3  |
| 카카오모빌리티 기업가치       | 5,762.9  |
| 지분율(%)             | 57.7%    |
| 카카오엔터테인먼트 지분가치     | 10,257.7 |
| 카카오엔터테인먼트 기업가치     | 13,937.2 |
| 지분율(%)             | 73.6%    |
| Kakao Japan 지분가치   | 5,900.3  |
| Kakao Japan 적정가치   | 8,093.7  |
| 지분율(%)             | 72.9%    |
| 카카오게임즈 지분가치        | 2,490.5  |
| 카카오게임즈 기업가치        | 7,171.0  |
| 지분율(%)             | 43.4%    |
| 카카오 적정가치           | 53,721.7 |
| 발행주식수(천주)          | 445,962  |
| 카카오 주당 적정가치(원)     | 120,463  |
| 현주가(원)             | 92,600   |
| 업사이드(%)            | 30.1%    |

주1: 22E 기준, 연간 할인율 10%, 카카오뱅크, 카카오페이 및 카카오게임즈 지분가치 할인율 20% 적용

주2: 카카오게임즈 기업가치 22E 지배주주지분 287십억원에 적정 PER 25배 적용

주3: 카카오페이 및 카카오뱅크 적정가치는 22년 2/23일 시가총액 적용

자료: 카카오, 카움증권

### 카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

| (십억원)         | 20A    | 21P   | 22E     | 23E     | 24E     | 25E     | 26E      |
|---------------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액           | 573.5  | 899.9 | 1,185.5 | 1,499.8 | 1,821.8 | 2,121.2 | 2,363.1  |
| 선물하기          | 379.7  | 569.1 | 749.4   | 948.4   | 1,152.2 | 1,341.2 | 1,493.1  |
| 톡스토어          | 57.8   | 89.9  | 123.1   | 160.0   | 200.0   | 240.0   | 276.0    |
| 메이커스          | 136.0  | 240.8 | 313.1   | 391.4   | 469.6   | 540.1   | 594.1    |
| 영업비용          | 414.0  | 650.5 | 838.6   | 1,039.6 | 1,238.3 | 1,414.8 | 1,547.6  |
| 인건비           | 38.2   | 53.4  | 69.5    | 86.8    | 104.2   | 119.8   | 131.8    |
| 지급수수료         | 194.1  | 294.2 | 377.6   | 465.3   | 550.8   | 625.0   | 678.8    |
| 상품매입원가        | 164.0  | 280.8 | 365.0   | 456.2   | 547.5   | 629.6   | 692.6    |
| 기타            | 17.7   | 22.1  | 26.6    | 31.2    | 35.9    | 40.4    | 44.4     |
| 영업이익          | 159.5  | 249.4 | 346.9   | 460.2   | 583.5   | 706.4   | 815.5    |
| 마진율(%)        | 27.8%  | 27.7% | 29.3%   | 30.7%   | 32.0%   | 33.3%   | 34.5%    |
| 당기순이익         | 123.3  | 192.8 | 265.9   | 349.0   | 439.3   | 529.3   | 609.3    |
| %YoY          | 114.4% | 56.4% | 37.9%   | 31.2%   | 25.9%   | 20.5%   | 15.1%    |
| CAGR(22E-26E) |        |       |         |         |         | 28.7%   | 25.9%    |
| 잠재 PER(배)     |        |       |         |         |         |         | 25.0     |
| 22E 적정가치      |        |       |         |         |         |         | 10,404.5 |

주: 카카오메이커스 19년 12월말 합병, 연간 할인을 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

### 카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

| (십억원)         | 20A   | 21P   | 22E   | 23E     | 24E     | 25E     | 26E     |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 280.1 | 484.8 | 783.9 | 1,143.1 | 1,416.3 | 1,650.1 | 1,841.1 |
| 택시            | 163.6 | 358.5 | 648.9 | 969.8   | 1,210.4 | 1,414.6 | 1,580.6 |
| 대리            | 86.1  | 96.4  | 90.2  | 117.3   | 138.7   | 158.1   | 175.4   |
| 기타            | 30.4  | 29.9  | 44.8  | 56.0    | 67.2    | 77.3    | 85.0    |
| 영업비용          | 293.1 | 509.7 | 751.5 | 970.3   | 1,168.2 | 1,341.9 | 1,475.3 |
| 인건비           | 50.7  | 71.0  | 92.2  | 115.3   | 138.4   | 159.1   | 175.0   |
| 보험료           | 13.9  | 15.2  | 18.7  | 24.0    | 28.1    | 31.9    | 35.2    |
| 지급수수료         | 127.3 | 237.7 | 378.8 | 494.8   | 600.4   | 694.1   | 767.4   |
| 마케팅비          | 26.2  | 43.0  | 66.1  | 91.6    | 107.8   | 119.3   | 126.4   |
| 기타            | 75.0  | 142.9 | 195.7 | 244.6   | 293.5   | 337.6   | 371.3   |
| 영업이익          | -13.0 | -24.9 | 32.3  | 172.9   | 248.1   | 308.2   | 365.8   |
| 마진율(%)        | -4.6% | -5.1% | 4.1%  | 15.1%   | 17.5%   | 18.7%   | 19.9%   |
| 당기순이익         | -37.6 | -36.4 | 17.9  | 128.4   | 188.4   | 236.6   | 281.2   |
| %YoY          | 적확    | 적축    | 흑전    | 615.9%  | 46.8%   | 25.6%   | 18.9%   |
| CAGR(24E-26E) |       |       |       |         |         |         | 29.9%   |
| 잠재 PER(배)     |       |       |       |         |         |         | 30.0    |
| 22E 적정가치      |       |       |       |         |         |         | 5,762.9 |

주: 연간 할인을 10% 적용

자료: 카카오모빌리티, 키움증권 추정

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

| (십억원)         | 20A    | 21P   | 22E     | 23E     | 24E     | 25E     | 26E      |
|---------------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액           | 598.9  | 886.6 | 1,311.5 | 1,697.0 | 2,129.6 | 2,586.8 | 3,038.8  |
| 카카오페이지        | 359.1  | 453.2 | 610.6   | 753.9   | 917.6   | 1,100.7 | 1,302.5  |
| Kakao Japan   | 239.8  | 433.4 | 700.9   | 943.1   | 1,212.0 | 1,486.1 | 1,736.3  |
| 영업비용          | 543.8  | 824.3 | 1,202.2 | 1,526.9 | 1,875.2 | 2,222.0 | 2,539.2  |
| 카카오페이지        | 318.3  | 412.6 | 553.8   | 678.1   | 814.7   | 958.8   | 1,106.7  |
| Kakao Japan   | 225.5  | 411.7 | 648.4   | 848.8   | 1,060.5 | 1,263.2 | 1,432.4  |
| 영업이익          | 55.0   | 62.3  | 109.3   | 170.1   | 254.4   | 364.8   | 499.6    |
| 마진율(%)        | 9.2%   | 7.0%  | 8.3%    | 10.0%   | 11.9%   | 14.1%   | 16.4%    |
| 카카오페이지        | 40.7   | 40.7  | 56.7    | 75.8    | 102.9   | 141.9   | 195.8    |
| Kakao Japan   | 14.3   | 21.7  | 52.6    | 94.3    | 151.5   | 222.9   | 303.8    |
| 당기순이익         | 49.8   | 53.4  | 87.6    | 131.1   | 190.7   | 268.6   | 363.9    |
| %YoY          | 흑전     | 7.3%  | 64.0%   | 49.6%   | 45.4%   | 40.8%   | 35.5%    |
| CAGR(22E-26E) |        |       |         |         |         | 49.7%   | 46.8%    |
| 잠재 PER(배)     |        |       |         |         |         |         | 55.4     |
| 22E 적정가치      |        |       |         |         |         |         | 13,776.3 |
| 카카오페이지        | 35.5   | 39.4  | 53.5    | 69.8    | 92.2    | 123.7   | 166.4    |
| %YoY          | 482.6% | 10.8% | 35.8%   | 30.6%   | 32.1%   | 34.1%   | 34.6%    |
| CAGR(23E-26E) |        |       |         |         |         | 33.1%   | 32.8%    |
| 잠재 PER(배)     |        |       |         |         |         |         | 50.0     |
| 22E 적정가치      |        |       |         |         |         |         | 5,682.6  |
| Kakao Japan   | 14.3   | 14.1  | 34.2    | 61.3    | 98.5    | 144.9   | 197.5    |
| %YoY          | 흑전     | -1.6% | 142.6%  | 79.4%   | 60.6%   | 47.1%   | 36.3%    |
| CAGR(22E-26E) |        |       |         |         |         | 79.1%   | 69.6%    |
| 잠재 PER(배)     |        |       |         |         |         |         | 60.0     |
| 22E 적정가치      |        |       |         |         |         |         | 8,093.7  |

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

## 카카오 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21    | 2Q21    | 3Q21    | 4Q21P   | 1Q22E   | 2Q22E   | 3Q22E   | 4Q22E   | 21P     | 22E     | 23E      |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 매출액           | 1,258.0 | 1,352.2 | 1,740.8 | 1,785.2 | 1,848.2 | 2,081.6 | 2,215.3 | 2,458.2 | 6,136.1 | 8,603.3 | 10,554.2 |
| 플랫폼부문         | 695.5   | 761.8   | 778.7   | 1,004.8 | 981.8   | 1,085.9 | 1,131.6 | 1,292.0 | 3,240.8 | 4,491.4 | 5,805.7  |
| 특비즈           | 373.6   | 390.5   | 404.9   | 475.0   | 506.2   | 538.2   | 544.9   | 638.3   | 1,643.9 | 2,227.7 | 2,824.9  |
| 포털비즈          | 117.5   | 125.1   | 119.2   | 130.7   | 120.4   | 128.3   | 122.1   | 134.0   | 492.5   | 504.8   | 514.9    |
| 플랫폼 기타        | 204.5   | 246.2   | 254.7   | 399.1   | 355.2   | 419.4   | 464.6   | 519.7   | 1,104.4 | 1,758.9 | 2,465.9  |
| 콘텐츠부문         | 562.4   | 590.4   | 962.1   | 780.3   | 866.4   | 995.7   | 1,083.7 | 1,166.2 | 2,895.3 | 4,112.0 | 4,748.5  |
| 게임            | 130.3   | 128.6   | 463.1   | 276.8   | 300.5   | 387.7   | 460.5   | 524.6   | 998.8   | 1,673.3 | 1,823.4  |
| 뮤직            | 184.6   | 188.1   | 197.1   | 202.7   | 198.4   | 202.2   | 211.9   | 217.9   | 772.5   | 830.5   | 872.0    |
| 스토리           | 174.7   | 186.4   | 218.7   | 211.3   | 276.4   | 296.5   | 307.5   | 311.8   | 791.1   | 1,192.1 | 1,553.7  |
| 미디어           | 72.9    | 87.4    | 83.1    | 89.5    | 91.1    | 109.3   | 103.9   | 111.8   | 332.9   | 416.1   | 499.4    |
| 영업비용          | 1,100.4 | 1,189.6 | 1,572.6 | 1,676.6 | 1,692.9 | 1,829.0 | 1,950.1 | 2,180.3 | 5,539.2 | 7,652.3 | 9,028.8  |
| 영업이익          | 157.5   | 162.6   | 168.2   | 108.5   | 155.3   | 252.6   | 265.2   | 277.8   | 596.9   | 951.0   | 1,525.3  |
| 영업이익률(%)      | 12.5%   | 12.0%   | 9.7%    | 6.1%    | 8.4%    | 12.1%   | 12.0%   | 11.3%   | 9.7%    | 11.1%   | 14.5%    |
| 영업외손익         | 161.2   | 187.1   | 903.6   | 443.7   | 171.8   | 175.9   | 176.2   | -3.3    | 1,695.5 | 520.6   | 572.1    |
| 법인세차감전순이익     | 318.7   | 349.7   | 1,071.8 | 552.2   | 327.1   | 428.6   | 441.4   | 274.5   | 2,292.4 | 1,471.6 | 2,097.5  |
| 법인세차감전순이익률(%) | 25.3%   | 25.9%   | 61.6%   | 30.9%   | 17.7%   | 20.6%   | 19.9%   | 11.2%   | 37.4%   | 17.1%   | 19.9%    |
| 법인세비용         | 78.8    | 33.8    | 205.5   | 332.4   | 89.9    | 117.9   | 121.4   | 75.5    | 650.5   | 404.7   | 576.8    |
| 법인세율(%)       | 24.7%   | 9.7%    | 19.2%   | 60.2%   | 27.5%   | 27.5%   | 27.5%   | 27.5%   | 28.4%   | 27.5%   | 27.5%    |
| 당기순이익         | 239.9   | 315.9   | 866.3   | 219.8   | 237.1   | 310.7   | 320.0   | 199.0   | 1,641.9 | 1,066.9 | 1,520.7  |
| 당기순이익률(%)     | 19.1%   | 23.4%   | 49.8%   | 12.3%   | 12.8%   | 14.9%   | 14.4%   | 8.1%    | 26.8%   | 12.4%   | 14.4%    |
| 지배주주지분        | 224.5   | 311.7   | 779.1   | 82.4    | 212.1   | 264.8   | 267.4   | 129.3   | 1,397.7 | 873.6   | 1,251.4  |
| 비지배지분         | 15.3    | 4.3     | 87.2    | 137.5   | 25.0    | 45.9    | 52.6    | 69.7    | 244.2   | 193.3   | 269.3    |

자료: 카카오, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F    |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>매출액</b>           | 3,070.1 | 4,156.8 | 6,136.1 | 8,603.3 | 10,554.2 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 매출총이익                | 3,070.1 | 4,156.8 | 6,136.1 | 8,603.3 | 10,554.2 |
| 판매비                  | 2,863.3 | 3,701.0 | 5,539.2 | 7,652.3 | 9,028.8  |
| <b>영업이익</b>          | 206.8   | 455.9   | 596.9   | 951.0   | 1,525.3  |
| <b>EBITDA</b>        | 425.6   | 722.3   | 900.2   | 1,316.7 | 1,907.8  |
| 영업외손익                | -441.0  | -41.6   | 1,695.5 | 520.6   | 572.1    |
| 이자수익                 | 31.7    | 23.5    | 47.3    | 51.3    | 58.6     |
| 이자비용                 | 12.8    | 18.9    | 63.8    | 63.8    | 63.8     |
| 외환관련이익               | 22.1    | 37.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 외환관련손실               | 8.9     | 30.5    | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 중속 및 관계기업손익          | -19.8   | 8.7     | 507.1   | 395.6   | 409.6    |
| 기타                   | -453.3  | -61.4   | 1,204.9 | 137.5   | 167.7    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | -234.3  | 414.3   | 2,292.4 | 1,471.6 | 2,097.5  |
| 법인세비용                | 107.7   | 240.9   | 650.5   | 404.7   | 576.8    |
| 계속사업손손익              | -341.9  | 173.4   | 1,641.9 | 1,066.9 | 1,520.7  |
| <b>당기순이익</b>         | -341.9  | 173.4   | 1,641.9 | 1,066.9 | 1,520.7  |
| <b>지배주주순이익</b>       | -301.0  | 155.6   | 1,397.7 | 873.6   | 1,251.4  |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |          |
| 매출액 증감률              | 27.0    | 35.4    | 47.6    | 40.2    | 22.7     |
| 영업이익 증감률             | 183.5   | 120.5   | 30.9    | 59.3    | 60.4     |
| EBITDA 증감률           | 104.6   | 69.7    | 24.6    | 46.3    | 44.9     |
| 지배주주순이익 증감률          | -728.6  | -151.7  | 798.3   | -37.5   | 43.2     |
| EPS 증감률              | 적전      | 흑전      | 782.7   | -37.5   | 43.2     |
| 매출총이익률(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0    |
| 영업이익률(%)             | 6.7     | 11.0    | 9.7     | 11.1    | 14.5     |
| EBITDA Margin(%)     | 13.9    | 17.4    | 14.7    | 15.3    | 18.1     |
| 지배주주순이익률(%)          | -9.8    | 3.7     | 22.8    | 10.2    | 11.9     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A   | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 752.7   | 971.1    | 4,512.9  | 1,925.3  | 2,475.1  |
| 당기순이익                  | 0.0     | 0.0      | 1,641.9  | 1,066.9  | 1,520.7  |
| 비현금항목의 가감              | 694.6   | 427.4    | 867.6    | 791.7    | 959.2    |
| 유형자산감가상각비              | 139.1   | 175.7    | 209.0    | 285.0    | 313.2    |
| 무형자산감가상각비              | 79.7    | 90.7     | 94.3     | 80.8     | 69.2     |
| 지분법평가손익                | -96.6   | -346.2   | -507.1   | -395.6   | -409.6   |
| 기타                     | 572.4   | 507.2    | 1,071.4  | 821.5    | 986.4    |
| 영업활동자산부채증감             | 370.8   | 183.3    | 2,241.7  | 55.2     | 148.6    |
| 매출채권및기타채권의감소           | 39.2    | -60.3    | -238.6   | -154.7   | -89.5    |
| 재고자산의감소                | -19.2   | -4.4     | -21.8    | -27.2    | -21.5    |
| 매입채무및기타채무의증가           | 100.5   | 103.5    | 853.5    | 114.7    | 126.2    |
| 기타                     | 250.3   | 144.5    | 1,648.6  | 122.4    | 133.4    |
| 기타현금흐름                 | -312.7  | 360.4    | -238.3   | 11.5     | -153.4   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -414.2  | -1,260.7 | -5,544.3 | -277.0   | -295.4   |
| 유형자산의 취득               | -106.4  | -183.1   | -330.0   | -330.0   | -330.0   |
| 유형자산의 처분               | 7.1     | 14.3     | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 무형자산의 순취득              | -55.3   | -80.6    | -3,100.0 | -200.0   | -200.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | -831.4  | -962.0   | -1,619.1 | -69.1    | -69.1    |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 673.9   | -554.8   | -1,000.8 | -183.5   | -201.8   |
| 기타                     | -102.1  | 505.5    | 505.6    | 505.6    | 505.5    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 322.2   | 1,305.4  | 3,984.0  | 800.7    | 780.3    |
| 차입금의 증가(감소)            | -91.3   | 495.0    | 1,250.0  | 0.0      | 0.0      |
| 기본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 299.9   | 0.0      | 1,923.2  | 0.0      | 0.0      |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 배당금지급                  | -10.3   | -13.3    | -12.9    | -23.0    | -43.4    |
| 기타                     | 123.9   | 823.7    | 823.7    | 823.7    | 823.7    |
| 기타현금흐름                 | 10.5    | -39.7    | -194.1   | -2,002.9 | -2,002.9 |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 671.2   | 976.1    | 2,758.5  | 446.0    | 957.1    |
| 기초현금 및 현금성자산           | 1,247.0 | 1,918.2  | 2,894.3  | 5,652.8  | 6,098.8  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 1,918.2 | 2,894.3  | 5,652.8  | 6,098.8  | 7,055.9  |

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 2,829.7 | 4,462.9  | 8,523.3  | 9,360.9  | 10,659.7 |
| 현금 및 현금성자산      | 1,918.2 | 2,877.5  | 5,652.8  | 6,098.8  | 7,055.9  |
| 단기금융자산          | 279.2   | 834.0    | 1,834.8  | 2,018.2  | 2,220.1  |
| 매출채권 및 기타채권     | 387.8   | 467.0    | 705.7    | 860.3    | 949.9    |
| 재고자산            | 49.4    | 45.8     | 67.6     | 94.8     | 116.3    |
| 기타유동자산          | 195.1   | 238.6    | 262.4    | 288.8    | 317.5    |
| <b>비유동자산</b>    | 5,907.6 | 6,987.4  | 13,728.4 | 14,357.3 | 14,983.5 |
| 투자자산            | 1,627.7 | 2,598.4  | 4,724.5  | 5,189.2  | 5,667.9  |
| 유형자산            | 349.8   | 430.7    | 551.6    | 596.7    | 613.4    |
| 무형자산            | 3,548.4 | 3,351.6  | 6,357.3  | 6,476.5  | 6,607.3  |
| 기타비유동자산         | 381.7   | 606.7    | 2,095.0  | 2,094.9  | 2,094.9  |
| <b>자산총계</b>     | 8,737.3 | 11,954.0 | 22,805.3 | 24,321.8 | 26,296.9 |
| <b>유동부채</b>     | 2,133.8 | 2,627.6  | 5,714.4  | 5,954.2  | 6,211.6  |
| 매입채무 및 기타채무     | 677.2   | 993.6    | 1,847.1  | 1,961.8  | 2,088.0  |
| 단기금융부채          | 516.7   | 267.3    | 1,367.3  | 1,367.3  | 1,367.3  |
| 기타유동부채          | 939.9   | 1,366.7  | 2,500.0  | 2,625.1  | 2,756.3  |
| <b>비유동부채</b>    | 563.8   | 1,166.1  | 2,865.3  | 2,909.3  | 2,962.1  |
| 장기금융부채          | 237.3   | 683.1    | 1,833.1  | 1,833.1  | 1,833.1  |
| 기타비유동부채         | 326.5   | 483.0    | 1,032.2  | 1,076.2  | 1,129.0  |
| <b>부채총계</b>     | 2,997.1 | 4,526.2  | 9,253.8  | 9,587.5  | 9,947.7  |
| <b>지배자본</b>     | 5,225.4 | 6,298.9  | 9,931.6  | 10,921.1 | 12,266.7 |
| 자본금             | 43.2    | 44.3     | 44.6     | 44.6     | 44.6     |
| 자본잉여금           | 5,043.2 | 5,833.1  | 7,756.0  | 7,756.0  | 7,756.0  |
| 기타자본            | 7.2     | 18.6     | 79.0     | 79.0     | 79.0     |
| 기타포괄손익누계액       | -16.4   | 86.6     | 361.0    | 520.3    | 679.5    |
| 이익잉여금           | 148.2   | 316.3    | 1,691.0  | 2,521.3  | 3,707.6  |
| 비지배자본           | 514.8   | 1,128.8  | 3,619.9  | 3,813.2  | 4,082.5  |
| <b>자본총계</b>     | 5,740.1 | 7,427.7  | 13,551.5 | 14,734.3 | 16,349.2 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>   |          |          |          |          |          |
| EPS              | -717     | 355      | 3,136    | 1,959    | 2,806    |
| BPS              | 12,121   | 14,235   | 22,273   | 24,489   | 27,506   |
| CFPS             | 840      | 1,371    | 5,631    | 4,168    | 5,561    |
| DPS              | 127      | 150      | 53       | 100      | 150      |
| <b>주가배수(배)</b>   |          |          |          |          |          |
| PER              | -428     | 219.3    | 35.9     | 46.9     | 32.7     |
| PER(최고)          | -44.3    | 236.7    | 55.2     |          |          |
| PER(최저)          | -26.0    | 71.8     | 24.6     |          |          |
| PBR              | 253      | 5.47     | 5.05     | 3.75     | 3.34     |
| PBR(최고)          | 2.62     | 5.91     | 7.77     |          |          |
| PBR(최저)          | 1.54     | 1.79     | 3.46     |          |          |
| PSR              | 4.20     | 8.21     | 8.17     | 4.76     | 3.88     |
| PCFR             | 36.5     | 56.8     | 20.0     | 22.0     | 16.5     |
| EV/EBITDA        | 28.9     | 45.4     | 55.0     | 30.3     | 20.4     |
| <b>주요비율(%)</b>   |          |          |          |          |          |
| 배당성향(%),보통주,현금)  | -3.0     | 7.4      | 1.4      | 4.1      | 4.3      |
| 배당수익률(%),보통주,현금) | 0.1      | 0.0      | 0.0      | 0.1      | 0.2      |
| ROA              | -4.1     | 1.7      | 9.4      | 4.5      | 6.0      |
| ROE              | -5.8     | 2.7      | 17.2     | 8.4      | 10.8     |
| ROIC             | 5.6      | 10.3     | 24.8     | 14.6     | 23.1     |
| 매출채권회전율          | 7.8      | 9.7      | 10.5     | 11.0     | 11.7     |
| 재고자산회전율          | 72.0     | 87.3     | 108.2    | 105.9    | 100.0    |
| 부채비율             | 52.2     | 60.9     | 68.3     | 65.1     | 60.8     |
| 순차입금비율           | -25.1    | -37.2    | -31.6    | -33.4    | -37.2    |
| 이자보상배율,현금)       | 16.1     | 24.1     | 9.4      | 14.9     | 23.9     |
| <b>총차입금</b>      | 753.9    | 950.4    | 3,200.4  | 3,200.4  | 3,200.4  |
| 순차입금             | -1,443.5 | -2,761.1 | -4,287.1 | -4,916.6 | -6,075.5 |
| NOPLAT           | 425.6    | 722.3    | 900.2    | 1,316.7  | 1,907.8  |
| FCF              | 626.7    | 508.0    | 286      | 580.4    | 1,107.0  |

NHN (181710)



## BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 34,700원

목표주가 47,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사의 웹보드 중심 게임사업의 수익성 개선은 긍정적 요소이다. 다만 기술 부문 투자 등으로 영업이익률 개선은 제한될 수 있다. 동사가 추구하는 블록체인 기반 게임 사업은 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있으나, 지속적 밸류가 창출될 수 있는 에코시스템 기반 전략과는 차이가 존재할 여지가 있다.

### Stock Data

|              |         |            |        |
|--------------|---------|------------|--------|
| KOSPI (2/23) |         | 2,719.53pt |        |
| 시가총액         |         | 13,019억원   |        |
| 52주 주가동향     | 최고가     | 최저가        |        |
|              | 51,851원 | 33,400원    |        |
| 최고/최저가 대비 등락 | -33.1%  | 3.9%       |        |
| 주가수익률        | 절대      | 상대         |        |
|              | 1M      | -16.6%     | -13.1% |
|              | 6M      | -3.2%      | 10.0%  |
|              | 1Y      | -5.6%      | 6.5%   |

### Company Data

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 발행주식수       | 37,518천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 181천주            |
| 외국인 지분율     | 19.3%            |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%             |
| BPS (21E)   | 49,867원          |
| 주요 주주       | 이준호 외 23 인 49.6% |

### Price Trend



## 낮은 밸류에이션의 해석

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 4.7만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4.7만원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 22E 지배주주지분 89십억원에 적정 PER 20배를 적용한 결과치이다. 동사의 22E 및 23E 영업이익은 전년대비 각각 12.4%, 11.7%에 그칠 것으로 예상된다. 오가닉 성장성이 낮은 점이 타겟 밸류에이션을 낮춘 요인으로 작용한다.

### >>> 웹보드 규제 완화에 대한 기대

웹보드 관련 게임머니 월 구매한도를 기존 50만원에서 70만원으로 상향하는 개정안이 입법예고 되었다. 해당 개정안의 시행 가능성을 높게 판단한 결과, 동사 22E 웹보드 게임 매출을 전년대비 17% 증가로 전망 하였으며, 이는 35십억원 증가분에 해당한다. 해당 실적이 반영될 2분기 및 3분기 성과가 동사 주가에 변수로 작용할 것이다.

### >>> 기술부문 이익 창출에 시간 필요

동사는 국내 클라우드 사업부문을 물적분할하고 이에 중장기 투자를 하여 밸류를 높이려는 계획을 가지고 있다. 다만 해당 사업은 초기 투자금액이 많이 필요하고 제반 비용이 추가되면서 단기 수익성은 제한될 수 있다. 국내 주요 경쟁사와의 경쟁강도 변화도 변수로 작용할 수 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 1,488.6 | 1,675.2 | 1,920.4 | 2,207.0 | 2,435.5 |
| 영업이익           | 86.7    | 102.2   | 98.1    | 110.2   | 123.0   |
| EBITDA         | 156.7   | 168.3   | 175.2   | 181.3   | 199.2   |
| 세전이익           | 65.5    | 69.1    | 154.6   | 169.8   | 185.8   |
| 순이익            | 23.2    | 28.0    | 130.0   | 110.4   | 122.6   |
| 지배주주지분순이익      | 12.3    | 21.4    | 115.5   | 88.5    | 93.1    |
| EPS(원)         | 329     | 572     | 3,079   | 2,359   | 2,482   |
| 증감률(% YoY)     | -86.2   | 73.8    | 438.7   | -23.4   | 5.2     |
| PER(배)         | 105.9   | 68.1    | 14.6    | 14.8    | 14.0    |
| PBR(배)         | 0.83    | 0.91    | 0.90    | 0.66    | 0.62    |
| EV/EBITDA(배)   | 6.5     | 6.7     | 2.1     | 4.2     | 3.7     |
| 영업이익률(%)       | 5.8     | 6.1     | 5.1     | 5.0     | 5.1     |
| ROE(%)         | 0.8     | 1.4     | 6.7     | 4.6     | 4.5     |
| 순차입금비율(%)      | -29.4   | -31.6   | -36.0   | -36.0   | -36.4   |

자료: 키움증권 리서치

# NHN 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P     | 22E     | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 452.0 | 453.4 | 472.5 | 542.6 | 506.8 | 515.9 | 557.8 | 626.5 | 1,920.4 | 2,207.0 | 2,435.5 |
| 게임            | 111.6 | 86.9  | 95.5  | 103.0 | 112.4 | 101.7 | 117.7 | 116.4 | 397.0   | 448.2   | 473.6   |
| 결제/광고         | 181.2 | 196.2 | 208.4 | 217.8 | 207.2 | 217.7 | 239.4 | 257.3 | 803.7   | 921.6   | 1,033.9 |
| 콘텐츠           | 42.6  | 45.9  | 43.8  | 51.9  | 43.1  | 49.3  | 47.2  | 53.8  | 184.2   | 193.4   | 201.0   |
| 커머스           | 77.4  | 79.6  | 76.9  | 116.6 | 88.0  | 87.6  | 90.1  | 132.6 | 350.5   | 398.2   | 443.6   |
| 기술            | 44.7  | 51.6  | 57.2  | 66.1  | 68.6  | 72.2  | 75.8  | 78.9  | 219.7   | 295.6   | 343.5   |
| 기타            | -5.5  | -6.8  | -9.4  | -12.8 | -12.5 | -12.5 | -12.5 | -12.5 | -34.6   | -50.0   | -60.0   |
| 영업비용          | 426.9 | 433.5 | 444.6 | 517.4 | 482.6 | 494.3 | 523.2 | 596.7 | 1,822.4 | 2,096.8 | 2,312.5 |
| 영업이익          | 25.1  | 19.9  | 27.9  | 25.2  | 24.2  | 21.6  | 34.5  | 29.8  | 98.1    | 110.2   | 123.0   |
| 영업이익률(%)      | 5.6%  | 4.4%  | 5.9%  | 4.6%  | 4.8%  | 4.2%  | 6.2%  | 4.8%  | 5.1%    | 5.0%    | 5.1%    |
| 영업외손익         | 5.4   | 3.0   | 24.6  | 23.5  | 16.3  | 16.9  | 17.6  | 8.8   | 56.6    | 59.6    | 62.7    |
| 법인세차감전순이익     | 30.6  | 22.9  | 52.5  | 48.6  | 40.5  | 38.5  | 52.1  | 38.6  | 154.6   | 169.8   | 185.8   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 6.8%  | 5.1%  | 11.1% | 9.0%  | 8.0%  | 7.5%  | 9.3%  | 6.2%  | 8.1%    | 7.7%    | 7.6%    |
| 법인세비용         | 10.4  | 11.0  | 13.0  | 31.3  | 14.2  | 13.5  | 18.2  | 13.5  | 65.7    | 59.4    | 63.2    |
| 법인세율(%)       | 33.9% | 48.0% | 24.7% | 64.4% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 42.5%   | 35.0%   | 34.0%   |
| 당기순이익         | 20.2  | 11.9  | 39.5  | 17.3  | 26.3  | 25.1  | 33.9  | 25.1  | 89.0    | 110.4   | 122.6   |
| 당기순이익률(%)     | 4.5%  | 2.6%  | 8.4%  | 3.2%  | 5.2%  | 4.9%  | 6.1%  | 4.0%  | 4.6%    | 5.0%    | 5.0%    |
| 지배주주지분        | 19.4  | 11.5  | 40.3  | 44.3  | 22.0  | 19.7  | 28.0  | 18.8  | 115.5   | 88.5    | 93.1    |
| 비지배주주지분       | 4.4   | 3.7   | 4.2   | 2.1   | 4.4   | 5.3   | 5.9   | 6.3   | 14.5    | 21.8    | 29.5    |

자료: NHN, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 1,488.6 | 1,675.2 | 1,920.4 | 2,207.0 | 2,435.5 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>매출총이익</b>         | 1,488.6 | 1,675.2 | 1,920.4 | 2,207.0 | 2,435.5 |
| 판매비                  | 1,401.9 | 1,573.0 | 1,822.4 | 2,096.8 | 2,312.5 |
| <b>영업이익</b>          | 86.7    | 102.2   | 98.1    | 110.2   | 123.0   |
| <b>EBITDA</b>        | 156.7   | 168.3   | 175.2   | 181.3   | 199.2   |
| <b>영업외손익</b>         | -21.1   | -33.1   | 56.6    | 59.6    | 62.7    |
| 이자수익                 | 6.6     | 4.2     | 5.3     | 5.6     | 6.0     |
| 이자비용                 | 5.3     | 5.3     | 5.3     | 5.3     | 5.3     |
| 외환관련이익               | 10.6    | 17.1    | 16.0    | 16.0    | 16.0    |
| 외환관련손실               | 5.0     | 18.8    | 15.3    | 15.3    | 15.3    |
| 중속 및 관계기업손익          | -0.1    | 9.1     | 0.3     | 1.0     | 1.0     |
| 기타                   | -27.9   | -39.4   | 55.6    | 57.6    | 60.3    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 65.5    | 69.1    | 154.6   | 169.8   | 185.8   |
| 법인세비용                | 42.4    | 41.2    | 65.7    | 59.4    | 63.2    |
| <b>계속사업순손익</b>       | 23.2    | 28.0    | 89.0    | 110.4   | 122.6   |
| <b>당기순이익</b>         | 23.2    | 28.0    | 130.0   | 110.4   | 122.6   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 12.3    | 21.4    | 115.5   | 88.5    | 93.1    |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률              | 17.7    | 12.5    | 14.6    | 14.9    | 10.4    |
| 영업이익 증감률             | 26.3    | 17.9    | -4.0    | 12.3    | 11.6    |
| EBITDA 증감률           | 38.7    | 7.4     | 4.1     | 3.5     | 9.9     |
| 지배주주순이익 증감률          | -86.2   | 74.0    | 439.7   | -23.4   | 5.2     |
| EPS 증감률              | -86.2   | 73.8    | 438.7   | -23.4   | 5.2     |
| 매출총이익율(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 5.8     | 6.1     | 5.1     | 5.0     | 5.1     |
| EBITDA Margin(%)     | 10.5    | 10.0    | 9.1     | 8.2     | 8.2     |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.8     | 1.3     | 6.0     | 4.0     | 3.8     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A | 2020A | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 107.7 | 141.3 | 337.7  | 185.8  | 203.8  |
| 당기순이익                  | 23.2  | 28.0  | 130.0  | 110.4  | 122.6  |
| 비현금항목의 가감              | 156.4 | 163.3 | 193.9  | 180.7  | 189.0  |
| 유형자산감가상각비              | 57.2  | 49.8  | 50.3   | 52.4   | 54.0   |
| 무형자산감가상각비              | 12.9  | 16.3  | 26.8   | 18.8   | 22.1   |
| 지분법평가손익                | -38.2 | -27.3 | -11.3  | -13.0  | -15.0  |
| 기타                     | 124.5 | 124.5 | 128.1  | 122.5  | 127.9  |
| 영업활동자산부채증감             | 3.2   | -2.1  | 79.0   | -46.6  | -45.9  |
| 매출채권및기타채권의감소           | 8.8   | 25.5  | -55.6  | -33.4  | -22.1  |
| 재고자산의감소                | 3.1   | -10.1 | -7.1   | -8.3   | -6.6   |
| 매입채무및기타채무의증가           | -14.7 | 14.2  | 114.0  | 36.9   | 40.1   |
| 기타                     | 6.0   | -31.7 | 27.7   | -41.8  | -57.3  |
| 기타현금흐름                 | -75.1 | -47.9 | -65.2  | -58.7  | -61.9  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -18.7 | 3.2   | -260.4 | -18.3  | -19.0  |
| 유형자산의 취득               | -57.2 | -45.7 | -60.0  | -60.0  | -60.0  |
| 유형자산의 처분               | 12.4  | 0.9   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -6.4  | -15.5 | 0.0    | -30.0  | -30.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | 30.8  | -98.9 | -198.9 | -23.9  | -23.9  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -47.1 | 52.7  | -111.2 | -14.1  | -14.8  |
| 기타                     | 48.8  | 109.7 | 109.7  | 109.7  | 109.7  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -17.0 | -65.2 | -73.4  | -29.9  | -38.9  |
| 차입금의 증가(감소)            | -65.1 | -12.3 | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 9.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | -10.4 | -10.3 | -34.5  | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -3.9  | -3.7  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                     | 62.4  | -38.9 | -38.9  | -38.9  | -38.9  |
| 기타현금흐름                 | -0.1  | -2.1  | 70.3   | -100.2 | -100.2 |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 71.9  | 77.2  | 74.2   | 37.4   | 45.6   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 385.5 | 457.4 | 534.6  | 608.8  | 646.2  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 457.4 | 534.6 | 608.8  | 646.2  | 691.8  |

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 1,058.7 | 1,086.9 | 1,367.3 | 1,504.2 | 1,652.7 |
| 현금 및 현금성자산      | 457.4   | 534.6   | 608.8   | 646.2   | 691.8   |
| 단기금융자산          | 223.8   | 171.0   | 282.2   | 296.3   | 311.1   |
| 매출채권 및 기타채권     | 272.3   | 242.0   | 297.7   | 331.0   | 353.1   |
| 재고자산            | 38.2    | 48.3    | 55.4    | 63.6    | 70.2    |
| 기타유동자산          | 67.0    | 91.0    | 123.2   | 167.1   | 226.5   |
| <b>비유동자산</b>    | 1,441.6 | 1,464.0 | 1,646.1 | 1,689.9 | 1,728.6 |
| 투자자산            | 429.4   | 528.3   | 727.5   | 752.4   | 777.3   |
| 유형자산            | 364.5   | 377.9   | 387.6   | 395.3   | 401.3   |
| 무형자산            | 468.6   | 406.2   | 379.3   | 390.6   | 398.4   |
| 기타비유동자산         | 179.1   | 151.6   | 151.7   | 151.6   | 151.6   |
| <b>자산총계</b>     | 2,500.3 | 2,550.9 | 3,013.4 | 3,194.1 | 3,381.4 |
| <b>유동부채</b>     | 532.8   | 558.8   | 722.8   | 759.8   | 799.9   |
| 매입채무 및 기타채무     | 359.9   | 391.2   | 505.2   | 542.1   | 582.3   |
| 단기금융부채          | 87.6    | 76.9    | 76.9    | 76.9    | 76.9    |
| 기타유동부채          | 85.3    | 90.7    | 140.7   | 140.8   | 140.7   |
| <b>비유동부채</b>    | 138.8   | 147.9   | 157.9   | 159.8   | 161.8   |
| 장기금융부채          | 56.5    | 46.2    | 46.2    | 46.2    | 46.2    |
| 기타비유동부채         | 82.3    | 101.7   | 111.7   | 113.6   | 115.6   |
| <b>부채총계</b>     | 671.6   | 706.8   | 880.7   | 919.6   | 961.8   |
| <b>지배자본</b>     | 1,578.8 | 1,596.9 | 1,870.9 | 1,990.9 | 2,106.5 |
| 자본금             | 9.8     | 9.8     | 9.8     | 18.8    | 18.8    |
| 자본잉여금           | 1,237.6 | 1,237.6 | 1,237.6 | 1,237.6 | 1,237.6 |
| 기타자본            | -51.1   | -77.5   | -112.0  | -112.0  | -112.0  |
| 기타포괄손익누계액       | -17.7   | -7.1    | 113.5   | 136.0   | 158.5   |
| 이익잉여금           | 400.2   | 434.1   | 622.0   | 710.5   | 803.6   |
| 비지배자본           | 249.9   | 247.3   | 261.8   | 283.6   | 313.1   |
| <b>자본총계</b>     | 1,828.7 | 1,844.2 | 2,132.7 | 2,274.5 | 2,419.6 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 329    | 572    | 3,079  | 2,359  | 2,482  |
| BPS                | 42,082 | 42,564 | 49,867 | 53,065 | 56,148 |
| CFPS               | 4,786  | 5,098  | 8,633  | 7,757  | 8,306  |
| DPS                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 105.9  | 68.1   | 14.6   | 14.8   | 14.0   |
| PER(최고)            | 146.9  | 88.1   | 17.1   |        |        |
| PER(최저)            | 87.5   | 47.3   | 11.2   |        |        |
| PBR                | 0.83   | 0.91   | 0.90   | 0.66   | 0.62   |
| PBR(최고)            | 1.15   | 1.18   | 1.06   |        |        |
| PBR(최저)            | 0.68   | 0.63   | 0.69   |        |        |
| PSR                | 0.88   | 0.87   | 0.88   | 0.59   | 0.54   |
| PCFR               | 7.3    | 7.6    | 5.2    | 4.5    | 4.2    |
| EV/EBITDA          | 6.5    | 6.7    | 2.1    | 4.2    | 3.7    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA                | 0.9    | 1.1    | 4.7    | 3.6    | 3.7    |
| ROE                | 0.8    | 1.4    | 6.7    | 4.6    | 4.5    |
| ROIC               | 1.2    | 6.9    | 7.9    | 10.1   | 10.5   |
| 매출채권회전율            | 5.2    | 6.5    | 7.1    | 7.0    | 7.1    |
| 재고자산회전율            | 39.3   | 38.7   | 37.1   | 37.1   | 36.4   |
| 부채비율               | 36.7   | 38.3   | 41.3   | 40.4   | 39.7   |
| 순차입금비율             | -29.4  | -31.6  | -36.0  | -36.0  | -36.4  |
| 이자보상배율, 현금)        | 16.5   | 19.2   | 18.5   | 20.7   | 23.2   |
| <b>총차입금</b>        | 144.1  | 123.1  | 123.1  | 123.1  | 123.1  |
| 순차입금               | -537.0 | -582.5 | -767.9 | -819.4 | -879.8 |
| NOPLAT             | 156.7  | 168.3  | 175.2  | 181.3  | 199.2  |
| FCF                | 33.3   | 60.0   | 152.5  | 6.2    | 21.4   |

NHN한국사이버결제 (060250)



## BUY(Initiate)

주가(2/23) 23,950원

목표주가 29,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사는 이익 가시성과 안정성이 높은 회사이다. 올해 하반기부터 해외 가맹점 추가에 따른 거래액 증가가 본격화되면서 실적 개선세가 이어질 것으로 예상된다. 다만 해외 거래액 비중을 지속적으로 높여야 영업이익률 개선이 가시적으로 실현될 수 있다.

## Stock Data

|               |         |          |
|---------------|---------|----------|
| KOSDAQ (2/23) |         | 877.33pt |
| 시가총액          |         | 8,626억원  |
| 52주 주가동향      | 최고가     | 최저가      |
|               | 39,190원 | 23,500원  |
| 최고/최저가 대비 등락  | -38.9%  | 1.9%     |
| 주가수익률         | 절대      | 상대       |
|               | 1M      | -8.8%    |
|               | 6M      | -19.6%   |
|               | 1Y      | -21.7%   |
|               |         | -1.9%    |
|               |         | -8.9%    |
|               |         | -16.4%   |

## Company Data

|             |               |
|-------------|---------------|
| 발행주식수       | 36,016천주      |
| 일평균 거래량(3M) | 180천주         |
| 외국인 지분율     | 33.7%         |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%          |
| BPS (21E)   | 4,055원        |
| 주요 주주       | 엔에이치엔페이코 외 3인 |
|             | 42.6%         |

## Price Trend



## 해외 거래액 증가 긍정적

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 2.9만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 2.9만원으로 커버리지를 개시한다. 동사 적정가치는 22E 지배주주지분 39십억원에 적정 PER 30배를 적용한 결과치이다. 동사 주식수 산정시 주식배당 4.1백만주 추가를 전제했으며, 해당 물량은 현재 주식수 대비 12% 수준이다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 해외 가맹점 효과 기대

동사는 구글 및 글로벌 주요 OTT 사업자 등을 해외 가맹점으로 유치하여, 이를 통한 본격적인 거래액 증가는 올해 하반기부터 나타날 것으로 전망된다. 이에 따라 22E 해외 거래액은 5.1조원으로 전년대비 1.3조원 증가하면서 전체 거래액 대비 14% 비중을 차지할 것으로 예상된다. 해외 가맹 구조는 국내 대비 높은 마진율을 확보할 수 있기에 중장기 동사 영업이익률 개선에 기여할 수 있다. 다만 국내 대형 가맹 플랫폼 대상 마진 압박이 지속될 수 있어 단기적인 이익 레버리지 효과는 제한될 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 여행 거래액 회복 여지도 긍정적

19년 기준 익스피디아, 호텔스닷컴 및 트립닷컴 3사 합산 국내 결제액은 2.2조원이었다. 코로나 이후 거래액 수준이 25% 수준으로 감소 하였기에, 이를 감안하면 위드코로나나 진입시 전환산 1.7조원의 거래액 회복 효과가 기대된다. (와이즈앱 참조)

| (십억원, IFRS 연결) | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | 469.9  | 624.8  | 745.4  | 858.0  | 966.3  |
| 영업이익           | 32.1   | 39.8   | 43.2   | 52.3   | 62.3   |
| EBITDA         | 40.3   | 46.0   | 49.1   | 57.6   | 68.3   |
| 세전이익           | 37.5   | 36.2   | 43.9   | 54.3   | 66.3   |
| 순이익            | 24.5   | 29.9   | 30.3   | 38.8   | 48.1   |
| 지배주주지분순이익      | 24.5   | 30.0   | 30.4   | 38.9   | 48.1   |
| EPS(원)         | 611    | 747    | 758    | 968    | 1,198  |
| 증감률(% YoY)     | 42.4   | 22.3   | 1.4    | 27.8   | 23.7   |
| PER(배)         | 20.8   | 56.0   | 40.1   | 24.4   | 19.7   |
| PBR(배)         | 4.02   | 10.92  | 7.49   | 4.70   | 3.82   |
| EV/EBITDA(배)   | 8.8    | 30.0   | 18.1   | 10.9   | 8.8    |
| 영업이익률(%)       | 6.8    | 6.4    | 5.8    | 6.1    | 6.4    |
| ROE(%)         | 20.2   | 21.3   | 19.2   | 21.3   | 21.3   |
| 순차입금비용(%)      | -122.6 | -125.8 | -125.6 | -112.1 | -102.0 |

자료: 키움증권 리서치

# NHN한국사이버결제 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21E | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P   | 22E   | 23E   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 167.3 | 182.5 | 194.3 | 201.4 | 192.9 | 202.5 | 223.3 | 239.3 | 745.4 | 858.0 | 966.3 |
| 온라인 결제        | 155.3 | 168.7 | 180.3 | 187.1 | 179.6 | 188.1 | 208.2 | 223.2 | 691.4 | 799.2 | 898.5 |
| PG            | 148.1 | 161.0 | 172.6 | 178.9 | 171.7 | 179.8 | 199.1 | 213.4 | 660.6 | 764.0 | 858.9 |
| 온라인 VAN       | 7.3   | 7.6   | 7.7   | 8.2   | 7.9   | 8.3   | 9.2   | 9.8   | 30.8  | 35.2  | 39.5  |
| 오프라인 VAN      | 8.8   | 10.2  | 10.5  | 10.8  | 9.6   | 10.5  | 10.8  | 11.1  | 40.2  | 42.1  | 43.2  |
| O2O           | 3.2   | 3.7   | 3.5   | 3.4   | 3.6   | 3.9   | 4.3   | 5.0   | 13.8  | 16.8  | 24.6  |
| 매출총이익         | 19.7  | 21.0  | 22.1  | 21.7  | 22.0  | 23.0  | 25.3  | 27.2  | 84.6  | 97.5  | 111.3 |
| 온라인 결제        | 17.1  | 18.3  | 19.3  | 19.0  | 19.1  | 20.2  | 22.5  | 24.2  | 73.7  | 86.0  | 99.1  |
| PG            | 9.9   | 10.7  | 11.7  | 10.7  | 11.2  | 12.0  | 13.3  | 14.4  | 42.9  | 50.9  | 59.6  |
| 온라인 VAN       | 7.3   | 7.6   | 7.7   | 8.2   | 7.9   | 8.3   | 9.2   | 9.8   | 30.8  | 35.2  | 39.5  |
| 오프라인 VAN      | 2.4   | 2.5   | 2.6   | 2.6   | 2.7   | 2.6   | 2.7   | 2.7   | 10.1  | 10.7  | 11.0  |
| O2O           | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.7   | 0.8   | 1.2   |
| 판매비와관리비       | 10.6  | 9.8   | 11.0  | 10.1  | 11.5  | 10.6  | 11.9  | 11.0  | 41.4  | 45.2  | 49.1  |
| 영업이익          | 9.1   | 11.2  | 11.2  | 11.7  | 10.4  | 12.3  | 13.4  | 16.2  | 43.2  | 52.3  | 62.3  |
| 영업이익률(%)      | 5.5%  | 6.2%  | 5.7%  | 5.8%  | 5.4%  | 6.1%  | 6.0%  | 6.8%  | 5.8%  | 6.1%  | 6.4%  |
| 영업외손익         | 1.2   | 0.5   | 1.5   | -2.5  | 1.0   | 1.0   | 1.0   | -1.0  | 0.8   | 2.0   | 4.0   |
| 법인세차감전순이익     | 10.3  | 11.8  | 12.6  | 9.2   | 11.4  | 13.3  | 14.4  | 15.2  | 43.9  | 54.3  | 66.3  |
| 법인세차감전순이익률(%) | 6.2%  | 6.5%  | 6.5%  | 4.6%  | 5.9%  | 6.6%  | 6.4%  | 6.3%  | 5.9%  | 6.3%  | 6.9%  |
| 법인세비용         | 2.7   | 3.0   | 3.3   | 4.7   | 3.3   | 3.8   | 4.1   | 4.3   | 13.6  | 15.5  | 18.2  |
| 법인세율(%)       | 26%   | 25%   | 26%   | 51%   | 29%   | 29%   | 29%   | 29%   | 31%   | 29%   | 28%   |
| 당기순이익         | 7.7   | 8.8   | 9.4   | 4.5   | 8.2   | 9.5   | 10.3  | 10.8  | 30.3  | 38.8  | 48.1  |
| 당기순이익률(%)     | 4.6%  | 4.8%  | 4.8%  | 2.2%  | 4.2%  | 4.7%  | 4.6%  | 4.5%  | 4.1%  | 4.5%  | 5.0%  |
| 지배주주지분        | 7.7   | 8.8   | 9.4   | 4.5   | 8.2   | 9.5   | 10.3  | 10.9  | 30.4  | 38.9  | 48.1  |
| 비지배주주지분       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -0.1  | -0.1  | 0.0   |

자료: NHN한국사이버결제, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>           | 469.9 | 624.8 | 745.4 | 858.0 | 966.3 |
| 매출원가                 | 402.2 | 546.5 | 660.9 | 760.6 | 855.0 |
| 매출총이익                | 67.7  | 78.3  | 84.6  | 97.5  | 111.3 |
| 판매비                  | 35.7  | 38.5  | 41.4  | 45.2  | 49.1  |
| <b>영업이익</b>          | 32.1  | 39.8  | 43.2  | 52.3  | 62.3  |
| <b>EBITDA</b>        | 40.3  | 46.0  | 49.1  | 57.6  | 68.3  |
| 영업외손익                | 5.4   | -3.6  | 0.8   | 2.0   | 4.0   |
| 이자수익                 | 1.1   | 1.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 이자비용                 | 0.4   | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 외환관련이익               | 4.9   | 14.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 외환관련손실               | 1.6   | 12.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 중속 및 관계기업손익          | -0.4  | -0.3  | 0.5   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                   | 1.8   | -5.3  | 0.3   | 2.0   | 4.0   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 37.5  | 36.2  | 43.9  | 54.3  | 66.3  |
| 법인세비용                | 13.0  | 6.3   | 13.6  | 15.5  | 18.2  |
| 계속사업손익               | 24.5  | 29.9  | 30.3  | 38.8  | 48.1  |
| <b>당기순이익</b>         | 24.5  | 29.9  | 30.3  | 38.8  | 48.1  |
| <b>지배주주순이익</b>       | 24.5  | 30.0  | 30.4  | 38.9  | 48.1  |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| 매출액 증감률              | 8.6   | 33.0  | 19.3  | 15.1  | 12.6  |
| 영업이익 증감률             | 47.4  | 24.0  | 8.5   | 21.1  | 19.1  |
| EBITDA 증감률           | 29.2  | 14.1  | 6.7   | 17.3  | 18.6  |
| 지배주주순이익 증감률          | 43.7  | 22.4  | 1.3   | 28.0  | 23.7  |
| EPS 증감률              | 42.4  | 22.3  | 1.4   | 27.8  | 23.7  |
| 매출총이익률(%)            | 14.4  | 12.5  | 11.3  | 11.4  | 11.5  |
| 영업이익률(%)             | 6.8   | 6.4   | 5.8   | 6.1   | 6.4   |
| EBITDA Margin(%)     | 8.6   | 7.4   | 6.6   | 6.7   | 7.1   |
| 지배주주순이익률(%)          | 5.2   | 4.8   | 4.1   | 4.5   | 5.0   |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 73.2  | 59.3  | 49.6  | 39.3  | 46.2  |
| 당기순이익                  | 24.5  | 29.9  | 30.3  | 38.8  | 48.1  |
| 비현금항목의 가감              | 22.6  | 21.0  | 24.8  | 26.5  | 30.0  |
| 유형자산감가상각비              | 6.9   | 5.2   | 4.8   | 4.4   | 5.0   |
| 무형자산감가상각비              | 1.3   | 1.0   | 1.1   | 0.9   | 1.0   |
| 지분법평가손익                | -0.8  | -0.3  | -0.5  | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 15.2  | 15.1  | 19.4  | 21.2  | 24.0  |
| 영업활동자산부채증감             | 29.6  | 19.8  | 8.1   | -10.6 | -13.6 |
| 매출채권및기타채권의감소           | -1.4  | -0.7  | -6.0  | -5.6  | -5.3  |
| 재고자산의감소                | 1.9   | 1.8   | -0.4  | -0.4  | -0.4  |
| 매입채무및기타채무의증가           | 0.3   | 0.2   | 28.5  | 10.9  | 11.5  |
| 기타                     | 28.8  | 18.5  | -14.0 | -15.5 | -19.4 |
| 기타현금흐름                 | -3.5  | -11.4 | -13.6 | -15.4 | -18.3 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -21.6 | -9.8  | -1.9  | -8.4  | -9.2  |
| 유형자산의 취득               | -7.8  | -3.1  | -3.0  | -7.0  | -7.0  |
| 유형자산의 처분               | 6.8   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -1.0  | -1.7  | 0.0   | -1.5  | -1.5  |
| 투자자산의감소(증가)            | 3.3   | -10.2 | -2.9  | -2.9  | -2.9  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -22.0 | 7.2   | 6.0   | 5.1   | 4.2   |
| 기타                     | -0.9  | -2.0  | -2.0  | -2.1  | -2.0  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -13.5 | -3.2  | 0.9   | 2.0   | 0.0   |
| 차입금의 증가(감소)            | -0.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.9   | 2.1   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | -10.1 | 1.8   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -3.2  | -5.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | -0.1  | 0.0   | 0.0   | -0.1  | 0.0   |
| 기타현금흐름                 | 0.1   | -1.4  | -31.9 | -5.7  | -5.9  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 38.2  | 44.8  | 16.7  | 27.2  | 31.1  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 88.8  | 126.9 | 171.8 | 188.4 | 215.6 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 126.9 | 171.8 | 188.4 | 215.6 | 246.7 |

자료: 카움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>     | 243.4 | 297.4 | 327.4 | 371.7 | 424.2 |
| 현금 및 현금성자산      | 126.9 | 171.8 | 188.4 | 215.6 | 246.7 |
| 단기금융자산          | 44.3  | 37.1  | 31.1  | 26.0  | 21.8  |
| 매출채권 및 기타채권     | 23.7  | 30.8  | 36.8  | 42.3  | 47.7  |
| 재고자산            | 3.4   | 2.1   | 2.5   | 2.9   | 3.2   |
| 기타유동자산          | 45.1  | 55.6  | 68.6  | 84.9  | 104.8 |
| <b>비유동자산</b>    | 68.6  | 77.3  | 83.5  | 90.1  | 96.0  |
| 투자자산            | 4.8   | 15.0  | 18.5  | 21.4  | 24.3  |
| 유형자산            | 29.3  | 27.6  | 25.8  | 28.4  | 30.4  |
| 무형자산            | 7.2   | 7.8   | 6.7   | 7.3   | 7.8   |
| 기타비유동자산         | 27.3  | 26.9  | 32.5  | 33.0  | 33.5  |
| <b>자산총계</b>     | 311.9 | 374.7 | 410.9 | 461.7 | 520.1 |
| <b>유동부채</b>     | 179.9 | 215.8 | 244.3 | 255.3 | 266.8 |
| 매입채무 및 기타채무     | 149.2 | 194.7 | 223.2 | 234.1 | 245.6 |
| 단기금융부채          | 15.0  | 15.0  | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| 기타유동부채          | 15.7  | 6.1   | 6.1   | 6.2   | 6.2   |
| <b>비유동부채</b>    | 4.7   | 4.7   | 3.7   | 4.3   | 4.9   |
| 장기금융부채          | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타비유동부채         | 4.7   | 4.7   | 3.7   | 4.3   | 4.9   |
| <b>부채총계</b>     | 184.6 | 220.6 | 248.1 | 259.6 | 271.6 |
| <b>지배자본</b>     | 127.2 | 154.0 | 162.8 | 202.2 | 248.6 |
| 자본금             | 11.5  | 11.5  | 18.0  | 20.1  | 20.1  |
| 자본잉여금           | 45.8  | 45.8  | 40.2  | 40.2  | 40.2  |
| 기타자본            | -24.8 | -22.6 | -43.5 | -43.4 | -43.4 |
| 기타포괄손익누계액       | 0.1   | 0.1   | -0.3  | -0.6  | -1.0  |
| 이익잉여금           | 94.6  | 119.2 | 148.4 | 186.0 | 232.7 |
| 비지배자본           | 0.2   | 0.1   | 0.0   | -0.1  | -0.1  |
| <b>자본총계</b>     | 127.4 | 154.1 | 162.8 | 202.1 | 248.5 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 611    | 747    | 758    | 968    | 1,198  |
| BPS             | 3,166  | 3,835  | 4,055  | 5,036  | 6,191  |
| CFPS            | 1,172  | 1,267  | 1,372  | 1,627  | 1,944  |
| DPS             | 230    | 35     | 35     | 35     | 35     |
| <b>주가배수(배)</b>  |        |        |        |        |        |
| PER             | 20.8   | 56.0   | 40.1   | 24.4   | 19.7   |
| PER(최고)         | 22.1   | 57.5   | 56.7   |        |        |
| PER(최저)         | 10.4   | 15.6   | 35.4   |        |        |
| PBR             | 4.02   | 10.92  | 7.49   | 4.70   | 3.82   |
| PBR(최고)         | 4.27   | 11.21  | 10.59  |        |        |
| PBR(최저)         | 2.00   | 3.04   | 6.62   |        |        |
| PSR             | 1.09   | 2.69   | 1.64   | 1.11   | 0.98   |
| PCFR            | 10.9   | 33.1   | 22.1   | 14.5   | 12.2   |
| EV/EBITDA       | 8.8    | 30.0   | 18.1   | 10.9   | 8.8    |
| <b>주요비율(%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 배당성향(%),보통주,현금  | 20.4   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(%),보통주,현금 | 1.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA             | 8.3    | 8.7    | 7.7    | 8.9    | 9.8    |
| ROE             | 20.2   | 21.3   | 19.2   | 21.3   | 21.3   |
| ROIC            | -102.1 | -53.0  | -39.4  | -52.3  | -81.5  |
| 매출채권회전율         | 19.3   | 22.9   | 22.0   | 21.7   | 21.5   |
| 재고자산회전율         | 102.3  | 227.1  | 324.2  | 318.9  | 315.7  |
| 부채비율            | 144.9  | 143.1  | 152.4  | 128.4  | 109.3  |
| 순차입금비율          | -122.6 | -125.8 | -125.6 | -112.1 | -102.0 |
| 이자보상배율,현금       | 87.1   | 139.2  |        |        |        |
| <b>총차입금</b>     | 15.1   | 15.0   | 15.0   | 15.0   | 15.0   |
| 순차입금            | -156.2 | -193.9 | -204.5 | -226.6 | -253.5 |
| NOPLAT          | 40.3   | 46.0   | 49.1   | 57.6   | 68.3   |
| FCF             | 56.5   | 54.2   | 40.8   | 23.6   | 29.1   |

엔씨소프트 (036570)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 463,500원

목표주가 650,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사 기업가치는 티징 영상에서 공개된 주요 신작들의 게임성 수준에 달려 있다. 보수적인 검증을 통해 글로벌 유저들을 타겟할 수 있다는 판단이 들면 관련 신작에 대한 추정치를 반영할 계획이다. 리니지W NFT 기반 서구권 출시는 기대 요인이지만, 동 지역에서 낮은 인지도를 감안 시 흥행 수준은 추가 검증이 필요하다.

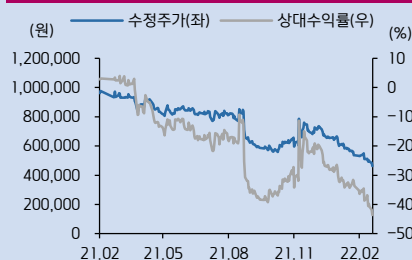
#### Stock Data

|              |    |            |          |
|--------------|----|------------|----------|
| KOSPI (2/23) |    | 2,719.53pt |          |
| 시가총액         |    | 101,757억원  |          |
| 52주 주가동향     |    | 최고가        | 최저가      |
|              |    | 972,000원   | 462,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 |    | -52.3%     | 0.2%     |
| 주가수익률        |    | 절대         | 상대       |
|              | 1M | -18.0%     | -14.5%   |
|              | 6M | -43.8%     | -36.1%   |
|              | 1Y | -50.5%     | -45.1%   |

#### Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 21,954천주  |
| 일평균 거래량(3M) | 204천주     |
| 외국인 지분율     | 43.6%     |
| 배당수익률(21E)  | 0.9%      |
| BPS (21E)   | 143,538원  |
| 주요 주주       | 김택진 외 8 인 |
|             | 12.0%     |

#### Price Trend



## 신작 게임성 검증이 필요

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 65만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 65만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 22E 지배주주지분 574십억원에 적정 PER 25배를 적용한 결과치이다. 티징 영상에서 공개된 주요 신작에 대한 게임성 검증이 필요한 상황이다.

### >>> 주요 신작 게임성 수준이 변수

티징 영상에서 공개된 주요 신작별 영상은 게임성 수준을 판단하기는 어려운 수준이다. 다만 TL은 공성전 콘텐츠를 보여주면서 일부 기대감을 높였다. 이에 당사는 동 게임의 4Q22E PC/콘솔 합산 초기 판매량 1.5백만장과 5년간 누적 판매 5백만장을 추정치에 반영하였다. 다만 콘솔 분야는 동사의 경쟁력이 글로벌로 검증되지 않았는 바, 추후 게임성 확인을 통해 트리플 A급 게임으로 포지셔닝 할 수 있는지 추가 판단이 필요하다.

### >>> 블록체인 게임 철학은 긍정적

동사는 이번 실적 컨퍼런스콜을 통해 블록체인 기반 게임 사업 전략을 단순 P2E 접근이 아닌 에코시스템 기반의 유저 자산 가치를 제고하는데 초점을 맞춘다는 것을 보여주었다. 이는 여타 게임사들이 P2E 기반으로 백단의 기술에 집중하는 것과 대비된다. 중요한 것은 엔씨소프트도 해외 시장에서 통할 수 있는 게임성에 기반한 신작을 출시해야 한다는 대전제가 필요하다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 1,701.2 | 2,416.2 | 2,308.8 | 3,000.5 | 2,714.9 |
| 영업이익           | 479.0   | 824.8   | 375.2   | 672.5   | 350.3   |
| EBITDA         | 531.5   | 890.6   | 451.1   | 766.8   | 464.7   |
| 세전이익           | 496.2   | 803.3   | 491.3   | 791.7   | 477.3   |
| 순이익            | 359.2   | 586.6   | 395.7   | 574.0   | 346.1   |
| 지배주주지분순이익      | 358.2   | 587.4   | 396.9   | 574.0   | 346.1   |
| EPS(원)         | 16,320  | 26,756  | 18,078  | 26,145  | 15,763  |
| 증감률(% YoY)     | -14.4   | 63.9    | -32.4   | 44.6    | -39.7   |
| PER(배)         | 33.1    | 34.8    | 35.6    | 17.7    | 29.3    |
| PBR(배)         | 4.75    | 6.51    | 4.48    | 2.69    | 2.43    |
| EV/EBITDA(배)   | 19.7    | 21.0    | 28.3    | 10.9    | 17.2    |
| 영업이익률(%)       | 28.2    | 34.1    | 16.3    | 22.4    | 12.9    |
| ROE(%)         | 14.7    | 20.8    | 12.6    | 16.6    | 8.7     |
| 순차입금비율(%)      | -56.3   | -56.7   | -42.8   | -47.9   | -51.2   |

자료: 키움증권 리서치

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P     | 22E     | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 512.5 | 538.5 | 500.6 | 757.2 | 768.8 | 678.9 | 732.6 | 820.2 | 2,308.8 | 3,000.5 | 2,714.9 |
| PC 게임         | 129.0 | 106.0 | 101.6 | 89.5  | 105.1 | 98.8  | 102.7 | 164.1 | 426.1   | 470.8   | 450.2   |
| 모바일 게임        | 328.3 | 380.0 | 348.5 | 614.6 | 615.5 | 533.0 | 582.8 | 562.6 | 1,671.5 | 2,293.9 | 2,032.1 |
| 콘솔 게임         |       |       |       |       |       |       |       | 45.5  |         | 45.5    | 51.4    |
| 기타            | 9.7   | 9.7   | 9.7   | 9.7   | 9.0   | 9.0   | 9.0   | 9.0   | 38.9    | 36.0    | 34.2    |
| 로열티           | 45.5  | 42.8  | 40.8  | 43.2  | 39.2  | 38.1  | 38.0  | 39.0  | 172.4   | 154.3   | 147.0   |
| 영업비용          | 455.8 | 425.8 | 404.4 | 647.7 | 574.2 | 527.0 | 556.1 | 670.8 | 1,933.6 | 2,328.1 | 2,364.7 |
| 영업이익          | 56.7  | 112.8 | 96.3  | 109.5 | 194.6 | 151.9 | 176.5 | 149.4 | 375.2   | 672.5   | 350.3   |
| 영업이익률(%)      | 11.1% | 20.9% | 19.2% | 14.5% | 25.3% | 22.4% | 24.1% | 18.2% | 16.3%   | 22.4%   | 12.9%   |
| 영업외손익         | 36.1  | 10.2  | 30.4  | 39.4  | 31.5  | 31.5  | 31.5  | 24.7  | 116.1   | 119.2   | 127.0   |
| 법인세차감전순이익     | 92.8  | 123.0 | 126.6 | 148.9 | 226.1 | 183.4 | 208.0 | 174.2 | 491.3   | 791.7   | 477.3   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 18.1% | 22.8% | 25.3% | 19.7% | 29.4% | 27.0% | 28.4% | 21.2% | 21.3%   | 26.4%   | 17.6%   |
| 법인세비용         | 12.6  | 28.7  | 27.2  | 27.2  | 62.2  | 50.4  | 57.2  | 47.9  | 95.6    | 217.7   | 131.3   |
| 법인세율(%)       | 13.6% | 23.3% | 21.4% | 18.2% | 27.5% | 27.5% | 27.5% | 27.5% | 19.5%   | 27.5%   | 27.5%   |
| 당기순이익         | 80.2  | 94.3  | 99.5  | 121.7 | 163.9 | 132.9 | 150.8 | 126.3 | 395.7   | 574.0   | 346.1   |
| 당기순이익률(%)     | 15.6% | 17.5% | 19.9% | 16.1% | 21.3% | 19.6% | 20.6% | 15.4% | 17.1%   | 19.1%   | 12.7%   |
| 지배주주지분        | 80.9  | 94.4  | 99.7  | 121.9 | 163.9 | 132.9 | 150.8 | 126.3 | 396.9   | 574.0   | 346.1   |
| 비지배주주지분       | -0.7  | -0.1  | -0.3  | -0.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -1.2    | 0.0     | 0.0     |

자료: 엔씨소프트, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 1,701.2 | 2,416.2 | 2,308.8 | 3,000.5 | 2,714.9 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>매출총이익</b>         | 1,701.2 | 2,416.2 | 2,308.8 | 3,000.5 | 2,714.9 |
| 판매비                  | 1,222.2 | 1,591.4 | 1,933.6 | 2,328.1 | 2,364.7 |
| <b>영업이익</b>          | 479.0   | 824.8   | 375.2   | 672.5   | 350.3   |
| <b>EBITDA</b>        | 531.5   | 890.6   | 451.1   | 766.8   | 464.7   |
| <b>영업외손익</b>         | 17.2    | -21.5   | 116.1   | 119.2   | 127.0   |
| 이자수익                 | 33.6    | 32.8    | 30.3    | 36.7    | 41.4    |
| 이자비용                 | 8.4     | 9.0     | 21.7    | 21.7    | 21.7    |
| 외환관련이익               | 38.3    | 23.9    | 23.9    | 23.9    | 23.9    |
| 외환관련손실               | 16.5    | 38.1    | 38.1    | 38.1    | 38.1    |
| 중속 및 관계기업손익          | -19.3   | -5.6    | 15.8    | 3.5     | 5.5     |
| 기타                   | -10.5   | -25.5   | 105.9   | 114.9   | 116.0   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 496.2   | 803.3   | 491.3   | 791.7   | 477.3   |
| 법인세비용                | 137.0   | 216.6   | 95.6    | 217.7   | 131.3   |
| <b>계속사업손익</b>        | 359.2   | 586.6   | 395.7   | 574.0   | 346.1   |
| <b>당기순이익</b>         | 359.2   | 586.6   | 395.7   | 574.0   | 346.1   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 358.2   | 587.4   | 396.9   | 574.0   | 346.1   |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률              | -0.8    | 42.0    | -4.4    | 30.0    | -9.5    |
| 영업이익 증감률             | -22.1   | 72.2    | -54.5   | 79.2    | -47.9   |
| EBITDA 증감률           | -17.3   | 67.6    | -49.3   | 70.0    | -39.4   |
| 지배주주순이익 증감률          | -14.3   | 64.0    | -42.4   | 44.6    | -39.7   |
| EPS 증감률              | -14.4   | 63.9    | -32.4   | 44.6    | -39.7   |
| 매출총이익율(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 28.2    | 34.1    | 16.3    | 22.4    | 12.9    |
| EBITDA Margin(%)     | 31.2    | 36.9    | 19.5    | 25.6    | 17.1    |
| 지배주주순이익률(%)          | 21.1    | 24.3    | 17.2    | 19.1    | 12.7    |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A  | 2020A  | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 392.2  | 707.6  | 552.6   | 620.1   | 504.1   |
| 당기순이익                  | 359.2  | 586.6  | 395.7   | 574.0   | 346.1   |
| 비현금항목의 가감              | 200.4  | 317.0  | 131.0   | 277.5   | 204.4   |
| 유형자산감가상각비              | 51.2   | 64.8   | 68.1    | 93.5    | 113.5   |
| 무형자산감가상각비              | 1.2    | 1.0    | 7.8     | 0.9     | 0.9     |
| 지분법평가손익                | -19.3  | -6.8   | -15.8   | -3.5    | -5.5    |
| 기타                     | 167.3  | 258.0  | 70.9    | 186.6   | 95.5    |
| 영업활동자산부채증감             | -70.8  | -45.8  | 110.8   | -30.7   | 63.2    |
| 매출채권및기타채권의감소           | -106.1 | 10.9   | 39.1    | -42.6   | 27.1    |
| 재고자산의감소                | -1.1   | 0.5    | 0.0     | -0.2    | 0.1     |
| 매입채무및기타채무의증가           | 2.8    | 3.1    | 11.7    | 12.3    | 12.9    |
| 기타                     | 33.6   | -60.3  | 60.0    | -0.2    | 23.1    |
| 기타현금흐름                 | -96.6  | -150.2 | -84.9   | -200.7  | -109.6  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -234.2 | -695.6 | 1,260.5 | 327.1   | 61.9    |
| 유형자산의 취득               | -51.0  | -64.4  | -440.0  | -190.0  | -190.0  |
| 유형자산의 처분               | 0.8    | 2.2    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -2.8   | -0.4   | 0.0     | -5.0    | -5.0    |
| 투자자산의감소(증가)            | 205.8  | -349.6 | -30.0   | -30.0   | -30.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -284.1 | -493.2 | 1,520.5 | 342.1   | 77.0    |
| 기타                     | -102.9 | 209.8  | 210.0   | 210.0   | 209.9   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -45.7  | -159.3 | 78.3    | -164.5  | -167.4  |
| 차입금의 증가(감소)            | 105.2  | -6.2   | 300.0   | 0.0     | 0.0     |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | -124.6 | -107.6 | -176.2  | -119.0  | -121.8  |
| 기타                     | -26.3  | -45.5  | -45.5   | -45.5   | -45.6   |
| 기타현금흐름                 | 5.5    | 1.1    | -322.3  | 14.7    | 14.7    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 117.9  | -146.2 | 1,569.0 | 797.3   | 413.4   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 185.6  | 303.4  | 157.3   | 1,726.3 | 2,523.6 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 303.4  | 157.3  | 1,726.3 | 2,523.6 | 2,937.0 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 2,087.9 | 2,444.4 | 2,453.5 | 2,951.4 | 3,260.4 |
| 현금 및 현금성자산      | 303.4   | 157.3   | 1,726.3 | 2,523.6 | 2,937.0 |
| 단기금융자산          | 1,468.8 | 1,962.0 | 441.4   | 99.3    | 22.3    |
| 매출채권 및 기타채권     | 270.6   | 281.6   | 242.4   | 285.0   | 257.9   |
| 재고자산            | 2.1     | 0.7     | 0.7     | 0.9     | 0.8     |
| 기타유동자산          | 43.0    | 42.8    | 42.7    | 42.6    | 42.4    |
| <b>비유동자산</b>    | 1,258.5 | 1,636.8 | 2,130.5 | 2,264.6 | 2,380.7 |
| 투자자산            | 744.2   | 1,093.8 | 1,139.6 | 1,173.1 | 1,208.6 |
| 유형자산            | 350.4   | 368.4   | 740.3   | 836.8   | 913.3   |
| 무형자산            | 49.6    | 49.7    | 41.9    | 46.0    | 50.1    |
| 기타비유동자산         | 114.3   | 124.9   | 208.7   | 208.7   | 208.7   |
| <b>자산총계</b>     | 3,346.4 | 4,081.2 | 4,584.0 | 5,216.0 | 5,641.1 |
| <b>유동부채</b>     | 449.8   | 509.3   | 662.8   | 675.1   | 688.0   |
| 매입채무 및 기타채무     | 194.7   | 233.9   | 245.6   | 257.9   | 270.8   |
| 단기금융부채          | 42.7    | 42.2    | 182.2   | 182.2   | 182.2   |
| 기타유동부채          | 212.4   | 233.2   | 235.0   | 235.0   | 235.0   |
| <b>비유동부채</b>    | 384.4   | 427.2   | 768.0   | 770.5   | 773.1   |
| 장기금융부채          | 315.1   | 295.4   | 635.4   | 635.4   | 635.4   |
| 기타비유동부채         | 69.3    | 131.8   | 132.6   | 135.1   | 137.7   |
| <b>부채총계</b>     | 834.2   | 936.5   | 1,430.8 | 1,445.6 | 1,461.1 |
| <b>지배자본</b>     | 2,499.2 | 3,141.6 | 3,151.2 | 3,768.4 | 4,178.0 |
| 자본금             | 11.0    | 11.0    | 11.0    | 11.0    | 11.0    |
| 자본잉여금           | 435.5   | 433.4   | 433.4   | 433.4   | 433.4   |
| 기타자본            | -437.8  | -437.8  | -437.8  | -437.8  | -437.8  |
| 기타포괄손익누계액       | 108.4   | 278.2   | 73.6    | 238.7   | 403.8   |
| 이익잉여금           | 2,382.1 | 2,856.8 | 3,071.0 | 3,523.1 | 3,767.7 |
| 비지배자본           | 13.0    | 3.1     | 1.9     | 1.9     | 1.9     |
| <b>자본총계</b>     | 2,512.2 | 3,144.7 | 3,153.2 | 3,770.4 | 4,180.0 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2019A    | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>     |          |          |          |          |          |
| EPS                | 16,320   | 26,756   | 18,078   | 26,145   | 15,763   |
| BPS                | 113,836  | 143,098  | 143,538  | 171,652  | 190,309  |
| CFPS               | 25,497   | 41,161   | 23,991   | 38,785   | 25,072   |
| DPS                | 5,220    | 8,550    | 5,860    | 6,000    | 5,000    |
| <b>주가배수(배)</b>     |          |          |          |          |          |
| PER                | 33.1     | 34.8     | 35.6     | 17.7     | 29.3     |
| PER(최고)            | 34.5     | 37.3     | 58.0     |          |          |
| PER(최저)            | 26.0     | 18.8     | 30.7     |          |          |
| PBR                | 4.75     | 6.51     | 4.48     | 2.69     | 2.43     |
| PBR(최고)            | 4.95     | 6.97     | 7.30     |          |          |
| PBR(최저)            | 3.73     | 3.52     | 3.87     |          |          |
| PSR                | 6.98     | 8.46     | 6.11     | 3.38     | 3.74     |
| PCFR               | 21.2     | 22.6     | 26.8     | 11.9     | 18.4     |
| EV/EBITDA          | 19.7     | 21.0     | 28.3     | 10.9     | 17.2     |
| <b>주요비율(%)</b>     |          |          |          |          |          |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 30.0     | 30.0     | 30.1     | 21.2     | 29.3     |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.0      | 0.9      | 0.9      | 1.3      | 1.1      |
| ROA                | 11.4     | 15.8     | 9.1      | 11.7     | 6.4      |
| ROE                | 14.7     | 20.8     | 12.6     | 16.6     | 8.7      |
| ROIC               | 115.1    | 202.9    | 59.8     | 63.4     | 29.7     |
| 매출채권회전율            | 7.6      | 8.8      | 8.8      | 11.4     | 10.0     |
| 재고자산회전율            | 1,105.6  | 1,733.4  | 3,304.4  | 3,821.8  | 3,212.3  |
| 부채비율               | 33.2     | 29.8     | 45.4     | 38.3     | 35.0     |
| 순차입금비율             | -56.3    | -56.7    | -42.8    | -47.9    | -51.2    |
| 이자보상배율, 현금)        | 56.9     | 91.9     | 17.3     | 30.9     | 16.1     |
| <b>총차입금</b>        | 357.8    | 337.5    | 817.5    | 817.5    | 817.5    |
| 순차입금               | -1,414.4 | -1,781.7 | -1,350.2 | -1,805.4 | -2,141.8 |
| NOPLAT             | 531.5    | 890.6    | 451.1    | 766.8    | 464.7    |
| FCF                | 234.6    | 602.8    | 48.9     | 356.2    | 236.6    |

크래프톤 (259960)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 286,000원

목표주가 380,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

배틀그라운드 무료화에 따라 MAU가 증가해 이를 안정적으로 유지할 경우 동사가 보여준 ARPU 포텐셜과 맞물리면서 추가적 실적 업사이드가 가능하다. 이스포츠를 통한 유저 락인 및 지속적인 게임성 개선과 유저 케어의 효과를 점검할 필요가 있다.

## Stock Data

|              |            |          |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI (2/23) | 2,719.53pt |          |
| 시가총액         | 140,346억원  |          |
| 52주 주가동향     | 최고가        | 최저가      |
|              | 567,000원   | 259,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -49.6%     | 10.4%    |
| 주가수익률        | 절대         | 상대       |
| 1M           | -7.7%      | -3.8%    |
| 6M           | -41.0%     | -32.9%   |
| 1Y           | n.a.       | n.a.     |

## Company Data

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 발행주식수       | 49,072천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 400천주            |
| 외국인 지분율     | 29.5%            |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%             |
| BPS (21E)   | 94,106원          |
| 주요 주주       | 장병규 외 14 인 21.9% |

## Price Trend



## 부정적으로 볼 필요 없음

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY, 목표주가 38만원

동사에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 38만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 22E 지배주주지분 630십억원에 적정 PER 30배를 적용한 결과치이다. 타사 대비 밸류에이션에 프리미엄을 부여한 이유는 22E 지배주주지분이 전년대비 20% 이상 증가를 예상하며, 작년말 기준 3조원의 현금및현금성자산을 보유하고 있기 때문이다. 해당 자산을 기반으로 한 적극적 투자가 지속될 가능성을 염두해야 한다.

## &gt;&gt;&gt; 배틀그라운드 뉴스테이트 변수

동사는 올해 배틀그라운드 뉴스테이트의 유저 지표 및 매출 개선을 위해 게임성 업데이트 및 프로모션을 지속적으로 진행할 것으로 관측된다. 다만 이를 통한 성과 개선에 대해서는 중립적 관점을 견지한다. 게임 성과는 통상 출시 초기 지표에 좌우되며, 이후 의미있는 반등은 제한적일 수 있기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 23E 신작 파이프라인 추가 필요

동사는 올해 칼리스토 프로토콜과 언노운월즈 프로젝트 M 신작 출시를 계획하고 있다. 해당 신작들의 무게감이 대중성 높은 트리플 A급 게임을 표방할 수 있는지는 추가 검증이 필요하다. 23E에는 올해 대비 무게감을 더 가질 수 있는 신작 파이프라인이 추가되어야 할 것이다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 1,087.5 | 1,670.4 | 1,886.3 | 2,238.6 | 2,172.5 |
| 영업이익           | 359.3   | 773.9   | 639.6   | 760.7   | 623.2   |
| EBITDA         | 396.9   | 818.0   | 684.4   | 834.6   | 710.7   |
| 세전이익           | 361.8   | 666.8   | 750.4   | 854.7   | 723.2   |
| 순이익            | 278.9   | 556.3   | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| 지배주주지분순이익      | 278.9   | 556.3   | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| EPS(원)         | 7,198   | 13,710  | 10,619  | 12,832  | 10,887  |
| 증감률(%, YoY)    | -12.1   | 90.5    | -22.5   | 20.8    | -15.2   |
| PER(배)         | 0.0     | 0.0     | 43.3    | 21.3    | 25.1    |
| PBR(배)         | 0.00    | 0.00    | 4.89    | 2.54    | 2.30    |
| EV/EBITDA(배)   |         |         | 28.3    | 11.9    | 13.5    |
| 영업이익률(%)       | 33.0    | 46.3    | 33.9    | 34.0    | 28.7    |
| ROE(%)         | 99.2    | 61.9    | 17.9    | 12.7    | 9.6     |
| 순차입금비용(%)      | -37.3   | -56.6   | -67.9   | -66.1   | -65.7   |

자료: 키움증권 리서치

크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P     | 22E     | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 461.0 | 459.3 | 521.9 | 444.0 | 511.4 | 522.7 | 586.5 | 618.1 | 1,886.3 | 2,238.6 | 2,172.5 |
| 온라인           | 66.1  | 88.6  | 129.5 | 114.9 | 108.0 | 130.3 | 136.6 | 150.9 | 399.0   | 525.8   | 526.9   |
| 모바일           | 378.8 | 354.2 | 380.5 | 303.7 | 368.7 | 354.5 | 405.1 | 378.6 | 1,417.2 | 1,507.0 | 1,440.8 |
| 콘솔            | 4.0   | 4.2   | 5.0   | 6.1   | 7.0   | 7.3   | 7.5   | 51.0  | 19.4    | 72.9    | 44.3    |
| 기타            | 12.1  | 12.5  | 6.9   | 19.3  | 27.7  | 30.5  | 37.2  | 37.5  | 50.7    | 132.9   | 160.5   |
| 영업비용          | 233.8 | 285.2 | 326.7 | 401.0 | 324.9 | 346.7 | 361.0 | 445.3 | 1,246.7 | 1,477.9 | 1,549.3 |
| 영업이익          | 227.2 | 174.2 | 195.3 | 43.0  | 186.5 | 176.0 | 225.5 | 172.7 | 639.6   | 760.7   | 623.2   |
| 영업이익률(%)      | 49.3% | 37.9% | 37.4% | 9.7%  | 36.5% | 33.7% | 38.4% | 27.9% | 33.9%   | 34.0%   | 28.7%   |
| 영업외손익         | 44.2  | -2.4  | 74.7  | -5.7  | 26.0  | 26.0  | 26.0  | 16.0  | 110.7   | 94.0    | 100.0   |
| 법인세차감전순이익     | 271.4 | 171.8 | 269.9 | 37.2  | 212.5 | 202.0 | 251.5 | 188.7 | 750.4   | 854.7   | 723.2   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 58.9% | 37.4% | 51.7% | 8.4%  | 41.6% | 38.6% | 42.9% | 30.5% | 39.8%   | 38.2%   | 33.3%   |
| 법인세비용         | 77.4  | 30.5  | 91.6  | 31.0  | 56.0  | 53.2  | 66.2  | 49.7  | 230.5   | 225.1   | 189.0   |
| 법인세율(%)       | 28.5% | 17.8% | 33.9% | 83.2% | 26.3% | 26.3% | 26.3% | 26.3% | 30.7%   | 26.3%   | 26.1%   |
| 당기순이익         | 194.0 | 141.3 | 178.3 | 6.2   | 156.5 | 148.8 | 185.2 | 139.0 | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| 당기순이익률(%)     | 42.1% | 30.8% | 34.2% | 1.4%  | 30.6% | 28.5% | 31.6% | 22.5% | 27.6%   | 28.1%   | 24.6%   |
| 지배주주지분        | 194.0 | 141.3 | 178.3 | 6.2   | 156.5 | 148.8 | 185.2 | 139.0 | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| 비지배주주지분       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |

자료: 크래프톤, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 1,087.5 | 1,670.4 | 1,886.3 | 2,238.6 | 2,172.5 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출총이익                | 1,087.5 | 1,670.4 | 1,886.3 | 2,238.6 | 2,172.5 |
| 판매비                  | 728.2   | 896.6   | 1,246.7 | 1,477.9 | 1,549.3 |
| <b>영업이익</b>          | 359.3   | 773.9   | 639.6   | 760.7   | 623.2   |
| <b>EBITDA</b>        | 396.9   | 818.0   | 684.4   | 834.6   | 710.7   |
| 영업외손익                | 2.5     | -107.1  | 110.7   | 94.0    | 100.0   |
| 이자수익                 | 5.7     | 3.4     | 14.3    | 15.9    | 17.4    |
| 이자비용                 | 8.8     | 5.7     | 5.7     | 5.7     | 5.7     |
| 외환관련이익               | 15.7    | 38.5    | 34.7    | 34.7    | 34.7    |
| 외환관련손실               | 17.3    | 128.4   | 45.2    | 45.2    | 45.2    |
| 중속 및 관계기업손익          | -0.9    | -0.3    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | 8.1     | -14.6   | 112.6   | 94.3    | 98.8    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 361.8   | 666.8   | 750.4   | 854.7   | 723.2   |
| 법인세비용                | 83.0    | 110.5   | 230.5   | 225.1   | 189.0   |
| 계속사업손손익              | 278.9   | 556.3   | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| <b>당기순이익</b>         | 278.9   | 556.3   | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 278.9   | 556.3   | 519.9   | 629.5   | 534.2   |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률              | -2.9    | 53.6    | 12.9    | 18.7    | -3.0    |
| 영업이익 증감률             | 19.7    | 115.4   | -17.4   | 18.9    | -18.1   |
| EBITDA 증감률           | 29.8    | 106.1   | -16.3   | 21.9    | -14.8   |
| 지배주주순이익 증감률          | 11.1    | 99.5    | -6.5    | 21.1    | -15.1   |
| EPS 증감률              | -12.1   | 90.5    | -22.5   | 20.8    | -15.2   |
| 매출총이익률(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 33.0    | 46.3    | 33.9    | 34.0    | 28.7    |
| EBITDA Margin(%)     | 36.5    | 49.0    | 36.3    | 37.3    | 32.7    |
| 지배주주순이익률(%)          | 25.6    | 33.3    | 27.6    | 28.1    | 24.6    |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A  | 2020A  | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|--------|--------|----------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 61.9   | 649.0  | 1,319.4  | 789.3   | 785.0   |
| 당기순이익                  | 278.9  | 556.3  | 519.9    | 629.5   | 534.2   |
| 비현금항목의 가감              | 220.0  | 393.2  | 417.5    | 439.7   | 415.6   |
| 유형자산감가상각비              | 36.0   | 40.9   | 37.9     | 71.1    | 80.5    |
| 무형자산감가상각비              | 1.7    | 3.3    | 6.8      | 2.8     | 7.0     |
| 지분법평가손익                | -0.9   | -1.8   | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 기타                     | 183.2  | 350.8  | 372.8    | 365.8   | 328.1   |
| 영업활동자산부채증감             | -355.2 | -152.5 | 603.5    | -65.4   | 12.0    |
| 매출채권및기타채권의감소           | -291.9 | -123.8 | 96.4     | -70.5   | 13.2    |
| 재고자산의감소                | 0.0    | 0.0    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 매입채무및기타채무의증가           | 9.5    | -7.6   | 9.8      | 10.3    | 10.8    |
| 기타                     | -72.8  | -21.1  | 497.3    | -5.2    | -12.0   |
| 기타현금흐름                 | -81.8  | -148.0 | -221.5   | -214.5  | -176.8  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -52.8  | -0.8   | -1,630.3 | -348.6  | -349.1  |
| 유형자산의 취득               | -16.3  | -25.9  | -140.0   | -100.0  | -100.0  |
| 유형자산의 처분               | 1.1    | 0.2    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -2.0   | -3.3   | -825.0   | -10.0   | -10.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | -42.9  | -55.0  | -634.4   | -207.5  | -207.9  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 12.9   | 111.4  | -2.8     | -2.9    | -3.0    |
| 기타                     | -5.6   | -28.2  | -28.1    | -28.2   | -28.2   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 14.9   | -27.1  | 2,809.4  | -26.5   | -26.5   |
| 차입금의 증가(감소)            | -112.2 | -0.6   | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 2,835.9  | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | 0.0    | 0.0    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 기타                     | 127.1  | -26.5  | -26.5    | -26.5   | -26.5   |
| 기타현금흐름                 | -1.2   | -47.9  | -58.4    | -60.5   | -60.5   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 22.9   | 573.1  | 2,440.1  | 353.8   | 349.0   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 123.9  | 146.7  | 719.8    | 3,160.0 | 3,513.8 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 146.7  | 719.8  | 3,160.0  | 3,513.8 | 3,862.8 |

자료: 카움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A  | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 726.2  | 1,292.5 | 3,654.7 | 4,103.1 | 4,470.8 |
| 현금 및 현금성자산      | 146.7  | 719.8   | 3,160.0 | 3,513.8 | 3,862.8 |
| 단기금융자산          | 166.6  | 55.2    | 58.0    | 60.9    | 63.9    |
| 매출채권 및 기타채권     | 380.6  | 473.7   | 377.3   | 447.7   | 434.5   |
| 재고자산            | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산          | 32.3   | 43.8    | 59.4    | 80.7    | 109.6   |
| <b>비유동자산</b>    | 263.8  | 426.6   | 1,981.2 | 2,224.9 | 2,455.2 |
| 투자자산            | 77.6   | 132.3   | 766.7   | 974.2   | 1,182.1 |
| 유형자산            | 127.3  | 140.4   | 242.5   | 271.4   | 290.9   |
| 무형자산            | 5.5    | 11.6    | 829.8   | 837.0   | 839.9   |
| 기타비유동자산         | 53.4   | 142.3   | 142.2   | 142.3   | 142.3   |
| 자산총계            | 990.1  | 1,719.1 | 5,635.9 | 6,327.9 | 6,926.0 |
| <b>유동부채</b>     | 288.0  | 406.7   | 638.4   | 648.7   | 659.5   |
| 매입채무 및 기타채무     | 90.6   | 196.1   | 205.9   | 216.2   | 227.0   |
| 단기금융부채          | 28.3   | 34.5    | 34.5    | 34.5    | 34.5    |
| 기타유동부채          | 169.1  | 176.1   | 398.0   | 398.0   | 398.0   |
| <b>비유동부채</b>    | 117.7  | 98.3    | 389.3   | 405.3   | 422.1   |
| 장기금융부채          | 67.1   | 53.7    | 53.7    | 53.7    | 53.7    |
| 기타비유동부채         | 50.6   | 44.6    | 335.6   | 351.6   | 368.4   |
| <b>부채총계</b>     | 405.7  | 505.0   | 1,027.7 | 1,054.0 | 1,081.6 |
| <b>지배자본</b>     | 584.4  | 1,214.1 | 4,608.1 | 5,273.8 | 5,844.2 |
| 자본금             | 4.0    | 4.3     | 4.9     | 4.9     | 4.9     |
| 자본잉여금           | 984.6  | 1,003.8 | 3,839.1 | 3,839.1 | 3,839.1 |
| 기타자본            | 117.3  | 135.1   | 137.1   | 137.1   | 137.1   |
| 기타포괄손익누계액       | -3.2   | 33.0    | 69.2    | 105.3   | 141.5   |
| 이익잉여금           | -518.3 | 37.9    | 557.8   | 1,187.3 | 1,721.6 |
| 비지배자본           | 0.0    | 0.0     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| <b>자본총계</b>     | 584.4  | 1,214.1 | 4,608.2 | 5,273.9 | 5,844.3 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A  | 2020A  | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |          |          |          |
| EPS             | 7,198  | 13,710 | 10,619   | 12,832   | 10,887   |
| BPS             | 14,528 | 28,377 | 94,106   | 107,471  | 119,095  |
| CFPS            | 12,876 | 23,399 | 19,146   | 21,794   | 19,356   |
| DPS             | 0      | 0      | 0        | 0        | 0        |
| <b>주가배수(배)</b>  |        |        |          |          |          |
| PER             | 0.0    | 0.0    | 43.3     | 21.3     | 25.1     |
| PER(최고)         | 0.0    | 0.0    | 54.6     |          |          |
| PER(최저)         | 0.0    | 0.0    | 37.7     |          |          |
| PBR             | 0.00   | 0.00   | 4.89     | 2.54     | 2.30     |
| PBR(최고)         | 0.00   | 0.00   | 6.16     |          |          |
| PBR(최저)         | 0.00   | 0.00   | 4.26     |          |          |
| PSR             | 0.00   | 0.00   | 11.94    | 5.99     | 6.18     |
| PCFR            | 0.0    | 0.0    | 24.0     | 12.5     | 14.1     |
| EV/EBITDA       |        |        | 28.3     | 11.9     | 13.5     |
| <b>주요비율(%)</b>  |        |        |          |          |          |
| 배당성향(%),보통주,현금  | 0.0    | 0.0    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 배당수익률(%),보통주,현금 |        |        | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| ROA             | 34.7   | 41.1   | 14.1     | 10.5     | 8.1      |
| ROE             | 99.2   | 61.9   | 17.9     | 12.7     | 9.6      |
| ROIC            | 361.2  | 210.5  | 73.1     | 57.8     | 44.2     |
| 매출채권회전율         | 4.4    | 3.9    | 4.4      | 5.4      | 4.9      |
| 재고자산회전율         |        |        |          |          |          |
| 부채비율            | 69.4   | 41.6   | 22.3     | 20.0     | 18.5     |
| 순차입금비율          | -37.3  | -56.6  | -67.9    | -66.1    | -65.7    |
| 이자보상배율,현금       | 41.0   | 136.6  | 112.9    | 134.2    | 110.0    |
| <b>총차입금</b>     | 95.5   | 88.2   | 88.2     | 88.2     | 88.2     |
| 순차입금            | -217.9 | -686.9 | -3,129.8 | -3,486.5 | -3,838.5 |
| NOPLAT          | 396.9  | 818.0  | 684.4    | 834.6    | 710.7    |
| FCF             | -51.7  | 488.4  | 126.3    | 458.8    | 449.9    |

넷마블 (251270)



## Marketperform(Reinitiate)

주가(2/23) 102,500원

목표주가 100,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사 차기 신작 중에서 가장 기대할만한 라인업은 일곱개의대죄 오리진으로, 당사는 3Q23E 기준 초기 일평균 매출액 2십 억원을 추정치에 반영하였다. 다만 동 게임이 콘솔/PC에서 트리플 A급 게임으로 포지셔닝 될지가 관건이다. 이외 블록체인 기반 신작별 성과가 주가 변수로 판단된다.

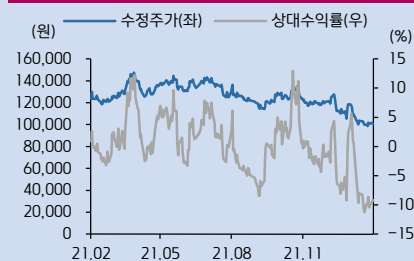
### Stock Data

|              |    |            |         |
|--------------|----|------------|---------|
| KOSPI (2/23) |    | 2,719.53pt |         |
| 시가총액         |    | 88,102억원   |         |
| 52주 주가동향     |    | 최고가        | 최저가     |
|              |    | 147,500원   | 98,600원 |
| 최고/최저가 대비 등락 |    | -30.5%     | 4.0%    |
| 주가수익률        |    | 절대         | 상대      |
|              | 1M | -13.5%     | -9.9%   |
|              | 6M | -20.5%     | -9.7%   |
|              | 1Y | -17.0%     | -8.0%   |

### Company Data

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 발행주식수       | 85,954천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 246천주            |
| 외국인 지분율     | 22.9%            |
| 배당수익률(21E)  | 0.4%             |
| BPS (21E)   | 66,987원          |
| 주요 주주       | 방준혁 외 13 인 24.9% |

### Price Trend



## 게임별 PLC 관리가 필요

### >>> 투자 의견 Marketperform 제시

동사에 대한 투자 의견 Marketperform과 목표주가 10만 원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 22E 지배 주주지분 276십억원에 목표 PER 30배를 적용한 결과치이다. 해당 밸류에이션 부여는 타사 대비 높은 프리미엄을 부여한 것으로 올해 동사의 적극적 신작 출시에 따른 업사이드 리스크를 상당 부분 반영한 것이다.

### >>> 기존 라인업 매출 지속성 이슈

동사의 기존 주력 게임들은 매출 지속성 측면에서 초반 매출 수준 대비 큰 폭의 감소세를 기록한 경우가 많았으며, 이런 현상은 리니지2 레볼루션, 블소 레볼루션, 일곱개의대죄 및 세븐나이트2 등에서 나타났다. 연간 매출 증가세를 기록했던 마블 콘테스트 오브 챔피언도 21년 매출액은 전년대비 10% 이상 감소했다. 동사가 다작을 근간으로 적극적 출시 전략을 가져가는 것은 긍정적이나 기존 게임에 대한 PLC 관리 이슈는 부담으로 작용한다.

### >>> 22E 주요 신작별 성과 판단

당사는 22E 주요 신작으로 세븐나이트2 레볼루션 국내와 제2의 나라 글로벌 출시를 보고 있으며, 초기 매출 분기 기준은 각각 2Q22E, 3Q22E으로 일평균 매출 1십억원을 적용하였다. 이외 신작에 대한 성과는 게임성 확인을 통해 추후 적용 여지를 남겨 둔다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 2,178.7 | 2,484.8 | 2,505.9 | 3,293.8 | 3,639.6 |
| 영업이익           | 202.7   | 272.0   | 154.5   | 240.9   | 275.9   |
| EBITDA         | 320.8   | 383.8   | 261.5   | 288.6   | 314.9   |
| 세전이익           | 218.4   | 474.6   | 354.2   | 391.0   | 465.0   |
| 순이익            | 169.8   | 338.0   | 252.9   | 283.5   | 337.1   |
| 지배주주지분순이익      | 156.0   | 313.0   | 243.8   | 276.4   | 328.7   |
| EPS(원)         | 1,823   | 3,647   | 2,836   | 3,216   | 3,824   |
| 증감률(% YoY)     | -18.1   | 100.1   | -22.2   | 13.4    | 18.9    |
| PER(배)         | 50.7    | 36.1    | 44.1    | 31.3    | 26.3    |
| PBR(배)         | 1.78    | 2.09    | 1.87    | 1.28    | 1.11    |
| EV/EBITDA(배)   | 19.9    | 30.3    | 45.4    | 31.3    | 26.2    |
| 영업이익률(%)       | 9.3     | 10.9    | 6.2     | 7.3     | 7.6     |
| ROE(%)         | 3.5     | 6.3     | 4.4     | 4.4     | 4.5     |
| 순차입금비율(%)      | -37.0   | 1.4     | 14.5    | 1.8     | -8.2    |

자료: 키움증권 리서치

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P     | 22E     | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 570.4 | 577.2 | 607.1 | 751.3 | 741.3 | 816.2 | 879.7 | 856.6 | 2,505.9 | 3,293.8 | 3,639.6 |
| 모바일 게임        | 530.5 | 536.9 | 558.4 | 697.7 | 688.6 | 765.1 | 829.5 | 801.5 | 2,323.6 | 3,084.7 | 3,423.5 |
| 온라인 게임        | 9.3   | 7.2   | 6.3   | 7.5   | 8.4   | 6.5   | 5.7   | 6.7   | 30.4    | 27.3    | 25.3    |
| 기타            | 30.5  | 33.1  | 42.3  | 46.1  | 44.2  | 44.6  | 44.5  | 48.4  | 152.0   | 181.7   | 190.8   |
| 영업비용          | 516.2 | 561.0 | 580.4 | 693.8 | 706.4 | 759.1 | 800.3 | 787.1 | 2,351.4 | 3,052.8 | 3,363.7 |
| 영업이익          | 54.2  | 16.1  | 26.7  | 57.5  | 34.9  | 57.1  | 79.4  | 69.5  | 154.5   | 240.9   | 275.9   |
| 영업이익률(%)      | 9.5%  | 2.8%  | 4.4%  | 7.7%  | 4.7%  | 7.0%  | 9.0%  | 8.1%  | 6.2%    | 7.3%    | 7.6%    |
| 영업외손익         | 40.4  | 46.4  | 29.3  | 83.5  | 32.6  | 39.2  | 38.5  | 39.8  | 199.7   | 150.1   | 189.0   |
| 법인세차감전순이익     | 94.6  | 62.5  | 56.0  | 141.0 | 67.5  | 96.3  | 117.9 | 109.3 | 354.2   | 391.0   | 465.0   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 16.6% | 10.8% | 9.2%  | 18.8% | 9.1%  | 11.8% | 13.4% | 12.8% | 14.1%   | 11.9%   | 12.8%   |
| 법인세비용         | 32.7  | 14.4  | 20.3  | 33.9  | 18.6  | 26.5  | 32.4  | 30.0  | 101.3   | 107.5   | 127.9   |
| 법인세율(%)       | 34.5% | 23.0% | 36.2% | 24.0% | 27.5% | 27.5% | 27.5% | 27.5% | 28.6%   | 27.5%   | 27.5%   |
| 당기순이익         | 61.9  | 48.1  | 35.7  | 107.1 | 49.0  | 69.8  | 85.5  | 79.2  | 252.9   | 283.5   | 337.1   |
| 당기순이익률(%)     | 10.9% | 8.3%  | 5.9%  | 14.3% | 6.6%  | 8.6%  | 9.7%  | 9.2%  | 10.1%   | 8.6%    | 9.3%    |
| 지배주주지분        | 56.4  | 45.7  | 30.1  | 111.5 | 47.7  | 68.1  | 83.4  | 77.2  | 243.8   | 276.4   | 328.7   |
| 비지배주주지분       | 5.5   | 2.4   | 5.6   | -4.4  | 1.2   | 1.7   | 2.1   | 2.0   | 9.1     | 7.1     | 8.4     |

자료: 넷마블, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,178.7 | 2,484.8 | 2,505.9 | 3,293.8 | 3,639.6 |
| 매출원가                 | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출총이익                | 2,178.7 | 2,484.8 | 2,505.9 | 3,293.8 | 3,639.6 |
| 판매비                  | 1,976.0 | 2,212.7 | 2,351.4 | 3,052.8 | 3,363.7 |
| <b>영업이익</b>          | 202.7   | 272.0   | 154.5   | 240.9   | 275.9   |
| <b>EBITDA</b>        | 320.8   | 383.8   | 261.5   | 288.6   | 314.9   |
| 영업외손익                | 15.7    | 202.6   | 199.7   | 150.1   | 189.0   |
| 이자수익                 | 44.2    | 16.0    | 1.2     | 1.8     | 2.4     |
| 이자비용                 | 8.8     | 23.1    | 36.2    | 36.2    | 36.2    |
| 외환관련이익               | 47.9    | 41.4    | 31.5    | 31.5    | 31.5    |
| 외환관련손실               | 34.7    | 28.9    | 16.9    | 16.9    | 16.9    |
| 중속 및 관계기업손익          | 12.9    | 192.0   | 190.5   | 171.1   | 202.8   |
| 기타                   | -45.8   | 5.2     | 29.6    | -1.2    | 5.4     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 218.4   | 474.6   | 354.2   | 391.0   | 465.0   |
| 법인세비용                | 48.6    | 136.6   | 101.3   | 107.5   | 127.9   |
| 계속사업손손익              | 169.8   | 338.0   | 252.9   | 283.5   | 337.1   |
| <b>당기순이익</b>         | 169.8   | 338.0   | 252.9   | 283.5   | 337.1   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 156.0   | 313.0   | 243.8   | 276.4   | 328.7   |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률              | 7.8     | 14.0    | 0.8     | 31.4    | 10.5    |
| 영업이익 증감률             | -16.1   | 34.2    | -43.2   | 55.9    | 14.5    |
| EBITDA 증감률           | -0.3    | 19.6    | -31.9   | 10.4    | 9.1     |
| 지배주주순이익 증감률          | -17.7   | 100.6   | -22.1   | 13.4    | 18.9    |
| EPS 증감률              | -18.1   | 100.1   | -22.2   | 13.4    | 18.9    |
| 매출총이익율(%)            | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 9.3     | 10.9    | 6.2     | 7.3     | 7.6     |
| EBITDA Margin(%)     | 14.7    | 15.4    | 10.4    | 8.8     | 8.7     |
| 지배주주순이익률(%)          | 7.2     | 12.6    | 9.7     | 8.4     | 9.0     |

현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A   | 2020A    | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|---------|----------|----------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 381.3   | 372.3    | 1,342.3  | 146.9   | 201.5   |
| 당기순이익                  | 169.8   | 338.0    | 252.9    | 283.5   | 337.1   |
| 비현금항목의 가감              | 163.8   | 84.8     | 43.8     | 9.7     | -11.0   |
| 유형자산감가상각비              | 36.0    | 39.2     | 47.9     | 4.8     | 7.8     |
| 무형자산감가상각비              | 82.1    | 72.6     | 59.0     | 42.9    | 31.2    |
| 지분법평가손익                | -12.9   | -195.8   | -190.5   | -171.1  | -202.8  |
| 기타                     | 58.6    | 168.8    | 127.4    | 133.1   | 152.8   |
| 영업활동자산부채증감             | 44.9    | -27.1    | 1,171.7  | -14.5   | 26.9    |
| 매출채권및기타채권의감소           | 34.6    | -110.0   | -1.8     | -68.4   | -30.0   |
| 재고자산의감소                | -2.5    | -0.2     | 0.0      | -1.5    | -0.6    |
| 매입채무및기타채무의증가           | -31.4   | 21.2     | 10.0     | 32.6    | 20.9    |
| 기타                     | 44.2    | 61.9     | 1,163.5  | 22.8    | 36.6    |
| 기타현금흐름                 | 2.8     | -23.4    | -126.1   | -131.8  | -151.5  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -247.3  | -1,529.1 | -1,163.2 | 934.1   | 930.8   |
| 유형자산의 취득               | -79.7   | -210.4   | 0.0      | -25.0   | -25.0   |
| 유형자산의 처분               | 0.3     | 0.1      | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -24.9   | -26.9    | -287.0   | -100.0  | -100.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | -185.2  | -287.6   | 680.0    | 0.0     | 0.0     |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 8.1     | 493.1    | -64.6    | -32.3   | -35.5   |
| 기타                     | 34.1    | 1,091.2  | 1,091.4  | 1,091.4 | 1,091.3 |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -106.9  | 866.7    | 790.8    | -94.7   | -112.9  |
| 차입금의 증가(감소)            | 121.7   | 918.2    | 905.0    | 0.0     | 0.0     |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | -245.3  | 0.0      | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | -0.1    | 0.0      | -62.8    | -43.3   | -61.5   |
| 기타                     | 16.8    | -51.5    | -51.4    | -51.4   | -51.4   |
| 기타현금흐름                 | -0.8    | -27.3    | -918.4   | -274.2  | -274.2  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 26.2    | -317.3   | 51.5     | 712.1   | 745.3   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 1,548.7 | 1,574.8  | 1,257.5  | 1,309.0 | 2,021.0 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 1,574.8 | 1,257.5  | 1,309.0  | 2,021.0 | 2,766.3 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A    | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>유동자산</b>     | 2,560.1 | 1,820.7  | 1,961.6  | 2,804.9  | 3,653.3  |
| 현금 및 현금성자산      | 1,574.8 | 1,257.5  | 1,309.0  | 2,021.0  | 2,766.3  |
| 단기금융자산          | 751.3   | 258.3    | 322.8    | 355.1    | 390.6    |
| 매출채권 및 기타채권     | 162.2   | 215.7    | 217.5    | 285.9    | 315.9    |
| 재고자산            | 5.1     | 4.6      | 4.7      | 6.1      | 6.8      |
| 기타유동자산          | 66.7    | 84.6     | 107.6    | 136.8    | 173.7    |
| <b>비유동자산</b>    | 3,246.0 | 6,402.7  | 8,703.7  | 8,952.2  | 9,241.0  |
| 투자자산            | 1,467.9 | 4,536.2  | 4,046.7  | 4,217.8  | 4,420.6  |
| 유형자산            | 235.6   | 423.1    | 375.2    | 395.4    | 412.7    |
| 무형자산            | 1,383.8 | 1,291.8  | 4,102.7  | 4,159.8  | 4,228.6  |
| 기타비유동자산         | 158.7   | 151.6    | 179.1    | 179.2    | 179.1    |
| <b>자산총계</b>     | 5,806.1 | 8,223.4  | 10,665.3 | 11,757.1 | 12,894.3 |
| <b>유동부채</b>     | 664.6   | 1,633.5  | 3,054.4  | 3,123.5  | 3,182.7  |
| 매입채무 및 기타채무     | 149.0   | 175.5    | 185.4    | 218.0    | 238.9    |
| 단기금융부채          | 338.9   | 1,234.0  | 2,139.0  | 2,139.0  | 2,139.0  |
| 기타유동부채          | 176.7   | 224.0    | 730.0    | 766.5    | 804.8    |
| <b>비유동부채</b>    | 493.2   | 939.3    | 1,600.5  | 1,634.1  | 1,669.4  |
| 장기금융부채          | 267.8   | 361.4    | 361.4    | 361.4    | 361.4    |
| 기타비유동부채         | 225.4   | 577.9    | 1,239.1  | 1,272.7  | 1,308.0  |
| <b>부채총계</b>     | 1,157.7 | 2,572.8  | 4,654.9  | 4,757.6  | 4,852.2  |
| <b>지배자본</b>     | 4,451.8 | 5,407.1  | 5,757.8  | 6,739.7  | 7,774.0  |
| 자본금             | 8.6     | 8.6      | 8.6      | 8.6      | 8.6      |
| 자본잉여금           | 3,880.6 | 3,886.7  | 3,886.7  | 3,886.7  | 3,886.7  |
| 기타자본            | -873.9  | -1,008.6 | -1,625.4 | -1,625.4 | -1,625.4 |
| 기타포괄손익누계액       | 522.1   | 1,294.1  | 2,061.1  | 2,828.2  | 3,595.2  |
| 이익잉여금           | 914.5   | 1,226.2  | 1,426.8  | 1,641.7  | 1,908.9  |
| 비지배자본           | 196.5   | 243.5    | 252.7    | 259.7    | 268.2    |
| <b>자본총계</b>     | 4,648.3 | 5,650.6  | 6,010.4  | 6,999.5  | 8,042.2  |

투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A    | 2020A   | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|----------|---------|----------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>  |          |         |          |         |         |
| EPS             | 1,823    | 3,647   | 2,836    | 3,216   | 3,824   |
| BPS             | 51,919   | 62,986  | 66,987   | 78,412  | 90,444  |
| CFPS            | 3,899    | 4,928   | 3,452    | 3,411   | 3,794   |
| DPS             | 0        | 767     | 528      | 750     | 750     |
| <b>주가배수(배)</b>  |          |         |          |         |         |
| PER             | 50.7     | 36.1    | 44.1     | 31.3    | 26.3    |
| PER(최고)         | 75.7     | 56.1    | 53.2     |         |         |
| PER(최저)         | 45.8     | 21.9    | 39.5     |         |         |
| PBR             | 1.78     | 2.09    | 1.87     | 1.28    | 1.11    |
| PBR(최고)         | 2.66     | 3.25    | 2.25     |         |         |
| PBR(최저)         | 1.61     | 1.27    | 1.67     |         |         |
| PSR             | 3.63     | 4.54    | 4.29     | 2.62    | 2.37    |
| PCFR            | 23.7     | 26.7    | 36.2     | 29.5    | 26.5    |
| EV/EBITDA       | 19.9     | 30.3    | 45.4     | 31.3    | 26.2    |
| <b>주요비율(%)</b>  |          |         |          |         |         |
| 배당성향(%),보통주,현금  | 0.0      | 18.6    | 17.1     | 21.7    | 18.2    |
| 배당수익률(%),보통주,현금 | 0.0      | 0.6     | 0.4      | 0.7     | 0.7     |
| ROA             | 3.0      | 4.8     | 2.7      | 2.5     | 2.7     |
| ROE             | 3.5      | 6.3     | 4.4      | 4.4     | 4.5     |
| ROIC            | 12.2     | 32.5    | 3.9      | 4.3     | 4.8     |
| 매출채권회전율         | 11.9     | 13.1    | 11.6     | 13.1    | 12.1    |
| 재고자산회전율         | 516.9    | 509.8   | 539.7    | 610.4   | 564.2   |
| 부채비율            | 24.9     | 45.5    | 77.4     | 68.0    | 60.3    |
| 순차입금비율          | -37.0    | 1.4     | 14.5     | 1.8     | -8.2    |
| 이자보상배율,현금       | 23.1     | 11.8    | 4.3      | 6.6     | 7.6     |
| <b>총차입금</b>     | 606.7    | 1,595.4 | 2,500.4  | 2,500.4 | 2,500.4 |
| 순차입금            | -1,719.4 | 79.6    | 868.6    | 124.2   | -656.6  |
| NOPLAT          | 320.8    | 383.8   | 261.5    | 288.6   | 314.9   |
| FCF             | 249.6    | 386.7   | -1,481.0 | 82.9    | 140.9   |

카카오게임즈 (293490)



## BUY(Initiate)

주가(2/23) 72,100원

목표주가 92,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사는 라이온하트스튜디오 지분 인수를 통해 개발사로서 DNA를 키우게 되었으며 향후 퍼블리싱 사업에서 오딘과 같은 성공 사례가 추가된다면 퍼블리싱 사업 역량도 부각될 여지가 존재한다. 이외에 블록체인 기반 신작별 성과는 주가 변수로 작용할 것이다.

## Stock Data

|              |          |             |
|--------------|----------|-------------|
| KOSPI (2/23) |          | 877.33pt    |
| 시가총액         |          | 56,019억원    |
| 52주 주가동향     | 최고가      | 최저가         |
|              | 108,700원 | 47,950원     |
| 최고/최저가 대비 등락 | -33.7%   | 50.4%       |
| 주가수익률        | 절대       | 상대          |
|              | 1M       | 0.4% 7.9%   |
|              | 6M       | -4.2% 8.4%  |
|              | 1Y       | 37.6% 46.9% |

## Company Data

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 발행주식수       | 77,697천주         |
| 일평균 거래량(3M) | 1,375천주          |
| 외국인 지분율     | 10.6%            |
| 배당수익률(21E)  | 0.0%             |
| BPS (21E)   | 27,178원          |
| 주요 주주       | 카카오 외 13 인 48.6% |

## Price Trend



## 다양한 사업적 변수 존재

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 9.2만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 9.2만원으로 커버리지를 개시한다. 동사 주당 적정가치는 22E 지배주주지분 287십억원에 적정 PER 25배를 적용한 결과치이다. 라이온하트스튜디오 연결 편입 효과는 긍정적이나 보유 지분이 높지 않기에 비지배주주지분 비중이 클 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 오딘 및 우마무스에 성과가 변수

동사는 22E 국내 오딘 일평균 매출액 1.5십억원을 추정치에 반영하였다. 국내 경쟁강도 감안시 일부 우호적 추정치를 부여한 것이다. 오딘 대만 매출은 2Q22E 기준 1십억원을 추정치에 부여했다. 리니지W 기출시에 따른 경쟁강도 효과를 감안해 일부 보수적인 추정치를 부여했다. 이를 종합한 글로벌 추정치는 중립적이라고 판단된다. 우마무스에 국내 초기 일평균 매출은 3Q22E 1십억원을 추정치에 반영하였다. 국내에 해당 컨셉을 선호하는 유저층에 적극 어필한다면 당사 추정치를 상회하는 초기 성과도 기대해 볼 수 있다.

## &gt;&gt;&gt; 블록체인/메타버스 성과 변수

동사는 블록체인 기반 게임 출시 및 계열사별 메타버스 사업 전략을 밝히고 있으나 경쟁사 대비 확실한 경쟁우위를 가졌다고 평가할 단계는 아니라고 사료된다. 특히 메타버스 사업은 서비스별 개선 및 변화를 유저들에게 공개하여 이를 지속적으로 어필할 필요가 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019  | 2020  | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 391.0 | 495.5 | 1,012.5 | 1,673.3 | 1,823.4 |
| 영업이익           | 35.0  | 66.5  | 114.3   | 477.6   | 510.9   |
| EBITDA         | 52.8  | 88.8  | 143.4   | 505.7   | 538.1   |
| 세전이익           | 20.1  | 77.9  | 724.7   | 507.6   | 542.9   |
| 순이익            | 8.9   | 67.5  | 520.3   | 377.9   | 403.5   |
| 지배주주지분순이익      | 11.0  | 86.0  | 528.8   | 286.8   | 317.9   |
| EPS(원)         | 197   | 1,379 | 6,977   | 3,692   | 4,092   |
| 증감률(% YoY)     | -44.0 | 600.3 | 405.9   | -47.1   | 10.8    |
| PER(배)         | 0.0   | 33.4  | 13.0    | 19.0    | 17.2    |
| PBR(배)         | 0.00  | 3.40  | 3.35    | 2.19    | 1.87    |
| EV/EBITDA(배)   |       | 32.7  | 47.9    | 9.9     | 8.6     |
| 영업이익률(%)       | 9.0   | 13.4  | 11.3    | 28.5    | 28.0    |
| ROE(%)         | 2.6   | 12.1  | 34.0    | 12.5    | 11.8    |
| 순차입금비율(%)      | -56.6 | -51.0 | -20.3   | -29.0   | -38.1   |

자료: 키움증권 리서치

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P  | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P     | 22E     | 23E     |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액           | 130.1 | 129.5 | 466.2 | 286.7  | 300.5 | 387.7 | 460.5 | 524.6 | 1,012.5 | 1,673.3 | 1,823.4 |
| PC 게임         | 51.1  | 18.8  | 17.9  | 19.3   | 19.4  | 20.4  | 21.0  | 19.1  | 107.1   | 79.8    | 73.7    |
| 모바일게임         | 60.1  | 84.3  | 410.5 | 200.0  | 210.5 | 294.2 | 363.8 | 427.2 | 754.8   | 1,295.7 | 1,417.9 |
| VX/기타         | 18.9  | 26.4  | 37.8  | 67.4   | 70.6  | 73.1  | 75.7  | 78.4  | 150.5   | 297.8   | 331.8   |
| 영업비용          | 114.5 | 121.4 | 423.4 | 238.8  | 231.2 | 269.7 | 333.9 | 360.9 | 898.2   | 1,195.7 | 1,312.6 |
| 영업이익          | 15.6  | 8.1   | 42.7  | 47.9   | 69.2  | 118.0 | 126.6 | 163.8 | 114.3   | 477.6   | 510.9   |
| 영업이익률(%)      | 12.0% | 6.3%  | 9.2%  | 16.7%  | 23.0% | 30.4% | 27.5% | 31.2% | 11.3%   | 28.5%   | 28.0%   |
| 영업외손익         | 4.5   | -5.1  | 19.0  | 591.9  | 7.5   | 7.5   | 7.5   | 7.5   | 610.3   | 30.0    | 32.0    |
| 법인세차감전순이익     | 20.1  | 3.0   | 61.8  | 639.8  | 76.7  | 125.5 | 134.1 | 171.3 | 724.7   | 507.6   | 542.9   |
| 법인세차감전순이익률(%) | 15.4% | 2.3%  | 13.2% | 223.2% | 25.5% | 32.4% | 29.1% | 32.6% | 71.6%   | 30.3%   | 29.8%   |
| 법인세비용         | 1.8   | 2.6   | 17.4  | 182.5  | 19.6  | 32.1  | 34.3  | 43.8  | 204.3   | 129.7   | 139.4   |
| 법인세율(%)       | 8.7%  | 87.2% | 28.2% | 28.5%  | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 28.2%   | 25.5%   | 25.7%   |
| 당기순이익         | 18.3  | 0.4   | 44.3  | 457.3  | 57.1  | 93.4  | 99.8  | 127.5 | 520.3   | 377.9   | 403.5   |
| 당기순이익률(%)     | 14.1% | 0.3%  | 9.5%  | 159.5% | 19.0% | 24.1% | 21.7% | 24.3% | 51.4%   | 22.6%   | 22.1%   |
| 지배주주지분        | 20.8  | 1.0   | 49.6  | 457.5  | 36.9  | 68.7  | 76.7  | 104.5 | 528.8   | 286.8   | 317.9   |
| 비지배지분         | -2.4  | -0.6  | -5.3  | -0.2   | 20.2  | 24.7  | 23.1  | 23.0  | -8.5    | 91.0    | 85.5    |

자료: 카카오게임즈, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A | 2020A | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 391.0 | 495.5 | 1,012.5 | 1,673.3 | 1,823.4 |
| 매출원가                 | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출총이익                | 391.0 | 495.5 | 1,012.5 | 1,673.3 | 1,823.4 |
| 판매비                  | 356.0 | 429.0 | 898.2   | 1,195.7 | 1,312.6 |
| <b>영업이익</b>          | 35.0  | 66.5  | 114.3   | 477.6   | 510.9   |
| <b>EBITDA</b>        | 52.8  | 88.8  | 143.4   | 505.7   | 538.1   |
| 영업외손익                | -14.9 | 11.4  | 610.3   | 30.0    | 32.0    |
| 이자수익                 | 2.9   | 3.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 이자비용                 | 1.2   | 4.9   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 외환관련이익               | 5.4   | 6.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 외환관련손실               | 4.8   | 7.8   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | -1.0  | -1.6  | 12.8    | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | -16.2 | 16.3  | 597.5   | 30.0    | 32.0    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 20.1  | 77.9  | 724.7   | 507.6   | 542.9   |
| 법인세비용                | 11.3  | 10.4  | 204.3   | 129.7   | 139.4   |
| 계속사업손익               | 8.9   | 67.5  | 520.3   | 377.9   | 403.5   |
| <b>당기순이익</b>         | 8.9   | 67.5  | 520.3   | 377.9   | 403.5   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 11.0  | 86.0  | 528.8   | 286.8   | 317.9   |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |       |       |         |         |         |
| 매출액 증감률              | -7.1  | 26.7  | 104.3   | 65.3    | 9.0     |
| 영업이익 증감률             | -25.8 | 90.0  | 71.9    | 317.8   | 7.0     |
| EBITDA 증감률           | -9.6  | 68.2  | 61.5    | 252.6   | 6.4     |
| 지배주주순이익 증감률          | -42.0 | 681.8 | 514.9   | -45.8   | 10.8    |
| EPS 증감률              | -44.0 | 600.3 | 405.9   | -47.1   | 10.8    |
| 매출총이익률(%)            | 100.0 | 100.0 | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 영업이익률(%)             | 9.0   | 13.4  | 11.3    | 28.5    | 28.0    |
| EBITDA Margin(%)     | 13.5  | 17.9  | 14.2    | 30.2    | 29.5    |
| 지배주주순이익률(%)          | 2.8   | 17.4  | 52.2    | 17.1    | 17.4    |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A | 2020A  | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|-------|--------|----------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 70.3  | 82.3   | 1,712.1  | 409.4   | 513.9   |
| 당기순이익                  | 0.0   | 0.0    | 520.3    | 377.9   | 403.5   |
| 비현금항목의 가감              | 39.7  | 20.9   | 208.6    | 145.9   | 154.6   |
| 유형자산감가상각비              | 10.5  | 13.2   | 12.7     | 18.0    | 20.9    |
| 무형자산감가상각비              | 7.3   | 9.1    | 16.3     | 10.1    | 6.3     |
| 지분법평가손익                | -1.3  | -2.9   | -12.8    | 0.0     | 0.0     |
| 기타                     | 23.2  | 1.5    | 192.4    | 117.8   | 127.4   |
| 영업활동자산부채증감             | 10.9  | -14.7  | 1,109.6  | -62.6   | 17.3    |
| 매출채권및기타채권의감소           | -7.3  | -12.1  | -63.2    | -80.8   | -18.4   |
| 재고자산의감소                | -2.6  | 0.1    | -12.2    | -15.7   | -3.6    |
| 매입채무및기타채무의증가           | -4.0  | 12.4   | 570.1    | 26.7    | 34.9    |
| 기타                     | 24.8  | -15.1  | 614.9    | 7.2     | 4.4     |
| 기타현금흐름                 | 19.7  | 76.1   | -126.4   | -51.8   | -61.5   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | 76.6  | -168.4 | -2,027.1 | -43.1   | -69.7   |
| 유형자산의 취득               | -4.2  | -27.8  | -38.0    | -38.0   | -38.0   |
| 유형자산의 처분               | 0.1   | 0.1    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득              | -1.0  | -1.7   | -2,000.0 | 0.0     | 0.0     |
| 투자자산의감소(증가)            | -19.3 | -204.6 | -45.1    | -45.1   | -45.1   |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 112.4 | -14.6  | -24.2    | -40.2   | -66.8   |
| 기타                     | -11.4 | 80.2   | 80.2     | 80.2    | 80.2    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -5.0  | 408.7  | 768.1    | 31.9    | 31.9    |
| 차입금의 증가(감소)            | 0.6   | -23.1  | 410.0    | 0.0     | 0.0     |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 2.3   | 399.9  | 326.2    | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)             | -1.8  | 0.0    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                  | 0.0   | 0.0    | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 기타                     | -6.1  | 31.9   | 31.9     | 31.9    | 31.9    |
| 기타현금흐름                 | 0.5   | -2.5   | -99.8    | -87.0   | -87.2   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 142.3 | 320.1  | 353.3    | 311.2   | 388.9   |
| 기초현금 및 현금성자산           | 104.8 | 247.1  | 567.2    | 920.6   | 1,231.7 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 247.1 | 567.2  | 920.6    | 1,231.7 | 1,620.6 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 333.6 | 695.6   | 1,155.4 | 1,612.4 | 2,102.5 |
| 현금 및 현금성자산      | 247.1 | 567.2   | 920.6   | 1,231.7 | 1,620.6 |
| 단기금융자산          | 22.1  | 36.7    | 60.9    | 101.1   | 167.9   |
| 매출채권 및 기타채권     | 38.2  | 60.6    | 123.8   | 204.5   | 222.9   |
| 재고자산            | 11.8  | 11.7    | 24.0    | 39.6    | 43.2    |
| 기타유동자산          | 14.4  | 19.4    | 26.1    | 35.5    | 47.9    |
| <b>비유동자산</b>    | 258.2 | 614.3   | 3,154.0 | 3,219.9 | 3,286.9 |
| 투자자산            | 129.4 | 332.4   | 390.3   | 435.4   | 480.4   |
| 유형자산            | 11.0  | 49.4    | 74.7    | 94.8    | 111.8   |
| 무형자산            | 55.6  | 153.3   | 2,136.9 | 2,126.8 | 2,120.5 |
| 기타비유동자산         | 62.2  | 79.2    | 552.1   | 562.9   | 574.2   |
| <b>자산총계</b>     | 591.8 | 1,309.9 | 4,309.4 | 4,832.3 | 5,389.3 |
| <b>유동부채</b>     | 143.3 | 159.3   | 840.2   | 872.5   | 913.2   |
| 매입채무 및 기타채무     | 50.9  | 66.6    | 636.7   | 663.4   | 698.3   |
| 단기금융부채          | 10.8  | 16.5    | 16.5    | 16.5    | 16.5    |
| 기타유동부채          | 81.6  | 76.2    | 187.0   | 192.6   | 198.4   |
| <b>비유동부채</b>    | 31.1  | 125.2   | 1,046.2 | 1,056.9 | 1,067.8 |
| 장기금융부채          | 22.3  | 64.0    | 474.0   | 474.0   | 474.0   |
| 기타비유동부채         | 8.8   | 61.2    | 572.2   | 582.9   | 593.8   |
| <b>부채총계</b>     | 174.4 | 284.5   | 1,886.4 | 1,929.4 | 1,981.0 |
| <b>지배자본</b>     | 415.6 | 1,025.7 | 2,105.0 | 2,493.9 | 2,913.8 |
| 자본금             | 5.6   | 7.4     | 7.7     | 7.8     | 7.8     |
| 자본잉여금           | 331.2 | 728.3   | 1,054.1 | 1,054.1 | 1,054.1 |
| 기타자본            | 1.7   | 1.9     | 1.9     | 1.9     | 1.9     |
| 기타포괄손익누계액       | -16.5 | 85.7    | 300.3   | 402.3   | 504.2   |
| 이익잉여금           | 93.6  | 179.5   | 741.0   | 1,027.8 | 1,345.8 |
| 비지배자본           | 1.8   | 22.6    | 318.0   | 409.0   | 494.6   |
| <b>자본총계</b>     | 417.4 | 1,025.4 | 2,423.0 | 2,902.9 | 3,408.4 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F    |
|------------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>   |        |        |        |        |          |
| EPS              | 197    | 1,379  | 6,977  | 3,692  | 4,092    |
| BPS              | 7,443  | 13,529 | 27,178 | 32,097 | 37,502   |
| CFPS             | 871    | 1,418  | 9,618  | 6,742  | 7,183    |
| DPS              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0        |
| <b>주가배수(배)</b>   |        |        |        |        |          |
| PER              | 0.0    | 33.4   | 13.0   | 19.0   | 17.2     |
| PER(최고)          | 0.0    | 64.6   | 16.6   |        |          |
| PER(최저)          | 0.0    | 31.1   | 6.5    |        |          |
| PBR              | 0.00   | 3.40   | 3.35   | 2.19   | 1.87     |
| PBR(최고)          | 0.00   | 6.59   | 4.27   |        |          |
| PBR(최저)          | 0.00   | 3.17   | 1.67   |        |          |
| PSR              | 0.00   | 5.79   | 6.81   | 3.26   | 2.99     |
| PCFR             | 0.0    | 32.4   | 9.5    | 10.4   | 9.8      |
| EV/EBITDA        |        | 32.7   | 47.9   | 9.9    | 8.6      |
| <b>주요비율(%)</b>   |        |        |        |        |          |
| 배당성향(%),보통주,현금)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0      |
| 배당수익률(%),보통주,현금) |        | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0      |
| ROA              | 1.6    | 7.1    | 18.5   | 8.3    | 7.9      |
| ROE              | 2.6    | 12.1   | 34.0   | 12.5   | 11.8     |
| ROIC             | 54.8   | 76.8   | 7.0    | 16.5   | 17.2     |
| 매출채권회전율          | 9.9    | 10.0   | 11.0   | 10.2   | 8.5      |
| 재고자산회전율          | 37.1   | 42.0   | 56.7   | 52.6   | 44.0     |
| 부채비율             | 41.8   | 27.7   | 77.9   | 66.5   | 58.1     |
| 순차입금비율           | -56.6  | -51.0  | -20.3  | -29.0  | -38.1    |
| 이자보상배율,현금)       | 29.0   | 13.5   |        |        |          |
| <b>총차입금</b>      | 33.0   | 80.6   | 490.6  | 490.6  | 490.6    |
| 순차입금             | -236.2 | -523.3 | -490.9 | -842.3 | -1,298.0 |
| NOPLAT           | 52.8   | 88.8   | 143.4  | 505.7  | 538.1    |
| FCF              | 44.8   | 75.9   | -817.3 | 283.0  | 386.2    |

컴투스 (078340)



BUY(Reinitiate)

주가(2/23) 110,800원

목표주가 150,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

02)3787-4740, jingu.kim@kiwoom.com

동사의 22E 매출액은 741십억원으로 전년대비 33.3% 증가를 예상하는데, 이는 위지웍스튜디오 연결 편입 효과 등에 따른 것이다. 다만 위지웍스튜디오는 동사 영업이익 측면의 기여는 제한적일 것으로 판단한다. 크로니클 초기 일평균 매출액 추정치는 3Q22E 국내 1억원과 4Q22E 해외 4억원을 각각 반영하였다.

#### Stock Data

|                |    |          |         |
|----------------|----|----------|---------|
| KOSDAQ (02/23) |    | 877.33pt |         |
| 시가총액           |    | 14,256억원 |         |
| 52주 주가동향       |    | 최고가      | 최저가     |
|                |    | 177,600원 | 95,300원 |
| 최고/최저가 대비 등락   |    | -37.6%   | 16.3%   |
| 주가수익률          |    | 절대       | 상대      |
|                | 1M | -18.9%   | -12.8%  |
|                | 6M | 9.3%     | 23.7%   |
|                | 1Y | -19.9%   | -16.6%  |

#### Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 12,866천주  |
| 일평균 거래량(3M) | 504천주     |
| 외국인 지분율     | 12.5%     |
| 배당수익률(21E)  | 0.8%      |
| BPS (21E)   | 90,865원   |
| 주요 주주       | 게임빌 외 6 인 |
|             | 29.5%     |

#### Price Trend



## 전략은 좋으나 퀄리티가 관건

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 15만원

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 15만원으로 커버리지를 재개한다. 동사 적정가치는 22E 지배주주지분 77십억원에 적정 PER 25배를 적용한 결과치이다. 동사 22E 영업이익이 전년대비 플랫한 수준일 것을 감안할 때 메타버스 플랫폼 사업 기대감을 반영한 높은 밸류에이션을 적용한 것이다.

### >>> 컴투버스 퀄리티 훨씬 개선될 필요

당사가 산업단에서 누차 강조했듯이 메타버스 사업은 글로벌 경계가 없는 무한 경쟁 구도를 가지게 된다. 이에 동사도 글로벌 경쟁사 서비스와 대등한 퀄리티를 확보해야 한다. 하지만 작년말 공개된 컴투버스 시연 영상은 경쟁사 대비 높은 퀄리티를 확보했다고 보기 어려운 측면이 있다. 동사가 추구하는 메타버스 플랫폼 전략은 국내 어느 업체보다도 구체적이고 적극적이나, 가장 중요한 것은 서비스 퀄리티가 선행되어야 한다는 것이다. 그래야 그 전략도 빛을 발휘하게 된다.

### >>> 블록체인 게임 사업, 게임성 중요

동사도 여타 경쟁사들과 함께 블록체인 기반 게임사업을 올해 적극적으로 추진할 계획을 가지고 있다. 다만 에코시스템 관점에서 가장 중요한 것은 게임 퀄리티를 기반으로 지속적인 양방향의 거래가 창출되어야 한다는 점이다. 또한 크로니클은 작년 백년전쟁 흥행 부진 사례로 볼 때 IP 인지도 기반 성공 가능성을 냉정하게 판단할 필요가 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2019  | 2020  | 2021F  | 2022F | 2023F |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액            | 469.3 | 509.0 | 556.0  | 741.3 | 875.9 |
| 영업이익           | 126.0 | 114.1 | 52.7   | 53.5  | 89.3  |
| EBITDA         | 132.7 | 122.9 | 62.9   | 59.7  | 106.4 |
| 세전이익           | 148.0 | 103.6 | 145.9  | 100.5 | 139.6 |
| 순이익            | 109.6 | 76.4  | 124.2  | 76.0  | 105.7 |
| 지배주주지분순이익      | 111.8 | 80.4  | 129.4  | 77.4  | 104.9 |
| EPS(원)         | 8,693 | 6,246 | 10,059 | 6,013 | 8,150 |
| 증감률(% YoY)     | -13.7 | -28.1 | 61.0   | -40.2 | 35.5  |
| PER(배)         | 12.4  | 25.5  | 15.7   | 18.1  | 13.3  |
| PBR(배)         | 1.50  | 2.11  | 1.74   | 1.13  | 1.05  |
| EV/EBITDA(배)   | 5.3   | 11.5  | 31.2   | 22.7  | 12.5  |
| 영업이익률(%)       | 26.8  | 22.4  | 9.5    | 7.2   | 10.2  |
| ROE(%)         | 12.7  | 8.5   | 12.1   | 6.4   | 8.2   |
| 순차입금비율(%)      | -74.8 | -65.4 | -21.9  | -19.1 | -19.2 |

자료: 키움증권 리서치

컴투스 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원)         | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21P | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 21P   | 22E   | 23E   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 116.7 | 152.9 | 113.1 | 173.4 | 152.0 | 176.5 | 181.4 | 231.4 | 556.0 | 741.3 | 875.9 |
| 모바일게임         | 112.5 | 147.0 | 108.8 | 115.7 | 105.0 | 122.4 | 123.1 | 166.1 | 483.9 | 516.7 | 624.5 |
| 기타            | 4.2   | 5.9   | 4.3   | 57.8  | 47.0  | 54.1  | 58.4  | 65.2  | 72.1  | 224.7 | 251.4 |
| 영업비용          | 99.0  | 141.9 | 100.2 | 162.3 | 135.9 | 167.2 | 173.1 | 211.6 | 503.3 | 687.8 | 786.5 |
| 영업이익          | 17.7  | 11.0  | 12.9  | 11.1  | 16.0  | 9.4   | 8.4   | 19.7  | 52.7  | 53.5  | 89.3  |
| 영업이익률(%)      | 15.1% | 7.2%  | 11.4% | 6.4%  | 10.6% | 5.3%  | 4.6%  | 8.5%  | 9.5%  | 7.2%  | 10.2% |
| 영업외손익         | 21.9  | 1.0   | 54.6  | 15.7  | 12.3  | 12.3  | 12.3  | 10.3  | 93.2  | 47.0  | 50.3  |
| 법인세차감전순이익     | 39.6  | 11.9  | 67.5  | 26.8  | 28.3  | 21.6  | 20.6  | 30.0  | 145.9 | 100.5 | 139.6 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 33.9% | 7.8%  | 59.7% | 15.5% | 18.6% | 12.2% | 11.4% | 13.0% | 26.2% | 13.6% | 15.9% |
| 법인세비용         | 10.5  | 1.5   | 7.0   | 2.8   | 6.9   | 5.3   | 5.0   | 7.3   | 21.7  | 24.5  | 33.9  |
| 법인세율(%)       | 26.6% | 12.2% | 10.3% | 10.3% | 24.3% | 24.4% | 24.4% | 24.3% | 14.9% | 24.3% | 24.3% |
| 당기순이익         | 29.0  | 10.5  | 60.6  | 24.1  | 21.4  | 16.3  | 15.6  | 22.7  | 124.2 | 76.0  | 105.7 |
| 당기순이익률(%)     | 24.9% | 6.9%  | 53.6% | 13.9% | 14.1% | 9.3%  | 8.6%  | 9.8%  | 22.3% | 10.3% | 12.1% |
| 지배주주지분        | 28.6  | 11.6  | 62.0  | 27.2  | 21.8  | 16.6  | 15.9  | 23.1  | 129.4 | 77.4  | 104.9 |
| 비지배주주지분       | 0.4   | -1.2  | -1.4  | -3.1  | -0.4  | -0.3  | -0.3  | -0.4  | -5.3  | -1.3  | 0.8   |

자료: 컴투스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>           | 469.3 | 509.0 | 556.0 | 741.3 | 875.9 |
| 매출원가                 | 68.9  | 88.9  | 97.8  | 107.6 | 118.3 |
| <b>매출총이익</b>         | 400.4 | 420.1 | 458.3 | 633.8 | 757.6 |
| 판관비                  | 274.5 | 306.0 | 405.6 | 580.3 | 668.2 |
| <b>영업이익</b>          | 126.0 | 114.1 | 52.7  | 53.5  | 89.3  |
| <b>EBITDA</b>        | 132.7 | 122.9 | 62.9  | 59.7  | 106.4 |
| <b>영업외손익</b>         | 22.0  | -10.5 | 93.2  | 47.0  | 50.3  |
| 이자수익                 | 18.6  | 17.3  | 7.3   | 5.5   | 5.2   |
| 이자비용                 | 0.3   | 0.3   | 11.3  | 11.3  | 11.3  |
| 외환관련이익               | 11.9  | 9.6   | 9.5   | 9.5   | 9.5   |
| 외환관련손실               | 4.7   | 24.7  | 6.2   | 6.2   | 6.2   |
| 종속 및 관계기업손익          | -3.1  | -1.9  | 0.4   | 1.0   | 2.0   |
| 기타                   | -0.4  | -10.5 | 93.5  | 48.5  | 51.1  |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 148.0 | 103.6 | 145.9 | 100.5 | 139.6 |
| 법인세비용                | 38.4  | 27.2  | 21.7  | 24.5  | 33.9  |
| <b>계속사업순손익</b>       | 109.6 | 76.4  | 124.2 | 76.0  | 105.7 |
| <b>당기순이익</b>         | 109.6 | 76.4  | 124.2 | 76.0  | 105.7 |
| <b>지배주주순이익</b>       | 111.8 | 80.4  | 129.4 | 77.4  | 104.9 |
| <b>증감률 및 수익성 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| 매출액 증감률              | -2.6  | 8.5   | 9.2   | 33.3  | 18.2  |
| 영업이익 증감률             | -14.1 | -9.4  | -53.8 | 1.5   | 66.9  |
| EBITDA 증감률           | -11.1 | -7.4  | -48.8 | -5.1  | 78.2  |
| 지배주주순이익 증감률          | -13.8 | -28.1 | 60.9  | -40.2 | 35.5  |
| EPS 증감률              | -13.7 | -28.1 | 61.0  | -40.2 | 35.5  |
| 매출총이익률(%)            | 85.3  | 82.5  | 82.4  | 85.5  | 86.5  |
| 영업이익률(%)             | 26.8  | 22.4  | 9.5   | 7.2   | 10.2  |
| EBITDA Margin(%)     | 28.3  | 24.1  | 11.3  | 8.1   | 12.1  |
| 지배주주순이익률(%)          | 23.8  | 15.8  | 23.3  | 10.4  | 12.0  |

재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A   | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 765.5   | 716.1   | 657.2   | 654.7   | 693.4   |
| 현금 및 현금성자산      | 35.7    | 58.0    | 256.2   | 213.0   | 215.2   |
| 단기금융자산          | 665.0   | 589.1   | 324.0   | 340.2   | 357.2   |
| 매출채권 및 기타채권     | 56.3    | 58.2    | 63.5    | 84.7    | 100.1   |
| 재고자산            | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산          | 8.5     | 10.8    | 13.5    | 16.8    | 20.9    |
| <b>비유동자산</b>    | 239.4   | 333.1   | 1,196.2 | 1,276.0 | 1,345.9 |
| 투자자산            | 167.6   | 232.3   | 730.6   | 781.6   | 833.6   |
| 유형자산            | 14.5    | 13.1    | 82.6    | 89.4    | 93.4    |
| 무형자산            | 19.8    | 46.3    | 341.6   | 363.6   | 377.6   |
| 기타비유동자산         | 37.5    | 41.4    | 41.4    | 41.4    | 41.3    |
| <b>자산총계</b>     | 1,005.0 | 1,049.1 | 1,853.3 | 1,930.7 | 2,039.4 |
| <b>유동부채</b>     | 70.7    | 65.9    | 173.0   | 185.3   | 199.2   |
| 매입채무 및 기타채무     | 32.0    | 37.8    | 44.6    | 52.7    | 62.1    |
| 단기금융부채          | 2.6     | 4.4     | 43.4    | 43.4    | 43.4    |
| 기타유동부채          | 36.1    | 23.7    | 85.0    | 89.2    | 93.7    |
| <b>비유동부채</b>    | 8.8     | 6.1     | 274.1   | 274.1   | 274.1   |
| 장기금융부채          | 6.2     | 3.7     | 228.7   | 228.7   | 228.7   |
| 기타비유동부채         | 2.6     | 2.4     | 45.4    | 45.4    | 45.4    |
| <b>부채총계</b>     | 79.5    | 72.0    | 447.0   | 459.3   | 473.3   |
| <b>자본지분</b>     | 919.7   | 973.3   | 1,169.1 | 1,235.5 | 1,329.4 |
| 자본금             | 6.4     | 6.4     | 6.4     | 6.4     | 6.4     |
| 자본잉여금           | 208.1   | 208.0   | 208.0   | 208.0   | 208.0   |
| 기타자본            | -62.8   | -77.0   | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 기타포괄손익누계액       | -1.8    | 2.8     | 7.3     | 11.8    | 16.3    |
| 이익잉여금           | 769.7   | 833.1   | 947.0   | 1,008.9 | 1,098.4 |
| <b>비자본지분</b>    | 5.8     | 3.8     | 237.2   | 235.8   | 236.6   |
| <b>자본총계</b>     | 925.4   | 977.1   | 1,406.3 | 1,471.4 | 1,566.1 |

현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 별도        | 2019A | 2020A | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 129.8 | 102.5 | 216.2  | 45.6   | 91.7   |
| 당기순이익                  | 109.6 | 76.4  | 124.2  | 76.0   | 105.7  |
| 비현금항목의 가감              | 31.9  | 50.2  | 11.8   | 11.7   | 31.3   |
| 유형자산감가상각비              | 5.0   | 6.1   | 5.5    | 3.2    | 6.1    |
| 무형자산감가상각비              | 1.7   | 2.6   | 4.7    | 3.0    | 11.0   |
| 지분법평가손익                | -6.1  | -2.2  | -0.4   | -1.0   | -2.0   |
| 기타                     | 31.3  | 43.7  | 2.0    | 6.5    | 16.2   |
| 영업활동자산부채증감             | 1.4   | -6.7  | 105.6  | -12.2  | -5.6   |
| 매출채권및기타채권의감소           | 4.7   | -4.0  | -5.4   | -21.2  | -15.4  |
| 재고자산의감소                | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무및기타채무의증가           | 0.0   | 0.0   | 6.8    | 8.0    | 9.5    |
| 기타                     | -3.3  | -2.7  | 104.2  | 1.0    | 0.3    |
| 기타현금흐름                 | -13.1 | -17.4 | -25.4  | -29.9  | -39.7  |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -89.3 | -44.6 | -654.0 | -147.3 | -148.2 |
| 유형자산의 취득               | -3.5  | -2.3  | -75.0  | -10.0  | -10.0  |
| 유형자산의 처분               | 0.1   | 0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득              | -0.5  | -5.5  | -300.0 | -25.0  | -25.0  |
| 투자자산의감소(증가)            | -70.1 | -66.6 | -498.0 | -50.0  | -50.0  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -0.7  | 75.8  | 265.1  | -16.2  | -17.0  |
| 기타                     | -14.6 | -46.2 | -46.1  | -46.1  | -46.2  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -37.1 | -35.0 | 242.6  | -18.8  | -18.8  |
| 차입금의 증가(감소)            | -0.1  | 0.0   | 264.0  | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)             | -17.7 | -14.6 | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급                  | -17.3 | -17.0 | -18.0  | -15.4  | -15.4  |
| 기타                     | -2.0  | -3.4  | -3.4   | -3.4   | -3.4   |
| 기타현금흐름                 | -0.5  | -0.7  | 393.3  | 77.4   | 77.4   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 2.9   | 22.3  | 198.2  | -43.1  | 2.1    |
| 기초현금 및 현금성자산           | 32.8  | 35.7  | 58.0   | 256.2  | 213.0  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 35.7  | 58.0  | 256.2  | 213.0  | 215.2  |

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>  |        |        |        |        |         |
| EPS             | 8,693  | 6,246  | 10,059 | 6,013  | 8,150   |
| BPS             | 71,478 | 75,643 | 90,865 | 96,027 | 103,326 |
| CFPS            | 11,001 | 9,838  | 10,569 | 6,816  | 10,648  |
| DPS             | 1,400  | 1,500  | 1,300  | 1,300  | 1,300   |
| <b>주가배수(배)</b>  |        |        |        |        |         |
| PER             | 12.4   | 25.5   | 15.7   | 18.1   | 13.3    |
| PER(최고)         | 14.9   | 28.6   | 18.2   |        |         |
| PER(최저)         | 9.0    | 10.9   | 9.2    |        |         |
| PBR             | 1.50   | 2.11   | 1.74   | 1.13   | 1.05    |
| PBR(최고)         | 1.81   | 2.36   | 2.02   |        |         |
| PBR(최저)         | 1.10   | 0.90   | 1.02   |        |         |
| PSR             | 2.95   | 4.03   | 3.66   | 1.89   | 1.60    |
| PCFR            | 9.8    | 16.2   | 15.0   | 15.9   | 10.2    |
| EV/EBITDA       | 5.3    | 11.5   | 31.2   | 22.7   | 12.5    |
| <b>주요비율(%)</b>  |        |        |        |        |         |
| 배당성향(%),보통주,현금  | 15.5   | 23.6   | 12.4   | 20.3   | 14.6    |
| 배당수익률(%),보통주,현금 | 1.3    | 0.9    | 0.8    | 1.2    | 1.2     |
| ROA             | 11.5   | 7.4    | 8.6    | 4.0    | 5.3     |
| ROE             | 12.7   | 8.5    | 12.1   | 6.4    | 8.2     |
| ROIC            | 312.3  | 138.3  | 19.3   | 10.0   | 15.4    |
| 매출채권회전율         | 7.5    | 8.9    | 9.1    | 10.0   | 9.5     |
| 재고자산회전율         |        |        |        |        |         |
| 부채비율            | 8.6    | 7.4    | 31.8   | 31.2   | 30.2    |
| 순차입금비율          | -74.8  | -65.4  | -21.9  | -19.1  | -19.2   |
| 이자보상배율,현금       | 439.3  | 339.8  | 4.7    | 4.8    | 7.9     |
| <b>총차입금</b>     | 8.8    | 8.1    | 272.1  | 272.1  | 272.1   |
| 순차입금            | -691.8 | -639.0 | -308.1 | -281.1 | -300.3  |
| NOPLAT          | 132.7  | 122.9  | 62.9   | 59.7   | 106.4   |
| FCF             | 97.8   | 77.9   | -214.3 | -0.5   | 44.1    |

# 메타 플랫폼스 (Meta Platforms)

(FB.US)

저커버그가 또 해낼 것이라고 믿는 이유

## 블룸버그 투자의견 컨센서스

매수  
74%보유  
21%매도  
5%

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('22.02.22): \$202.08

블룸버그 목표주가: \$332.26

## 기업 개요

- 세계 36억명이 사용하는 소셜 미디어 기업으로 미국 디지털 광고 시장 점유율 약 20%, VR 헤드셋 시장 점유율 70~80%
- FY2021년 기준 전체 매출의 97%가 광고 매출

## 투자 포인트

### '메타버스 플랫폼' 기업이 될 수 있는 2가지 이유

미래에 지배적인 메타버스 플랫폼이 등장한다면 해당 플랫폼의 사업자는 동사일 가능성이 높다는 판단. **첫번째로 동사는 Apple과 Google이 지배하는 현재의 인터넷 세상에서 벗어나기 위해 다음 인터넷 세상인 '메타버스'에 대해 가장 절박하게 준비해온 회사.** 동사의 App들이 크롬 브라우저에서 구동되고 안드로이드·iOS 스마트폰을 통해 유통되는 이상 Apple과 Google의 정책에 동사의 비즈니스가 크게 영향 받기 때문. 동사의 CEO인 마크 저커버그는 2014년에 이미 VR 헤드셋 스타트업인 Oculus를 약 20억달러에 인수하면서 'VR이 모바일 이후 차세대 컴퓨팅 기기가 될 것이고, 단순한 게임 기기로서의 의미를 넘어 세계 수십억명이 사용하는 커뮤니케이션 도구가 될 것'임을 밝힌 바 있음. Oculus 전 직원은 미래의 지배적인 메타버스 플랫폼 세상을 그린 '레디 플레이어 원' 소설을 읽고 마크 저커버그의 '더 연결된 세상을 위한 메타버스를 만들자'는 미션을 오래전부터 공유하고 있음. 메타버스 플랫폼 구동을 위한 HW·SW 기술 개발과 App 운영 경험을 지속적으로 쌓아옴

현 시점에서도 메타버스 플랫폼 관련하여 상당한 성과를 거둠. 1) 가벼운 무게, 저렴한 가격을 무기로 VR 헤드셋 시장 점유율 70~80% 달성. 2) 동사의 모든 최신 기술을 접목한 하이엔드 VR 헤드셋인 'Cambria'를 2022년 출시하여 제품 라인업을 확대할 예정. (다음 페이지 계속)

## Stock Data7

|                |               |
|----------------|---------------|
| 산업분류           | 미디어           |
| S&P 500 (2/22) | 4,304.8       |
| 현재주가/목표주가 (\$) | 202.1 / 332.3 |
| 52주 최고/최저 (\$) | 384.3 / 200.1 |
| 시가총액 (백만 \$)   | 550,050.0     |
| 유통주식수 (백만)     | 2,309.1       |
| 일평균거래량 (3M)    | 30,826,788    |

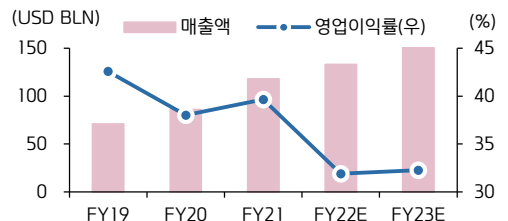
## Performance

| 추가수익률 (%) | YTD   | 1M    | 6M    | 12M   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대        | -39.9 | -36.2 | -43.8 | -22.4 |
| SPX Index | -9.7  | -4.0  | -3.1  | 11.0  |



## Earnings & Valuation

| (백만\$, GAAP) | FY19   | FY20   | FY21    | FY22E   |
|--------------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액          | 70,697 | 85,965 | 117,929 | 132,814 |
| 영업이익         | 30,086 | 32,671 | 46,753  | 42,207  |
| OPM(%)       | 42.6   | 38.0   | 39.6    | 31.8    |
| 순이익          | 18,485 | 29,146 | 39,370  | 34,711  |
| EPS(\$)      | 8.6    | 9.8    | 13.8    | 12.3    |
| 증가율(%)       | 13.1   | 14.3   | 40.8    | -10.6   |
| PER(배)       | 31.9   | 27.1   | 24.4    | 14.2    |
| PBR(배)       | 5.8    | 6.1    | 7.4     | 3.8     |
| ROE(%)       | 20.0   | 25.4   | 31.1    | 26.5    |
| 배당수익률(%)     | n/a    | n/a    | n/a     | n/a     |



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

Cambria 는 더 많은 센서와 카메라를 장착, 표정과 행동을 추적해 아바타와 동기화하고, 동공을 추적해 시야 외 이미지는 해상도를 낮춰 컴퓨팅 파워를 절약하고, 컬러 외부 카메라를 통해 AR 기능을 사용하는 등 다양한 신기술이 포함될 예정. 3) VR/AR 세계와 인간의 행위를 연결하는데 필수적인 입력 기술인 EMG(근전도 검사)에서도 상당한 진전. 동사는 2019 년 신경 접속 기술 스타트업인 CTRL 을 인수한 후 척수에서 손목을 통해 전달되는 운동 신호를 손목에 착용한 센서를 통해 디지털 명령으로 전환하는 EMG 기술을 지속 개발 중. 현재도 이미 클릭, 스크롤 등의 간단한 입력과 손글씨 입력이 높은 정확도로 가능한 상황. 4) 동사의 주력 메타버스 플랫폼이 될 'Horizon World'는 2 년간의 베타 서비스 후 12 월부터 북미 지역에서만 전체 공개되었는데, 출시 이후 MAU 가 10 배 증가해 약 30 만명을 기록 중. 메타버스 플랫폼을 구축할 역량을 다양하게 증명하고 있는 기업

앞으로의 전략은 1) EMG 기술 향상, 하드웨어 무게 축소, 디스플레이 해상도 향상 등 하드웨어 편의성을 지속적으로 향상시키고, 2) 크리에이터들을 위한 VR 개발 도구 도입, 개발 도구 사용법 교육 확대, 크리에이터들을 위한 경제 생태계 구축 등 크리에이터 지원책을 강화해 메타버스 플랫폼에 콘텐츠가 빠르게 확장될 수 있도록 하고, 3) VR/AR 플랫폼이 현실 세계에 모든 객체들을 이해하고 이용자에게 편의를 제공할 수 있게 하는 등의 AI 기술 발전에 주력하고, 4) 모든 제품들을 처음부터 프라이버시 보호에 초점을 맞춰 설계하는 것 등. 이후 오피스 시장, 게임·엔터테인먼트 시장, 미디어 소비 시장, 소셜·커뮤니케이션 시장 등 다양한 시장을 메타버스 플랫폼으로 대체하며 파괴적으로 성장할 계획

**동사가 메타버스 플랫폼 기업이 될 것으로 판단하는 2 번째 근거는 메타버스 플랫폼 구축에 필요한 역량을 갖추고 있다는 점.** 1) 높은 AI 기술력. Meta 는 2013 년 'Facebook AI Research Lab'을 설립한 이후 Alphabet 과 Microsoft 에 이어 세계에서 양질의 AI 논문을 가장 많이 발간하는 기업. Meta 의 '소셜 미디어 + 타겟팅 광고' 사업은 AI 기술 발전과 함께 성장했으며, 미래 메타버스 플랫폼에서 발생하는 대량의 데이터로도 상업성 있는 AI 기술을 개발할 능력이 입증된 기업. 2) 자체 데이터센터 보유 역량. 동사는 전세계 36 역명이 사용하는 온라인 플랫폼에서 발생하는 천문학적인 데이터를 모두 자체 데이터센터에서 저장·연산하고 있음. 현재 전 세계의 총 18 개의 캠퍼스에서 85 개의 데이터센터 건물을 보유하고 있으며, 넓이는 총 3.7 제곱킬로미터로 여의도 면적의 약 1.3 배. 현재 2022 년 중 완공을 목표로 AI 학습용 슈퍼 컴퓨터 클러스터인 'AI Research SuperCluster(RSC)'를 건설 중. 16,000 개의 GPU 를 사용한 RSC 는 세계 1 위 수준인 1,895 petaflops 의 연산 능력을 보유하게 될 전망. 3) 위에서 언급한대로 동사는 '메타버스의 출입문'이 될 VR 헤드셋 시장에서 점유율 70~80%를 차지하고 있으며, VR/AR 하드웨어 기술을 선도하고 있음. 4) 무엇보다도 동사는 그 어떤 회사도 해내지 못한 세계 36 역명의 인구를 온라인 플랫폼에서 연결하고, 온라인 경제 생태계를 운영해본 경험이 있는 기업. (다음 페이지 계속)

동사 이상의 AI·컴퓨팅·디지털 광고 기술을 보유한 Alphabet도 과거 소셜 미디어 시장 진출 시도를 반복했으나 연이어 실패(구글 플러스, 슈레이스 등). 소셜 미디어는 '기술'보다는 '개별 인간과 그들로 구성된 집단'의 특성을 이해해야하는 영역이며 마크 저커버그는 해당 영역에서 전세계에서 가장 성공한 인물. 향후에 몇 십억명이 사용하는 메타버스 플랫폼이 등장한다면, 저커버그의 기여도가 가장 클 가능성이 높음.

## 최근 주가 급락 이유와 코멘트 정리

최근 주가 수익률이 시장 대비 크게 언더퍼폼(FY4Q21 실적 발표 이후 S&P500 대비 31%p 하회)한 이유는 3가지. '가시화된 디지털 광고 시장 점유율 하락', '메타버스 관련 투자 비용 증가 등으로 인한 단기 실적 불확실성 확대', '주 시장인 미국, 유럽에서의 정부 규제 불확실성 확대'. 3가지 요인이 펀더멘탈에 미치는 악영향 대비 지나치게 주가가 급락했다는 판단

**1) 디지털 광고 시장 점유율 하락:** Apple과 Alphabet의 프라이버시 보호 강화 흐름에서 Alphabet의 점유율이 오르고, 동사 및 기타 디지털 광고 회사들이 점유율이 축소되는 것은 사실. 다만 Alphabet 외 기업 중 장기적으로 가장 선전할 기업은 동사. Apple과 Alphabet의 프라이버시 보호 정책의 방향은 '모든 데이터 수취 금지'가 아니라, '특정 개인을 식별 가능케하는 데이터를 앱 운영자가 수취해 제 3자와 공유하는 행위'를 막는 것. 당장은 퍼스트 파티 데이터로만으로도 높은 타겟팅 효율이 가능한 Alphabet이 압도적으로 유리하지만, 장기적으로는 '개인을 식별할 수 없게 이용자 데이터를 암호화하여 저장하고, 퍼스트 파티 데이터만으로도 높은 타겟팅 효율이 가능한 AI 알고리즘을 새로 구축할 역량이 있는' 기업의 경우 오히려 이전보다 유리해질 수 있음. Alphabet을 제외하면 이 AI 역량은 동사가 타 소셜 미디어 기업 대비 압도적. 이용자 데이터를 저장하고, 광고를 제시하는 AI 알고리즘을 새로 구축하는데 비용과 시간이 소요될테지만, 성장하는 디지털 광고 시장에서 Alphabet과 동사의 Duopoly 구조는 훼손되지 않을 것으로 전망

**2) 단기 실적 불확실성 확대:** 단기적으로 'VR 헤드셋 원가 판매 정책', '메타버스 관련 R&D 비용 및 투자 증가', '소셜 미디어 트렌드 변화(숏 영상 소비 증가)에 따른 단기적인 광고 노출량·효율 감소', '프라이버시 보호 강화 흐름에서의 점유율 축소'로 인해 수익성이 기대 이하일 것은 사실. 또한 주력 제품인 Facebook이 사상 처음으로 DAU가 QoQ 감소한 것이 실적 우려를 키움. 다만 FY4Q21 실적 발표 후 주가 급락 전에도 S&P500보다도 낮은 PER을 기록 중이던 동사에 시장이 너무 높은 잣대를 댔다는 판단. '22E PER 16배 이하인 현재 주가는 실적 장기 무성장으로도 지지 가능한 수준. 한편 동사는 여러 악조건 속에서도 '21~'25E CAGR +14%의 EPS 성장이 가능할 전망. Facebook의 DAU가 소폭 감소하더라도 Family MAU가 증가하고 있으며(FY4Q21 36억명, YoY +8.8%, QoQ +0.3%), 점유율 축소 및 타겟팅 광고 효율 악화 등 악재에도 불구하고, 오히려 ARPU는 FY4Q21 Family 기준 YoY +9.0%, QoQ +14.8% 증가. 전 지역에서 강한 디지털 광고 수요세가 감지되고 있으며, 여전히 디지털 광고 공급은 수요 대비 현저히 낮은 상황. 증가하는 ARPU로 인해 동사는 막대한 규모의 AI, 메타버스 관련 비용 및 투자를 감당하고도 연간 수백억달러 규모의 FCF가 가능할 전망. FY4Q21에도 FCF는 127억달러로 YoY +35.1%, QoQ +30.2% 성장. 낮아진 주가의 하단을 지지하기에는 넘치는 성장률. 지금부터는 매수 후 메타버스 플랫폼 기업으로서의 진전을 지켜볼 때 (다음 페이지 계속)

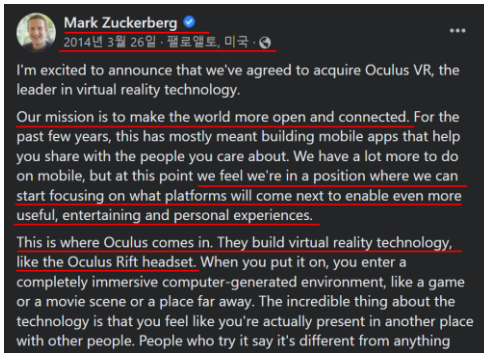
**3) 규제 우려 확산:** 동사에게 치명적인 규제가 도입될 가능성은 제한적. 미국 FTC 는 이미 2021 년 6 월에 동사가 개인 소셜 네트워크 시장에서 독점적 지배력을 가지고 있다는 사실을 연방법원에 증명하는데 실패함. 동사는 TikTok, Snap 등 소셜 시장에서의 트렌드 변화에 발맞춘 새로운 기업들과 계속해서 경쟁하고 있으며, 오히려 세계 36 억명이 연결된 저렴하고 효율적인 '광고판'을 제공함으로써 수많은 중소 상공인들이 막대한 전통 미디어 광고 비용을 지출할 수 있는 대형 기업들과 경쟁할 수 있도록 돕고 있는 기업. 유럽은 현재 유럽에서 발생하는 이용자 데이터가 미국 데이터센터로 전송되지 못하게 하는 법안 도입을 진행 중인데, 해당 법안을 당장 도입할 시 동사 비즈니스 특성 상 유럽 사업을 중단할 수밖에 없는 상황. 유럽 전체 인구의 60~70% 가량이 동사의 제품을 사용할 만큼 유럽인들에게 필수적인 동사의 시장 지위를 감안할 시 유럽 사업 철수라는 극단적인 결과가 나타날 가능성은 제한적. 유럽에서 발생하는 데이터를 개인 식별 불가능하게 암호화하여 전송하는 방식 등의 합의가 있을 것으로 판단

### 단기 실적은 부진하나 지금은 매수 후 메타버스 기업으로의 진전을 기다릴 때

**실적의 경우, 단기적으로는 실적 모멘텀이 부재하나, 2022년 연중 실적 반동이 나타날 전망.** FY1Q22 실적 컨센서스는 매출액 284억달러(YoY +8.4%, QoQ -15.7%), 조정 EBITDA 마진 46.8%(YoY -11.2%p, QoQ -3.7%p), 조정 EPS 3.03달러(YoY -8.2%, QoQ -17.4%). 시장 컨센서스는 Family MAU는 YoY +5% 증가하는 가운데, Family ARPU가 YoY -1% 감소하고 영업비용이 YoY +44% 증가할 가능성을 반영 중. FY2022 실적 컨센서스는 매출액 1,330억달러(YoY +12.8%), 조정 EBITDA 마진 46.8%(YoY -7.3%p), 조정 EPS 14.55달러(YoY +5.6%). Family MAU가 YoY +8% 증가하는 가운데, 하락한 ARPU가 연중 회복세를 보이며 연간으로는 YoY +1.8% 증가할 것이라는 가정. **장기적으로는 '21~'25E CAGR +14%의 EPS 성장률을 보일 것으로 전망.** 낮아진 ARPU 증가세가 타겟팅 AI 알고리즘 개선으로 높아질 것이고, 장기적으로는 메타버스 관련 투자도 성과를 드러내며 Reality Labs 사업부의 영업적자 규모도 축소될 것이라는 가정

**현재 '22E PER 16배의 밸류에이션은 실적이 장기간 무성장하더라도 주가의 하단이 지지되는 수준이라고 판단.** 지금이 미래 지배적인 메타버스 플랫폼 사업자가 될 잠재력을 가진 기업을 저렴하게 매수할 기회. **2022년 발표될 하이엔드 VR 헤드셋 Cambria에서 확인될 높은 기술력과 동사의 주력 메타버스 플랫폼이 될 'Horizon World'의 MAU 증가세, 2022년 기대 대비 높은 ARPU 등이 PER 리레이팅의 Key driver가 될 것이라는 판단**

### 저커버그의 Oculus 인수 후 코멘트 1



자료: Facebook, 키움증권 리서치센터

### 저커버그의 Oculus 인수 후 코멘트 2

Immersive gaming will be the first, and Oculus already has big plans here that won't be changing and we hope to accelerate. The Rift is highly anticipated by the gaming community, and there's a lot of interest from developers in building for this platform. We're going to focus on helping Oculus build out their product and develop partnerships to support more games. Oculus will continue operating independently within Facebook to achieve this.

But this is just the start. After games, we're going to make Oculus a platform for many other experiences. Imagine enjoying a court side seat at a game, studying in a classroom of students and teachers all over the world or consulting with a doctor face-to-face -- just by putting on goggles in your home.

This is really a new communication platform. By feeling truly present, you can share unbounded spaces and experiences with the people in your life. Imagine sharing not just moments with your friends online,

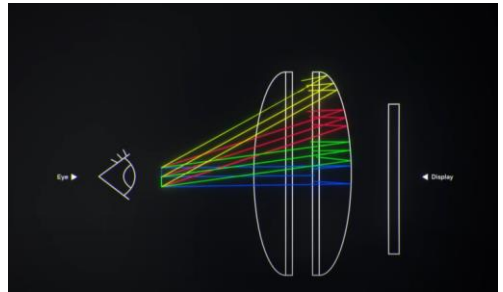
자료: Facebook, 키움증권 리서치센터

### 2022년 출시 예정인 High end VR 헤드셋 'Cambria'



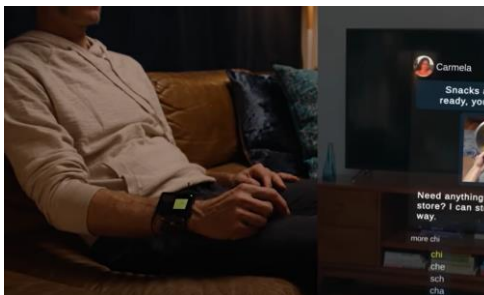
자료: Meta, 키움증권 리서치센터

### Cambria에 적용될 'pancake optics' 기술. 렌즈 슬림화 가능



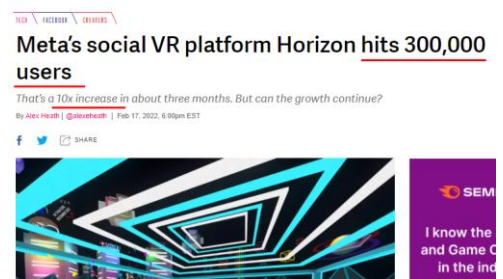
자료: Facebook, 키움증권 리서치센터

### 손목 센서를 통해 신체 운동 신호를 디지털화하는 EMG 기술



자료: Meta, 키움증권 리서치센터

### MAU 30만을 기록한 Horizon World: 1만개의 분리된 World와 2만명의 크리에이터 확보



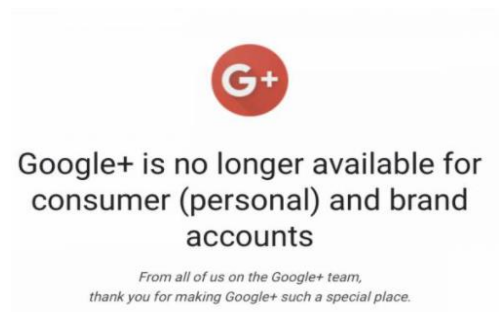
자료: Meta, 키움증권 리서치센터

엔비디아와의 협업을 통해 AI 학습용 슈퍼 컴퓨터 클러스터인 RSC 건설 중



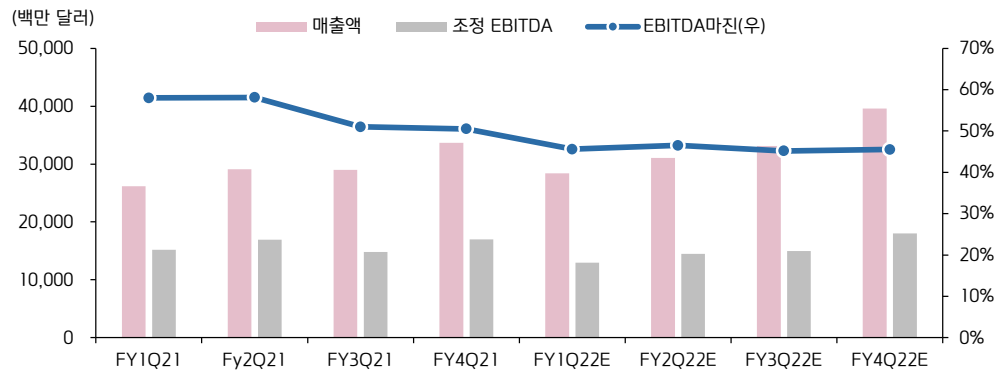
자료: Meta, 키움증권 리서치센터

다양한 AI 기술을 적용했음에도 실패한 구글의 소셜 미디어 사업



자료: Google, 키움증권 리서치센터

메타 분기 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 메타 상세 실적표

|                | (단위)     | 4Q20    | 1Q21    | 2Q21    | 3Q21    | 4Q21    | YoY     | QoQ    | 2020    | 2021    | YoY     |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| [GAAP]         |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 매출액            | (백만달러)   | 28,072  | 26,171  | 29,077  | 29,010  | 33,671  | 19.9%   | 16.1%  | 85,965  | 117,929 | 37.2%   |
| [사업부별]         |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Family of Apps | (백만달러)   | 27,355  | 25,637  | 28,772  | 28,452  | 32,794  | 19.9%   | 15.3%  | 84,826  | 115,655 | 36.3%   |
| 광고             | (백만달러)   | 27,187  | 25,439  | 28,580  | 28,276  | 32,639  | 20.1%   | 15.4%  | 84,169  | 114,934 | 36.6%   |
| 기타             | (백만달러)   | 168     | 198     | 192     | 176     | 155     | -7.7%   | -11.9% | 657     | 721     | 9.7%    |
| Reality Labs   | (백만달러)   | 717     | 534     | 305     | 558     | 877     | 22.3%   | 57.2%  | 1,139   | 2,274   | 99.6%   |
| [지역별 전체 매출]    |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 미주             | (백만달러)   | 13,734  | 12,405  | 13,738  | 13,613  | 15,826  | 15.2%   | 16.3%  | 41,724  | 55,582  | 33.2%   |
| 유럽             | (백만달러)   | 7,011   | 6,523   | 7,270   | 6,955   | 8,357   | 19.2%   | 20.2%  | 20,871  | 29,105  | 39.5%   |
| 아시아            | (백만달러)   | 4,793   | 4,789   | 5,190   | 5,461   | 6,244   | 30.3%   | 14.3%  | 15,621  | 21,684  | 38.8%   |
| 기타             | (백만달러)   | 2,534   | 2,454   | 2,879   | 2,981   | 3,244   | 28.0%   | 8.8%   | 7,750   | 11,558  | 49.1%   |
| 매출원가           | (백만달러)   | 5,210   | 5,131   | 5,399   | 5,771   | 6,348   | 21.8%   | 10.0%  | 16,692  | 22,649  | 35.7%   |
| R&D            | (백만달러)   | 5,208   | 5,197   | 6,096   | 6,316   | 7,046   | 35.3%   | 11.6%  | 18,447  | 24,655  | 33.7%   |
| 마케팅 및 판매 비용    | (백만달러)   | 3,280   | 2,843   | 3,259   | 3,554   | 4,387   | 33.8%   | 23.4%  | 11,591  | 14,043  | 21.2%   |
| 일반관리비          | (백만달러)   | 1,599   | 1,622   | 1,956   | 2,946   | 3,305   | 106.7%  | 12.2%  | 6,564   | 9,829   | 49.7%   |
| 영업이익           | (백만달러)   | 12,775  | 11,378  | 12,367  | 10,423  | 12,585  | -1.5%   | 20.7%  | 32,671  | 46,753  | 43.1%   |
| Family of Apps | (백만달러)   | 14,874  | 13,205  | 14,799  | 13,054  | 15,889  | 6.8%    | 21.7%  | 39,294  | 56,946  | 44.9%   |
| Reality Labs   | (백만달러)   | -2,099  | -1,827  | -2,432  | -2,631  | -3,304  | 적자지속    | 적자지속   | -6,623  | -10,193 | 적자지속    |
| 영업이익률          | (%)      | 45.5%   | 43.5%   | 42.5%   | 35.9%   | 37.4%   | -8.1%p  | 1.4%p  | 38.0%   | 39.6%   | 1.6%p   |
| Family of Apps | (%)      | 54.4%   | 51.5%   | 51.4%   | 45.9%   | 48.5%   | -5.9%p  | 2.6%p  | 46.3%   | 49.2%   | 2.9%p   |
| Reality Labs   | (%)      | -292.7% | -342.1% | -797.4% | -471.5% | -376.7% | -84.0%p | 94.8%p | -581.5% | -448.2% | 133.2%p |
| 영업외손익          | (백만달러)   | 280     | 125     | 146     | 142     | 117     | -58.2%  | -17.6% | 509     | 531     | 4.3%    |
| 세전이익           | (백만달러)   | 13,055  | 11,503  | 12,513  | 10,565  | 12,702  | -2.7%   | 20.2%  | 33,180  | 47,284  | 42.5%   |
| 법인세비용          | (백만달러)   | 1,836   | 2,006   | 2,119   | 1,371   | 2,417   | 31.6%   | 76.3%  | 4,034   | 7,914   | 96.2%   |
| 유효법인세율         | (%)      | 14.1%   | 17.4%   | 16.9%   | 13.0%   | 19.0%   | 5.0%p   | 6.1%p  | 12.2%   | 16.7%   | 4.6%p   |
| 순이익            | (백만달러)   | 11,219  | 9,497   | 10,394  | 9,194   | 10,285  | -8.3%   | 11.9%  | 29,146  | 39,370  | 35.1%   |
| 회석 EPS         | (달러/주)   | 3.88    | 3.30    | 3.61    | 3.22    | 3.67    | -5.4%   | 14.0%  | 10.09   | 13.77   | 36.5%   |
| 회석 가중평균주식수     |          | 2,890   | 2,882   | 2,877   | 2,859   | 2,799   | -3.1%   | -2.1%  | 2,888   | 2,859   | -1.0%   |
| FCF            | (백만달러)   | 9,427   | 7,970   | 8,634   | 9,778   | 12,734  | 35.1%   | 30.2%  | 23,632  | 39,116  | 65.5%   |
| OCF            | (백만달러)   | 14,040  | 12,242  | 13,246  | 14,091  | 18,104  | 28.9%   | 28.5%  | 38,747  | 57,683  | 48.9%   |
| Capex          | (백만달러)   | 4,613   | 4,272   | 4,612   | 4,313   | 5,370   | 16.4%   | 24.5%  | 15,115  | 18,567  | 22.8%   |
| 차사주 매입         | (백만달러)   | 1,928   | 3,939   | 7,079   | 13,457  | 20,063  | 940.6%  | 49.1%  | 6,272   | 44,537  | 610.1%  |
| 조정 EBITDA      | (백만달러)   | 16,422  | 15,180  | 16,900  | 14,797  | 17,005  | 3.6%    | 14.9%  | 46,069  | 63,884  | 38.7%   |
| 주식보상비용         | (백만달러)   | 1784    | 1830    | 2548    | 2379    | 2406    | 34.9%   | 1.1%   | 6536    | 9164    | 40.2%   |
| DA             | (백만달러)   | 1863    | 1972    | 1985    | 1995    | 2014    | 8.1%    | 1.0%   | 6862    | 7967    | 16.1%   |
| 조정 EBITDA 마진   | (%)      | 58.5%   | 58.0%   | 58.1%   | 51.0%   | 50.5%   | -8.0%p  | -0.5%p | 53.6%   | 54.2%   | 0.6%p   |
| [영업 데이터]       |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Family         |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| DAP            | (십억명)    | 2.60    | 2.72    | 2.76    | 2.81    | 2.82    | 8.5%    | 0.4%   | 2.52    | 2.78    | 10.1%   |
| MAP            | (십억명)    | 3.30    | 3.45    | 3.51    | 3.58    | 3.59    | 8.8%    | 0.3%   | 3.20    | 3.53    | 10.5%   |
| DAP/MAP        | (%)      | 78.8%   | 78.8%   | 78.6%   | 78.5%   | 78.6%   | -0.2%p  | 0.1%p  | 78.9%   | 78.6%   | -0.3%p  |
| ARPP           | (매출액/1인) | 8.62    | 7.75    | 8.36    | 8.18    | 9.39    | 9.0%    | 14.8%  | 27.78   | 34.23   | 23.2%   |
| Facebook       |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| DAU            |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 미주             | (백만명)    | 1,845   | 1,878   | 1,908   | 1,930   | 1,929   | 4.6%    | -0.1%  | 1,804   | 1,911   | 5.9%    |
| 유럽             | (백만명)    | 195     | 195     | 195     | 196     | 195     | 0.0%    | -0.5%  | 196     | 195     | -0.4%   |
| 아시아            | (백만명)    | 308     | 309     | 307     | 308     | 309     | 0.3%    | 0.3%   | 306     | 308     | 0.7%    |
| 기타             | (백만명)    | 744     | 760     | 788     | 805     | 806     | 8.3%    | 0.1%   | 716     | 790     | 10.3%   |
| MAU            | (백만명)    | 598     | 613     | 618     | 622     | 619     | 3.5%    | -0.5%  | 586     | 618     | 5.4%    |
| 미주             | (백만명)    | 2,797   | 2,853   | 2,895   | 2,910   | 2,912   | 4.1%    | 0.1%   | 2,724   | 2,893   | 6.2%    |
| 유럽             | (백만명)    | 258     | 259     | 259     | 261     | 262     | 1.6%    | 0.4%   | 256     | 260     | 1.8%    |
| 아시아            | (백만명)    | 419     | 423     | 420     | 423     | 427     | 1.9%    | 0.9%   | 413     | 423     | 2.5%    |
| 기타             | (백만명)    | 1,199   | 1,230   | 1,265   | 1,278   | 1,278   | 6.6%    | 0.0%   | 1,158   | 1,263   | 9.1%    |
| DAU/MAU        | (%)      | 921     | 940     | 951     | 949     | 945     | 2.6%    | -0.4%  | 897     | 946     | 5.5%    |
| 미주             | (%)      | 66.0%   | 65.8%   | 65.9%   | 66.3%   | 66.2%   | 0.3%p   | -0.1%p | 66.2%   | 66.1%   | -0.2%p  |
| 유럽             | (%)      | 75.6%   | 75.3%   | 75.3%   | 75.1%   | 74.4%   | -1.2%p  | -0.7%p | 76.6%   | 75.0%   | -1.6%p  |
| 아시아            | (%)      | 73.5%   | 73.0%   | 73.1%   | 72.8%   | 72.4%   | -1.1%p  | -0.4%p | 74.1%   | 72.8%   | -1.3%p  |
| 기타             | (%)      | 62.1%   | 61.8%   | 62.3%   | 63.0%   | 63.1%   | 1.0%p   | 0.1%p  | 61.8%   | 62.5%   | 0.7%p   |
| ARPU           | (매출액/1인) | 64.9%   | 65.2%   | 65.0%   | 65.5%   | 65.5%   | 0.6%p   | 0.0%p  | 65.3%   | 65.3%   | 0.0%p   |
| 미주             | (매출액/1인) | 10.14   | 9.27    | 10.12   | 10.00   | 11.57   | 14.1%   | 15.7%  | 32.47   | 41.31   | 27.2%   |
| 유럽             | (매출액/1인) | 53.56   | 48.03   | 53.01   | 52.34   | 60.57   | 13.1%   | 15.7%  | 164.92  | 213.78  | 29.6%   |
| 아시아            | (매출액/1인) | 16.87   | 15.49   | 17.23   | 16.50   | 19.68   | 16.7%   | 19.3%  | 51.34   | 68.81   | 34.0%   |
| 기타             | (매출액/1인) | 4.05    | 3.94    | 4.16    | 4.30    | 4.89    | 20.7%   | 13.7%  | 13.97   | 17.51   | 25.4%   |
| Facebook 외     | (백만명)    | 2.77    | 2.64    | 3.05    | 3.14    | 3.43    | 23.8%   | 9.2%   | 8.92    | 12.39   | 38.9%   |
| Facebook 외     |          |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| MAU            | (백만명)    | 503     | 597     | 615     | 670     | 678     | 34.8%   | 1.2%   | 473     | 640     | 35.2%   |
| 비중             | (%)      | 15.2%   | 17.3%   | 17.5%   | 18.7%   | 18.9%   | 3.6%p   | 0.2%p  | 14.8%   | 18.1%   | 3.3%p   |

자료: Meta, 키움증권 리서치센터

## 손익계산서

| (\$ 백만)      | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액          | 40,653 | 55,838 | 70,697 | 85,965 | 117,929 |
| 매출원가         | 5,454  | 9,355  | 12,770 | 16,692 | 22,649  |
| 매출총이익, GAAP  | 35,199 | 46,483 | 57,927 | 69,273 | 95,280  |
| 판매비          | 7,242  | 11,297 | 20,341 | 18,155 | 23,872  |
| 연구개발비        | 7,754  | 10,273 | 13,600 | 18,447 | 24,655  |
| 영업이익, GAAP   | 20,203 | 24,913 | 23,986 | 32,671 | 46,753  |
| 영업외 (이익)손실   | -391   | -448   | -826   | -509   | -531    |
| 세전이익, GAAP   | 20,594 | 25,361 | 24,812 | 33,180 | 47,284  |
| 법인세비용        | 4,660  | 3,249  | 6,327  | 4,034  | 7,914   |
| 당기순이익, GAAP  | 15,920 | 22,111 | 18,485 | 29,146 | 39,370  |
| EPS, GAAP    | 5.49   | 7.65   | 6.48   | 10.22  | 13.99   |
| 회계 EPS, GAAP | 5.39   | 7.57   | 6.43   | 10.09  | 13.77   |
| 영업이익, 조정     | 20,203 | 24,913 | 23,986 | 32,671 | 46,753  |
| 당기순이익, 조정    | 18,193 | 22,111 | 18,485 | 29,146 | 39,370  |
| EBITDA       | 23,228 | 29,228 | 30,866 | 40,924 | 54,720  |

## 재무상태표

| (\$ 백만)    | FY2017 | FY2018 | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 자산총계       | 84,524 | 97,334 | 133,376 | 159,316 | 165,987 |
| 유동자산       | 48,563 | 50,480 | 66,225  | 75,670  | 66,666  |
| 현금 및 현금성자산 | 41,711 | 41,114 | 54,855  | 61,954  | 47,998  |
| 매출채권       | 5,832  | 7,587  | 9,518   | 11,335  | 14,039  |
| 재고자산       | —      | —      | —       | —       | —       |
| 비유형자산      | 35,961 | 46,854 | 67,151  | 83,646  | 99,321  |
| 유형자산       | 13,721 | 24,683 | 44,783  | 54,981  | 69,964  |
| 무형자산       | 20,105 | 19,595 | 19,609  | 19,673  | 19,831  |
| 부채총계       | 10,177 | 13,207 | 32,322  | 31,026  | 41,108  |
| 유동부채       | 3,760  | 7,017  | 15,053  | 14,981  | 21,135  |
| 매입채무       | 3,272  | 6,329  | 13,098  | 12,483  | 18,395  |
| 단기성부채      | —      | —      | 855     | 1,077   | 1,127   |
| 비유동부채      | 6,417  | 6,190  | 17,269  | 16,045  | 19,973  |
| 장기성부채      | —      | —      | 9,942   | 10,100  | 12,746  |
| 자본총계       | 74,347 | 84,127 | 101,054 | 128,290 | 124,879 |

## 현금흐름표

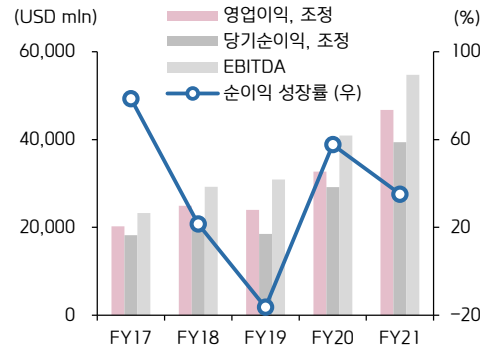
| (\$ 백만)           | FY2017  | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름    | 24,216  | 29,274  | 36,314  | 38,747  | 57,683  |
| 감가상각비, 무형자산상각비    | 3,025   | 4,315   | 5,741   | 6,862   | 7,967   |
| 운전자본 변동           | -1,354  | -787    | 5847    | -2270   | -79     |
| 투자활동으로 인한 현금흐름    | -20,118 | -11,603 | -19,864 | -30,059 | -7,570  |
| 유, 무형자산 취득(CAPEX) | -6,733  | -13,915 | -15,102 | -15,115 | -18,567 |
| 유, 무형자산 처분        | —       | —       | —       | —       | —       |
| 재무활동으로 인한 현금흐름    | -5,235  | -15,572 | -7,299  | -10,292 | -50,728 |
| 지급배당금             | —       | —       | —       | —       | —       |
| 차입금의 증가(감소)       | —       | —       | -552    | -604    | -677    |
| 자사주매입             | -5,222  | -16087  | -6539   | -9836   | -50052  |
| 현금증가              | -905    | 1,920   | 9155    | -1,325  | -1,089  |
| 기초현금              | 9,109   | 8,204   | 10,124  | 19,279  | 17,954  |
| 기말현금              | 8,204   | 10,124  | 19,279  | 17,954  | 16,865  |
| FCF               | 17,483  | 15,359  | 21,212  | 23,632  | 39,116  |
| FCFF              | 17,488  | 15,367  | 21,227  | 23632   | —       |

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

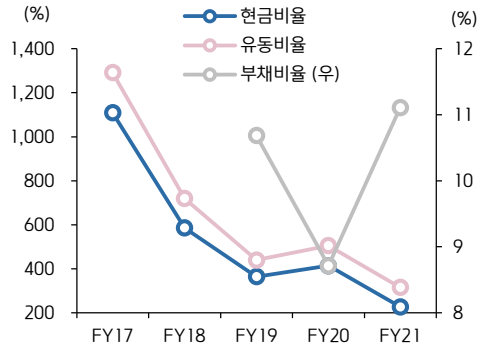
| (%, 배)        | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 보통주 순이익률      | 39.16  | 39.60  | 26.15  | 33.90  | 33.38  |
| 영업이익률         | 49.70  | 44.62  | 33.93  | 38.01  | 39.65  |
| EBITDA 마진     | 57.14  | 52.34  | 43.66  | 47.61  | 46.40  |
| ROE           | 23.84  | 27.90  | 19.96  | 25.42  | 31.10  |
| ROA           | 21.30  | 24.32  | 16.02  | 19.92  | 24.21  |
| ROIC          | 23.73  | 27.35  | 17.99  | 22.51  | 27.75  |
| 부채비율          | 0.00   | 0.00   | 10.68  | 8.71   | 11.11  |
| 순차입금비용        | -56.10 | -48.87 | -43.60 | -39.58 | -27.33 |
| EBITDA/현금지급이자 | —      | —      | —      | —      | —      |
| 현금비용          | 11.09  | 5.86   | 3.64   | 4.14   | 2.27   |
| 유동비용          | 12.92  | 7.19   | 4.40   | 5.05   | 3.15   |
| PER           | 28.65  | 17.32  | 31.92  | 27.07  | 24.43  |
| PBR           | 6.90   | 4.45   | 5.79   | 6.07   | 7.49   |
| EV/EBIT       | 23.32  | 13.37  | 22.26  | 22.05  | 19.28  |
| EV/EBITDA     | 20.28  | 11.39  | 17.54  | 17.78  | 16.48  |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

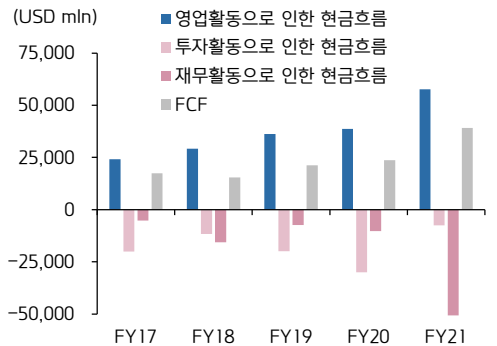
## 이익 추이



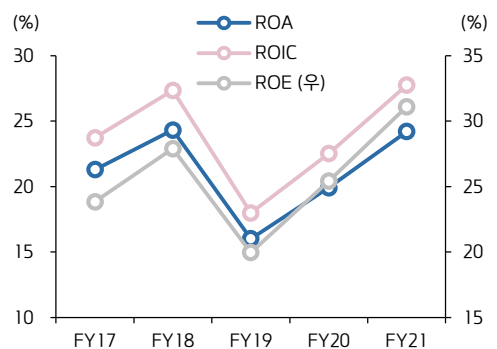
## 유동비율 및 부채비율 추이



## 현금흐름 추이



## 수익성 추이



# 마이크로소프트 (Microsoft)

(MSFT.US)

저렴하지 않은 것 말고는 완벽

## 블룸버그 투자의견 컨센서스

매수  
92%

보유  
8%

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('22.02.22): \$287.72

블룸버그 목표주가: \$373.94

## 기업 개요

- PC OS 시장 약 70%, 클라우드 IaaS 시장 점유율 20%에 달하는 세계 대표 소프트웨어 기업
- FY2Q22(12월말) 기준 매출 비중은 생산성 및 비즈니스 프로세스 사업부(P&B) 31%, 지능형 클라우드 사업부(IC) 35%, 개인 컴퓨팅 사업부(MPC) 34%

## 투자 포인트

### 확고히 입증된 메타버스 기업으로서의 역량

메타만큼 명확한 메타버스 계획이 구체적으로 드러난 바는 없으나, 미래의 메타버스 플랫폼 시장에서 확고한 시장 지위를 구축할 역량이 있는 기업. 1) 가상세계가 가장 빠르게 대체할 것으로 예상되는 오피스 시장에서 동사는 이미 확고한 브랜드 가치와 신뢰성을 보유하고 있는 기업이고, 2) 마인크래프트, Xbox 보유와 더불어 Activision Blizzard 인수로 '메타버스 산업의 시작'이 될 게이밍 시장에서도 강력한 지위를 구축 중. 3) 아직 소비자용 VR 헤드셋을 판매하고 있지 않지만, 비즈니스용 VR/AR 헤드셋인 홀로렌즈를 개발하는 등 하드웨어 기술 개발도 진행 중. 4) 동사는 Alphabet 에 이은 AI 최다 논문 발간 기업이며, 클라우드 컴퓨팅 시장 2위 사업자. AI 및 컴퓨팅 기술 역량은 이미 입증

### 저렴한 가격에 매수할 수 있는 기회는 아직 아니다

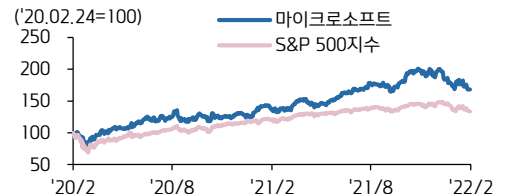
의심할 여지 없는 세계 '디지털 전환' 트렌드의 확고한 승자인 만큼 밸류에이션에 오해가 없는 점이 투자 매력도를 낮춤. FY3Q22(3월말) EPS 컨센서스는 2.2달러(YoY +12.8%, QoQ -11.3%), FY2022(6월말) 연간 컨센서스는 EPS 9.49달러(YoY +19.1%). '22E PER 30 배로 금리 인상기에 시장을 아웃퍼폼하기에는 다소 부담스러운 밸류에이션. PER 축소 vs 분기 실적 모멘텀이 혼재하여 박스권 주가 흐름이 길어질 수 있다는 판단. low risk, low return 투자

## Stock Data

| 산업분류           | 소프트웨어 & 기술 서비스 |
|----------------|----------------|
| S&P 500 (2/22) | 4,304.8        |
| 현재주가/목표주가 (\$) | 287.7 / 373.9  |
| 52주 최고/최저 (\$) | 349.7 / 224.3  |
| 시가총액 (백만 \$)   | 2,156,998.4    |
| 유통주식수 (백만)     | 7,496.9        |
| 일평균거래량 (3M)    | 36,319,744     |

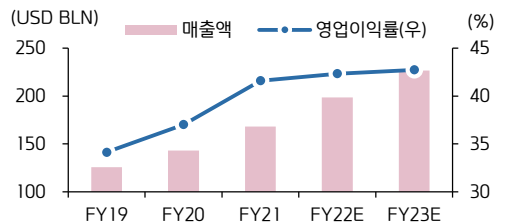
## Performance

| 추가수익률 (%) | YTD   | 1M   | 6M   | 12M  |
|-----------|-------|------|------|------|
| 절대        | -14.5 | -4.6 | -5.5 | 22.7 |
| SPX Index | -9.7  | -4.0 | -3.1 | 11.0 |



## Earnings & Valuation

| (백만\$, Non-) | FY19    | FY20    | FY21    | FY22E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 125,843 | 143,015 | 168,088 | 198,366 |
| 영업이익         | 42,959  | 52,959  | 69,916  | 83,954  |
| OPM(%)       | 34.1    | 37.0    | 41.6    | 42.3    |
| 순이익          | 36,830  | 44,281  | 60,651  | 71,267  |
| EPS(\$)      | 4.8     | 5.8     | 8.0     | 9.5     |
| 증가율(%)       | 22.4    | 21.3    | 38.4    | 19.1    |
| PER(배)       | 28.6    | 35.1    | 34.6    | 30.3    |
| PBR(배)       | 10.0    | 13.0    | 14.3    | 11.8    |
| ROE(%)       | 42.4    | 40.1    | 47.1    | 42.1    |
| 배당수익률(%)     | 1.4     | 1.0     | 0.8     | n/a     |



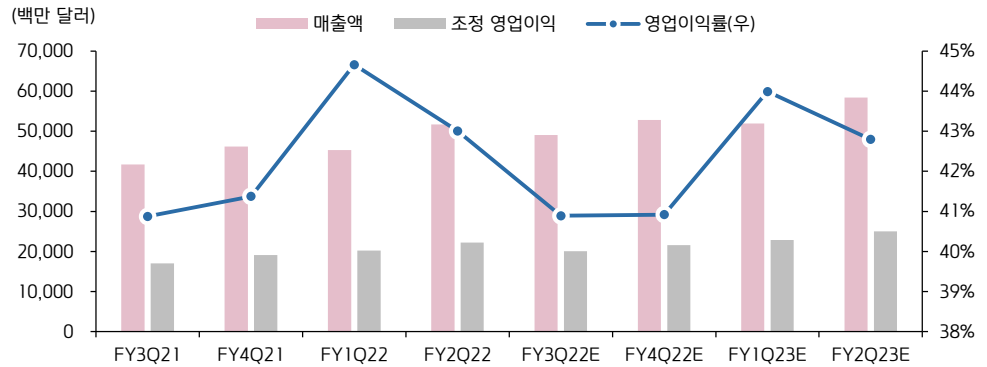
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

## 마이크로소프트 상세 실적표

| [GAAP]          | (단위)          | FY2Q21<br>2020.12 | FY3Q21<br>2021.3 | FY4Q21<br>2021.6 | FY1Q22<br>2021.9 | FY2Q22<br>2021.12 | YoY          | QoQ           | FY2020         | FY2021         | YoY          |
|-----------------|---------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>(백만달러)</b> | <b>43,076</b>     | <b>41,706</b>    | <b>46,152</b>    | <b>45,317</b>    | <b>51,728</b>     | <b>20.1%</b> | <b>14.1%</b>  | <b>143,015</b> | <b>168,088</b> | <b>17.5%</b> |
| [사업부별]          |               |                   |                  |                  |                  |                   |              |               |                |                |              |
| 생산성 및 비즈니스 프로세스 | (백만달러)        | 13,353            | 13,552           | 14,691           | 15,039           | 15,936            | 19.3%        | 6.0%          | 46,398         | 53,915         | 16.2%        |
| 지능형 클라우드        | (백만달러)        | 14,601            | 15,118           | 17,375           | 16,964           | 18,327            | 25.5%        | 8.0%          | 48,366         | 60,080         | 24.2%        |
| 개인용 컴퓨팅         | (백만달러)        | 15,122            | 13,036           | 14,086           | 13,314           | 17,465            | 15.5%        | 31.2%         | 48,251         | 54,093         | 12.1%        |
| [형태별]           |               |                   |                  |                  |                  |                   |              |               |                |                |              |
| 제품              | (백만달러)        | 19,460            | 16,873           | 18,938           | 16,631           | 20,779            | 6.8%         | 24.9%         | 68,041         | 71,074         | 4.5%         |
| 서비스 및 기타        | (백만달러)        | 23,616            | 24,833           | 27,214           | 28,686           | 30,949            | 31.1%        | 7.9%          | 74,974         | 97,014         | 29.4%        |
| 매출원가            | (백만달러)        | 14,194            | 13,045           | 13,991           | 13,646           | 16,960            | 19.5%        | 24.3%         | 46,078         | 52,232         | 13.4%        |
| 제품              | (백만달러)        | 6,058             | 4,277            | 4,287            | 3,792            | 6,331             | 4.5%         | 67.0%         | 16,017         | 18,291         | 14.2%        |
| 서비스 및 기타        | (백만달러)        | 8,136             | 8,768            | 9,704            | 9,854            | 10,629            | 30.6%        | 7.9%          | 30,061         | 34,013         | 13.1%        |
| 매출총이익           | (백만달러)        | 28,882            | 28,661           | 32,161           | 31,671           | 34,768            | 20.4%        | 9.8%          | 96,937         | 115,856        | 19.5%        |
| 제품              | (백만달러)        | 13,402            | 12,596           | 14,651           | 12,839           | 14,448            | 7.8%         | 12.5%         | 52,024         | 52,783         | 1.5%         |
| 서비스 및 기타        | (백만달러)        | 15,480            | 16,065           | 17,510           | 18,832           | 20,320            | 31.3%        | 7.9%          | 44,913         | 63,001         | 40.3%        |
| <b>매출총이익률</b>   | <b>(%)</b>    | <b>67.0%</b>      | <b>68.7%</b>     | <b>69.7%</b>     | <b>69.9%</b>     | <b>67.2%</b>      | <b>0.2%p</b> | <b>-2.7%p</b> | <b>67.8%</b>   | <b>68.9%</b>   | <b>1.1%p</b> |
| 제품              | (%)           | 68.9%             | 74.7%            | 77.4%            | 77.2%            | 69.5%             | 0.7%p        | -7.7%p        | 76.5%          | 74.3%          | -2.2%p       |
| 서비스 및 기타        | (%)           | 65.5%             | 64.7%            | 64.3%            | 65.6%            | 65.7%             | 0.1%p        | 0.0%p         | 59.9%          | 64.9%          | 5.0%p        |
| 연구개발비           | (백만달러)        | 4,899             | 5,204            | 5,687            | 5,599            | 5,758             | 17.5%        | 2.8%          | 19,269         | 20,716         | 7.5%         |
| 판매 및 마케팅        | (백만달러)        | 4,947             | 5,082            | 5,857            | 4,547            | 5,379             | 8.7%         | 18.3%         | 19,598         | 20,117         | 2.6%         |
| 일반관리비           | (백만달러)        | 1,139             | 1,327            | 1,522            | 1,287            | 1,384             | 21.5%        | 7.5%          | 5,111          | 5,107          | -0.1%        |
| <b>영업이익</b>     | <b>(백만달러)</b> | <b>17,897</b>     | <b>17,048</b>    | <b>19,095</b>    | <b>20,238</b>    | <b>22,247</b>     | <b>24.3%</b> | <b>9.9%</b>   | <b>52,959</b>  | <b>69,916</b>  | <b>32.0%</b> |
| 생산성 및 비즈니스 프로세스 | (백만달러)        | 6,181             | 6,029            | 6,435            | 7,581            | 7,688             | 24.4%        | 1.4%          | 18,724         | 24,351         | 30.1%        |
| 지능형 클라우드        | (백만달러)        | 6,492             | 6,425            | 7,787            | 7,562            | 8,197             | 26.3%        |               | 18,324         | 26,126         | 42.6%        |
| 개인용 컴퓨팅         | (백만달러)        | 5,224             | 4,594            | 4,873            | 5,095            | 6,362             | 21.8%        | 24.9%         | 15,911         | 19,439         | 22.2%        |
| <b>영업이익률</b>    | <b>(%)</b>    | <b>41.5%</b>      | <b>40.9%</b>     | <b>41.4%</b>     | <b>44.7%</b>     | <b>43.0%</b>      | <b>1.5%p</b> | <b>-1.7%p</b> | <b>37.0%</b>   | <b>41.6%</b>   | <b>4.6%p</b> |
| 생산성 및 비즈니스 프로세스 | (%)           | 46.3%             | 44.5%            | 43.8%            | 50.4%            | 48.2%             | 2.0%p        | -2.2%p        | 40.4%          | 45.2%          | 4.8%p        |
| 지능형 클라우드        | (%)           | 44.5%             | 42.5%            | 44.8%            | 44.6%            | 44.7%             | 0.3%p        | 0.1%p         | 37.9%          | 43.5%          | 5.6%p        |
| 개인용 컴퓨팅         | (%)           | 34.5%             | 35.2%            | 34.6%            | 38.3%            | 36.4%             | 1.9%p        | -1.8%p        | 33.0%          | 35.9%          | 3.0%p        |
| 기타손익            | (백만달러)        | 440               | 188              | 310              | 286              | 268               | -39.1%       | -6.3%         | 77             | 1,187          | 1441.6%      |
| 세전이익            | (백만달러)        | 18,337            | 17,236           | 19,405           | 20,524           | 22,515            | 22.8%        | 9.7%          | 53,036         | 71,103         | 34.1%        |
| 법인세비용           | (백만달러)        | 2,874             | 1,779            | 2,947            | 19               | 3,750             | 30.5%        | 19636.8%      | 8,755          | 9,831          | 12.3%        |
| 유효법인세율          | (%)           | 15.7%             | 10.3%            | 15.2%            | 0.1%             | 16.7%             | 1.0%p        | 16.6%p        | 16.5%          | 13.8%          | -2.7%p       |
| <b>순이익</b>      | <b>(백만달러)</b> | <b>15,463</b>     | <b>15,457</b>    | <b>16,458</b>    | <b>20,505</b>    | <b>18,765</b>     | <b>21.4%</b> | <b>-8.5%</b>  | <b>44,281</b>  | <b>61,272</b>  | <b>38.4%</b> |
| <b>회석 EPS</b>   | <b>(달러/주)</b> | <b>2.03</b>       | <b>2.03</b>      | <b>2.17</b>      | <b>2.71</b>      | <b>2.48</b>       | <b>22.2%</b> | <b>-8.5%</b>  | <b>5.76</b>    | <b>8.05</b>    | <b>39.8%</b> |
| 회석 가중평균주식수      | (백만주)         | 7,616             | 7,597            | 7,581            | 7,567            | 7,555             | -0.8%        | -0.2%         | 7,683          | 7,608          | -1.0%        |
| OCF             | (백만달러)        | 12,516            | 22,179           | 22,710           | 24,540           | 14,480            | 15.7%        | -41.0%        | 60,675         | 76,740         | 26.5%        |
| Capex           | (백만달러)        | 4,174             | 5,089            | 6,452            | 5,810            | 5,865             | 40.5%        | 0.9%          | 15,441         | 20,622         | 33.6%        |
| FCF             | (백만달러)        | 8,342             | 17,090           | 16,258           | 18,730           | 8,615             | 3.3%         | -54.0%        | 45,234         | 56,118         | 24.1%        |

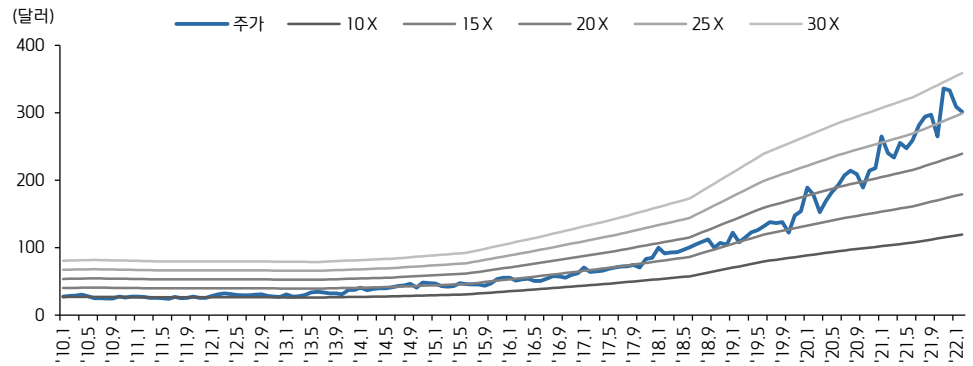
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 마이크로소프트 분기 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 마이크로소프트 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 손익계산서

| (\$ 백만)      | FY2017 | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 96,571 | 110,360 | 125,843 | 143,015 | 168,088 |
| 매출원가         | 34,261 | 38,353  | 42,910  | 46,078  | 52,232  |
| 매출총이익, GAAP  | 62,310 | 72,007  | 82,933  | 96,937  | 115,856 |
| 판매비          | 19,942 | 22,223  | 23,098  | 24,709  | 25,224  |
| 연구개발비        | 13,037 | 14,726  | 16,876  | 19,269  | 20,716  |
| 영업이익, GAAP   | 29,025 | 35,058  | 42,959  | 52,959  | 69,916  |
| 영업외 (이익)손실   | -876   | -1,416  | -729    | -77     | -1,186  |
| 세전이익, GAAP   | 29,901 | 36,474  | 43,688  | 53,036  | 71,102  |
| 법인세비용        | 4,412  | 19,903  | 4,448   | 8,755   | 9,831   |
| 당기순이익, GAAP  | 25,489 | 28,540  | 36,318  | 44,611  | 59,678  |
| EPS, GAAP    | 3.29   | 2.15    | 5.11    | 5.82    | 8.12    |
| 희석 EPS, GAAP | 3.25   | 2.13    | 5.06    | 5.76    | 8.05    |
| 영업이익, 조정     | 29,331 | 35,058  | 42,959  | 53,409  | 69,916  |
| 당기순이익, 조정    | 24,009 | 28,540  | 36,318  | 44,611  | 59,678  |
| EBITDA       | 39,215 | 46,904  | 56,348  | 67,798  | 83,729  |

## 재무상태표

| (\$ 백만)    | FY2017  | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계       | 250,312 | 258,848 | 286,556 | 301,311 | 333,779 |
| 유동자산       | 162,696 | 169,662 | 175,552 | 181,915 | 184,406 |
| 현금 및 현금성자산 | 132,981 | 133,768 | 133,819 | 136,527 | 130,334 |
| 매출채권       | 22,431  | 26,481  | 29,524  | 32,011  | 38,043  |
| 재고자산       | 2,181   | 2,662   | 2,063   | 1,895   | 2,636   |
| 비유동자산      | 87,616  | 89,186  | 111,004 | 119,396 | 149,373 |
| 유형자산       | 30,289  | 36,146  | 43,856  | 52,904  | 70,803  |
| 무형자산       | 45,228  | 43,736  | 49,776  | 50,389  | 57,511  |
| 부채총계       | 162,601 | 176,130 | 184,226 | 183,007 | 191,791 |
| 유동부채       | 55,745  | 58,488  | 69,420  | 72,310  | 88,657  |
| 매입채무       | 13,927  | 16,841  | 21,877  | 22,534  | 27,394  |
| 단기성부채      | 11,657  | 5,573   | 7,348   | 5,905   | 10,825  |
| 비유동부채      | 106,856 | 117,642 | 114,806 | 110,697 | 103,134 |
| 장기성부채      | 83,870  | 81,935  | 79,107  | 76,205  | 71,453  |
| 자본총계       | 87,711  | 82,718  | 102,330 | 118,304 | 141,988 |

## 현금흐름표

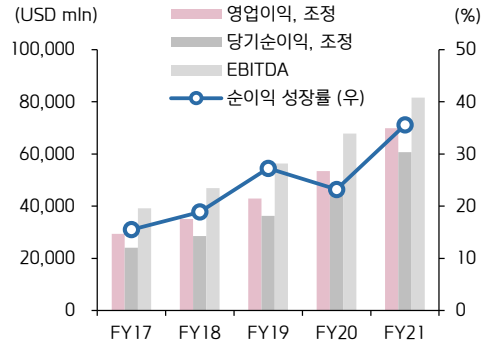
| (\$ 백만)           | FY2017  | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름    | 39,507  | 43,884  | 52,185  | 60,675  | 76,740  |
| 감가상각비, 무형자산상각비    | 8,778   | 10,261  | 11,682  | 12,796  | 11,686  |
| 운전자본 변동           | 5,911   | 20,772  | 5,109   | -1,794  | 1,121   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름    | -46,781 | -6,061  | -15,773 | -12,223 | -27,577 |
| 유, 무형자산 취득(CAPEX) | -8,129  | -11,632 | -13,925 | -15,441 | -20,622 |
| 유, 무형자산 처분        | —       | —       | —       | —       | —       |
| 재무활동으로 인한 현금흐름    | 8,408   | -33,590 | -36,887 | -46,031 | -48,486 |
| 지급배당금             | -11,845 | -12,699 | -13,811 | -15,137 | -16,521 |
| 차입금의 증가(감소)       | 31,459  | -10,201 | -4,000  | -5,518  | -3,750  |
| 자사주매입             | -11,016 | -9719   | -18,401 | -21,625 | -25,692 |
| 현금증가              | 1,153   | 4,283   | -590    | 2,220   | 648     |
| 기초현금              | 6,510   | 7,663   | 11,946  | 11,356  | 13,576  |
| 기말현금              | 7,663   | 11,946  | 11,356  | 13,576  | 14,224  |
| FCF               | 31,378  | 32,252  | 38,260  | 45,234  | 56,118  |
| FCFF              | 33,272  | 33,494  | 40,673  | 47,397  | 58,140  |

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

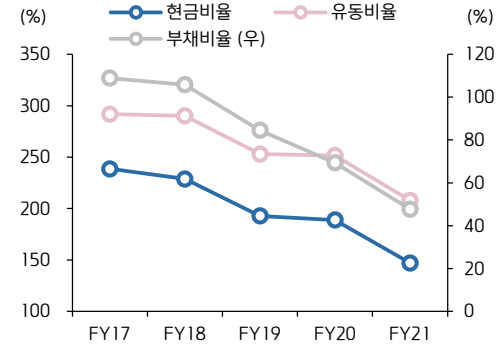
| (%, 배)        | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 보통주 순이익률      | 26.39  | 15.02  | 31.18  | 30.96  | 36.45  |
| 영업이익률         | 30.06  | 31.77  | 34.14  | 37.03  | 41.59  |
| EBITDA 마진     | 40.61  | 42.50  | 44.78  | 47.41  | 49.81  |
| ROE           | 29.85  | 19.45  | 42.41  | 40.14  | 47.08  |
| ROA           | 11.25  | 6.51   | 14.39  | 15.07  | 19.30  |
| ROIC          | 14.66  | 8.81   | 21.47  | 22.99  | 28.87  |
| 부채비율          | 108.91 | 105.79 | 84.49  | 69.41  | 57.95  |
| 순차입금비율        | -42.70 | -55.92 | -46.29 | -46.00 | -33.85 |
| EBITDA/현금지급이자 | 24.51  | 19.54  | 23.48  | —      | —      |
| 현금비율          | 2.39   | 2.29   | 1.93   | 1.89   | 1.47   |
| 유동비율          | 2.92   | 2.90   | 2.53   | 2.52   | 2.08   |
| PER           | 22.52  | 26.90  | 28.60  | 35.07  | 34.55  |
| PBR           | 6.06   | 9.15   | 10.01  | 13.02  | 14.35  |
| EV/EBIT       | 16.92  | 20.17  | 22.62  | 27.95  | 28.35  |
| EV/EBITDA     | 12.59  | 15.15  | 17.33  | 21.92  | 23.75  |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

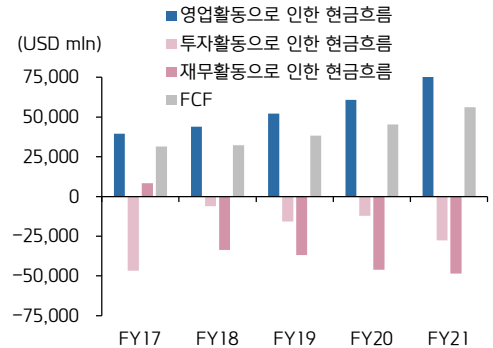
## 이익 추이



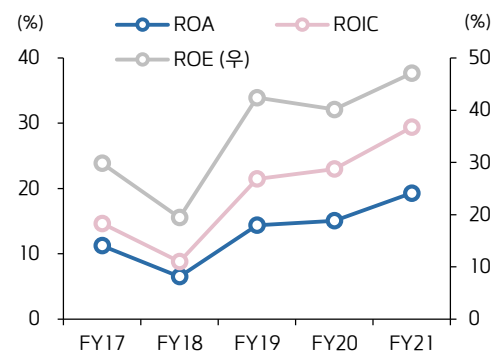
## 유동비율 및 부채비율 추이



## 현금흐름 추이



## 수익성 추이



## 로블록스 (Roblox)

(RBLX.US)

끊임없이 성장한다는 기대감이 필요한 주가

## | 블룸버그 투자의견 컨센서스

## | 현재주가 / 블룸버그 목표주가

|     |     |    |
|-----|-----|----|
| 매수  | 보유  | 매도 |
| 80% | 15% | 5% |

현재주가('22.02.22): \$48.21

블룸버그 목표주가: \$82.97

## | 기업 개요

- FY4Q21 DAU 약 5천만명 기록 중인 어린이용 게임 기업
- 이용자 증가와 게임 내 경제 생태계에서 사용되는 '로벅스' 판매액이 실적에 중요

## | 투자 포인트

## 성인용 콘텐츠만 확산된다면 '메타버스 = 로블록스'다

세계에서 가장 트래픽이 많은 '메타버스 플랫폼'이 될 미래 시나리오가 열려있다는 것이 투자 포인트. 1) 동사의 DAU 는 FY4Q21 기준 약 5 천만명으로 세계 유아~청소년기 유저들에게 큰 인기를 얻고 있고, 2) 미주 지역에서는 DAU 성장세가 마무리된 것으로 보이나 여전히 아시아 및 기타 지역에서는 YoY +101%, +46% 성장세가 이어지고 있음. 3) 로블록스 내에서 성인용 콘텐츠만 확산된다면, 어린이 신규 이용자가 지속 유입되고 기존 이용자는 플랫폼 내 lock in 될 수 있음. 4) 미래 메타버스 주 이용자가 될 연령층에게 어린 시기에 '메타버스 = 로블록스'라는 브랜드 이미지를 각인시킬 기회가 있는 것이 강점

## 단기 실적 불확실성은 큰 상황

다만, FY4Q21 실망적인 영업 데이터 발표로 주가는 '21 년 고점 대비 65% 폭락. 동사는 GAAP 기준 흑자전환을 못하고 있는데 현재도 시가총액은 약 290 억달러. 금리 인상 구간에는 특히 성장이 끝나간다는 느낌을 단 한순간이라도 시장에 주어서는 안 되는 밸류에이션. 이번 실적 발표에서 주 수익 창출 지역이자 타 지역의 선행 지표로 볼 수 있는 미국의 DAU 와 이용 시간이 FY4Q21 각각 YoY -1%, -11% 감소하자 시장의 우려감이 확산된 상황. 앞으로의 주가는 이용자를 누적적으로 쌓아갈 수 있는 역량의 핵심인 '성인용 콘텐츠 확산' 가능성에 따라 결정될 것으로 전망. 성공만 한다면 메타, 마이크로소프트 이상의 주가 수익률을 기대할 수 있는 시점. high risk, high return 투자라는 판단

## | Stock Data

|                |              |
|----------------|--------------|
| 산업분류           | 미디어          |
| S&P 500 (2/22) | 4,304.8      |
| 현재주가/목표주가 (\$) | 48.2 / 83    |
| 52주 최고/최저 (\$) | 141.6 / 45.7 |
| 시가총액 (백만 \$)   | 28,245.2     |
| 유통주식수 (백만)     | 534.5        |
| 일평균거래량 (3M)    | 23,892,348   |

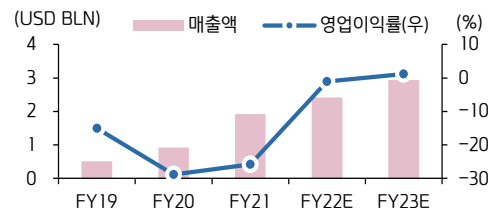
## | Performance

| 주가수익률 (%) | YTD   | 1M    | 6M    | 12M  |
|-----------|-------|-------|-------|------|
| 절대        | -53.3 | -36.1 | -41.8 | n/a  |
| SPX Index | -9.7  | -4.0  | -3.1  | 11.0 |



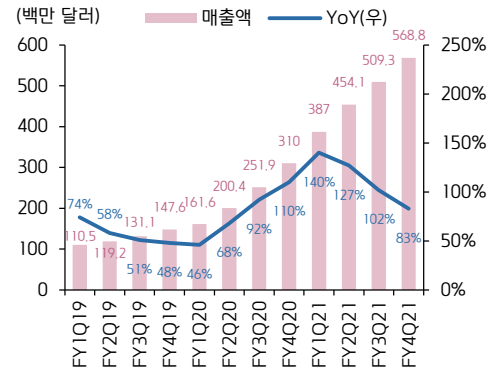
## | Earnings &amp; Valuation

| (백만\$, GAAP) | FY19  | FY20  | FY21  | FY22E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 508   | 924   | 1,919 | 2,415 |
| 영업이익         | -76   | -266  | -495  | -26   |
| OPM(%)       | -15.0 | -28.8 | -25.8 | -1.1  |
| 순이익          | -71   | -253  | -492  | -500  |
| EPS(\$)      | -0.4  | -1.4  | -1.0  | -0.8  |
| 증가율(%)       | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    |
| PER(배)       | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   |
| PBR(배)       | n/a   | n/a   | 103.3 | 18.3  |
| ROE(%)       | n/a   | n/a   | n/a   | -49.3 |
| 배당수익률(%)     | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   |



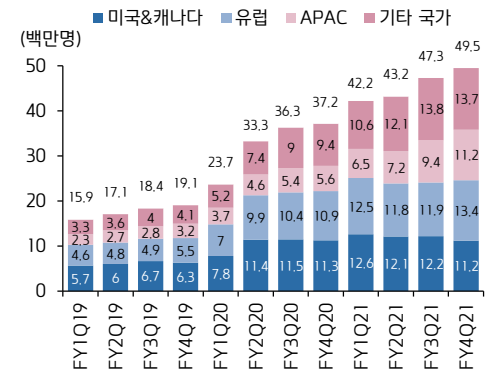
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

### 로블록스 분기별 매출액 추이



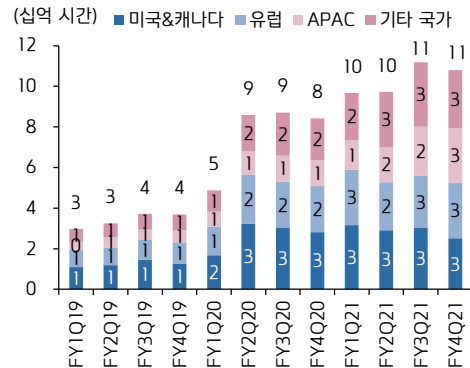
자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

### 로블록스 DAU 추이



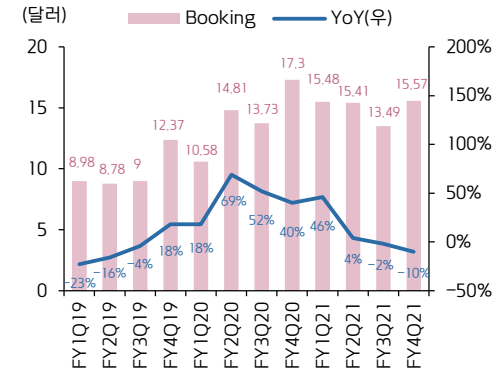
자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

### 로블록스 이용 시간 추이



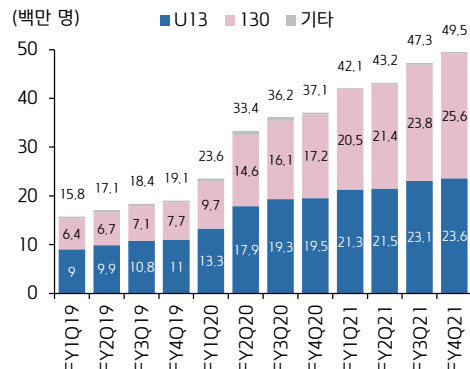
자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

### 로블록스 Booking/DAU 추이



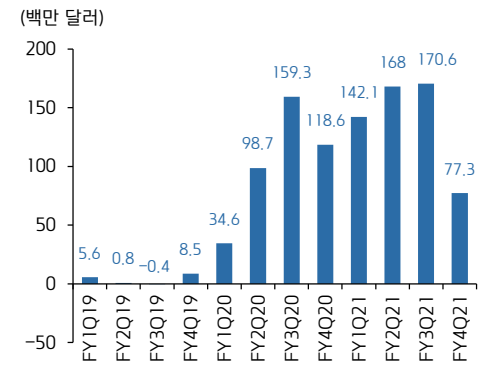
자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

### 로블록스 연령별 DAU 구성



자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

### 로블록스 FCF 추이



자료: 로블록스, 키움증권 리서치센터

## 손익계산서

| (\$ 백만)      | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | —      | 325    | 508    | 924    | 1,919  |
| 매출원가         | —      | 73     | 122    | 240    | 497    |
| 매출총이익, GAAP  | —      | 252    | 386    | 684    | 1,422  |
| 판매비          | —      | 75     | 87     | 156    | 389    |
| 연구개발비        | —      | 87     | 107    | 201    | 533    |
| 영업이익, GAAP   | —      | -88    | -76    | -266   | -495   |
| 영업외 (이익)손실   | —      | 1      | -5     | -2     | 9      |
| 세전이익, GAAP   | —      | -88    | -71    | -264   | -504   |
| 법인세비용        | —      | —      | —      | -7     | —      |
| 당기순이익, GAAP  | —      | -88    | -71    | -253   | -492   |
| EPS, GAAP    | —      | -0.6   | -0.44  | -1.39  | -0.97  |
| 희석 EPS, GAAP | —      | -0.6   | -0.44  | -1.39  | -0.97  |
| 영업이익, 조정     | —      | -88    | -76    | -266   | -495   |
| 당기순이익, 조정    | —      | -88    | -71    | -253   | -492   |
| EBITDA       | —      | -76    | -49    | -222   | -419   |

## 재무상태표

| (\$ 백만)    | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | FY2021 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계       | —      | 542    | 760    | 1,848  | 4,561  |
| 유동자산       | —      | 415    | 572    | 1,424  | 3,750  |
| 현금 및 현금성자산 | —      | 284    | 359    | 894    | 3,004  |
| 매출채권       | —      | 51     | 91     | 247    | 307    |
| 재고자산       | —      | —      | —      | —      | —      |
| 비유동자산      | —      | 127    | 188    | 424    | 811    |
| 유형자산       | —      | 94     | 143    | 206    | 493    |
| 무형자산       | —      | 1      | 2      | 102    | 178    |
| 부채총계       | —      | 468    | 686    | 1,735  | 3,968  |
| 유동부채       | —      | 349    | 496    | 1,229  | 2,167  |
| 매입채무       | —      | 35     | 40     | 77     | 245    |
| 단기성부채      | —      | —      | —      | —      | —      |
| 비유동부채      | —      | 119    | 190    | 507    | 1,801  |
| 장기성부채      | —      | —      | —      | —      | 1,182  |
| 자본총계       | —      | 74     | 74     | 112    | 593    |

## 현금흐름표

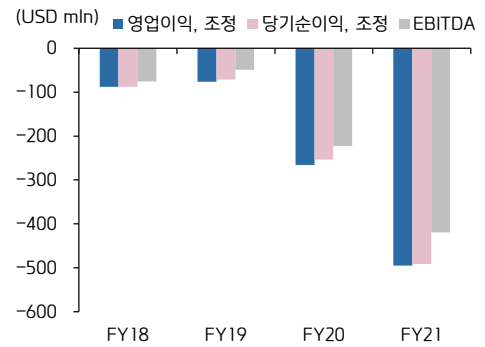
| (\$ 백만)           | FY2017 | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021   |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름    | —      | 101     | 99      | 524     | 659      |
| 감가상각비, 무형자산상각비    | —      | 12      | 28      | 44      | 76       |
| 운전자산 변동           | —      | -9,552  | -26,857 | -76,392 | 8        |
| 투자활동으로 인한 현금흐름    | —      | -83     | -84     | -97     | -147     |
| 유, 무형자산 취득(CAPEX) | —      | -66     | -85     | -113    | -101     |
| 유, 무형자산 처분        | —      | —       | —       | —       | —        |
| 재무활동으로 인한 현금흐름    | —      | 152     | 53      | 165     | 1,598    |
| 지급배당금             | —      | —       | —       | —       | —        |
| 차입금의 증가(감소)       | —      | —       | —       | —       | —        |
| 자사주매입             | —      | 151,777 | 3,112   | 164,972 | 1600,463 |
| 현금증가              | —      | 170     | 68      | 592     | 2,110    |
| 기초현금              | —      | 64      | 234     | 301     | 894      |
| 기말현금              | —      | 234     | 301     | 894     | 3,004    |
| FCF               | —      | 35      | 16      | 420     | 566      |
| FCFF              | —      | —       | —       | —       | —        |

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

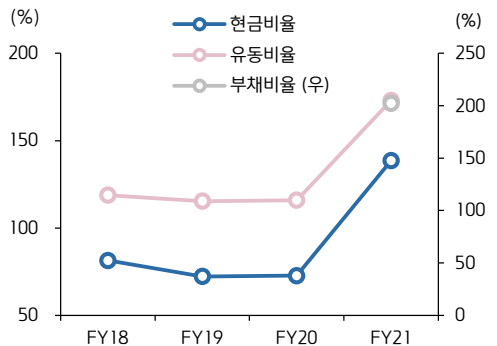
| (%, 배)        | FY2017 | FY2018  | FY2019  | FY2020  | FY2021  |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 보통주 순이익률      | —      | -27.10  | -13.96  | -27.41  | -25.62  |
| 영업이익률         | —      | -26.94  | -15.04  | -28.81  | -25.80  |
| EBITDA 마진     | —      | -23.27  | -9.59   | -24.06  | -21.86  |
| ROE           | —      | —       | —       | —       | —       |
| ROA           | —      | —       | -10.90  | -19.42  | -15.34  |
| ROIC          | —      | —       | -101.63 | -277.58 | -52.61  |
| 부채비율          | —      | —       | —       | —       | 202.17  |
| 순차입금비용        | —      | -384.20 | -482.93 | -795.00 | -307.28 |
| EBITDA/현금지급이자 | —      | —       | —       | —       | —       |
| 현금비용          | —      | 0.81    | 0.72    | 0.73    | 1.39    |
| 유동비용          | —      | 1.19    | 1.15    | 1.16    | 1.73    |
| PER           | —      | —       | —       | —       | —       |
| PBR           | —      | —       | —       | —       | 103.35  |
| EV/EBIT       | —      | —       | —       | —       | —       |
| EV/EBITDA     | —      | —       | —       | —       | —       |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

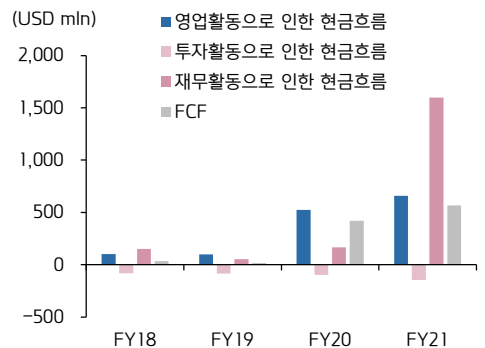
## 이익 추이



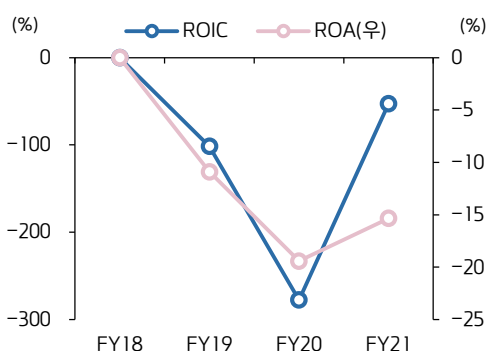
## 유동비율 및 부채비율 추이



## 현금흐름 추이



## 수익성 추이



## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

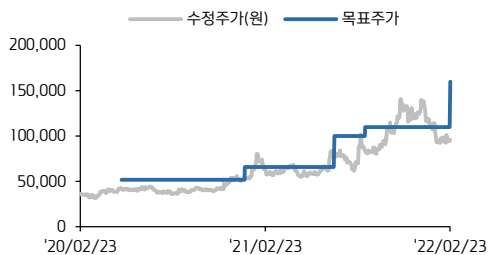
## 투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명                                      | 일자          | 투자의견                          | 목표<br>주가   | 목표<br>가격<br>대상<br>사점 | 과리율(%)<br>평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
|------------------------------------------|-------------|-------------------------------|------------|----------------------|--------------------------|----------------|
| <b>필라버스</b><br>(263750)                  | 2020-05-14  | Buy(Maintain)                 | 52,000원    | 6개월                  | -22.67                   | -14.62         |
|                                          | 2020-09-02  | Buy(Maintain)                 | 52,000원    | 6개월                  | -22.56                   | -14.62         |
|                                          | 2021-01-13  | Buy(Maintain)                 | 66,000원    | 6개월                  | -5.16                    | 26.36          |
|                                          | 2021-07-09  | Buy(Maintain)                 | 100,000원   | 6개월                  | -22.75                   | 2.00           |
|                                          | 2021-09-08  | Buy(Maintain)                 | 110,000원   | 6개월                  | -2.11                    | 28.18          |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 160,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>NAVER</b><br>(035420)                 | 2020-04-24  | Buy(Maintain)                 | 230,000원   | 6개월                  | 1.66                     | 22.39          |
|                                          | 2020-07-08  | Buy(Maintain)                 | 360,000원   | 6개월                  | -21.17                   | -16.94         |
|                                          | 2020-07-31  | Buy(Maintain)                 | 360,000원   | 6개월                  | -15.32                   | -5.83          |
|                                          | 2020-09-14  | Buy(Maintain)                 | 390,000원   | 6개월                  | -24.16                   | -20.00         |
|                                          | 2020-10-30  | Buy(Maintain)                 | 390,000원   | 6개월                  | -24.73                   | -20.00         |
|                                          | 2020-11-18  | Buy(Maintain)                 | 390,000원   | 6개월                  | -24.36                   | -8.97          |
|                                          | 2021-01-29  | Buy(Maintain)                 | 440,000원   | 6개월                  | -13.84                   | -8.30          |
|                                          | 2021-04-30  | Buy(Maintain)                 | 450,000원   | 6개월                  | -21.12                   | -19.00         |
|                                          | 2021-05-17  | Buy(Maintain)                 | 450,000원   | 6개월                  | -19.24                   | -11.56         |
|                                          | 2021-06-22  | Buy(Maintain)                 | 490,000원   | 6개월                  | -13.73                   | -8.37          |
|                                          | 2021-07-23  | Buy(Maintain)                 | 540,000원   | 6개월                  | -21.77                   | -15.93         |
|                                          | 2021-10-07  | Buy(Maintain)                 | 500,000원   | 6개월                  | -25.67                   | -16.50         |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 430,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>카카오</b><br>(035720)                   | 2020-04-13  | Buy(Maintain)                 | 41,000원    | 6개월                  | -12.44                   | 0.49           |
|                                          | 2020-05-08  | Buy(Maintain)                 | 50,000원    | 6개월                  | 2.43                     | 24.20          |
|                                          | 2020-07-08  | Outperform<br>(Downgrade)     | 74,000원    | 6개월                  | -8.59                    | 0.14           |
|                                          | 2020-08-07  | Outperform<br>(Maintain)      | 84,000원    | 6개월                  | -12.37                   | -1.90          |
|                                          | 2020-11-06  | Outperform<br>(Maintain)      | 84,000원    | 6개월                  | -12.47                   | -1.90          |
|                                          | 2020-11-18  | Outperform<br>(Maintain)      | 84,000원    | 6개월                  | -8.69                    | 12.74          |
|                                          | 2021-02-10  | Outperform<br>(Maintain)      | 106,000원   | 6개월                  | -1.79                    | 14.62          |
|                                          | 2021-05-07  | Outperform<br>(Maintain)      | 127,000원   | 6개월                  | 8.85                     | 33.46          |
|                                          | 2021-10-07  | Outperform<br>(Maintain)      | 140,000원   | 6개월                  | -20.66                   | -7.14          |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 120,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>NHN</b><br>(181710)                   | 2020-11-26  | Buy(Initiate)                 | 54,600원    | 6개월                  | -27.90                   | -5.03          |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 47,000원    | 6개월                  |                          |                |
| <b>엔씨소프트</b><br>(036570)                 | 2020-04-07  | Buy(Maintain)                 | 820,000원   | 6개월                  | -20.05                   | -8.90          |
|                                          | 2020-05-13  | Buy(Maintain)                 | 900,000원   | 6개월                  | -5.97                    | 10.56          |
|                                          | 2020-08-14  | Buy(Maintain)                 | 1,100,000원 | 6개월                  | -23.52                   | -20.73         |
|                                          | 2020-09-02  | Buy(Maintain)                 | 1,100,000원 | 6개월                  | -26.61                   | -20.73         |
|                                          | 2020-11-18  | Buy(Maintain)                 | 1,100,000원 | 6개월                  | -24.02                   | -9.55          |
|                                          | 2021-01-13  | Buy(Maintain)                 | 1,300,000원 | 6개월                  | -25.83                   | -22.46         |
|                                          | 2021-02-08  | Buy(Maintain)                 | 1,300,000원 | 6개월                  | -29.12                   | -20.15         |
|                                          | 2021-05-17  | Buy(Maintain)                 | 1,300,000원 | 6개월                  | -31.23                   | -20.15         |
|                                          | 2021-08-12  | Buy(Maintain)                 | 1,300,000원 | 6개월                  | -43.79                   | -34.38         |
|                                          | 2021-09-08  | Buy(Maintain)                 | 850,000원   | 6개월                  | -27.31                   | -7.53          |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 650,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>카카오게임즈</b><br>(293490)                | 2022-02-23  | Buy(Initiate)                 | 92,000원    | 6개월                  |                          |                |
| <b>컴투스</b><br>(078340)                   | 2020-06-29  | Buy(Maintain)                 | 173,000원   | 6개월                  | -27.97                   | -21.39         |
|                                          | 2020-08-12  | Buy(Maintain)                 | 173,000원   | 6개월                  | -30.25                   | -21.39         |
|                                          | 2020-09-02  | Buy(Maintain)                 | 173,000원   | 6개월                  | -31.15                   | -21.39         |
|                                          | 2020-11-12  | Buy(Maintain)                 | 190,000원   | 6개월                  | -23.53                   | -13.68         |
|                                          | 2021-01-13  | Buy(Maintain)                 | 260,000원   | 6개월                  | -42.97                   | -31.69         |
|                                          | 2021-07-12  | Buy(Maintain)                 | 170,000원   | 6개월                  | -34.82                   | -0.41          |
|                                          | 2021-11-12  | Buy(Maintain)                 | 230,000원   | 6개월                  | -37.99                   | -23.17         |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy(Reinitiate)               | 150,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>넷마블</b><br>(251270)                   | 2020-05-14  | Marketperform<br>(Maintain)   | 97,000원    | 6개월                  | 22.10                    | 71.65          |
|                                          | 2020-09-02  | Outperform<br>(Upgrade)       | 191,000원   | 6개월                  | -25.18                   | 3.40           |
|                                          | 2021-01-13  | BUY(Upgrade)                  | 191,000원   | 6개월                  | -26.86                   | 3.40           |
|                                          | 2021-07-12  | BUY(Maintain)                 | 191,000원   | 6개월                  | -30.19                   | -25.13         |
|                                          | 2021-09-08  | BUY(Maintain)                 | 191,000원   | 6개월                  | -34.21                   | -25.13         |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23* | Marketperform<br>(Reinitiate) | 100,000원   | 6개월                  |                          |                |
| <b>NHN</b><br><b>한국사이버결제</b><br>(060250) | 2022-02-23  | Buy<br>(Initiate)             | 29,000원    | 6개월                  |                          |                |
| <b>크래프톤</b><br>(259960)                  | 2021-09-08  | Buy(Initiate)                 | 600,000원   | 6개월                  | -27.51                   | -5.50          |
| 담당자 변경                                   | 2022-02-23  | Buy (Reinitiate)              | 380,000원   | 6개월                  |                          |                |

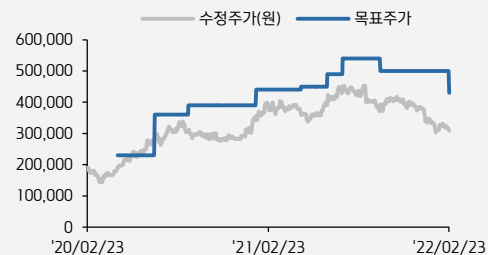
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

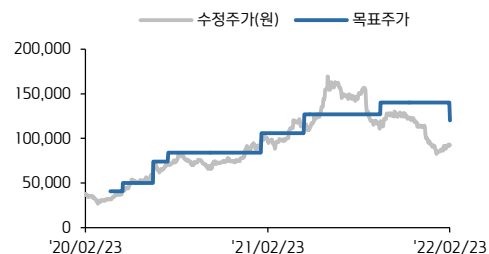
필어비스



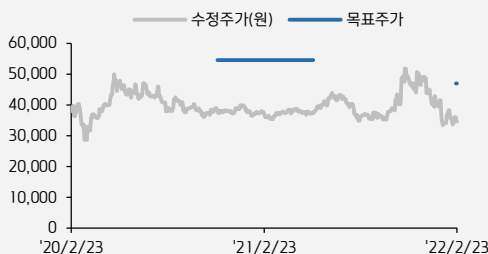
NAVER



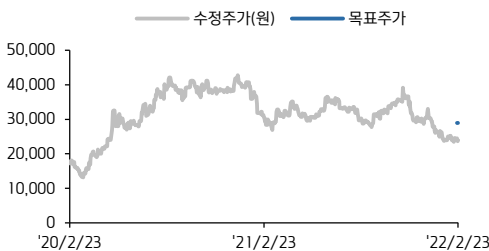
카카오



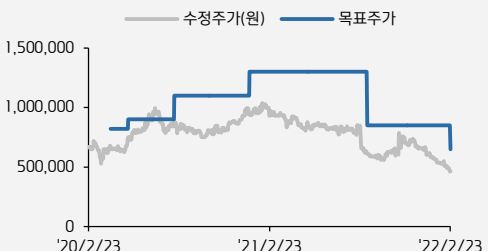
NHN



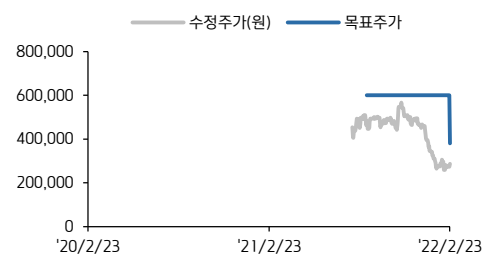
NHN한국사이버결제



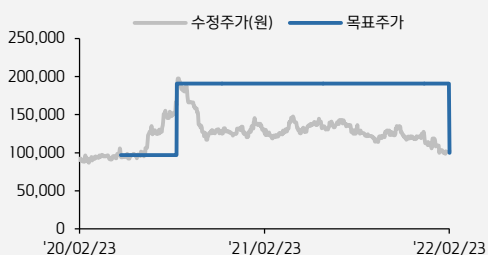
엔씨소프트



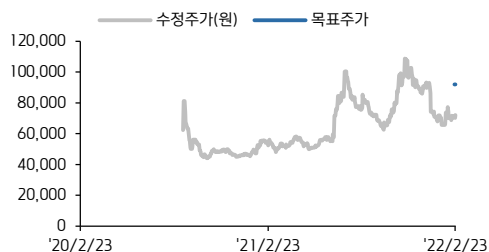
크래프톤



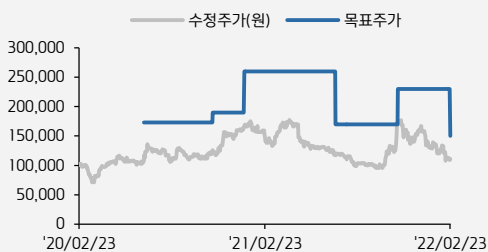
넷마블



카카오게임즈



컴투스



## 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              | 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  | Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |                    |                      |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |                    |                      |

## 투자등급 비율 통계(2021/01/01~2021/12/31)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 97.56% | 2.44% | 0.00% |