글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Issue Comment
2020.3.16

[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권
02-3774-1614
changkwean.kim@miraeasset.com

인터넷/게임
(비중확대/Maintain)

이 시국 네이버카카오엔씨 추천 3가지 이유

1. 전염병, 덜 빠지고 많이 상승한 인터넷/게임 대표 기업들

: 〈그림 1~3〉 사스, 신종플루, 메르스 안정화 국면 이후 시장대비 8~43% 초과수익률 기록

2. 펀더멘털 영향 없고 비대면 사업에 우호적인 산업 환경

〈그림 5~7〉은 메르스가 국내에 영향을 미쳤던 2015년 3분기를 중심으로 그 전후 NAVER, 카카오, 엔씨소프트의 분기 매출액과 주요 제품군의 매출액 흐름을 보여주고 있다.

2015년은 모바일광고 매출액이 큰 폭으로 증가하는 시점으로 NAVER, 카카오의 실적은 메르스 영향이 없는 양호한 성장세를 보여주었다. 엔씨소프트는 2015년 3분기에 메르스 여파가 아닌 리니지1 이벤트 부재로 전분기와 비교해 매출액이 정체되었지만 이어지는 4분기에는 큰 폭의 매출액 증가세를 보여주었다.

3. 엔씨는 20년 밸류에이션 저점, NAVER, 카카오는 좋은 성장주 진입 기회

코로나 확산으로 증시가 급락하기 전에 NAVER, 카카오, 엔씨에는 외국인 매수세가 집중되었다. 직전거래일인 3월 13일에는 시장 급락 상황에서도 NAVER, 카카오, 엔씨에는 기관 순매수세가 관찰되었다. 이런 기관 매수세는 코로나 사태 종식 이후의 포트폴리오 개편을 준비하는 저점 매수로 판단된다.

향후 대표 인터넷기업의 1분기 실적 전망을 다시 제시하겠지만 현재는 소비 심리 악화와 비수기 영향으로 인한 광고 매출액 감소세 이외에는 전자상거래 호황, 웹툰, 모바일 게임 등 콘텐츠 매출액 증가, 페이먼트 등 신규 사업 지표 호전에다 마케팅 비용 지출 감소로 1분기에는 중립이상의 긍정적인 실적 모멘텀이 예상된다.

2분기 이후 코로나 확산세가 안정화되면 비대면 인터넷산업에 대한 긍정적인 산업 환경으로 예상보다 빠른 실적 개선이 이뤄질 것으로 기대된다.

1) 전자상거래 시장에서의 NAVER, 쿠팡의 시장 과점화 현상이 심화되고 있으며, 2) 타다의 영업정지로 카카오 모빌리티의 수혜가 기대되고, 3) 코로나 사태는 웹툰 글로벌 서비스에 긍정적인 변수이고, 4) 카카오페이증권, 카카오뱅크, 네이버파이낸셜 등 비대면 인터넷 금융 플랫폼 비즈니스가 본격화될 예정이고, 5) 실내 체류 시간 증가(전염병의 두려움이던 불경기로 인한 것이던)는 장기간 게임 플레이가 요구되는 MMORPG 장르에는 긍정적인 변수이다.

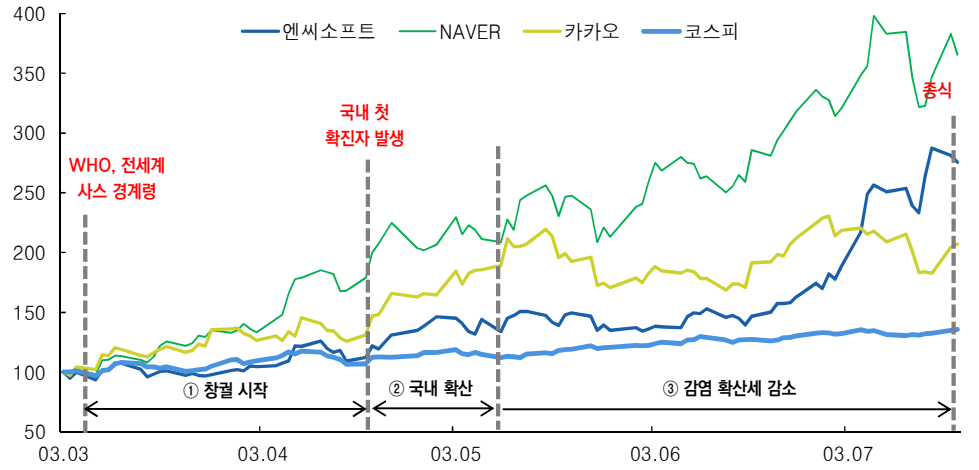
NAVER, 카카오, 엔씨는 시장 지수나 여타 업종보다 상대적으로 양호한 주가 하락폭을 기록 중이다. 코로나 사태 이전에는 이들 기업 주가는 장기간 지속적인 상승 흐름이 이어지면서 괜찮은 진입 기회를 찾기가 쉽지 않았다.

이런 돌발 변수로 인한 예상치 못한 시장 약세는 과거에도 대표 인터넷기업을 적절한 가격대에서 매수 할 수 있는 좋은 진입 기회였다. 전염병으로 인한 소비 심리 둔화나 뒤이은 부정적인 경기 흐름도 대표 인터넷기업 실적에는 크게 영향을 미치지 않기 때문이다.

엔씨소프트는 〈그림 8〉과 같이 20년 PER 밴드의 최하단에 위치해 있고, NAVER, 카카오는 개별기업의 펀더멘털 악화가 아니라 시장 약세로 하락한 만큼 향후에도 시장 회복보다 빠른 주가 회복세가 예상된다.

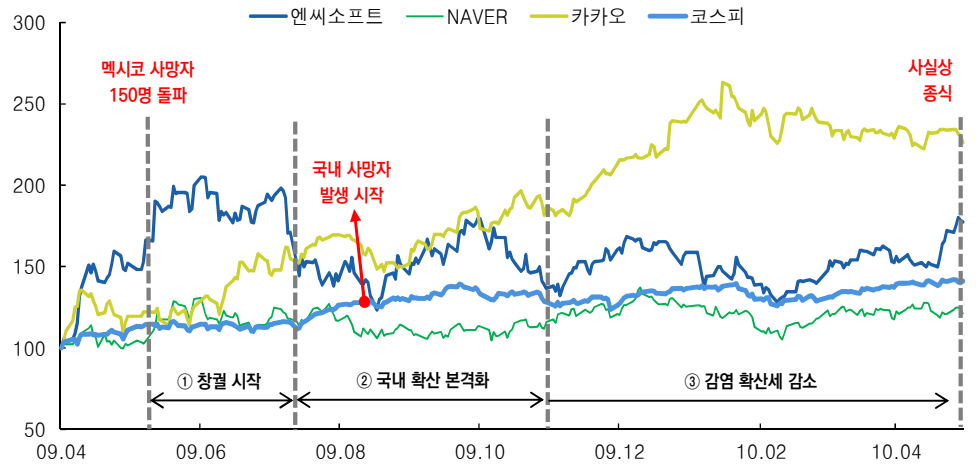
NAVER에 매수 의견과 목표주가 24.1만원, 카카오에 매수 의견과 목표주가 24.3만원, 그리고 엔씨소프트에 매수 의견과 목표주가 91만원을 제시한다.

그림 1. 사스 유행 당시 엔씨소프트, NAVER, 카카오 상대 주가 추이



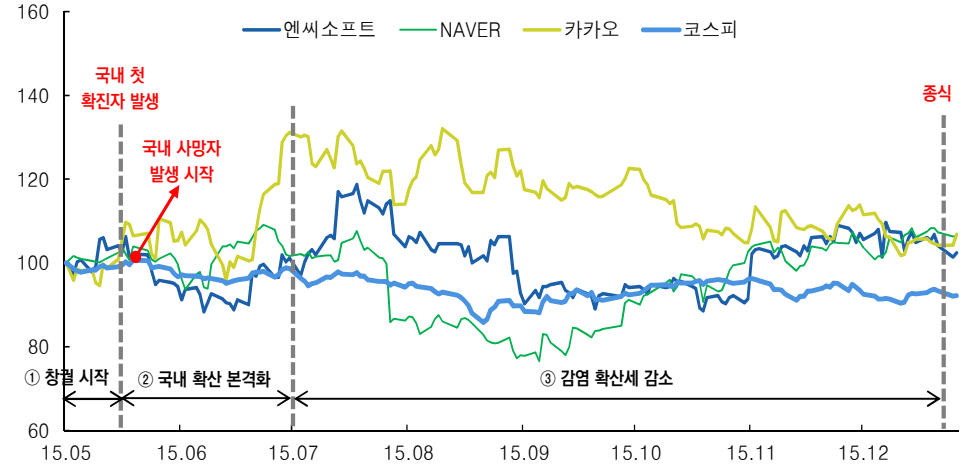
자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신종플루 유행 당시 엔씨소프트, NAVER, 카카오 상대 주가 추이



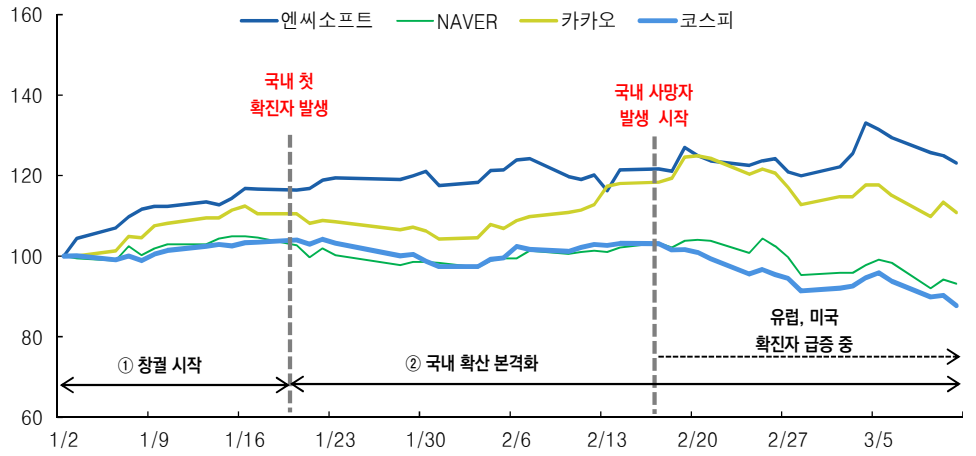
자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 메르스 유행 당시 엔씨소프트, NAVER, 카카오 상대 주가 추이



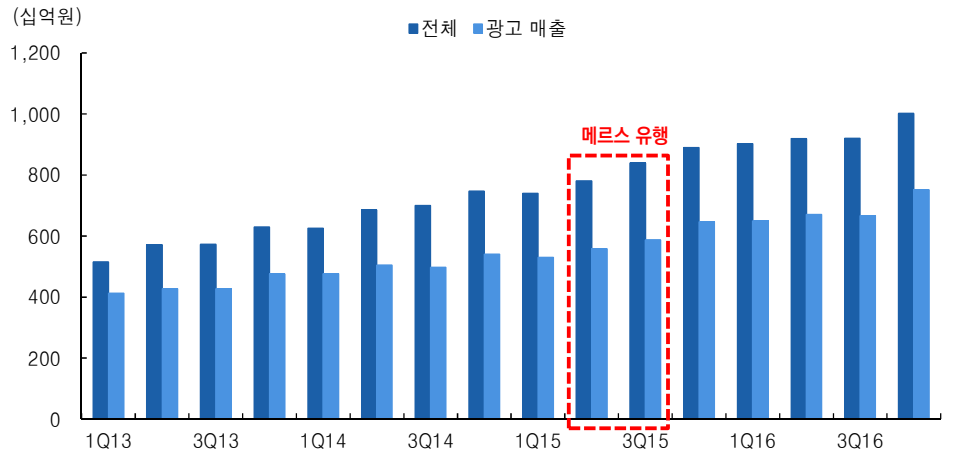
자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 코로나19 유행 이후 엔씨소프트, NAVER, 카카오 상대 주가 추이



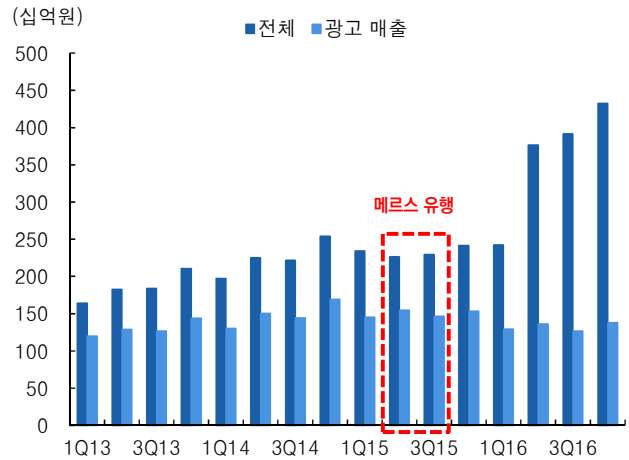
자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. NAVER 2013~2016년 분기 매출 추이



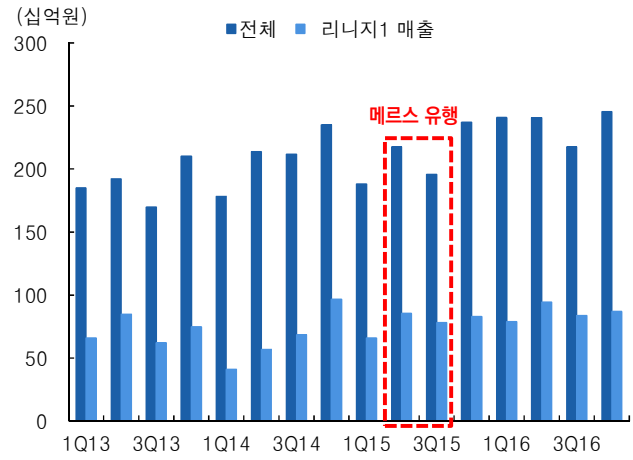
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 카카오 2013~2016년 분기 매출 추이



주: 2016년 2분기 멜론 합병
자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 엔씨소프트 2013~2016년 분기 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 엔씨소프트 P/E 추이: 기대감은 신작 출시 직전에 최고조

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 글로벌 인터넷 기업 Valuation (십억원, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
NAVER (KR)	27,029	7,661	8,727	1,104	1,440	728	1,057	12.5	14.9	34.6	25.0	3.9	3.4	18.2	14.5
카카오	13,878	3,816	4,439	424	574	332	444	6.3	7.8	40.9	30.7	2.6	2.3	20.6	16.1
NHN엔터테인먼트	1,289	1,634	1,803	926	141	81	98	5.1	5.6	15.2	13.1	0.7	0.7	5.1	4.8
CAFE24	276	249	285	15	23	11	18	9.1	12.9	23.3	14.8	2.1	1.9	8.8	7.8
Alphabet (US)	933,439	184,558	215,652	49,186	57,797	54,000	62,538	17.4	16.9	18.0	15.4	3.3	2.7	9.6	8.2
Amazon	1,018,170	397,369	464,817	22,362	31,682	23,838	32,544	22.3	24.6	40.9	31.8	9.4	7.2	16.6	13.4
Facebook	537,133	101,857	121,373	37,370	44,951	35,153	41,469	22.9	21.9	15.1	12.9	3.5	2.8	8.9	7.4
eBay	32,077	12,428	13,073	3,600	3,830	2,736	2,957	105.3	-144.9	10.9	9.8	8.5	7.1	8.5	7.9
Snap	18,053	2,846	3,777	28	504	37	485	-27.7	-7.4	651.3	47.6	7.2	6.3	126.7	25.9
Twitter	25,556	4,741	5,419	977	1,196	825	1,000	7.6	8.2	31.6	27.0	2.3	2.2	13.3	11.3
Shopify	53,954	2,569	3,450	-6	44	44	131	-1.2	-0.1	1614.4	460.7	35.2	35.3	966.6	308.1
MercadoLibre (AR)	30,442	3,711	4,909	-175	43	-100	60	-5.0	1.7	-	485.0	13.3	13.1	-	140.4
Yahoo Japan (JP)	19,108	11,598	12,765	1,692	1,863	982	995	10.7	9.6	19.6	18.8	2.0	1.7	8.8	8.1
Rakuten	11,137	16,679	19,141	105	364	55	226	1.2	2.3	403.1	55.2	1.2	1.1	3.7	2.9
LINE	14,072	3,084	3,480	-95	180	-147	48	-4.8	7.7	-	279.8	7.9	7.4	58.5	26.7
Tencent (CH)	536,185	64,203	79,741	20,314	23,588	16,202	20,066	24.6	23.3	32.5	26.3	7.3	5.9	23.0	19.0
Alibaba	605,768	86,243	113,458	15,172	21,123	22,785	26,120	22.4	17.1	25.5	22.1	4.8	4.1	20.5	15.9
Baidu	41,766	19,333	22,052	1,420	2,680	2,683	3,953	7.8	9.9	15.9	11.9	1.3	1.2	9.0	6.3
JD.COM	68,151	116,394	137,361	1,535	2,775	2,221	3,344	13.0	16.1	32.5	21.5	4.1	3.5	20.4	13.8
Weibo	10,050	2,060	2,288	657	812	646	784	20.5	20.1	16.0	13.0	2.8	2.3	13.4	11.0
Momo	6,205	2,929	3,404	592	893	764	900	28.8	28.8	8.7	7.4	2.9	2.1	6.8	4.9
YANDEX (RU)	12,925	3,748	4,779	886	1,193	617	867	17.5	21.5	21.7	15.2	3.4	2.8	11.5	8.4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 글로벌 게임 기업 Valuation **(십억원, 배)**

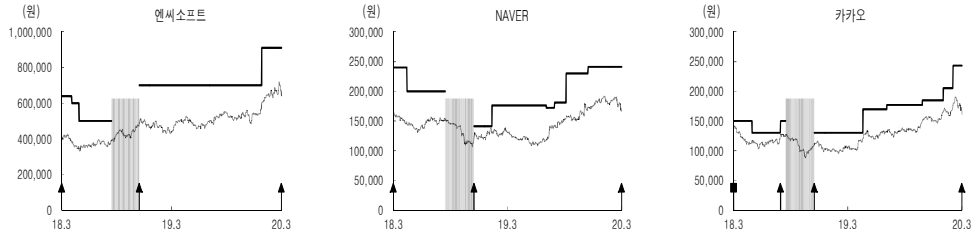
	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
엔씨소프트 (KR)	14,204	2,717	3,176	1,092	1,351	841	1,049	28.4	28.1	17.0	13.5	4.2	3.4	11.5	9.1
넷마블	7,846	2,440	2,629	275	342	267	311	5.7	6.4	29.1	25.0	1.6	1.5	12.8	10.9
펄어비스	2,214	566	748	178	258	149	218	23.9	25.8	14.4	9.9	3.0	2.3	10.1	6.8
NHN엔터테인먼트	1,289	1,634	1,803	926	141	81	98	5.1	5.6	15.2	13.1	0.7	0.7	5.1	4.8
컴투스	1,099	535	620	145	180	135	163	13.6	14.5	8.1	6.7	1.0	0.9	2.6	2.1
웹젠	441	206	230	66	80	53	64	13.8	14.4	8.4	7.0	1.0	0.9	4.1	3.4
더블유게임즈	748	541	571	162	177	117	130	16.0	15.4	6.3	5.7	0.9	0.8	4.9	4.7
위메이드	325	162	192	12	40	13	29	6.6	13.6	20.6	11.7	1.1	1.0	12.9	7.6
Activision Blizzard (US)	51,198	8,149	8,914	2,840	3,242	2,299	2,672	11.3	11.7	22.3	19.5	2.9	2.6	15.5	13.4
Electronic Arts	32,987	6,155	6,416	1,927	2,009	1,675	1,708	30.2	18.4	19.9	18.9	4.0	3.6	12.7	11.8
Take Two Interactive	14,993	3,400	3,299	737	687	644	586	21.7	15.7	23.1	25.0	4.5	3.9	15.9	16.1
Zynga	7,011	2,098	2,337	387	465	327	380	7.2	12.4	21.7	18.6	2.8	2.5	13.9	11.7
Glumobile	952	549	616	12	54	49	79	11.7	23.2	20.8	12.9	3.4	2.7	15.8	9.5
Ubisoft (FR)	9,150	1,965	3,327	37	664	9	490	2.0	27.2	207.1	16.0	5.9	4.7	12.3	6.5
Nintendo (JP)	50,529	14,580	15,495	3,586	4,184	2,554	3,068	15.4	16.9	17.7	14.9	2.6	2.3	10.2	8.5
Nexon	16,171	2,974	3,215	1,193	1,329	1,030	1,116	13.4	12.6	15.3	14.1	2.0	1.7	8.1	7.4
Square Enix	5,549	3,174	3,772	404	563	280	383	11.7	14.0	18.8	13.8	2.1	1.9	8.4	6.6
DeNA	2,010	1,333	1,382	-172	97	-172	85	-2.9	4.2	-	19.2	0.7	0.7	120.5	4.5
Gungho Online	1,598	953	877	254	148	164	93	12.1	8.4	6.6	12.1	1.1	1.0	2.4	3.3
GREE	1,069	722	727	49	60	44	42	3.7	3.5	22.2	23.2	0.8	0.8	1.2	1.2
Tencent (CH)	536,185	64,203	79,741	20,314	23,588	16,202	20,066	24.6	23.3	32.5	26.3	7.3	5.9	23.0	19.0
NetEase	46,458	11,754	13,185	2,701	3,121	2,715	3,092	21.2	20.5	17.1	15.0	3.7	3.1	11.8	10.4
Kingsoft	4,859	1,343	1,812	-82	-6	11	60	-7.1	3.7	-	67.7	2.1	2.0	119.8	28.0
Youzu Interactive	3,392	628	841	191	236	170	227	16.2	21.8	21.5	14.5	3.7	3.1	16.5	11.5
Changyou	722	532	571	164	173	155	168	26.9	21.1	5.4	4.1	1.0	0.8	2.0	1.8

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
엔씨소프트(036570)					2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2020.01.07	매수	910,000	-	-	2018.04.26	매수	200,000	-27.12	-21.80
2019.11.26	1년 경과 이후		-	-	2017.10.26	매수	240,000	-30.83	-20.83
2018.11.26	매수	700,000	-29.31	-19.86	카카오(035720)				
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-	2020.02.13	매수	243,000	-	-
2018.05.10	매수	500,000	-26.32	-21.00	2020.01.13	매수	205,000	-19.01	-16.10
2018.04.16	매수	600,000	-39.72	-35.92	2019.11.07	매수	185,000	-16.79	-10.81
2017.09.26	매수	640,000	-33.30	-23.75	2019.07.16	매수	177,000	-24.16	-14.69
NAVER(035420)					2019.05.01	매수	170,000	-25.40	-21.18
2019.11.26	매수	241,000	-	-	2018.11.26	매수	130,000	-19.01	-7.69
2019.09.17	매수	230,000	-30.54	-21.74	2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2019.08.11	매수	181,000	-18.87	-14.64	2018.08.10	매수	150,000	-16.41	-15.00
2019.07.16	매수	172,000	-22.55	-17.15	2018.05.11	Trading Buy	130,000	-12.78	-3.46
2019.01.23	매수	176,000	-30.82	-21.31	2018.02.08	Trading Buy	150,000	-17.01	-5.67
2018.11.26	매수	141,000	-10.50	-2.48					

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER, 카카오, 엔씨소프트을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.