



하나금융투자 2021년 전망 | 2020년 11월 17일

인터넷게임 Overweight

플랫폼 전성시대

- 2021년 디지털 전환과 비대면서비스의 확대 지속, 인터넷플랫폼 최대 수혜
- 커머스의 시장경쟁력 제고 및 저변확대에 따른 거래액 증가
- 일취월장(日就月將) 웹툰서비스 증가
- 2년만의 도약 게임, 2021년은 기대되는 한 해
- Top Picks 카카오, 엔씨소프트



Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

플랫폼
전성시대

Summary	3
1. 2021년 디지털 전환과 비대면서비스의 확대 지속	4
1) 2021년에도 디지털전환과 비대면서비스 확대라는 새로운 패러다임 지속될 것	4
2) 인터넷플랫폼, 비대면서비스 확대의 최대 수혜	4
3) 코로나19 완화에 따른 영향 제한적일 것	5
2. 양수겸장(兩手兼將) 커머스	6
1) 다양한 상품라인업과, 최적화된 상품추천으로 시장경쟁력 제고에 코로나19 효과	6
2) 실적과 거래액에서 확인할 수 있는 호황	6
3) 카카오의 커머스 성장은 더욱 두드러지는 모습	7
4) 인공지능 상품 추천 시스템은 인터넷플랫폼만의 경쟁력	9
5) ‘물들여올 때 노 저어라’, 커머스의 확장에 주목	10
3. 2021 광고 키워드, 성과형광고와 카카오 비즈보드	12
1) 2020년에 이어 2021년에도 광고는 펀더멘털개선의 견인차	12
2) 최근 수년간 광고성장의 중심에는 커머스가 있었다	12
3) 관전포인트 성과형광고, 카카오 비즈보드	13
4) 광고 생태계 확장에도 주목	14
4. 일취월장(日就月將) 웹툰 서비스	16
1) 독보적인 가입자, 거래액 증가에 흥겨운 웹툰 서비스	16
2) 일본시장에 주목하자	18
5. 2년만의 도약 게임	21
1) 2020년 성장은 기록했으나 인상적이지 못했다	21
2) 2021년은 기대되는 한 해	23
6. Top Picks	26
1) 주요기업 2021년 영업이익 44.1% 증가할 전망	26
2) Top Picks 카카오, 엔씨소프트	27
3) 관심종목 네이버, 위메이드, 더블유게임즈, 넷마블	27
Top Picks 및 관심종목	30
카카오 (035720)	31
엔씨소프트 (036570)	35

2020년 11월 17일 | Equity Research

인터넷게임

플랫폼 전성시대

2021년 디지털 전환과 비대면서비스의 확대 지속, 인터넷플랫폼 최대 수혜

4차산업 관련 ICT 기술이 고도화되고 디지털 인프라의 발전에 따른 글로벌 디지털 전환과 코로나19 확산이 비대면(Untact) 서비스 수요증가를 야기하고 있다. 이와 더불어 정부가 추진하는 디지털뉴딜 정책은 자연스럽게 디지털 전환이라는 패러다임의 변화를 가속시키고 있다. 이와 비례해 인터넷플랫폼 기업들의 펀더멘탈개선도 지속될 전망이다. 플랫폼이라는 특성상 다양한 서비스를 제공하며 생태계를 확장하고 있고, 거의 모든 서비스 부문이 비대면서비스로 구성되어 있는 만큼 수요 확대에 따른 트래픽 증가와 거래액 증가가 예상되기 때문이다.

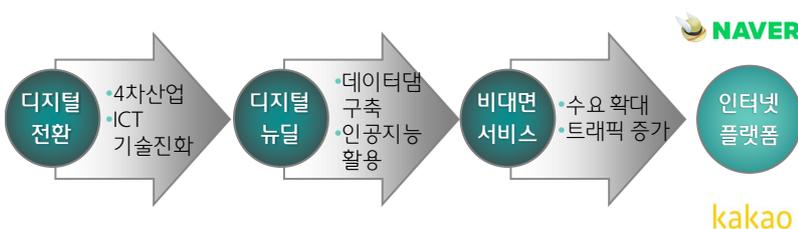
2년만의 도약 게임, 2021년은 기대되는 한 해

게임산업 내에서 2021년을 기대하는 이유는 각 기업들이 야심차게 준비한 게임들이 출시되며 펀더멘탈 re-rating을 노릴 것으로 예상되기 때문이다. 2020년 4분기부터 각 게임사들의 주력게임이 출시될 예정이며 2021년 상반기까지 주요게임들이 출시될 것으로 기대된다. 시장 관심이 가장 큰 게임은 단연코 엔씨소프트의 "블레이드앤소울2"이며 흥행 가능성 또한 높게 보고 있다. 넷마블 역시 '세븐나이츠' 관련 IP들을 4분기부터 출시예정이며, 위메이드도 "미르4"를 시작으로 다양한 라인업을 확보해 펀더멘탈 re-rating에 나선다. 컴투스도 오랜 침묵을 깨고 2021년 상반기 '서머너즈워' IP기반 신작서비스를 예고했다.

Top Picks 카카오, 엔씨소프트

2021년에도 최선호주로 카카오와 엔씨소프트를 제시한다. 2020년에도 경쟁사대비 우월한 성장을 지속해왔고 2021년에도 주력서비스의 성장, 신규비즈니스 터어라운드, 신규게임 출시, 해외진출 등의 이슈를 기반으로 고성장이 예상되기 때문이다. 카카오는 특비즈 부문 매출 40% 이상, 신규비즈니스 매출 64%, 웹툰 중심의 유료콘텐츠 매출 48% 증가를 기반으로 고성장이 예상된다. 엔씨소프트는 2020년 1분기를 기점으로 경쟁사대비 압도적인 성장을 보여 줄 것으로 기대하고 있다. 주요 신규게임과 기존게임의 해외서비스를 고려할 때 2021년 모바일게임부문의 성장은 56%에 달할 것으로 기대하고 있다.

디지털전환에 따른 비대면서비스 수요확대의 수혜, 인터넷플랫폼



자료: 하나금융투자

2021년 전망 Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자이건	TP(12M)	CP(11월16일)
카카오(035720)	BUY	480,000원	362,000원
엔씨소프트(036570)	BUY	1,020,000원	800,000원



Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

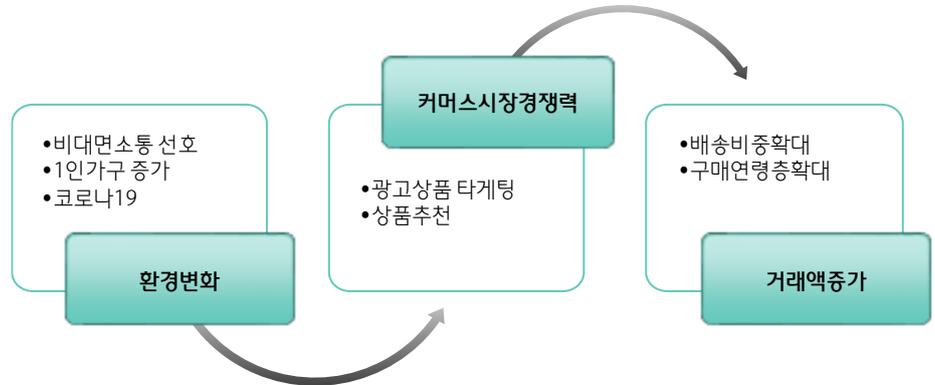
RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

Summary

20~30대를 중심으로
비대면 커머스에 대한 선호도가 증가
하고 있으며 연령층도 확대

기업들은 광고와 상품추천의
고도화를 통해 거래액 증가
효과를 확인

그림 1. 커머스의 시장경쟁력 제고 및 저변확대에 따른 거래액 증가

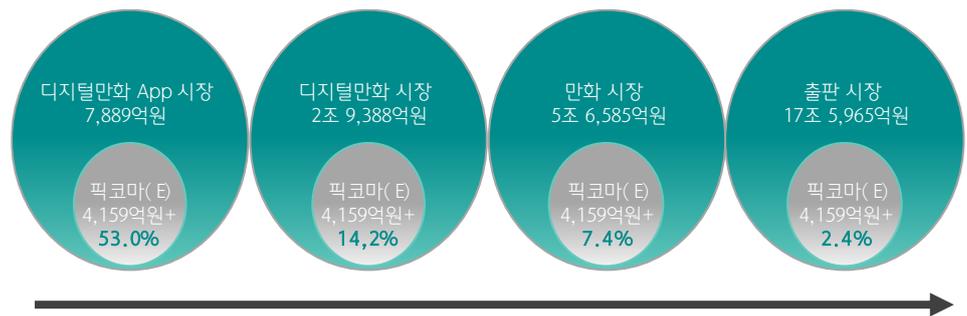


자료: 하나금융투자

카카오의 일본 픽코마 서비스
웹툰 시장 1위 수성 중

만화 시장까지의 성장은
가능할 것으로 판단되는 만큼
성장 여력 풍부

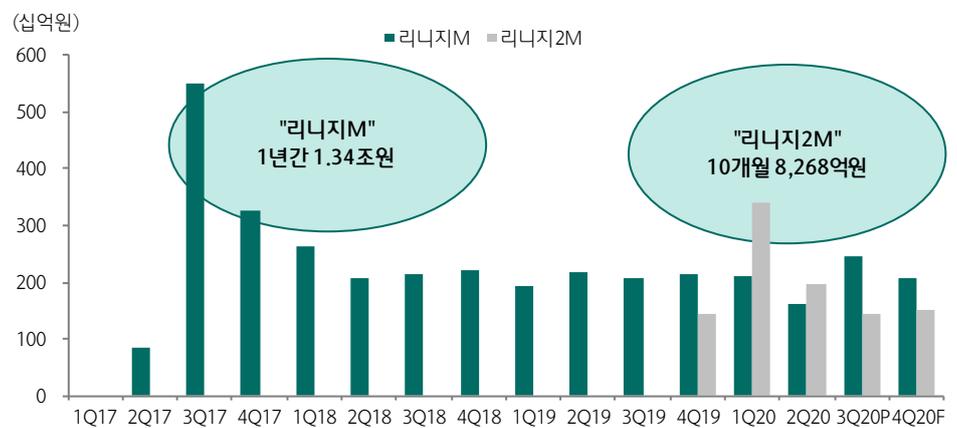
그림 2. 일본시장에서 확인한 웹툰시장의 성장성



자료: 카카오, 하나금융투자

“리니지M” 출시 이후 3년 4개월
동안 약 3.3조원의 수익을 확보,
“블레이드앤소울2”의 흥행가능성도
높게 보는 만큼 실적을 견인할 것

그림 3. “리니지” 모바일 시리즈에서 확인하는 “블레이드앤소울2”의 흥행 규모



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

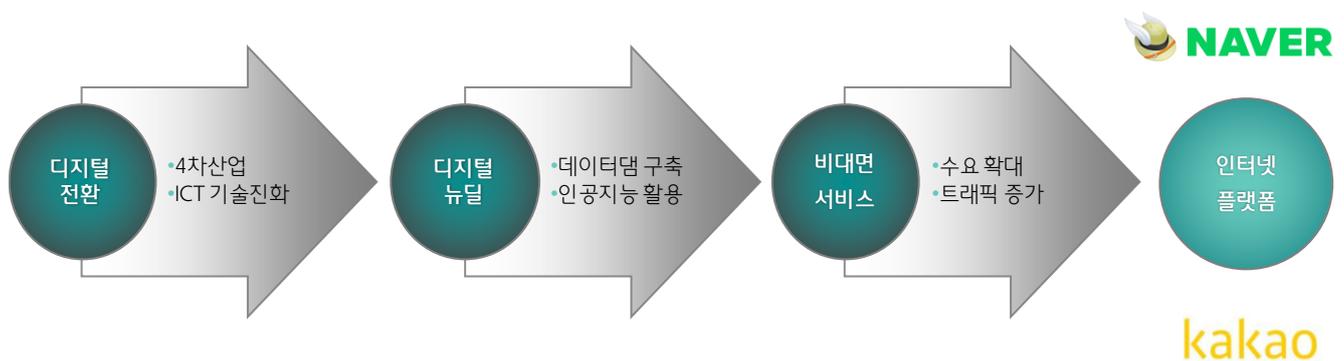
1. 2021년 디지털 전환과 비대면서비스의 확대 지속

1) 2021년에도 디지털전환과 비대면서비스 확대라는 새로운 패러다임 지속될 것

많은 활동들을 간편하고 효율적으로 처리하기 위해 인공지능 등 다양한 기술과 빅데이터가 활용될 것

인공지능, 5G, 빅데이터, 클라우드 등 4차산업 관련 ICT 기술이 고도화되고 이를 뒷받침 할 수 있는 디지털 인프라의 발전이 글로벌 디지털 전환을 가속화하고 있다. 여기에 최근 전세계적으로 코로나19의 확산과 더불어 외부활동이 위축되고 있고 이는 비대면(Untact) 서비스에 대한 시장의 수요 증가를 야기하고 있다. 비대면서비스에 대한 수요증가는 관련 시장의 확대로 이어질 전망이다, 이와 더불어 정부가 추진하는 디지털뉴딜 정책은 자연스럽게 디지털 전환이라는 패러다임의 변화를 가속시키고 있다. 소비, 생산, 행정, 서비스 등 개인과 기업, 정부의 많은 활동들을 간편하고 효율적으로 처리하기 위해 인공지능 등 다양한 기술과 빅데이터가 활용될 것이며 이것이 국내 디지털 전환의 핵심이 될 전망이다.

그림 1. 플랫폼 전성시대



자료: 하나금융투자

2) 인터넷플랫폼, 비대면서비스 확대의 최대 수혜

2021년 비대면서비스에 대한 수요증가가 지속되며 인터넷플랫폼 기업들의 펀더멘탈개선도 지속될 전망

2021년 비대면서비스에 대한 수요 증가가 지속되며 인터넷플랫폼 기업들의 펀더멘탈 개선도 지속될 전망이다. 플랫폼이라는 특성상 다양한 서비스를 제공하며 생태계를 확장하고 있고, 거의 모든 서비스 부문이 비대면서비스로 구성되어 있는 만큼 수요확대에 따른 트래픽 증가와 거래액 증가가 예상되기 때문이다. 네이버의 검색, SNS(LINE), 콘텐츠서비스(뉴스, 블로그, 카페, 동영상, 웹툰 등), 커머스, 금융 서비스가 비대면으로 이루어지는 온라인/모바일 서비스이다. 카카오 역시 카카오톡을 중심으로 다양한 콘텐츠서비스(뉴스, 동영상, 웹툰, 게임 등), 검색서비스(다음포털, 카카오톡 탭검색), 신규비즈니스(카카오페이, 카카오뱅크, 카카오톡모빌리티 등) 등의 비대면서비스를 제공하고 있고 수요 확대와 더불어 트래픽이 증가하고 있다. 2021년에도 검색, 뉴스, 동영상, 커머스, 금융, 모빌리티 등 인터넷플랫폼과 관련된 비대면서비스에 대한 수요증가와 더불어 서비스 고도화가 진행될 것으로 예상되는 만큼 인터넷플랫폼 기업들의 펀더멘탈개선에 대한 기대도 높아지고 있다.

그림 2. 카카오의 비대면서비스



자료: 카카오, 하나금융투자

코로나19 완화 여부와 관계없이 서비스 확대, 가입자 증가, 실적 개선이라는 추세는 바뀌지 않을 것으로 판단

3) 코로나19 완화에 따른 영향 제한적일 것

코로나19 백신 개발 등과 같은 뉴스 플로우가 시장에 확대되며 비대면 수혜기업들에 대한 투자심리가 다소 냉각되고 있는 모습이다. 그러나, 인터넷플랫폼에 국한 지어 언급한다면, 코로나19 완화 여부와 관계없이 서비스 확대, 가입자 증가, 실적 개선이라는 추세는 바뀌지 않을 것으로 판단하고 있다. 플랫폼의 특성상 코로나19 이전에도 트래픽은 증가 추세에 있었으며, 서비스의 고도화 및 신규서비스 런칭에 따른 생태계 확장이 펀더멘털 개선의 주요인이라 판단하기 때문이다. 예를 들어, 커머스의 경우 코로나19 여파로 온라인/모바일 주문이 확대되고, 구매 연령대가 확대되는 효과가 있었으며, 구매의 다양성, 인공지능 기반의 추천 시스템, 결제의 편리성 등을 고려할 때 향후 외부활동 확대 여부와 관계없이 꾸준한 수요 창출이 가능할 전망이다.

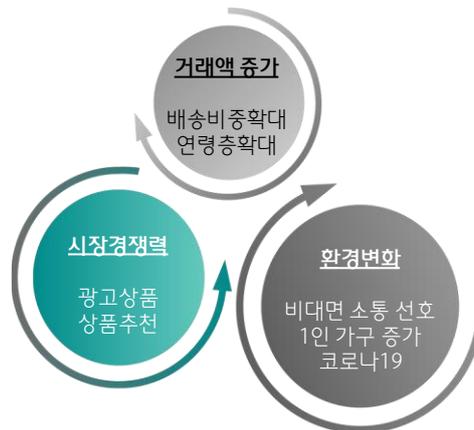
2. 양수겸장(兩手兼將) 커머스

1) 다양한 상품라인업과 최적화된 상품추천으로 시장경쟁력 제고에 코로나19 효과

인공지능 기술로 상품검색, 상품 추천 등에 활용, 상품라인업의 다양화, 상품 판매 플랫폼 확대 통해 전체 거래액(GMV) 확대 중

커머스의 성장세가 가파르다. 온라인/모바일 e커머스 시장이 공격적으로 확대되고 있는 상황에서 코로나19 등에 따른 비대면 상품 구매 수요가 확대되고 있기 때문이다. 20~30대를 중심으로 커머스, 콘텐츠, 금융 등의 분야에서 비대면서비스에 대한 선호도가 증가하고 있고, 이들 중심의 1인 가구 증가 역시 음식배달에서부터 온라인/모바일 상품구매 확대의 주요 기반이 되고 있다. 기업들의 커머스 거래 확대를 위한 노력도 집중되고 있다. 축적된 인공지능 기술을 활용해 상품검색, 상품 추천 등에 활용하고 있고, 상품라인업의 다양화, 상품을 판매하는 플랫폼 확대를 통해 전체 거래액(GMV)을 확대해 나가고 있다. 코로나19라는 환경 요인도 분명히 e커머스 거래액 증가에 기여하고 있다. 글로벌 강제적/자발적 외출 제한이 지속되며 생필품에 대한 온라인 구매 수요가 확대되고 있고, 기업들은 다양한 생필품라인업을 확보하고 배송을 강화하며 이에 대응하고 있다.

그림 3. 커머스의 시장경쟁력 제고 및 저변확대에 따른 거래액 증가



자료: 하나금융투자

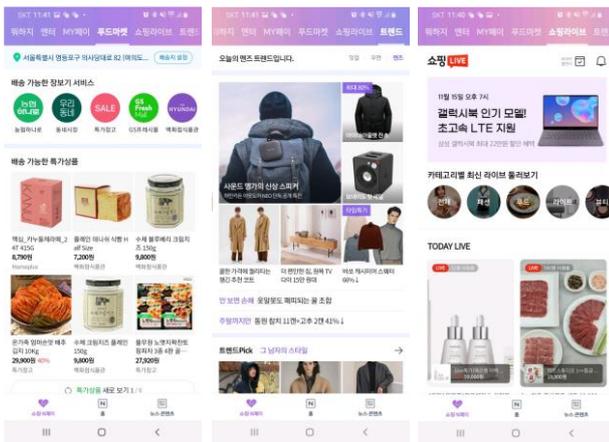
온라인/모바일 e커머스 시장이 공격적으로 확대되고 있는 상황에서 코로나19 등에 따른 비대면 상품 구매 수요가 확대

2) 실적과 거래액에서 확인할 수 있는 호황

네이버의 3분기 커머스 매출액은 2,854억원으로 YoY 40.9% 증가 CQGR은 8.9%

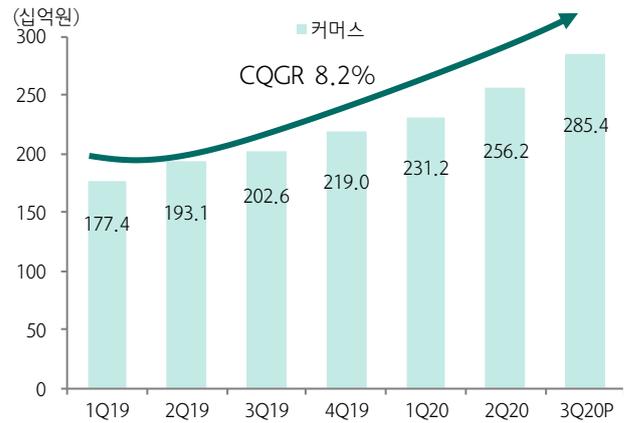
인터넷플랫폼 기업들의 실적과 거래액을 통해서도 커머스 부문의 공격적인 성장을 확인할 수 있다. 네이버는 2021년 3분기부터 라인의 실적이 영업외 부문의 중단사업손익에 편입됨에 따라서 실적 발표내용 중 매출 구분을 변경하였으며 가장 중요한 변화 중 하나가, 커머스 부문의 독립이다. 과거 비즈니스플랫폼과 IT플랫폼 등에 나누어져 포함되어 있던 매출을 커머스 부문으로 통합해 발표하였다. 특히, 커머스 부문의 핵심인 쇼핑검색광고가 광고부문에서 분리되어 커머스 부문에 포함되었다는 점은, 커머스 부문의 성장을 온전히 확인할 수 있다는 점에서 매우 긍정적이다. 네이버의 3분기 커머스 매출액은 2,854억원으로 전년동기대비 40.9% 증가했으며 분기 평균 증가율(CQGR)은 8.9%에 달했다. 거래액 기준으로도 스마트폰스토어 기준 1분기 56%, 2분기 64%, 3분기 72% 증가하며 공격적인 성장을 지속하고 있다. 다양한 커머스 플랫폼 추가되며 가맹점 확대와 사용자들의 선택의 폭을 넓히고 있으며 다년간 축적된 인공지능 기술을 활용한 상품 추천 시스템은 고객충성도 제고에 결정적인 역할을 하고 있다.

그림 4. 네이버의 다양한 커머스 플랫폼



자료: NAVER, 하나금융투자

그림 5. 네이버의 커머스 매출 현황



자료: NAVER, 하나금융투자

3) 카카오의 커머스 성장은 더욱 두드러지는 모습

카카오의 전체 커머스 거래액은
3분기 68% 정점으로
1Q19 이후 매분기 평균 전년대비
53%씩 증가
4분기 이후 성장을 역시 평균 이상
기록 기대

네이버 대비 상대적으로 늦은 출발이었지만 그만큼 빠른 속도를 기록하고 있는 카카오다. 선물하기, 톡스토어, 메이커스로 구분되는 카카오의 커머스 플랫폼은 카카오톡이라는 걸출한 마케팅플랫폼을 기반으로 비대면 커머스 시장의 고성장을 향유하고 있다. 특히 독채널을 기반으로 직접적인 마케팅이 가능한 만큼 성과는 배가되고 있다고 판단된다. 2020년 10월 현재 카카오의 서비스별 독채널 친구 수는 선물하기 2,000만명, 쇼핑하기 275만명, 쇼핑라이브 113만명, 메이커스 216만명을 기록하고 있다. 카카오의 전체 커머스 거래액은 3분기 68%를 정점으로 2019년 1분기 이후 매분기 평균 전년대비 53%씩 증가해 왔으며, 4분기 이후 성장을 역시 평균 이상을 기록할 것으로 기대한다. 세부적으로는 톡스토어의 거래액 증가가 돋보인다. 2019년 1분기 톡스토어의 거래액 증가는 전년대비 9%에 불과했으나, 2020년 3분기 기준 톡스토어의 거래액 증가율은 311%에 달했다. 선물하기의 경우 독특한 커머스 플랫폼이라는 점에 주목해야 한다. 일반적으로 이용자들이 상품을 구할 때 우선적으로 고려하는 사항이 가격, 할인율, 배송료 등인 것에 반해서 선물하기를 통한 구매 시 고려사항은 가격보다는 감성적 만족감, 선물 받는 사람의 취향, 브랜드 인지도 등으로 나타나고 있다고 카카오는 밝히고 있다.

그림 6. 카카오의 서비스별 독채널 친구수

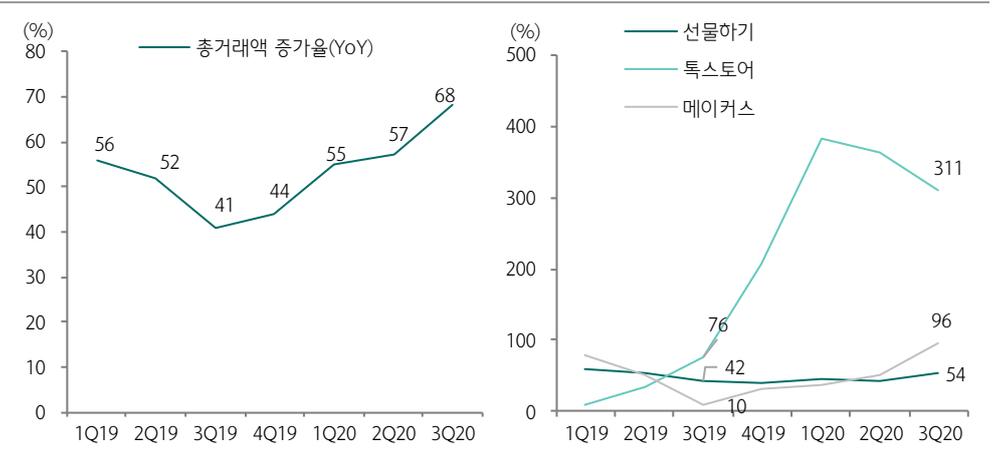
2020년 10월 기준
선물하기 2,000만명,
쇼핑하기 275만명,
쇼핑라이브 113만명,
메이커스 216만명을 기록



자료: 카카오, 하나금융투자

4분기 이후 성장률 역시
평균 이상을 기록할 것으로 기대

그림 7. 카카오의 커머스 퍼포먼스



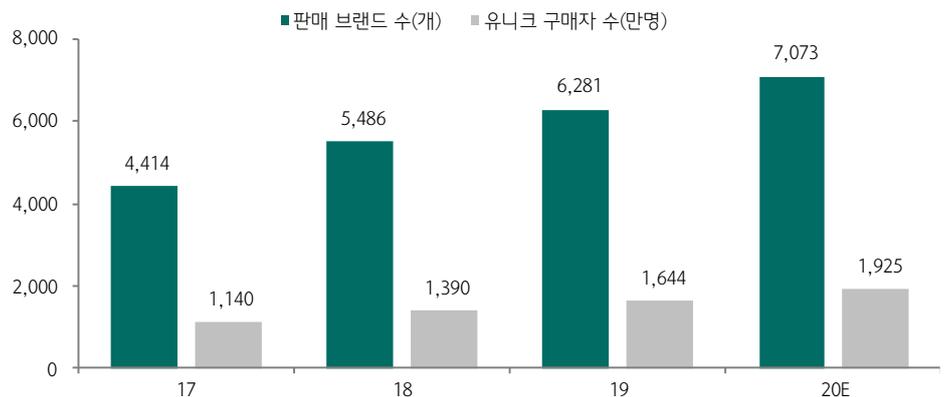
자료: 카카오, 하나금융투자

2020년 선물하기의 구매자 수는
전년대비 17.1% 증가한
1,925만명이 될 것으로 예상

선물하기의 성장 여력도 풍부해 보인다 연간 유니크한 구매자 수 기준으로 2020년 선물하기의 구매자 수는 전년대비 17.1% 증가한 1,925만명이 될 것으로 예상하고 있으며 판매중인 브랜드 수도 7,073개로 전년대비 12.6% 증가할 것으로 추정하고 있다. 특히, 코로나19 등의 영향으로 배송상품 비중이 늘어나고 있다는 점도 긍정적이다. 2020년 기준 배송상품 거래액은 약 75% 증가할 것으로 예상되고 있으며, 상대적으로 객단가가 높고 수수료율도 높다는 점에서 배송상품 비중확대는 카카오 전체 커머스 실적개선에 긍정적인 기여가 예상되는 부분이다. 재밌는 부분은 선물하기의 경우 선물을 받기만 하고(선물하기 기능에 대한 인지가 된 이용자) 주지는 않은 이용자가 760만명이나 된다는 점에서 향후 구매자 수 증가 가능성을 높게 보고있다.

그림 8. 카카오 선물하기의 견조한 지표증가

잠재적인 고객층이 여전히 많다는
점에서 향후 성장도 견조할 전망



자료: 카카오, 하나금융투자

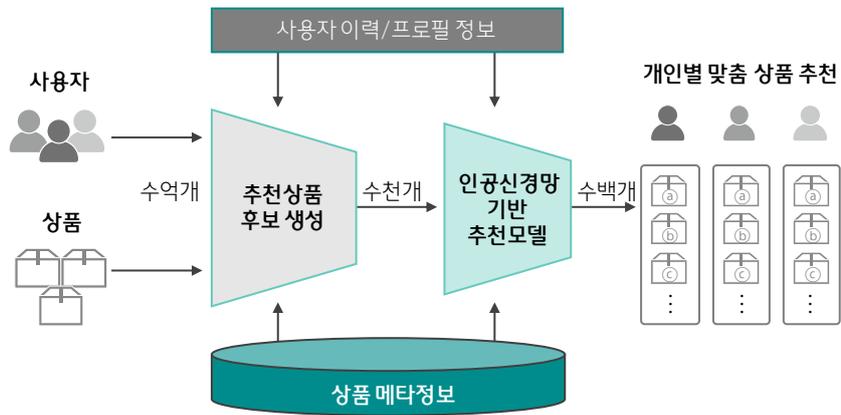
인터넷플랫폼의 강점 중 하나는 빅데이터를 분석해 다양한 분야에 적용하고 이를 통해 이용자 만족도 높일 수 있다는 점

4) 인공지능 상품 추천 시스템은 인터넷플랫폼만의 경쟁력

네이버와, 카카오 같은 인터넷플랫폼의 강점 중 하나는 다양한 분야에서 창출되는 빅데이터를 분석해 다양한 분야에 적용하고 이를 통해 이용자들의 만족도를 높일 수 있다는 점이며, 커머스 부문에서도 이는 십분 활용되고 있다. 경쟁사들의 입장에서 확보할 수 있는 데이터가 커머스 관련 데이터 이거나 일부 콘텐츠 데이터에 국한될 수 밖에 없어 고객 분석에 있어 취향이나 관심사, 기호 등을 보다 정밀하게 추적해 내기 어려울 수 밖에 없다. 대표적으로 2017년 출시된 네이버의 ‘에이아이템즈(AiTEMS)’를 들 수 있다. ‘에이아이템즈’는 쇼핑, 검색, 콘텐츠 등 네이버가 제공하고 있는 다양한 서비스들을 통해 확보된 이용자들의 행동 기반 빅데이터를 기반으로 딥러닝을 통해 이용자가 상대적으로 관심을 가질만한 제품을 추천해 주는 인공지능 추천시스템이다. 출시 이후 학습과 경험을 통해 데이터를 축적하고 정밀도를 높이는 딥러닝 시스템의 특성상 상품 추천에 대한 이용자들의 만족도는 지속적으로 높아지고 있는 중이다. 카카오 역시 특채널을 중심으로 이용자 타게팅에 기반한 상품광고 메시지를 보낸 이후 거래액 증가가 있었다고 발표한 바가 있다. 타게팅된 데이터를 기반으로 전송된 특채널 메시지를 보냈을 때 전체 전송 메시지 대비 발송 건수에 있어서는 큰 차이가 없었으나 거래액 측면에서 약 2.3배 증가하는 효과를 기록했다. 정밀하게 타게팅된 상품판매 전략의 효과가 입증된 셈이며 이는 다양한 행동패턴에서 추출된 빅데이터와 이를 효율적으로 분석하는 인공지능과의 시너지이다.

이용자들의 행동 기반 빅데이터를 기반으로 딥러닝을 통해 이용자가 상대적으로 관심 가질만한 제품 추천

그림 9. 인공지능 상품 추천 시스템인 ‘에이아이템즈(AiTEMS)’ 구조



자료: NAVER, 하나금융투자

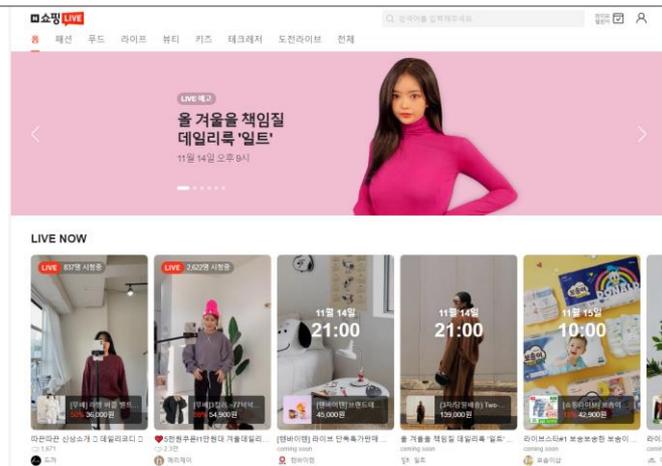
5) ‘물들어올 때 노 저어라’, 커머스의 확장에 주목

라이브 쇼핑은 실시간 동영상 스트리밍을 통해 상품을 소개하고 상품에 대해 고객과 양방향 커뮤니케이션이 가능

온라인/모바일 커머스 시장이 확대일로에 있는 상황에서 (불행한 일이지만) 코로나19라는 예상치 못한 환경변화가 인터넷플랫폼 기업들에게 커머스 부문에 있어 추가적인 성장의 기회를 부여하고 있다. 성장에 박차를 가하기 위해 인터넷플랫폼 기업들은 다양한 측면에서 커머스 시장경쟁력을 강화하고 있다. 라이브 쇼핑이 대표적이다. 최근 네이버와 카카오는 쇼핑 생태계 확장을 위해 다양한 커머스 플랫폼을 런칭하고 있으며 이중 대표적인 것이 라이브 쇼핑이다. 라이브 쇼핑은 실시간 동영상 스트리밍을 통해 상품을 소개하고 상품에 대해 고객과 양방향 커뮤니케이션이 가능한 서비스이다. 스마트폰을 통해 접근이 가능해 상대적으로 편리하고, 양방향 커뮤니케이션이 가능하며, 다시 보기 등 다양한 기능이 지원된다는 점에서 홈쇼핑 대비 상대적으로 우월한 커머스 플랫폼이라 판단된다. 소셜네트워크를 통해 라이브 쇼핑에 대한 정보가 실시간으로 확인되며, 이를 친구 등에게 채널링 할 수 있다는 점도 강점이다. 물론 홈쇼핑과 라이브 쇼핑은 상대적으로 구매고객 기반이 다르다는 점에서 단기 영향은 제한적일 것이다. 라이브 쇼핑은 동영상을 통해 상품의 정보를 손쉽게 확인하고 하나의 서비스(앱) 내에서 결제까지 손쉽게 할 수 있다는 점에서 20~30대를 기반으로 한 고객층을 적극적으로 공략하고 있는 것으로 판단된다. 라이브 쇼핑의 성과가 확대되며 백화점 등 오프라인 매장과 제휴가 확대되고 있으며 브랜드 입점을 통한 상품 다양화도 진행되고 있다.

그림 10. 네이버의 쇼핑라이브

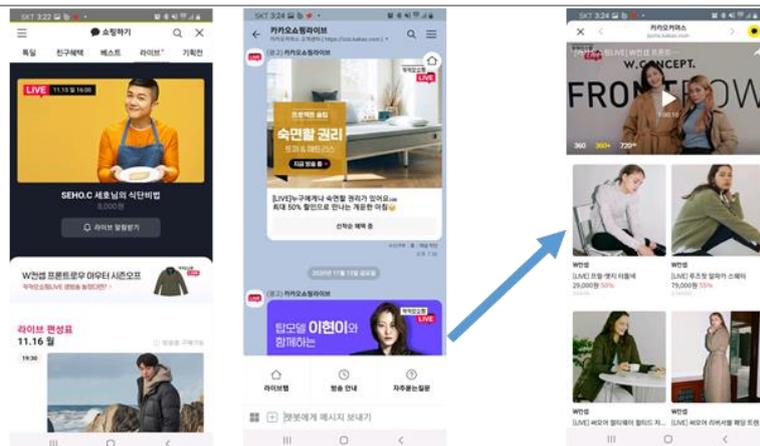
스마트폰을 통해 접근이 가능해 상대적으로 편리하고, 양방향 커뮤니케이션이 가능



자료: NAVER, 하나금융투자

그림 11. 카카오표쇼핑라이브

소셜네트워크를 통해 라이브 쇼핑 정보 실시간 확인되며, 친구 등에게 채널링 할 수 있다는 점도 강점



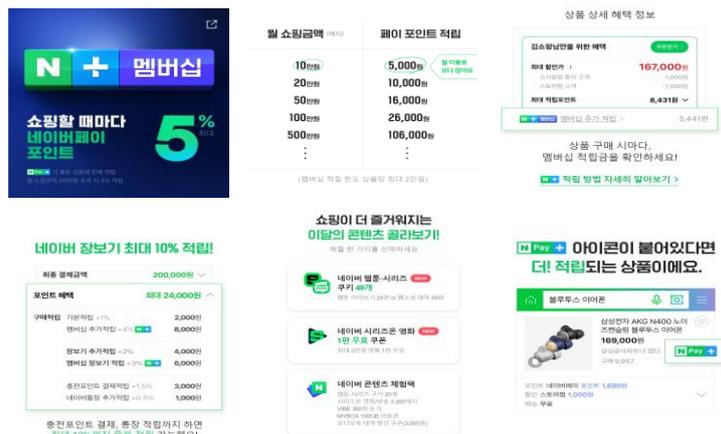
자료: 카카오, 하나금융투자

네이버 멤버십 160만명 이상의 사용자가 가입, 가입자 쇼핑 거래액 전체의 15% 수준

이 외에도 네이버는 구매자와 판매자 모두를 위한 공격적인 커머스 전략을 실행하고 있다. 미국 아마존의 프라임서비스와 유사한 멤버십 제도를 도입해 고객 충성도를 제고하고 있다. 쇼핑 시 적립률 5%를 제공하고 있으며, 장보기 같은 특수한 카테고리에서는 최대 10% 적립이 가능하다. 이 외에도 네이버가 제공하는 웹툰, 웹소설, 영화 등 콘텐츠를 일부 무료로 사용할 수 있다. 멤버십 도입 후 성과도 고무적인 것으로 판단된다. 3분기 실적발표를 통해 최근까지 160만명 이상의 사용자가 가입했으며 가입자들의 쇼핑 거래액이 전체의 15%에 달한다고 언급했다. 가입 전 월 20만원 미만 사용 고객의 경우 가입 후 구매액이 3배 이상 증가하는 등 기획했던 의도가 성과로 나타나고 있음을 확인할 수 있었다. 내부 서비스 연계 및 외부 제휴를 통해 가입자가 증가하고 있으며 연말 200만 이상의 가입자를 확보할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 네이버 파인앤셀을 통한 고객, 판매 가맹점 혜택도 늘려가고 있다. 네이버 통장 사용자가 증가하며 포인트 충전, 포인트 결제 등이 증가하고 있으며, 4분기 이후에는 오프라인 포인트 기반 QR 결제도 도입할 예정이다. 중소형 사업자를 위한 서비스도 확대된다. 금융사와 제휴해 대출서비스를 제공할 예정이며 이를 통해 SME들은 초기 사업자금, 운용 비용 지원을 받을 수 있게 되는 만큼 가맹점 확대에 이어질 전망이다.

그림 12. 네이버 멤버십

아마존 프라임서비스처럼 고객에게 적립률 상향, 콘텐츠 제공 등 부가적인 혜택을 부여함으로써 충성도를 제고



자료: NAVER, 하나금융투자

톡스토어 강화, 카카오페이 확대 적용, 알리페이와 제휴 등을 통한 커머스 확대를 위한 기회 엿보고 있는 카카오

카카오 역시 커머스 확대를 위한 다양한 기회를 엿보고 있다. 기본적으로 카카오톡이라는 플랫폼이 가진 차별화된 경험을 커머스에 녹여내어 시너지를 낸다는 것이 핵심이다. 우선 톡스토어의 강화이다. 카카오 커머스의 핵심이 톡스토어인 만큼 가맹점 확대를 위해 현재는 허용하고 있지 않은 개인 판매들에게도 입점을 허가할 예정이다. 전반적으로 고객에 줄 수 있는 Value에 대한 관리만 잘 된다면 개인 판매자들의 톡스토어 진입이 전체 거래액 증가에 크게 기여할 것으로 기대한다. 카카오페이 확대 적용에 대한 계획도 기대해 볼 만하다. 커머스, 배달, 숙박, 여행 등 온라인 중심의 커버리지에서 백화점, 편의점, 카페 등 오프라인 커버리지 확대가 진행 중이다. 이 외에도 알리페이와의 제휴 등 해외사용 확대를 통한 거래액 증가도 기대하고 있다.

3. 2021 광고 키워드, 성과형광고와 카카오 비즈보드

1) 2020년에 이어 2021년에도 광고는 펀더멘털개선의 견인차

2020년 네이버 광고 매출 YoY 12%
성장 예상
2020년 카카오 광고 매출 YoY 77%
성장 예상

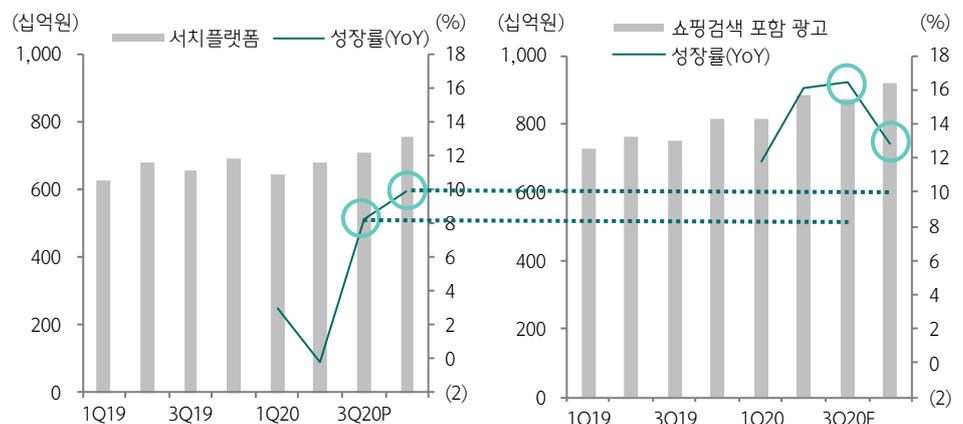
2020년에도 인터넷플랫폼 기업들의 광고매출은 전년에 이어 견조한 성장을 지속했다. 시장의 성장 여력이 견조한 점도 있지만 기업들의 광고 상품 고도화 및 코로나19에 따른 트래픽 증가 효과도 매출에 긍정적인 기여를 한 것으로 판단된다. 네이버의 쇼핑검색을 포함한 전체 광고매출은 2020년 기준 전년대비 12% 성장할 것으로 예상되며, 2021년에도 두 자리 수 성장이 가능할 것으로 기대하고 있다. 카카오의 경우 성장세는 더욱 두드러질 전망이다. 2020년 3분기 기준 특비즈 부문 내 플랫폼 광고 매출의 성장이 전년동기대비 70% 내외인 것으로 추정된다. 2020년, 연간 전체매출 성장률도 77% 내외가 될 것으로 추정하고 있으며 2021년에도 40% 이상 증가할 것으로 기대하고 있다.

2) 최근 수년간 광고 성장의 중심에는 커머스가 있었다

쇼핑 부문의 거래액 증가는
2021년에도 견조한 모습 예상되어
전체 광고 매출도 양호한 모습 기대

최근 수년간 전체 광고매출 성장의 기반에는 커머스의 거래액 증가에 따른 광고주(가맹점) 증가가 있었다. 온라인/모바일 커머스가 활성화되면서 구매자 기반이 급격히 증가하면서 오프라인에서 온라인으로 전환하거나 겸업을 하는 판매자(가맹점)들도 가파르게 증가하고 있다. 온라인/모바일 커머스의 특성상 트래픽이 유입이 되어야 구매가 이루어진다는 점에서 가맹점 증가는 광고주 증가로 이어졌으며 이는 전체 광고 매출의 상승으로 이어졌다. 최근 매출 구분을 변경한 네이버의 과거 광고매출추이를 보면 이를 명확하게 알 수 있다. 잠정 실적이 발표된 3분기 누적기준으로 보면 쇼핑검색을 제외한 기존 검색광고와 디스플레이광고의 성장률은 전년동기대비 3.6%에 불과하지만, 쇼핑검색을 포함할 경우 성장률은 14.8%로 크게 증가한다. 쇼핑검색 광고만을 따로 분리해 추정하기는 어려우나 쇼핑 거래액 증가에 따른 가맹점 증가가 광고주 증가로 이어지며 광고매출을 견인했다는 점은 쉽게 알 수 있다. 이미 언급한 바와 같이 쇼핑 부문의 거래액 증가는 2021년에도 견조한 모습을 보일 것으로 예상되는 만큼 전체 광고 매출 증가도 양호한 모습을 보일 것으로 기대된다.

그림 13. 네이버 쇼핑검색의 포함여부에 따른 광고매출 성장률의 차이



주: 쇼핑검색포함 광고는 3분기 이후 과거 추정치임
자료: NAVER, 하나금융투자

쇼핑 거래액 증가에 따른
가맹점 증가가 광고주 증가로
이어지며 광고매출을 견인

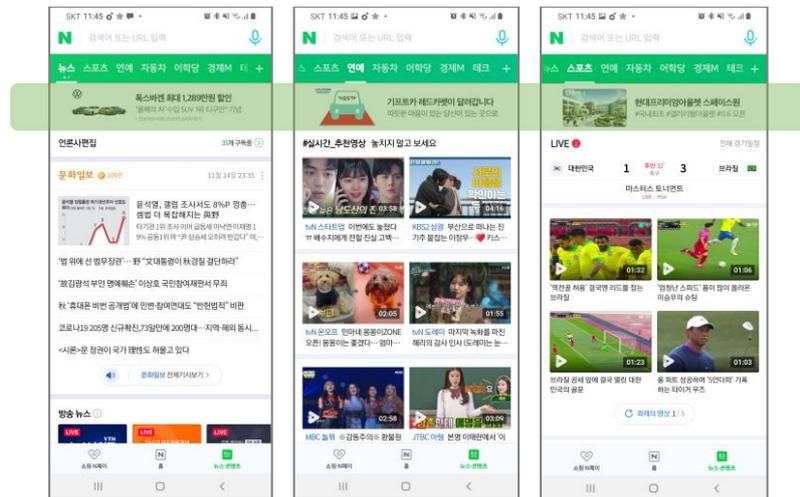
3) 관전포인트 성과형광고, 카카오 비즈보드

네이버의 성과형광고와 카카오의 카카오 비즈보드는 광고 내에서 두드러진 성장으로 부문 성장을 견인

2021년 광고 실적 전망에 있어서 반드시 짚고 넘어가야 하는 부분이 네이버의 성과형광고와 카카오의 카카오 비즈보드(구, 특보드)이다. 광고 내에서 두드러진 성장을 기록하며 부문 성장을 견인해왔고 향후에도 그럴 것으로 기대되기 때문이다. 네이버의 디스플레이광고 매출은 스마트채널에 성과형광고가 본격적으로 도입되기 전 3.9%(YoY) 성장을 기록했으나, 도입 후 26.3%에 달하는 성장을 기록했다. 이미 검색광고에서 검증된 바와 같이 성과형광고의 경우 적은 광고비로 단기간 높은 광고노출 효과를 극대화하는데 최적화된 광고 상품으로 중소형광고주들의 호응도가 높아, 광고주 증가 효과도 기대할 수 있을 전망이다. 2020년 13% 내외의 성장을 기록할 것으로 예상되는 디스플레이광고 매출은 보수적인 추정을 고려하더라도 2021년 9% 내외의 성장이 가능할 전망이며 이를 상회할 가능성도 커 보인다.

그림 14. 네이버 스마트채널 광고

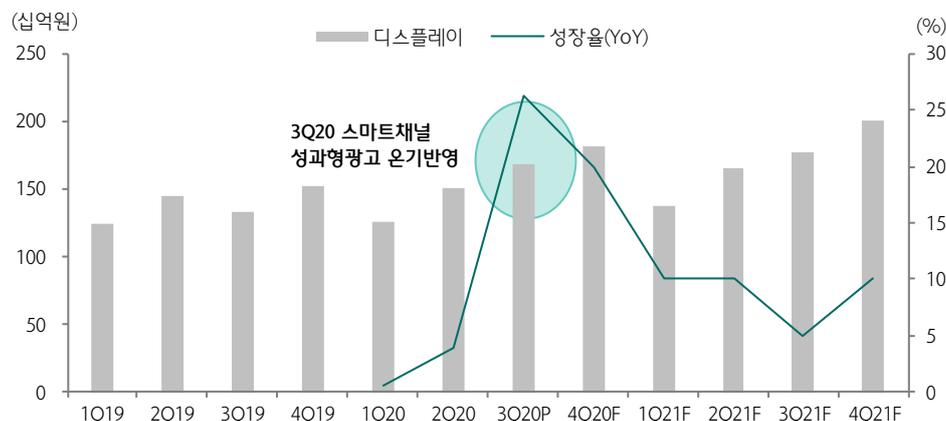
성과형광고 도입 후 두드러진 성장 지속 중



자료: NAVER, 하나금융투자

그림 15. 네이버 디스플레이광고 매출 현황 및 전망

3Q21 스마트채널에 성과형광고도입 온기 반영 후 본격적인 성장세 돌입



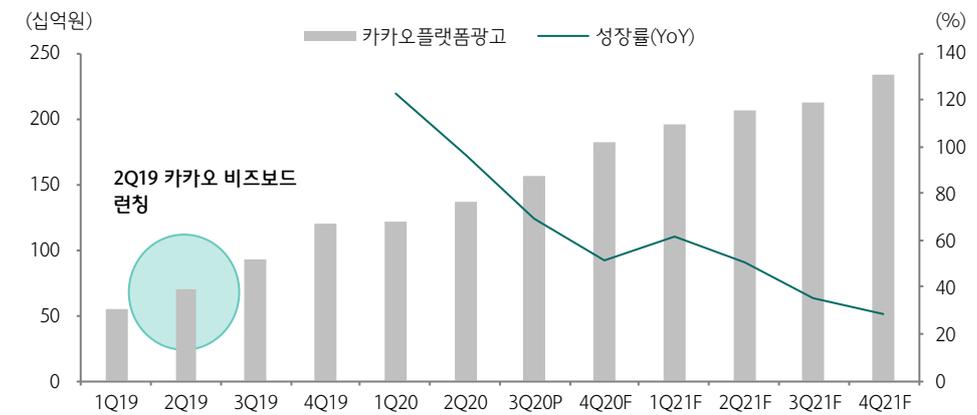
자료: NAVER, 하나금융투자

플랫폼 광고 매출은 2020년
분기 평균 기준 QoQ 9.5% 성장

카카오의 '카카오 비즈보드'도 공격적인 성장을 지속하고 있다. 카카오 특비즈 내 플랫폼 광고 매출은 2020년 분기 평균 기준 전분기 대비 9.5% 성장했으며, 전년동기 대비로는 무려 96%라는 고성장을 기록하고 있다. 성장의 핵심은 2019년 하반기 도입한 카카오 비즈보드 광고의 흥행이다. 카카오톡 채팅 목록 최상단에 자리한 카카오 비즈보드 광고는 압도적인 트래픽을 기반으로 노출 효과를 극대화하고 있으며, 연초 5억 수준의 일매출이 12월에는 10억 원을 돌파할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 여기에 4분기부터 다음포털, 카카오페이지 등으로 카카오 비즈보드를 확대적용하고 있는 만큼 추가적 성장 기여도 기대하고 있는 상황이다.

카카오비즈보드의 압도적인
성장에 힘입어 플랫폼광고의
성장도 견조할 전망

그림 16. 카카오 플랫폼광고매출 현황 및 전망



자료: 카카오, 하나금융투자

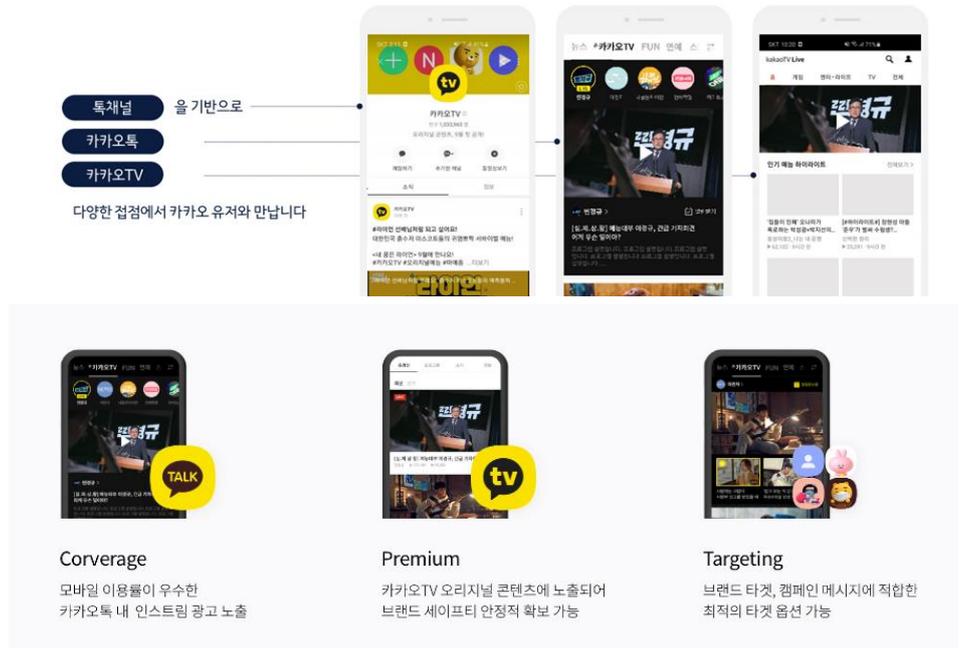
4) 광고 생태계 확장에도 주목

최근 확대되고 있는 동영상서비스도
광고 생태계 확장이라는 측면 주목

모든 광고 기반 플랫폼 기업들은 기존 콘텐츠에 광고지면(인벤토리)을 확대하거나, 또는 새로운 서비스에 광고를 적용하는 등 광고 생태계 확장을 위해 끊임없이 노력하고 있다. 최근 확대되고 있는 동영상서비스도 광고 생태계 확장이라는 측면에서 주목해야 할 것으로 판단된다. 비중은 크지 않지만 고성장이 가능한 분야인 만큼, 동영상서비스의 시장지배력 확보가 관건이 될 전망이다. 특히 카카오TV에서 제공하고 있는 동영상스트리밍 서비스를 주목해 보자. 카카오는 새로운 콘텐츠 라인업 출시를 기반으로 카카오TV를 업그레이드 런칭했다. 시장에서는 카카오M의 본격적인 비즈니스 가시화라는 점에 주목하고 있으며 모바일에 최적화된 콘텐츠를 제작해 제공함으로써 빠르게 가입자를 확보하는 것을 목표로 하고 있다. 출시된 콘텐츠의 트래픽이 양호한 성과를 기록하면서 삽입된 동영상광고에 대한 기대도 커지고 있다. 카카오는 카카오TV 내에 새로운 동영상 인스트림 형태의 프리미엄광고를 적용하고 있으며, 프리롤, 미드롤 광고가 삽입되어 노출되고 있다. 좀더 자세하게 카카오TV 특채널을 중심으로 #탭, 카카오TV앱, 다음 등 다양한 지면에 동영상 시청에 최적화된 형태로 오리지널 콘텐츠가 유통되고, 동영상 광고가 노출된다. 단기적으로 광고매출기여도는 크지 않겠으나, 콘텐츠 트래픽 확대와 더불어 광고 매출도 상승할 것으로 예상되는 만큼 2021년 관전포인트 중 하나가 될 것이다.

그림 17. 카카오톡 주요 접점에 노출되는 동영상 서비스와 프리미엄 인스타그램광고

단기적으로 매출기여도는 크지 않으나 동영상광고의 고성장 가능성에 주목



자료: 카카오, 하나금융투자

4. 일취월장(日就月將) 웹툰 서비스

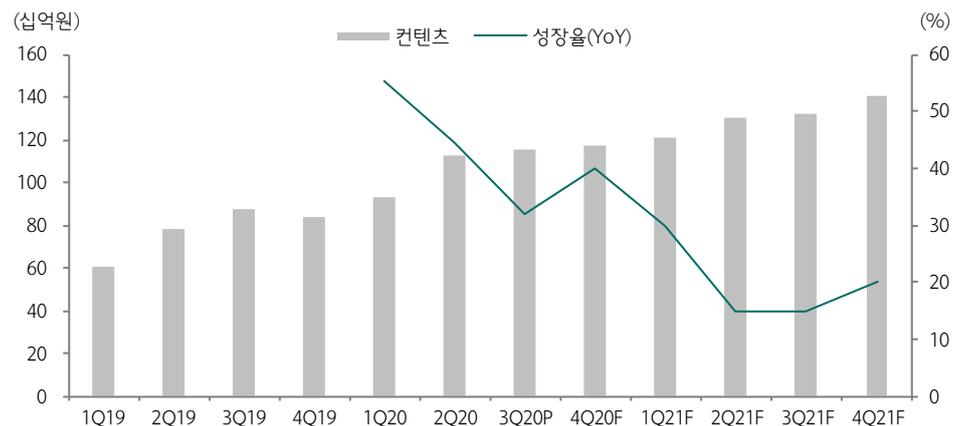
1) 독보적인 가입자, 거래액 증가에 흥겨운 웹툰 서비스

네이버웹툰 GMV YoY 40%이상 성장
카카오 최근 1년간 웹툰 거래액은
분기 평균 전분기대비 19.3% 증가

글로벌 웹툰 시장이 고공행진을 하며 기업들의 국내외 웹툰서비스도 두드러진 성장세를 기록하고 있다. 네이버의 웹툰은 글로벌 시장을 대상으로 시장지배력을 확대 중이며, 유럽과 라틴아메리카 지역의 MAU가 550만을 돌파하며 3분기말 기준 전체 MAU 6,700만을 달성했고, 월간 결제자 수는 전년동기대비 28%, 거래액도 전년동기대비 40% 이상 성장을 기록했다. 카카오는 국내시장과 일본시장에 집중하고 있으며 거래액과 매출 측면에서 두드러진 성과를 기록하고 있다. 최근 1년간 카카오 웹툰 거래액은 분기 평균 전분기대비 19.3% 증가했으며 3분기 거래액은 전년동기대비 103% 증가를 기록했다. 매출도 최근 1년간 분기 평균 12.7% 증가했으며 3분기 매출은 전년동기대비 61.5% 증가했다. 2019년 4분기 회계 변경이 있었다는 점을 감안하면 실제 연간 성장률은 이보다 높은 수준이다.

글로벌 시장에서의 MAU 증가를
바탕으로 3분기 웹툰 거래액 40%
이상 증가

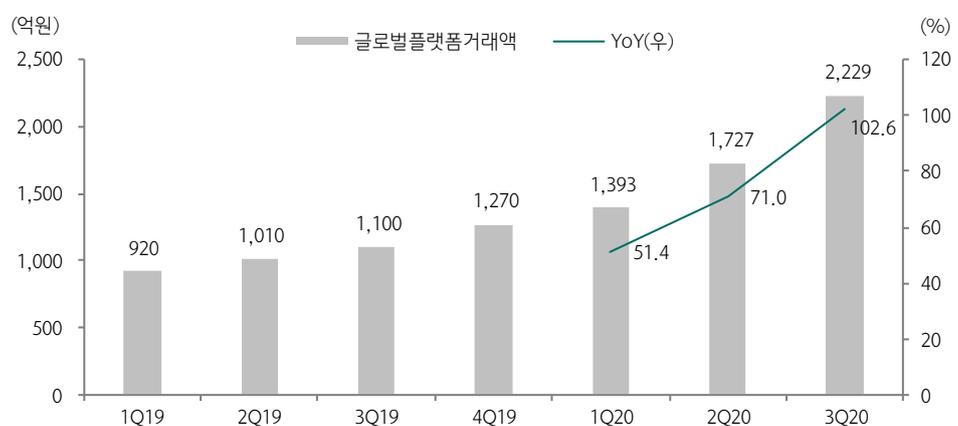
그림 18. 네이버 웹툰 중심의 콘텐츠매출 현황 및 전망



주: 콘텐츠 매출은 웹툰, 뮤직, V, SNOW 매출이 포함된 매출
자료: NAVER, 하나금융투자

최근 1년간 분기평균
19.3%(QoQ) 증가

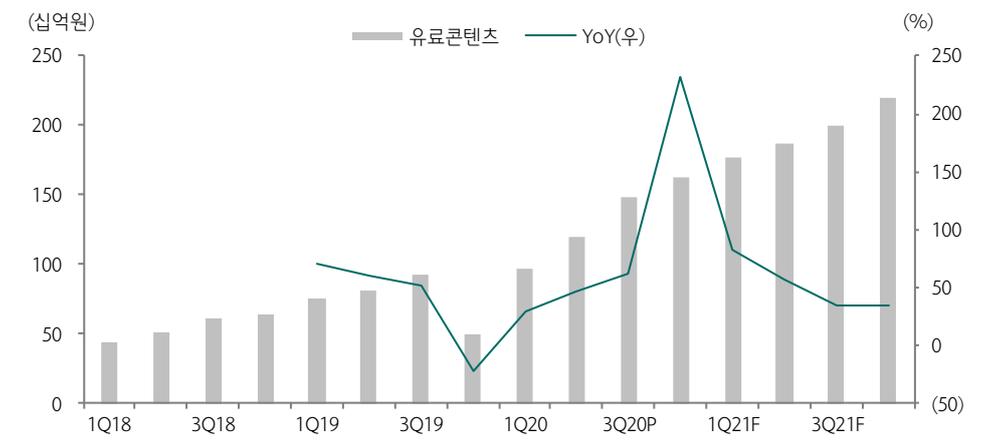
그림 18. 카카오 웹툰의 글로벌 거래액 현황



자료: 카카오, 하나금융투자

국내 및 일본 픽코마의 성장을 기반으로 공격적인 매출증가 기록 중

그림 19. 카카오의 웹툰 매출 현황 및 전망



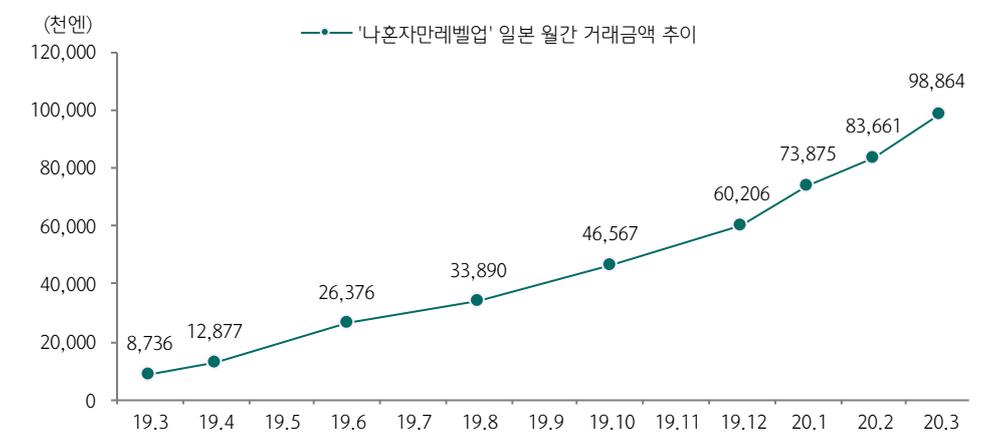
주: 2019년 4분기 매출은 회계변경에 따른 1회성 조정매출임
 자료: 카카오, 하나금융투자

웹툰 '나혼자만 레벨업'의 경우 500만 독자에 누적 조회수 4억 3천만회, 한일 누적 거래액 300억 이상 기록

카카오웹툰 성장의 토대는 단순한 작가풀 기반이 아닌 15개에 이르는 밸류체인 네트워크이며, 이를 바탕으로 다양한 작품을 생산해 내는 와중에 폭발적인 흥행을 기록하는 슈퍼 웹툰이 등장하고 있기 때문이다. 동명 웹소설 기반의 웹툰 '나혼자만 레벨업'의 경우 500만 독자에 누적 조회수 4억 3천만회, 한일 누적 거래액은 300억 이상을 기록하고 있다. 최근 시즌2의 유튜브 티저 영상은 1,800만을 상회하는 조회수를 기록하는 등 향후 매출 기여도 높을 전망이다. 카카오는 현재 다음웹툰 등 8개의 자회사 및 자사스튜디오와, 7개의 관계사 라인업을 보유하고 있다. IP의 활용도 다양해지고 있다. 영화 및 드라마의 다양한 웹툰 IP가 활용되고 있으며 최근에는 직접적인 투자도 진행하고 있다. 웹툰 IP 기반의 드라마, 영화의 흥행 확률이 상대적으로 높다는 점에서 IP 관련 매출의 증가도 기대할 만하다. 여기에 추가적인 카테고리 '카카오툰 소설'을 출시할 예정이어서 주목된다. 기존 유명 소설 IP의 카툰소설 포맷 변환 및 음성과 이미지가 추가되는 카툰 유머 등의 형태로 출시될 전망이다. 가독성과 접근성이 좋다는 점에서 주목할 필요가 있어 보인다.

K-Story기반의 슈퍼웹툰을 기반으로 일본 시장에서 시장경쟁력 제고

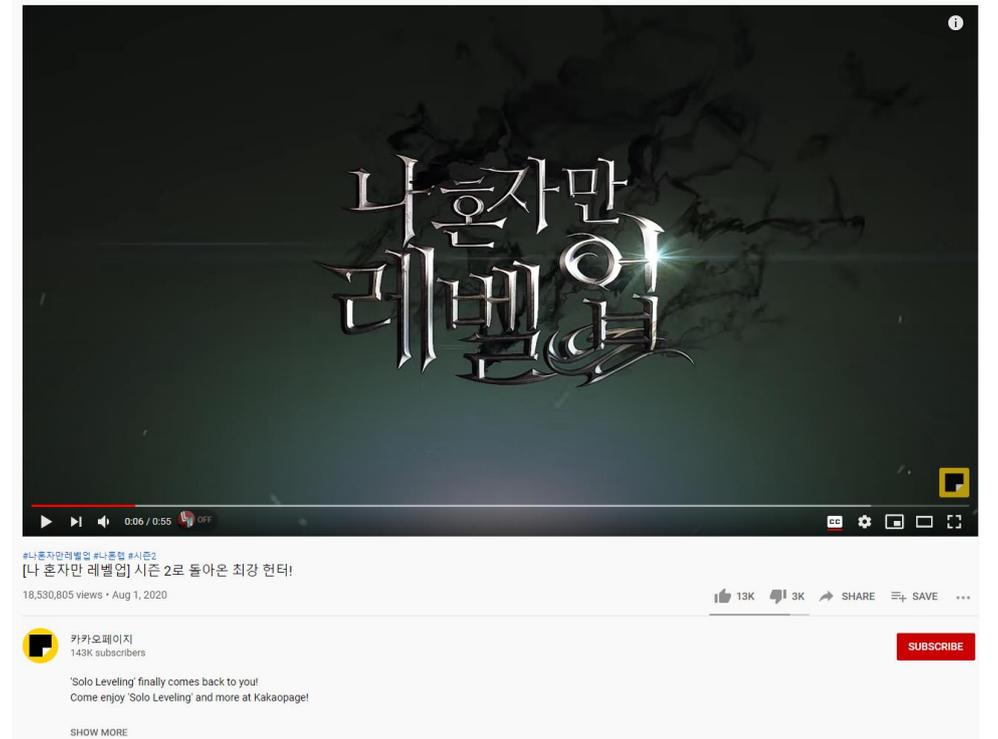
그림 20. 일본시장에서 '나혼자만 레벨업' 웹툰 거래액 추이



자료: 카카오, 하나금융투자

조회수 1,800만을 상회할 만큼
시장의 기대는 큰 상황

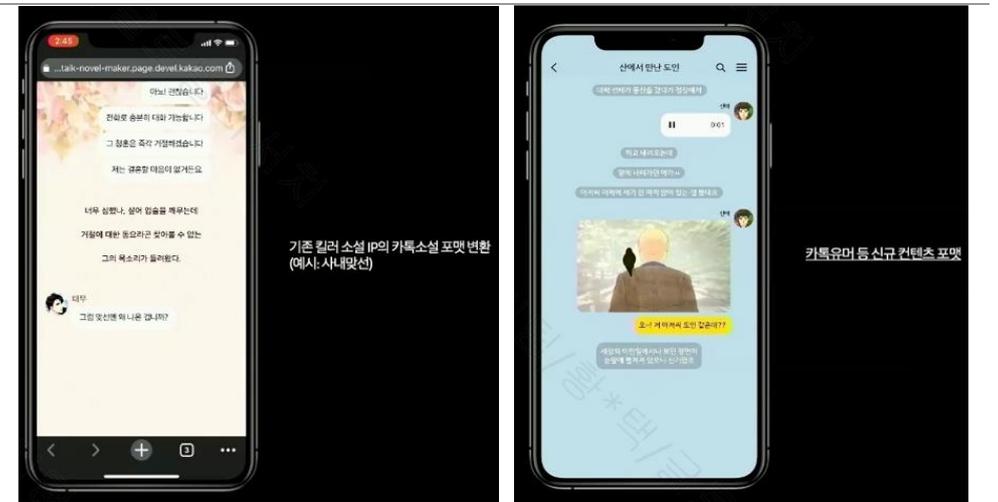
그림 21. '나 혼자만 레벨업' 웹툰 시즌2 티저 유튜브 영상



자료: 카카오, 하나금융투자

가독성과 접근성이 좋다는 점에서
주목할 필요가 있어 보임

그림 22. 카카오페이지의 새로운 콘텐츠 카테고리 '카툰소설'



자료: 카카오, 하나금융투자

2) 일본시장에 주목하자

연재형 웹툰 콘텐츠 전환을 통해
수익성 개선 및 시장경쟁력 제고를
노리는 '라인 망가'

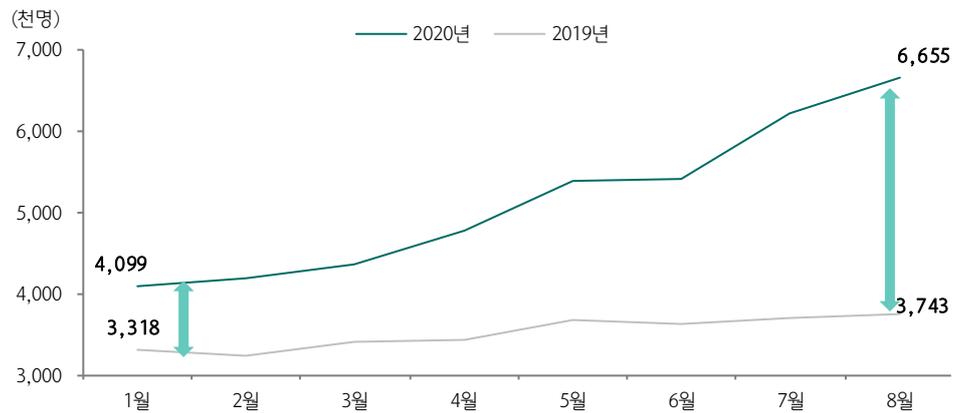
웹툰 관련 거대시장인 일본시장을 두고 경쟁이 치열해지고 있다. 2분기까지 1위를 지속했던 네이버의 '라인망가'를 누르고 카카오의 '픽코마'가 7월 웹툰 매출 기준 1위에 올라섰다. 네이버의 라인망가는 단행본 위주의 사업이며 종이 만화를 디지털화한 전자책의 형태였다. 3분기 실적발표를 통해 네이버는 라인망가의 수익성개선을 위한 전략을 언급했다. 8월부터 일본에 웹툰 기술과 인력을 투입하고 있으며 단행본 중심의 디지털만화 서비스를 웹툰 형식의 연재형 서비스로 전환할 것이라 밝혔다. 즉, 연재형 웹툰 콘텐츠로의 전환을 통해 수익성도 개선하고, 시장경쟁력 제고도 노리겠다는 전략이다.

7월~9월 일본 양대 앱마켓에서
비게임 부문 모든 앱 중 통합
매출 1위를 기록한 '픽코마'

카카오 픽코마 서비스의 일본시장에서의 성장은 드라마틱한 수준이다. K-Story기반의 슈퍼 웹툰들이 픽코마 플랫폼을 통해 일본에서 흥행하며 성장을 견인하고 있다. 특히, 웹툰에 관한 일본 시장을 선도하고 있다는 점에서 향후 성장도 독보적인 것으로 기대하고 있다. 픽코마의 월간 거래금액은 2020년 8월 기준 전월대비 17.5%, 전년동월대비 284.4% 증가했으며 3분기 기준으로는 전분기대비 44.3%, 전년동기대비 242.1% 증가했다. 국내 페이지의 거래액과 비교해보면 더욱 월등한 모습을 확인할 수 있다. 2019년 1분기~2020년 3분기를 기준으로 국내 카카오페이지 거래액은 40.8% 증가한 반면, 일본 픽코마의 거래액은 무려 400% 증가했다. 월간 열람자 수를 살펴봐도 2020년 8월 기준 666만명으로 2020년 1월대비 62%, 2019년 1월대비 101% 증가했으며, 2020년 들어 성장이 가속화된 것을 확인할 수 있다. 수익성도 개선되고 있으며 시장지배력은 점진적으로 확대되고 있는 모습이다. 카카오재팬은 2019년 4분기를 기준으로 흑자전환에 성공했으며, 2020년 유의미한 매출을 기록하고 있다고 3분기 실적을 통해 발표했다. 카카오재팬은 픽코마가 지난 7월 월간 기준으로 일본 양대 앱마켓(애플 앱스토어+구글플레이)에서 비게임 부문 모든 앱 중 통합 매출 1위(by Appannie)에 올라섰다고 밝혔으며 8월과 9월에도 1위 자리를 고수하고 있다.

그림 23. 확대되고 있는 일본 픽코마의 월간 열람자 수

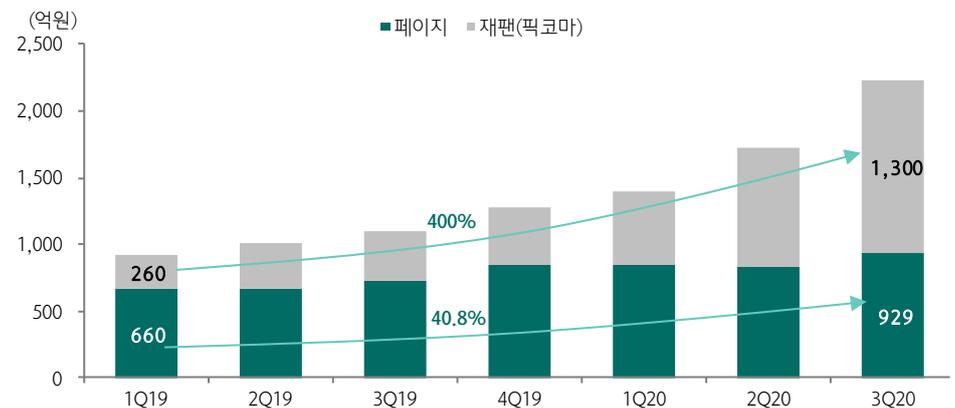
2020년 8월 기준 666만명 수준
1월 대비 62%, 2019년 1월대비
101% 증가



자료: 카카오, 하나금융투자

그림 24. 일본 픽코마의 상대적인 거래액 고성장

빠르게 확대되고 있는
일본시장에서의 시장경쟁력 제고를
통한 고성장 실현



자료: 카카오, 하나금융투자

국내 웹툰 IP를 기반으로
일본에 웹툰시장에서 성과를 기록

그림 25. 픽코마, 2020년 7월 일본 앱스토어, 구글플레이 비게임부문 매출 1위

일본 애플 앱스토어 & 구글플레이 매출 TOP 10

2020년 7월 기준, 게임앱 제외

순위	앱명	개발사
1	piccoma	Kakao Japan Corp
2	LINE Manga	LINE
3	LINE	LINE
4	AbemaTV	AbemaTV
5	LINE MUSIC	LINE MUSIC
6	Pairs	Match Group
7	LIVIT	17 Media
8	YouTube	Google
9	Manga BANG!	Amazia
10	tapple	MatchingAgent

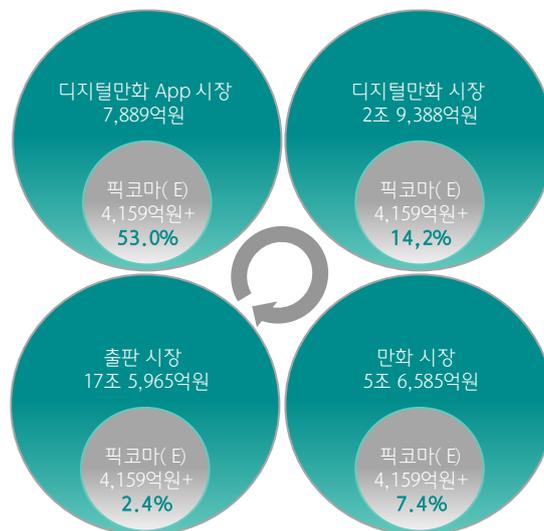
자료: Appannie Report, 하나금융투자

디지털 만화 시장
픽코마 점유율 14.2%
전체 만화 시장 픽코마 점유율 7.4%
전체 출판 시장 픽코마 점유율 2.4%

일본시장에서 카카오 픽코마의 성장 여력은 여전히 클 것으로 판단된다. 일본시장이 글로벌 평균 대비 콘텐츠 부문의 디지털 전환이 더딘 시장 중 하나이며, 픽코마는 양질의 K-Story IP를 국내로부터 공급받아 일본시장에 출시하고 있는 만큼 상대적으로 질적인 완성도가 높을 것으로 판단되기 때문이다. 시장점유율을 자세히 살펴봐도 향후 성장 가능성이 높은 것을 알 수 있다. 디지털 만화 App시장(2019년 기준)에서 픽코마의 점유율은 약 53%로 적지 않은 수준이나 시야를 넓혀 단행본의 디지털 전환(전자책)을 포함한 전체 디지털 만화 시장을 놓고 봤을 때 픽코마의 점유율은 14.2%에 불과하며, 전체 만화시장으로 확대하면 점유율은 7.4%로 축소된다. 여기에 소셜, 매거진, 만화 등을 포함하는 전체 출판시장 기준으로는 2.4%이다. 적어도 전체 만화시장이 디지털 웹툰 시장으로 빠르게 전환될 것으로 예상되는 만큼 픽코마의 시장경쟁력이 유지된다는 전제 하에 드라마틱한 실적 개선은 지속될 수 있을 것으로 기대한다.

그림 26. 단위 시장별 픽코마의 점유율

적어도 전체 만화시장까지
고려했을 때
픽코마의 성장여력은 클 듯



자료: 카카오, 하나금융투자

5. 2년만의 도약 게임

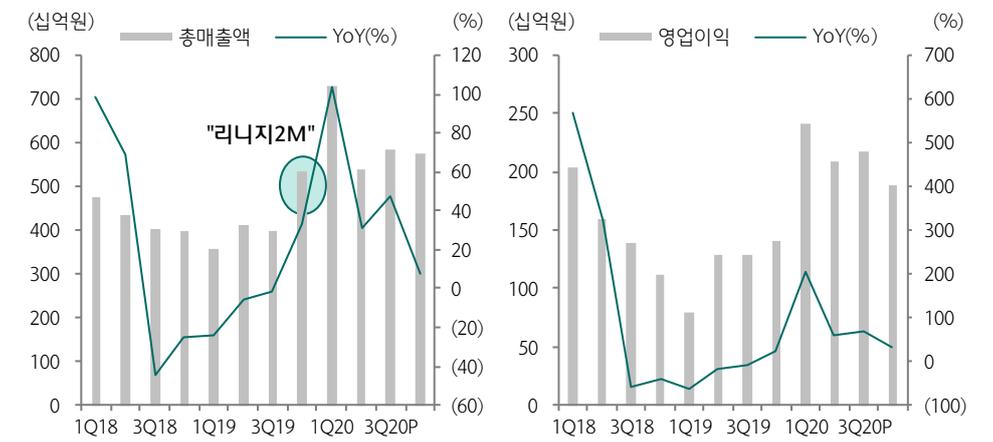
1) 2020년 성장은 기록했으나 인상적이지 못했다

안정적인 성장에도 주요 게임사들의
블록버스터급 신규게임 부재로
사실상 쉬어간 2020년 게임기업들

2020년은 게임기업들에게 사실상 쉬어가는 기간이었다. 안정적인 성장은 기록했으나 주요 게임사들의 블록버스터급 신규게임 부재 영향으로 투자심리 개선이 제한되었기 때문이다. 출시된 신작들도 공격적인 성과를 기록하지는 못했다. 엔씨소프트 정도가 2019년 11월 출시된 "리니지2M"의 흥행을 바탕으로 2020년 개선된 실적을 기록했으나 1분기 37%의 매출 증가율(QoQ)을 기록한 이후 신규게임 부재로 분기별로 하향세를 그렸다. 그나마 다행인 점은 "리니지M"의 흥행이 3주년 이후에도 견조한 모습을 보이고 있다는 점이다. 4분기 매출은 1분기대비 21.4% 하락한 수준을 기록할 것으로 예상되고 있다. 넷마블은 "일곱개의 대죄" 국내 및 일본 서비스, "A3 : Still Alive" 등 신규게임이 소기의 성과를 기록하고, 마블 게임들의 매출이 지지되었다. 3분기 누적 기준 매출은 14.2%, 영업이익은 25.1% 증가하며 비교적 양호한 모습을 보였으나, 여전히 Valuation 부담을 해소하기는 어려운 수준이었다. 글로벌 코로나19 여파에 따른 영향으로 소셜카지노 시장이 급격하게 확대되며 더블유게임즈의 실적은 대폭적으로 개선되었다. 다만 신규게임 성과가 아닌 코로나 영향에 따른 시장 확대라는 측면에서 성과의 주가 반영은 제한된 수준이었다. 이 외에도 넥슨의 "바람의나라: 연", "카트라이더 러쉬플러스", 카카오게임즈의 "가디언테일즈", 웹젠의 "뮤 아크엔젤", "R2M" 등이 시장에 족적을 남긴 게임들이라 하겠다.

그림 27. 엔씨소프트의 분기 매출 및 영업이익 현황 및 전망

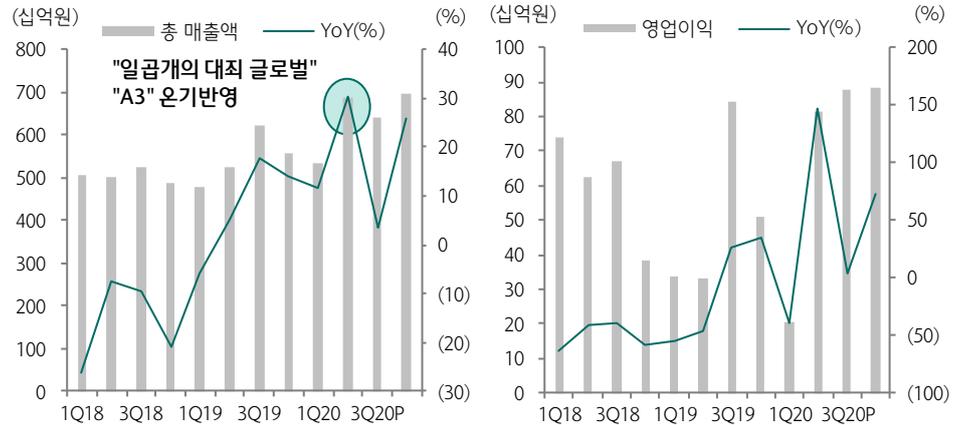
2019년 11월 "리니지2M"의 출시
영향으로 2020년 개선된 실적을 기록



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

그림 28. 넷마블의 분기 매출 및 영업이익 현황 및 전망

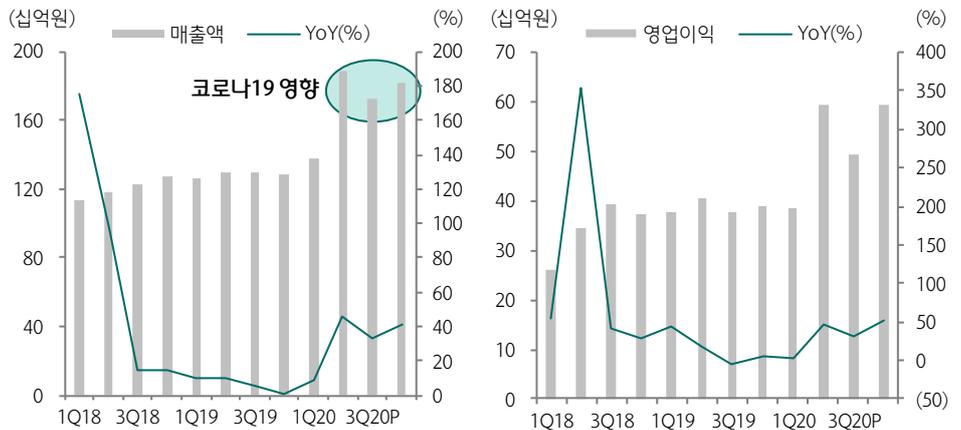
2분기 “일곱개의대죄”
글로벌, “A3” 온기반영효과



자료: 넷마블, 하나금융투자

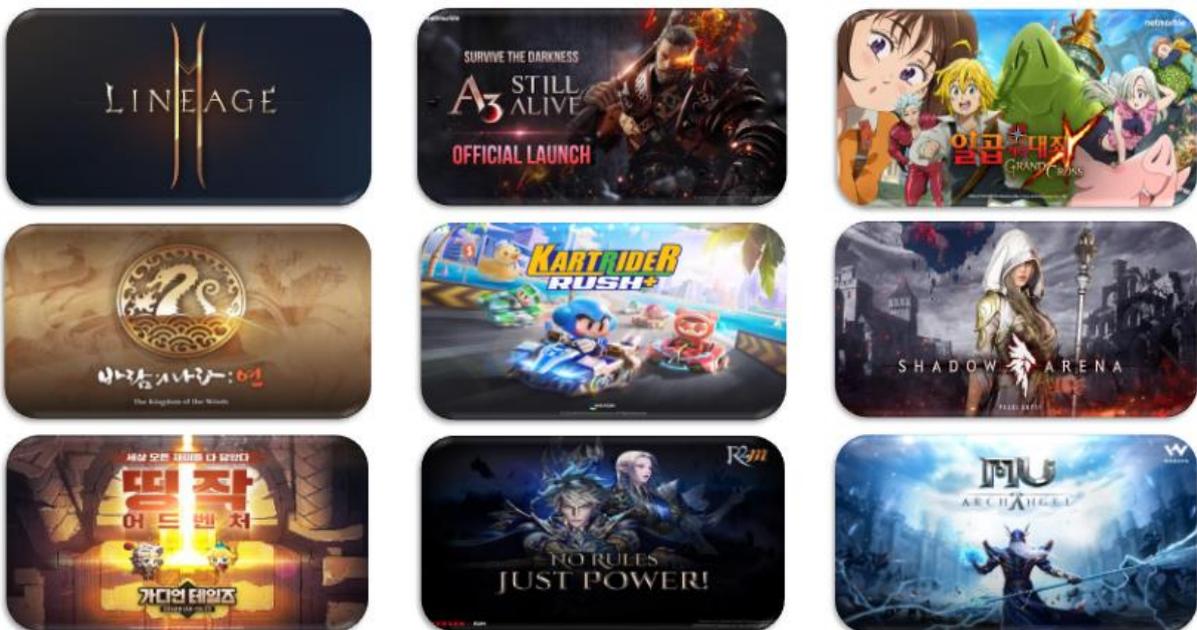
그림 29. 더블유게임즈의 분기 매출 및 영업이익 현황 및 전망

코로나19 영향에 따른 소셜카지노
시장 성장에 기반한 실적 개선



자료: 더블유게임즈, 하나금융투자

그림 30. 2020년 게임기업들의 실적개선에 기여한 주요게임들



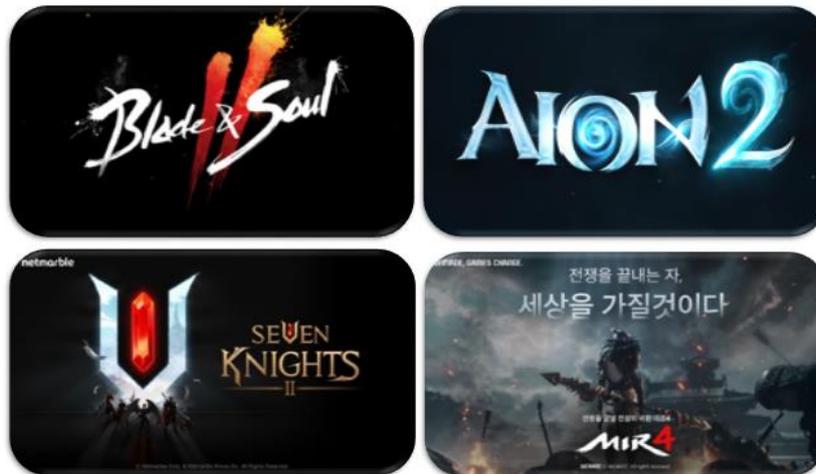
자료: 각 사, 하나금융투자

2) 2021년은 기대되는 한 해

야심차게 준비한 게임들 출시되며
펀더멘탈 re-rating 노릴 것

게임산업 내에서 2021년을 기대하는 이유는 각 기업들이 야심차게 준비한 게임들이 출시되며 펀더멘탈 re-rating을 노릴 것으로 예상되기 때문이다. 2020년 4분기부터 각 게임사들의 주력 게임이 출시될 예정이며 2021년 상반기까지 주요게임들이 출시될 것으로 기대된다. 시장의 관심이 가장 큰 게임은 단연코 엔씨소프트의 “블레이드앤소울2”이다. 4분기 출시를 예정했으나 코로나19 등으로 인해 사업계획이 연기되며 게임 출시가 연기되었다. 코로나19와 관련된 변동성은 여전히 남아 있으나 개발 이슈가 아니라는 점에서 장기간의 지연은 없을 것으로 예상되며 2021년 1분기 정도에 출시될 전망이다. 흥행 가능성 측면에서는 여전히 긍정적인 입장이다. “리니지1”, “리니지2”, “아이온”에 이어 엔씨소프트를 대표하는 MMORPG IP이며 ‘리니지’류 대비해서 이용자들의 충성도가 높다고 할 수는 없으나 과거 온라인 게임 출시 이후 흥행을 기록한 바가 있고, e스포츠를 포함해 상대적으로 폭넓은 유저 기반을 보유하고 있다는 점에서 흥행 가능성 또한 높게 보고 있다. “리니지M”이 출시 이후 온기 반영 기준으로 1년간 1.34조원의 매출을 기록했고, “리니지2M”도 3분기 말 기준으로 약 10개월간 8,401억원의 매출을 기록했다는 점을 감안하면, “블레이드앤소울”의 흥행이 가시화될 경우 상반기 강도 높은 실적 개선을 담보할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 31. 2020년 4분기 이후 2021년까지 출시되는 신규게임 기대작



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 32. “리니지M”과 “리니지2M”의 출시 이후 매출 현황 및 전망

“리니지M” 온기반영 이후
1년간 매출 1.34조원,
“리니지2M” 매출은 약 10개월 기준
8,268억원임을 고려할 때
“블레이드앤소울2”의 흥행도
공격적인 수준이 될 것



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

엔씨소프트 외에도 다수의 게임사들이 전략적으로 2021년을 준비 중

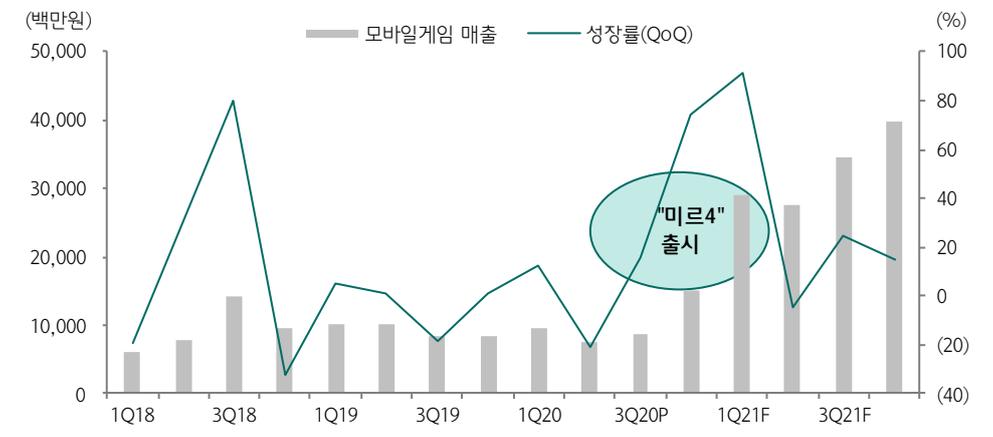
엔씨소프트 외에도 다수의 게임사들이 전략적으로 2021년을 준비하고 있다. 부지런하게 게임을 출시하는 넷마블이 '세븐나이츠' 관련 IP들을 2021년 4분기를 시작으로 출시할 예정이다. "세븐나이츠 타임원더러"(닌텐도 스위치, 11월), "세븐나이츠2"(11월), "세븐나이츠 레볼루션"(2021년 상반기)가 출시되며, 상대적으로 IP 인지도가 높다는 점에서 소기의 성과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 북미시장에서 흥행이 담보되는 "마블 렐름오브챔피언스"도 2021년 12월 중 중국을 제외한 글로벌시장에 출시할 계획이다. 컴투스도 2021년에는 정말 오랜 기간 기다렸던 의미 있는 신작을 출시할 계획이다. 대표 IP인 '서머너즈워'를 기반으로 "서머너즈워: 백년전쟁"을 2021년 2월에 출시할 예정이며, "서머너즈워: 클로니클"도 상반기 중 출시될 전망이다. 흥행에 대한 기대는 공격적이지 않으나 기존 '서머너즈워' 사용자 기반이 글로벌시장에서 막대하다는 점에서 주목할 필요가 있어 보인다.

4분기 이후 위메이드의 실적을 강하게 견인할 수 있을 것으로 기대되는 "미르4"

기존 펀더멘탈의 re-rating 관점에서 고려했을 때, 위메이드의 신작라인업과 그 성과가 펀더멘탈개선에 미치는 영향이 매우 클 것이라는 점에 주목해보자. 위메이드는 11월말~12월 중 신작인 "미르4"를 출시할 계획이다. '미르의 전설' IP에 대한 인지도가 어느 정도 있는 상황에서 방송, 유튜브 등을 통한 공격적인 마케팅이 진행되고 있으며 카카오게임즈와 공동마케팅도 진행 중이다. 사전예약 성과도 고무적이다. 9월 사전예약을 시작한 이후 250만을 돌파했다. CBT 반응도 비교적 양호한 수준이었다. 출시 후 소기의 성과는 충분히 거둘 수 있을 것이라 판단되며, 분기 87억원 수준의 모바일게임 매출과 237억원에 불과한 전체 매출을 감안했을 때 4분기 이후 위메이드의 실적을 강하게 견인할 수 있을 것으로 기대한다.

그림 33. 위메이드의 모바일게임 매출 현황 및 전망

2021년 4분기 "미르4"를 시작으로 모바일게임 매출 Re-rating 될 것



자료: 위메이드, 하나금융투자

표 1. 2020년 4분기 이후 출시될 주요 게임들의 출시 스케줄

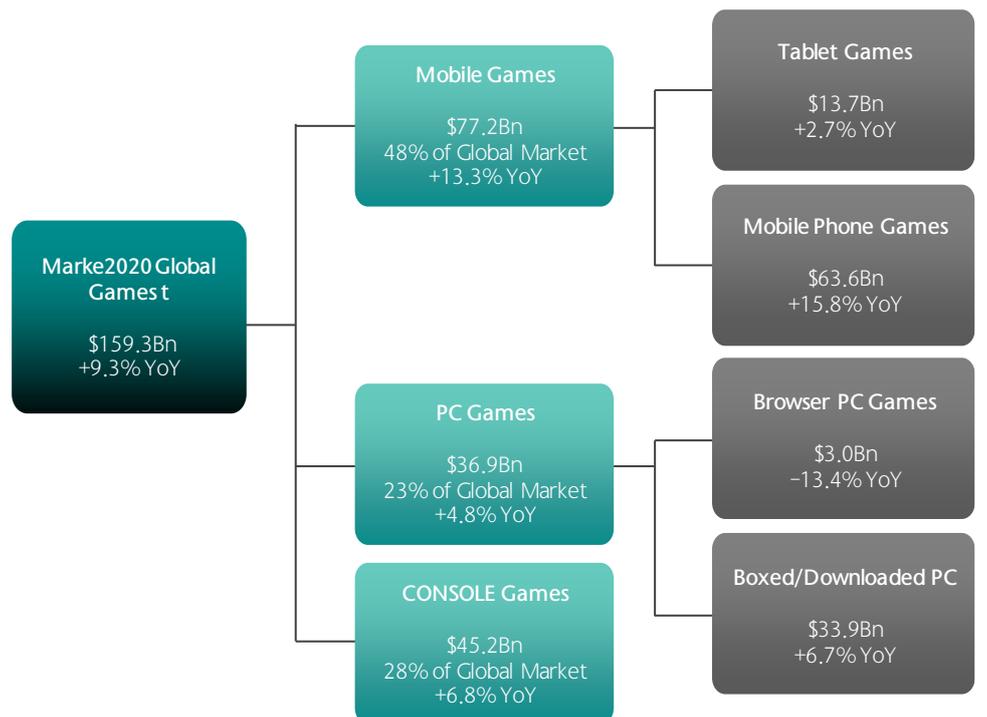
	타이틀	출시예정 시기	비고
엔씨소프트	리니지2M	2021년 1분기	대만 지역 확장
	블레이드&소울 2	2021년 1분기	
	아이온2	2021년	
	프로젝트 T L	2021년	
넷마블	세븐나이츠 타임원더러	11월 05일	닌텐도 스위치 출시 한국 출시 한국, 중국, 베트남 제외 글로벌 출시 중국 제외 글로벌 출시 한국, 일본, 중국, 아시아 제외 글로벌 한국, 일본, 대만 출시 한국, 일본 출시
	세븐나이츠 2	11월 18일	
	A3: 스틸 얼라이브	11월 10일	
	마블 랠름 오브 챔피언스	12월 17일	
	블레이드&소울 레볼루션	1Q21	
	제2의 나라	1H21	
	세븐나이츠 레볼루션	1H21	
컴투스	서머너즈워: 백년전쟁	2021년 2월	글로벌 출시 5개국출시, 2021년 1월 글로벌 출시 한국 포함 아시아 출시 글로벌 출시
	서머너즈워: 클로니클	2021년 2분기	
	버디크러쉬	2020년 12월	
	스카이랜더스	2020년 12월	
	슈퍼 액션 히어로 리턴즈	2020년 11월	
위메이드	미르4	2020년 11월	국내 출시 중국 조이맥스 버드토테이도 시작, 순차적 글로벌 출시
	미르4	2021년 중	
	미르M	2021년 상반기	
	미르W	2021년 중	
	스타워즈: 스타파이터 미션	11월 19일	
	블록체인게임 4종	2020년 11월	
NHN	AIMS	2021년 11월17일	배틀로열 FPS 장르, 일본출시
펄어비스	붉은사막	2021년 4분기	MMORPG

자료: 각 사, 하나금융투자

그림 34. 2020년 글로벌 게임마켓

모바일게임이 주도하는
시장 성장은 지속

관전포인트는 최근 성장세를
더해가는 콘솔게임 부문,
2020년 4분기 신규 게임 디바이스
출시와 더불어 양호한 성장을
지속할 듯



자료: Newzoo, 하나금융투자

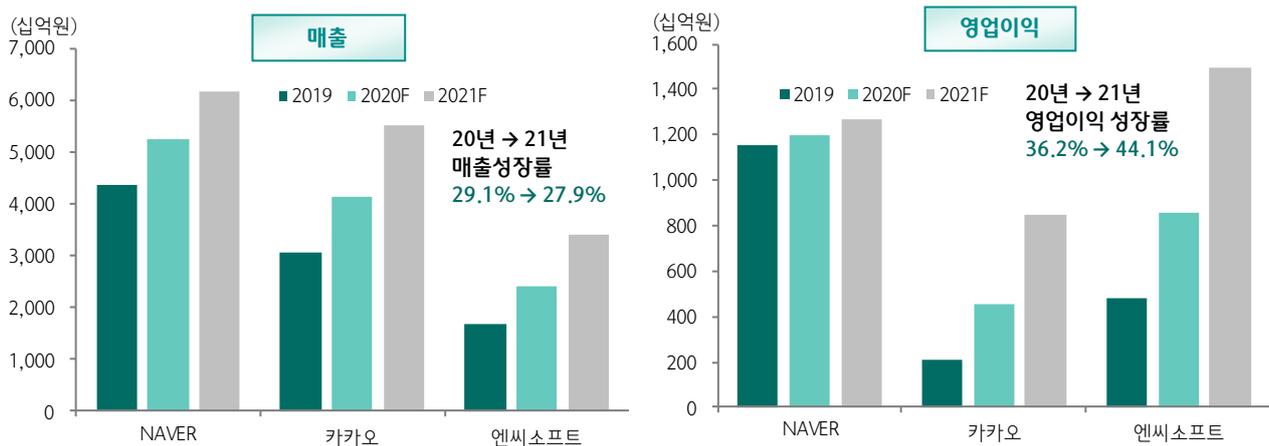
6. Top Picks

1) 주요기업 2021년 영업이익 44.1% 증가할 전망

카카오, 네이버, 엔씨소프트 등
주요기업 합산 기준 2021년
매출증가율 27.9% 추정

2021년은 전반적으로 섹터 기업들의 펀더멘털개선이 예상될 것으로 판단한다. 플랫폼 기업들의 커머스, 광고, 콘텐츠 등 주력서비스의 성장이 의심할 여지 없이 견조한 모습을 보일 것으로 기대되며, 신규비즈니스 중심의 턴어라운드는 실적과 투자심리를 동시에 개선시킬 전망이다. 이는 실적 추정을 통해서도 확인해 볼 수 있다. 카카오, 네이버, 엔씨소프트 등 섹터 내 주요기업들의 합산 기준 2021년 매출증가율은 27.9%가 될 것으로 추정하고 있다. 엔씨소프트의 매출이 신규게임 출시 효과 및 해외진출로 인해 가장 높은 39.7%를 기록할 것으로 예상되고 있으며, 매분기 강도높은 실적 개선을 이루어내고 있는 카카오도 33.7% 성장할 전망이다. 네이버는 광고 매출 비중이 큰 만큼 커머스 및 신규비즈니스의 성장에도 매출성장율은 17.8% 수준이 될 것으로 예상된다. 영업이익은 카카오가 가장 큰 폭의 성장을 기록할 전망이다. 톱보드광고, 커머스, 콘텐츠의 고성장이 지속되며 2021년부터 이익 레버리지효과가 기대되며 86.7% 영업이익 증가를 기록할 것으로 판단된다. 2020년 3분기 신규비즈니스의 BEP 도달에 따라 2021년 이익 기여도도 기대할 수 있다. 엔씨소프트는 섹터 내에서 가장 많은 영업이익을 기록할 전망이다. 2020년 8,566억원에서 2021년 1.5조원 내외의 영업이익을 기록할 수 있을 것으로 기대하며 성장률은 74.2%이다. 신규게임 출시에 따른 매출 증가가 큰 반면 마케팅비용 및 마켓수수료를 제외한 추가적인 비용이 제한되기 때문에 이익률이 올라갈 것으로 기대된다. 네이버는 커머스 생태계 확장, 신규비즈니스 등에 대한 마케팅비용을 포함한 투자가 확대되며 이익률은 다소 하락할 전망이다.

그림 35. 주요 기업 매출 및 영업이익 전망



자료: 각 사, 하나금융투자

2) Top Picks 카카오, 엔씨소프트

2021년에도 최선호주로
카카오와 엔씨소프트를 제시

2021년에도 최선호주로 카카오와 엔씨소프트를 제시한다. 2020년에도 경쟁사대비 우월한 성장을 지속해왔고 2021년에도 주력서비스의 성장, 신규비즈니스 턴어라운드, 신규게임 출시, 해외진출 등의 이슈를 기반으로 고성장이 예상되기 때문이다. 카카오 성장의 핵심이며, 커머스와 플랫폼광고로 구성된 특비즈 부문의 성장이 2021년에도 40% 이상을 기록할 것으로 예상되고 신규비즈니스 매출도 64% 성장하며 이익기여도를 높여갈 전망이다. 웹툰 중심의 유료콘텐츠 매출도 거래액증가에 힘입어 48% 증가할 것으로 기대하고 있다. 여기에 2021년 이어질 것으로 예상되는 카카오페이, 카카오프렌즈, 카카오페이지 등 자회사 상장을 통한 연결가치 재평가도 투자심리를 개선시킬 전망이다. 엔씨소프트는 2020년 1분기를 기점으로 경쟁사대비 압도적인 성장을 보여줄 것으로 기대하고 있다. 주요 신규게임과 기존 게임의 해외서비스를 고려할 때 2021년 모바일게임 부문의 성장은 56%에 달할 것으로 기대하고 있으며, 전반적인 라인업 확대 및 출시 간격 축소로 예상을 상회하는 고성장도 가능할 전망이다. 비용 측면에서도 신규게임 출시에 따른 마케팅비용(초반) 증가 이외의 변수가 적어 매출증가에 따른 이익률개선이 인터넷기업들대비 높다는 점도 긍정적이다.

표 2. Top Picks

기업	내용
카카오	<ul style="list-style-type: none"> 광고중심의 공격적인 실적개선에 커머스, 콘텐츠(웹툰) 거래액 증가 주목 20년 특비즈 부문 50%를 넘어 70%에 근접하는 성장, 21년 성장도 40% 상회할 듯 신규비즈니스 턴어라운드 및 자회사 상장에 따른 연결가치 재평가에도 주목
엔씨소프트	<ul style="list-style-type: none"> 신규게임과 해외진출에 대한 기대로 우호적인 투자심리 유지 중 2021년 1분기 “블소2”, “리니지2M” 대만 진출이 펀더멘털 리레이팅을 담보할 것 추가적인 IP 활용 및 중장기적으로 멀티플랫폼 전략에도 주목

표 3. 관심 종목

기업	내용
네이버	<ul style="list-style-type: none"> 공격적인 쇼핑부문 확대전략, 광고매출 상승에 주목 하반기 야후재팬과의 합병을 통한 시너지에 대한 기대도 투자심리에 긍정적
위메이드	<ul style="list-style-type: none"> 4분기 신규게임 “미르4” 성과에 주목 “미르2” 중국 라이선스 및 서브라이선스 확대에 따른 실적개선 가시화될 전망
더블유게임즈	<ul style="list-style-type: none"> 코로나 효과에 따른 실적 수혜 지속, 잔존율을 감안하면 이후 매출의 저점 상승 긍정적 더블다운인터랙티브 상장 및 상장 이후 상승에 따른 연결 가치 재평가에 주목
넷마블	<ul style="list-style-type: none"> 기존게임의 매출, 주요게임 중심으로 안정적인 수준 유지 중 “세븐나이츠2” 등 4분기 이후 라인업 상대적으로 충실한 수준

3) 관심종목 네이버, 위메이드, 더블유게임즈, 넷마블

2021년 관심을 가져야 하는 기업은
네이버, 위메이드,
더블유게임즈, 넷마블 등

상대적인 실적 개선의 안정성과 투자심리를 개선시킬 수 있는 이슈 모멘텀 등을 고려했을 때 2021년 관심을 가져야 하는 기업은 네이버, 위메이드, 더블유게임즈, 넷마블 등이 있다. 네이버의 경우 강화된 커머스 기반의 성장이 2021년에도 지속되며 광고를 포함한 전체 실적을 견인할 전망이다. 커머스 플랫폼 다변화, 상품추천시스템 고도화, 다양한 마켓 플레이스 제휴 등을 통해 구매자 및 판매자기반을 확대할 수 있을 것으로 기대하며, 네이버 파이낸셜을 통해 다양한 소상공인 지원으로 충성도를 제고할 수 있을 것으로 판단된다. 글로벌 웹툰 서비스도 2021년에는 턴어라운드 할 수 있을 것이며, 3월 마무리될 것으로 예상되는 일본 라인서비스와 야후재팬의 시너지에 대한 기대도 큰 상황이다. 합병 후 약 32.5% 내외의 지분법 손익 인식이 가능하며, 다양한 시너지를 기대할 수 있겠으나, 커머스 금융 등의 분야에서 중장기적으로 괄목할 만한 성장을 확인할 수 있을 전망이다.

커머스 금융 등의 분야에서
중장기적인 시너지
기대할 수 있을 것

그림 36. 네이버 라인과 야후재팬의 합병

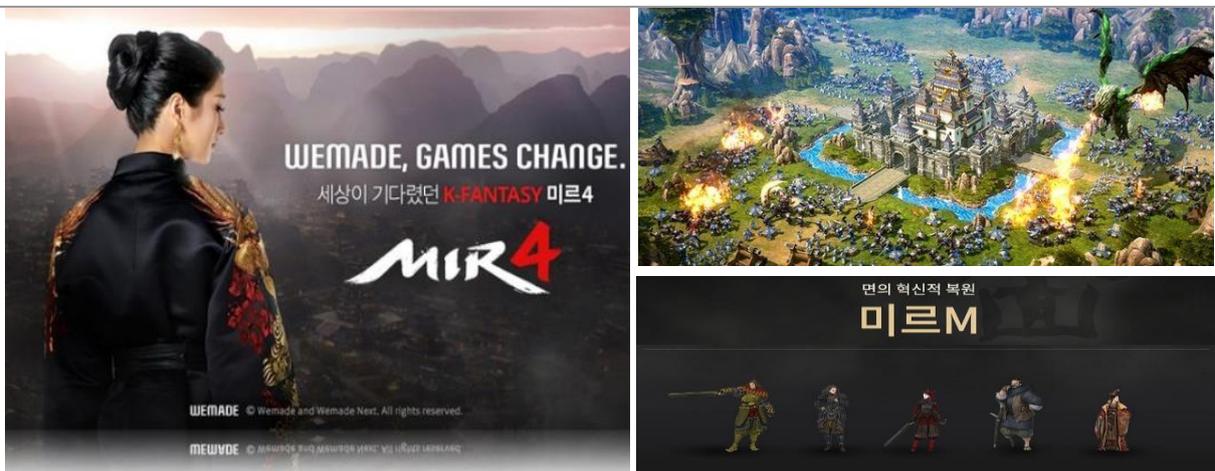


자료: NAVER, 하나금융투자

“미르4”를 시작으로 하는 신규게임 라인업의 성과와 중국시장에서의 ‘미르2’ IP 기반 라이선스 비즈니스 성과 기대가 위메이드 관전포인트

위메이드에 대한 관전포인트는 두가지다. “미르4”를 시작으로 하는 신규게임 라인업의 성과와 중국시장에서의 ‘미르2’ IP 기반 라이선스 비즈니스 성과에 대한 기대가 그것이다. 우선 신규게임 관련해서는 “미르4”를 시작으로 “스타워즈: 스타파이터미션” 등이 4분기 중 출시되며 실적을 견인할 전망이고 2021년에도 “미르4”의 해외진출 포함 “미르M”, “미르W” 등의 ‘미르 트릴로지’가 시장에 선보일 예정이다. 소기의 성과로도 인상적인 실적 개선을 기록할 수 있는 만큼 4분기 이후 실적 개선에 대한 기대치가 그 어느 때보다 높은 시점이다. 중국 라이선스 비즈니스 관련해서는 오랜 숙원이었던 산다와의 저작권 분쟁에서 2020년 6월 승소하면서 탄력적인 비즈니스 운용이 가능해졌으며 손해배상 청구에 따른 판결 및 다양한 불법 서브라이선스에 대한 재계약 등이 연중으로 이루어지며 실적과 투자심리를 개선시킬 전망이다. 특히 ‘미르2’ IP에 대한 확실한 저작권을 확보함으로써 인해서 중국 시장의 빅플레이어들과의 협상이 가능해짐에 따라 ‘미르 트릴로지’의 중국 진출 및 ‘미르2’ IP기반 신작 중국 게임 등에서 가시적인 성과를 기대해도 좋을 것으로 판단된다.

그림 37. 2021년을 수놓을 위메이드의 ‘미르 트릴로지’



자료: 각 사, 하나금융투자

- 더블유게임즈의 관전포인트는
- 1) 2Q19 이후 북미/유럽시장
코로나19 확대에 따른 상승한 매출
21년에도 유지 여부
 - 2) 자회사 더블다운인터랙티브
미국 시장 재성장 시점

더블유게임즈의 관전포인트는 1) 2019년 2분기 이후 북미/유럽시장에서의 코로나19 확대에 따른 소셜카지노 시장 성장으로 급격하게 상승한 매출을 2021년에도 유지할 수 있는가에 대한 부분과, 2) 2020년 상반기 철회되었던 자회사 더블다운인터랙티브(DDI)의 미국 시장 재성장 시점이다. 재무구조 개선도 긍정적인 부분이다. 성장의 관점에서 코로나19로 인한 시장 성장은 둔화될 수 밖에 없는 구조이나 공격적인 마케팅까지 고려할 경우 확대된 유저 기반이 감소하지는 않을 것으로 판단되며 이를 기반으로 2021년 더블유게임즈의 매출은 14% 내외의 성장을 기록할 수 있을 것으로 기대하고 있다. DDI의 성장과 관련해서는 코로나19로 미국시장의 매출이 급격히 증가한 부분이 전화위복이 될 전망이다. 2020년 기준 DDI의 수정 EBITDA가 1,350억 내외로 추정되고 미국시장 경쟁사대비 할인된 수준의 EV/EBITDA 10배를 적용할 경우 더블유게임즈가 보유한 DDI의 지분가치(68%)는 9,180억원에 달한다. 현재 더블유게임즈의 시가총액이 1.1조원 수준이라는 점을 고려할 때 연결가치 재평가는 반드시 주가프리미엄으로 작용할 전망이다.

표 4. 커버리지 기업 Valuation Table

		NAVER	카카오	엔씨소프트	컴투스	NHN	더블유게임즈	넷마블	위메이드
투자 의견		BUY	BUY	BUY	Neutral	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가(원)		360,000	480,000	1,020,000	120,000	110,000	110,000	180,000	64,000
주가(원)		278,000	362,000	800,000	122,000	73,500	61,700	125,500	43,900
시가총액(십억원)		45,665	31,957	17,563	1,570	1,438	1,134	10,773	738
P/E	2019	78.6	(101.0)	49.0	14.0	116.5	10.2	68.8	(73.7)
	2020F	50.9	68.8	27.2	14.3	17.8	8.9	37.9	(185.9)
	2021F	31.2	50.7	15.8	17.2	12.5	6.1	30.7	46.8
P/S	2019	6.9	9.9	10.3	3.3	1.0	2.2	4.9	6.5
	2020F	7.1	7.7	7.2	3.3	0.9	1.7	4.2	6.6
	2021F	7.4	5.8	5.2	3.2	0.7	1.5	3.7	3.4
P/B	2019	6.4	6.0	6.0	1.6	0.9	1.6	2.2	2.9
	2020F	5.2	5.1	5.0	1.5	0.8	1.4	1.9	3.0
	2021F	4.5	4.7	3.9	1.4	0.8	1.2	1.8	2.9
EV/EBITDA	2019	36.1	71.8	30.4	6.6	5.9	6.8	28.2	(136.8)
	2020F	40.7	42.1	17.0	6.5	4.9	4.0	23.1	(38.2)
	2021F	32.9	27.2	9.4	6.8	3.6	2.6	16.4	13.8
영업 이익률	2019	10.8	6.7	28.2	26.8	5.8	30.1	9.3	(8.2)
	2020F	16.3	11.0	35.3	23.2	6.8	30.3	10.9	(17.9)
	2021F	20.6	15.4	44.0	20.0	7.0	34.3	14.3	18.0
순이익률	2019	6.0	(11.1)	21.1	23.4	1.6	21.5	7.8	(25.3)
	2020F	8.9	12.1	26.6	22.1	5.6	20.4	12.1	(14.9)
	2021F	14.6	12.6	32.7	18.2	6.6	27.0	12.5	13.7
ROE	2019	10.6	(5.8)	14.7	12.7	0.8	18.9	3.5	(4.0)
	2020F	13.5	8.0	23.2	11.4	5.0	18.3	5.9	(1.7)
	2021F	17.9	9.6	31.1	8.8	6.7	22.3	6.5	6.7

주: 2020년 11월 16일 종가 기준
자료: 각 사, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

카카오 (035720)

31

엔씨소프트 (036570)

35

2020년 11월 17일

카카오 (035720)

주가는 실적개선의 속도에 반응한다

에닝 서프라이즈의 지속이 주가상승의 원동력

2020년 3분기 기준 카카오의 1년간 분기 평균 매출성장률은 전분기대비 기준으로 9%, 전년동기대비 기준으로는 무려 29.8%를 기록했다. 매분기 시장의 예상을 상회하는 실적을 기록해왔으며, 실적개선 강도가 강했던 만큼 주가 흐름도 견조했다. 2019년말 종가 기준 카카오 주가는 136% 상승했다. 연중 최고가 기준으로는 168% 상승이다. 2021년에도 견조한 실적개선이 예상되는 만큼 양호한 주가흐름을 기대한다. 매출은 5조원을 돌파(5.5조원)해 33.7% 증가할 것으로 예상되며, 레버리지 효과를 감안해 영업이익은 86.7% 개선된 8,490억원을 기록할 전망이다. 주력서비스인 토크즈(커머스 플랫폼광고), 유료컨텐츠의 성장이 지속되고 신규비즈니스도 턴어라운드를 넘어 고성장의 구간에 진입할 전망이다. 여기에 카카오뱅크, 카카오페이, 카카오페이지 등 자회사들의 IPO까지 예정되어 있어 연결가치 재평가도 기대되는 부분이다.

토크즈의 성장은 지속된다(커머스)

톡스토어, 선물하기, 메이커스 등으로 구성된 카카오 커머스 플랫폼과, 카카오 비즈보드가 중심인 플랫폼광고로 구성된 토크즈 비즈니스의 매출성장은 2020년 67.7%에서 2021년 41.4%를 기록할 것으로 판단된다. 커머스의 경우 특채널을 활용해 접근성을 높이고 있으며 카테고리별 구매이력에 기반해 타겟팅된 상품추천 메시지를 통해 거래액 증가에 기여하고 있다. 최근 확인되는 지표들도 향후 성장을 담보하고 있다. 선물하기의 경우 상대적으로 수수료율이 높고 객단가가 비싼 배송상품 비중이 확대되고 있으며 연령대도 확대되고 있어 긍정적이다. 토크즈도 라이브커머스를 도입해 시장경쟁력을 제고하고 있으며, 그 동안 입점을 불허했던 개인 Seller 들에게 2021년부터 입점을 허용할 계획인 만큼 가맹점 증가속도는 배가될 것으로 기대한다.

토크즈의 성장은 지속된다(플랫폼광고)

2020년 카카오의 실적을 언급할 때 가장 화두가 되었던 키워드 중 하나가 '카카오 비즈보드(구, 토크즈)'였다. 카카오 채팅 목록 창 상단에 광고를 띄우는 상품으로 초반 시장의 우려에도 불구하고 고성장을 거듭하고 있다. 압도적인 트래픽을 바탕으로 타겟팅 광고가 노출됨으로써 광고주는 단기간에 광고노출 효과를 극대화할 수 있다. 광고주 증가도 예상보다 빠른 모습이다. 연내 10,000개의 광고주확보를 목표로 했으나 3분기말 기준 12,000개를 돌파하며 목표를 초과달성 하고 있으며 경쟁이 치열한 만큼 단기도 상승중이다. 연초 연평균 일매출 5억원 정도를 추정했으나 최근 실적발표를 통해 12월 기준 10억원을 돌파할 수 있을 것이라는 언급을 고려할 때 4분기 및 2021년에도 예상을 상회하는 광고매출 성장을 확인할 수 있을 것이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 480,000원 | CP(11월16일): 362,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,543.03
52주최고/최저(원)	412,000/134,000
시가총액(십억원)	31,957.2
시가총액비중(%)	1.83
발행주식수(천주)	88,279.6
60일 평균거래량(천주)	795,754.3
60일 평균거래대금(십억원)	297.6
20년 배당금(예상, 원)	127
20년 배당수익률(예상, %)	0.03
외국인 지분율(%)	32.04
주요주주 지분율(%)	
김범수 외 29 인	25.56
국민연금공단	8.47
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.3 63.4 132.8
상대	(6.8) 23.9 97.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,110.4	5,272.0
영업이익(십억원)	449.1	739.7
순이익(십억원)	476.4	635.5
EPS(원)	5,112	6,724
BPS(원)	68,275	74,903

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,417.0	3,070.1	4,124.7	5,513.7	6,851.3
영업이익	십억원	72.9	206.8	454.9	849.0	1,308.6
세전이익	십억원	130.7	(234.3)	684.0	949.0	1,408.6
순이익	십억원	47.9	(301.0)	460.5	630.1	966.6
EPS	원	613	(3,585)	5,259	7,140	10,953
증감율	%	(61.74)	적전	흑전	35.77	53.40
PER	배	168.03	(42.82)	68.83	50.70	33.05
PBR	배	1.67	2.53	5.11	4.65	4.08
EV/EBITDA	배	36.28	28.97	43.29	27.99	19.08
ROE	%	1.04	(5.81)	8.03	9.61	13.16
BPS	원	61,614	60,615	70,827	77,844	88,674
DPS	원	127	127	127	127	127



Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

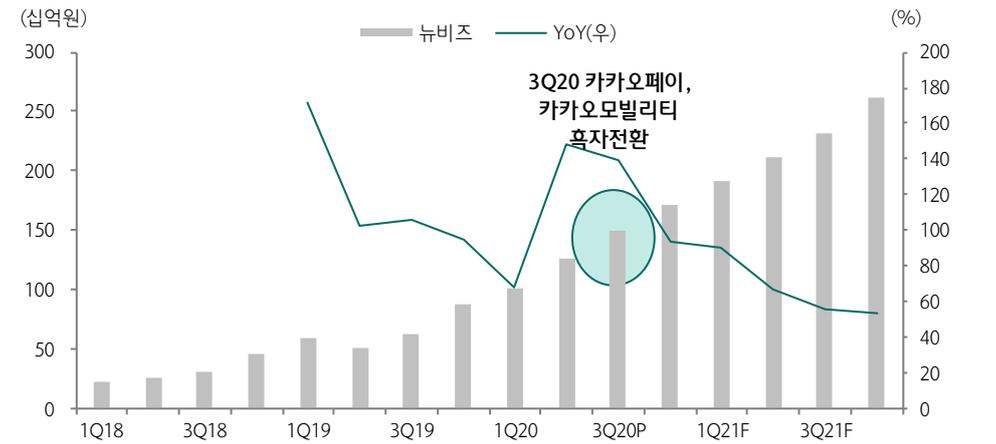
3분기 기준 페이와 모빌리티 모두
BEP 도달하며 예상보다
빠른 성장세를 보이는 중

신규비즈니스도 한 몫 한다.

카카오페이와, 카카오모빌리티 중심의 신규비즈니스의 중장기적인 전망에 대한 컨센서스는 매우 우호적인 수준이다. 여기에 연말 월 기준 BEP를 예상했었으나 3분기 기준 페이와 모빌리티 모두 BEP 도달하며 예상보다 빠른 성장세를 보이고 있다. 페이의 경우 비대면 서비스 선호에 따른 확실한 수요 증가의 혜택이 있는 것으로 판단되며 펀드투자 확대 등 수익성도 빠르게 개선되고 있다. 송금을 제외하고도 결제 금융 부문에서 거래액이 견조한 증가하고 있어 긍정적이다. 카카오페이증권의 계좌 수 증가도 고무적이다 이미 250만 이상의 가입자를 확보하고 있으며 2021년 300만 이상의 계좌를 확보해 중장기적인 성장의 발판이 될 것이다. 궁극적으로 빅데이터를 활용한 종합 자산관리 서비스로 성장할 계획인 만큼 가시화될 경우 기대 이상의 성과를 기록할 전망이다. 모빌리티 역시 기존의 스마트호출, 대리운전과 더불어 발빠른 가맹택시 확대를 통해 외형을 확대하고 있으며 점진적으로 수익성이 개선되고 있다. 수수료가 상대적으로 높은 카카오T블루 등 프리미엄 가맹택시 확대 지속되고 있어 긍정적이다.

기존 스마트 호출, 대리운전과 함께
발빠른 가맹택시 확대 외형 확대

그림 1. 카카오 신규비즈니스의 턴어라운드로 수익성은 빠르게 개선될 전망



자료: 카카오, 하나금융투자

컨텐츠 매출은 웹툰은 고성장 국면,
게임은 흥행하면 고성장,
음악은 안정적 이익 창출이라는
측면에서 밸런스 잘 맞는다고 보임

컨텐츠 부문의 변동성은 고려해야 하나 실적은 이상향

웹툰, 게임, 음악(멜론)으로 대표되는 카카오의 컨텐츠 매출은 웹툰은 확실한 고성장 국면, 게임은 흥행하면 고성장, 음악은 안정적인 이익 창출이라는 측면에서 밸런스가 잘 맞는다고 볼 수도 있다. 특히 웹툰의 경우 이미 언급한 바와 같이 국내와 일본에서의 고성장, 특히 일본 픽코마의 압도적인 성장추세가 고무적이다. 다양한 네트워크를 활용한 양질의 컨텐츠 공급과 한국과 일본에서의 검증된 유통 및 IP 활용성 증가 등을 고려할 때 50%에 가까운 매출증가가 부족하지 않을 전망이다. 게임 부문은 “가디언 테일즈”가 룰런하고 있는 가운데 “엘리온”(PC), “오딘”(모바일) 등의 신규게임 흥행성과가 실적을 좌우할 전망이며, 변동성이 있는 만큼 지켜봐야 할 듯하다. 흥행이 가시화될 경우 주가는 후행적으로 반응할 것으로 판단된다.

표 1. 카카오의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원, %)

	2019	2020F	2021F	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	3,070,111	4,124,719	5,513,707	868,377	952,853	1,100,437	1,203,052	1,257,137	1,328,035	1,408,568	1,519,967
YoY(%)	27.0	34.4	33.7	22.9	30.0	40.5	41.9	44.8	39.4	28.0	26.3
플랫폼	1,434,749	2,123,400	2,972,242	441,825	492,690	554,401	634,484	667,526	712,042	755,103	837,571
특비즈	649,826	1,090,050	1,541,280	224,728	248,410	284,422	332,490	351,537	370,670	390,035	429,038
포털비즈	523,598	486,091	534,412	116,597	117,486	121,158	130,850	124,308	130,523	133,134	146,447
뉴비즈	261,325	547,259	896,551	100,500	126,794	148,821	171,144	191,681	210,849	231,934	262,086
콘텐츠	1,635,362	2,001,319	2,541,464	426,552	460,163	546,036	568,568	589,610	615,993	653,465	682,396
게임	397,379	505,008	655,539	96,840	107,462	150,353	150,353	150,353	157,871	173,658	173,658
뮤직	586,592	616,385	667,840	150,742	151,045	155,742	158,857	162,034	165,274	168,580	171,952
유료콘텐츠	297,249	527,644	783,103	97,024	118,975	148,403	163,243	176,302	186,881	199,962	219,958
IP비즈 및 기타	354,143	352,281	434,983	81,946	82,681	91,538	96,115	100,921	105,967	111,266	116,829
영업비용	2,863,325	3,669,864	4,664,678	780,166	855,082	980,222	1,054,394	1,081,348	1,132,921	1,185,700	1,264,710
YoY(%)	22.2	28.2	27.1	15.0	23.5	35.4	37.3	38.6	32.5	21.0	19.9
인건비	701,542	915,724	1,109,808	198,670	216,526	239,291	261,237	263,971	271,953	280,191	293,693
매출연동비	1,367,970	1,761,883	2,323,583	381,664	409,484	463,745	506,989	529,782	559,660	593,598	640,544
외주/인프라	360,116	431,743	510,432	92,088	106,611	113,867	119,177	121,855	125,292	129,090	134,195
마케팅	151,250	216,917	303,254	29,932	38,545	76,257	72,183	69,143	73,042	77,471	83,598
상각비	220,614	257,860	307,326	58,711	61,621	66,781	70,747	71,454	76,414	77,178	82,280
기타	61,833	85,737	110,274	19,101	22,295	20,279	24,061	25,143	26,561	28,171	30,399
영업이익	206,786	454,855	849,029	88,211	97,771	120,215	148,658	175,789	195,114	222,868	255,258
YoY(%)	183.5	120.0	86.7	218.9	141.7	103.5	86.8	99.3	99.6	85.4	71.7
이익률(%)	6.7	11.0	15.4	10.2	10.3	10.9	12.4	14.0	14.7	15.8	16.8
계속사업이익	(234,257)	683,972	949,029	126,599	204,123	179,593	173,658	200,789	220,114	247,868	280,258
이익률(%)	NA	16.6	17.2	14.6	21.4	16.3	14.4	16.0	16.6	17.6	18.4
당기순이익	(341,925)	500,829	694,913	79,899	145,222	143,728	131,980	147,025	161,176	181,498	205,215
YoY(%)	적자전환	흑자전환	38.8	354.9	368.6	179.3	-129.9	84.0	11.0	26.3	55.5
이익률(%)	NA	12.1	12.6	9.2	15.2	13.1	11.0	11.7	12.1	12.9	13.5
지배주주순이익	(301,002)	460,525	630,104	77,460	139,761	127,526	115,778	130,823	144,973	165,296	189,013
이익률(%)	NA	11.2	11.4	8.9	14.7	11.6	9.6	10.4	10.9	11.7	12.4

자료: 카카오, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,417.0	3,070.1	4,124.7	5,513.7	6,851.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,417.0	3,070.1	4,124.7	5,513.7	6,851.3
판매비	2,344.0	2,863.3	3,669.9	4,664.7	5,542.7
영업이익	72.9	206.8	454.9	849.0	1,308.6
금융손익	62.3	26.4	80.4	60.0	60.0
종속/관계기업손익	6.7	(19.8)	10.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(11.2)	(447.7)	138.7	40.0	40.0
세전이익	130.7	(234.3)	684.0	949.0	1,408.6
법인세	114.8	107.7	183.1	254.1	377.2
계속사업이익	15.9	(341.9)	500.8	694.9	1,031.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.9	(341.9)	500.8	694.9	1,031.4
비배주주지분 손익	(32.0)	(40.9)	40.3	64.8	64.8
지배주주순이익	47.9	(301.0)	460.5	630.1	966.6
지배주주지분포괄이익	59.3	(304.3)	507.8	694.9	1,031.4
NOPAT	8.9	301.8	333.1	621.7	958.2
EBITDA	208.0	425.6	691.1	1,034.4	1,454.8
성장성(%)					
매출액증가율	22.55	27.02	34.35	33.68	24.26
NOPAT증가율	(93.41)	3,291.01	10.37	86.64	54.13
EBITDA증가율	(29.54)	104.62	62.38	49.67	40.64
영업이익증가율	(55.93)	183.68	119.97	86.63	54.13
(지배주주)순이익증가율	(55.89)	적전	흑전	36.83	53.40
EPS증가율	(61.74)	적전	흑전	35.77	53.40
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	8.61	13.86	16.76	18.76	21.23
영업이익률	3.02	6.74	11.03	15.40	19.10
계속사업이익률	0.66	(11.14)	12.14	12.60	15.05

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,859.0	2,829.7	3,867.5	5,033.9	6,381.4
금융자산	2,201.3	2,198.4	3,472.8	4,535.2	5,819.5
현금성자산	1,247.0	1,918.2	2,862.4	3,838.6	5,070.4
매출채권	193.7	157.2	223.2	281.9	317.7
재고자산	35.8	49.4	70.2	88.7	99.9
기타유동자산	428.2	424.7	101.3	128.1	144.3
비유동자산	5,100.6	5,907.6	6,540.7	6,759.7	6,859.5
투자자산	816.1	1,627.7	2,128.4	2,532.7	2,778.7
금융자산	510.9	648.8	738.9	777.2	800.5
유형자산	314.8	349.8	295.0	190.1	122.5
무형자산	3,865.3	3,548.4	3,672.8	3,592.4	3,513.8
기타비유동자산	104.4	381.7	444.5	444.5	444.5
자산총계	7,959.5	8,737.3	10,876.0	12,261.4	13,708.7
유동부채	1,909.3	2,133.8	2,483.9	3,065.9	3,420.0
금융부채	623.4	535.0	338.7	372.3	392.8
매입채무	29.4	28.9	41.1	51.9	58.5
기타유동부채	1,256.5	1,569.9	2,104.1	2,641.7	2,968.7
비유동부채	293.2	563.8	743.0	862.3	935.0
금융부채	45.0	244.6	289.9	289.9	289.9
기타비유동부채	248.2	319.2	453.1	572.4	645.1
부채총계	2,332.4	2,997.1	3,898.9	4,600.2	5,026.9
지배주주지분	5,136.9	5,225.3	6,249.3	6,868.5	7,824.2
자본금	41.7	43.2	44.0	44.0	44.0
자본잉여금	4,647.5	5,043.2	5,631.4	5,631.4	5,631.4
자본조정	1.5	7.2	(22.8)	(22.8)	(22.8)
기타포괄이익누계액	(7.3)	(16.4)	(24.5)	(24.5)	(24.5)
이익잉여금	453.4	148.2	621.2	1,240.4	2,196.1
비배주주지분	490.3	514.8	727.9	792.7	857.5
자본총계	5,627.2	5,740.1	6,977.2	7,661.2	8,681.7
순금융부채	(1,532.9)	(1,418.8)	(2,844.2)	(3,872.9)	(5,136.7)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	613	(3,585)	5,259	7,140	10,953
BPS	61,614	60,615	70,827	77,844	88,674
CFPS	2,099	4,200	8,404	12,854	17,619
EBITDAPS	2,663	5,069	7,891	11,721	16,486
SPS	30,944	36,567	47,098	62,480	77,637
DPS	127	127	127	127	127
주기지표(배)					
PER	168.03	(42.82)	68.83	50.70	33.05
PBR	1.67	2.53	5.11	4.65	4.08
PCFR	49.07	36.55	43.07	28.16	20.55
EV/EBITDA	36.28	28.97	43.29	27.99	19.08
PSR	3.33	4.20	7.69	5.79	4.66
재무비율(%)					
ROE	1.04	(5.81)	8.03	9.61	13.16
ROA	0.67	(3.61)	4.70	5.45	7.44
ROIC	0.25	8.52	11.04	26.63	52.83
부채비율	41.45	52.21	55.88	60.04	57.90
순부채비율	(27.24)	(24.72)	(40.76)	(50.55)	(59.17)
이자보상배율(배)	7.80	16.15	0.00	0.00	0.00

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	491.5	752.7	1,506.5	1,443.9	1,520.7
당기순이익	15.9	(341.9)	500.8	694.9	1,031.4
조정	15	72	20	19	15
감가상각비	135.0	218.8	236.2	185.3	146.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.4)	(5.3)	(114.8)	0.0	0.0
기타	(113.6)	(141.5)	(101.4)	(166.3)	(131.3)
영업활동 자산부채변동	329.3	370.8	802.9	563.7	343.0
투자활동 현금흐름	(1,260.7)	(414.2)	(944.4)	(490.5)	(298.5)
투자자산감소(증가)	(385.6)	(768.9)	(442.0)	(404.3)	(246.0)
자본증가(감소)	(85.3)	(99.3)	(45.2)	0.0	0.0
기타	(789.8)	454.0	(457.2)	(86.2)	(52.5)
재무활동 현금흐름	890.5	322.2	400.7	22.8	9.6
금융부채증가(감소)	(129.0)	111.2	(244.8)	33.7	20.5
자본증가(감소)	1,051.7	397.1	589.0	0.0	0.0
기타재무활동	(18.7)	(175.8)	66.9	(0.0)	0.0
배당지급	(13.5)	(10.3)	(10.4)	(10.9)	(10.9)
현금의 증감	130.2	671.2	944.2	976.2	1,231.8
Unlevered CFO	163.9	352.6	736.0	1,134.4	1,554.8
Free Cash Flow	394.3	646.3	1,457.9	1,443.9	1,520.7

2020년 11월 17일

엔씨소프트 (036570)

검증된 온라인 IP가 가지는 확장성이 만들어 내는 기적

천금 같은 온라인 IP “리니지1”

3년된 “리니지M”의 일매출이 27억원을 넘었다. 엔씨소프트가 발표한 3분기 실적에서 “리니지M”의 매출은 전분기대비 53.4% 증가한 2,452억원을 기록했다. 3분기 초에 실시되었던 3주년 이벤트 및 신서버 효과 때문이다. 물론 일회성 요인이 없지는 않은 만큼 4분기 이후 소폭 하락을 예상하고 있으나 4년차 게임의 분기 매출이라는 점에서 이용자들의 충성도가 놀라울 뿐이다. 모바일게임 뿐만 아니라 온라인 “리니지1” 매출도 매년 실시하는 대규모 업데이트 효과로 전분기대비 45.5% 증가하며 499억원의 매출을 기록했다. ‘리니지’ IP로 3분기 벌어들인 돈이 2,950억원이며 대만에서의 로열티까지 고려하면 3,000억원을 훌쩍 넘는 수준이다. 3년 3개월 동안 “리니지M”이 벌어들인 수익만 3.3조원이다. 그만큼 충성도 높은 고객기반을 형성하고 있다는 것이며, 이는 엔씨소프트가 추구하는 IP의 확장성에 기반한 성장과도 일치한다. ‘리니지’ 외에도 이미 출시된 ‘리니지2’ IP와 더불어 ‘블레이드앤소울’, ‘아이온’ IP가 벌어들일 국내외 수익을 고려한다면 엔씨소프트에 대한 비중확대를 하지 않을 이유가 없다.

2021년 실적은 담보가 되었다

2021년 실적 성장에 대한 고민은 제한적이다. 1분기 “블레이드앤소울2”의 국내 런칭과 “리니지2M”의 대만 서비스가 예정되어 있기 때문이다. 리니지 시리즈 대비 상대적으로 충성도가 높다고 할 수는 없지만 폭넓은 이용자기반을 확보하고 있다는 점에서 흥행가능성이 높으며, “리니지M”이 1년간 1.3조원, “리니지2M”이 10개월간 벌어들인 금액이 8,300억원 내외라는 점을 고려할 때 2021년 1분기 이후의 실적 성장은 확실해 보인다. 2021년 1분기 매출성장률을 24.8%로 추정하고 있으며 온기 반영되는 2분기 매출성장률도 23% 이상이 될 것으로 기대하고 있다.

2021년 이후 라인업은 확대될 것

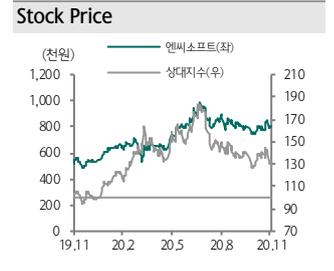
엔씨소프트는 2017년 “리니지M” 출시 이후 2년 5개월 만인 2019년 “리니지2M”을 출시 했으며 다시 1년 2~3개월 만에 “블레이드앤소울2”를 출시할 계획이다. 점진적으로 신작 출시의 간격이 짧아지고 있음에 주목해야 할 것이다. 모바일게임 시장에 첫 발을 디딘 후 다양한 게임 IP를 개발 중이며 글로벌 시장 공략도 2021년을 기점으로 활발해질 전망이다. 2021년 중 “아이온2”의 출시 계획을 언급했으며 블록버스터 급의 IP 외에도 다양한 모바일게임 출시를 예고하고 있다. 결론적으로 짧아진 출시 간격과 양적인 확대에 힘입어 서로 다른 유저 기반과 시장을 공략할 수 있다는 점에서 펀더멘탈개선의 폭과 안정성은 개선될 가능성이 높아지고 있다는 점에 주목하자.

Top Picks

BUY

TP(12M): 1,020,000원 | CP(11월16일): 800,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수(pt)	2,543.03		
52주최고/최저(원)	995,000/485,000	매출액(십억원)	2,421.8 3,199.5
시가총액(십억원)	17,563.2	영업이익(십억원)	861.3 1,335.9
시가총액비중(%)	1.01	순이익(십억원)	674.9 1,024.7
발행주식수(천주)	21,954.0	EPS(원)	30,706 46,611
60일 평균거래량(천주)	106,542.1	BPS(원)	147,964 189,605
60일 평균거래대금(십억원)	85.8		
20년 배당금(예상, 원)	5,220		
20년 배당수익률(예상, %)	0.65		
외국인 지분율(%)			
주요주주 지분율(%)			
김택진 외 9인	12.00		
국민연금공단	11.27		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대			
상대			



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
영업이익	십억원	614.9	479.0	856.6	1,492.6	1,686.4
세전이익	십억원	637.3	496.2	869.7	1,480.6	1,674.4
순이익	십억원	418.2	358.2	645.0	1,109.2	1,267.8
EPS	원	19,061	16,320	29,381	50,523	57,746
증감율	%	(5.19)	(14.38)	80.03	71.96	14.30
PER	배	24.47	33.15	27.23	15.83	13.85
PBR	배	3.66	4.05	5.02	3.90	3.10
EV/EBITDA	배	14.05	19.73	17.26	9.57	7.85
ROE	%	16.44	14.72	23.18	31.09	27.27
BPS	원	127,548	133,449	159,326	204,950	257,796
DPS	원	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220



Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

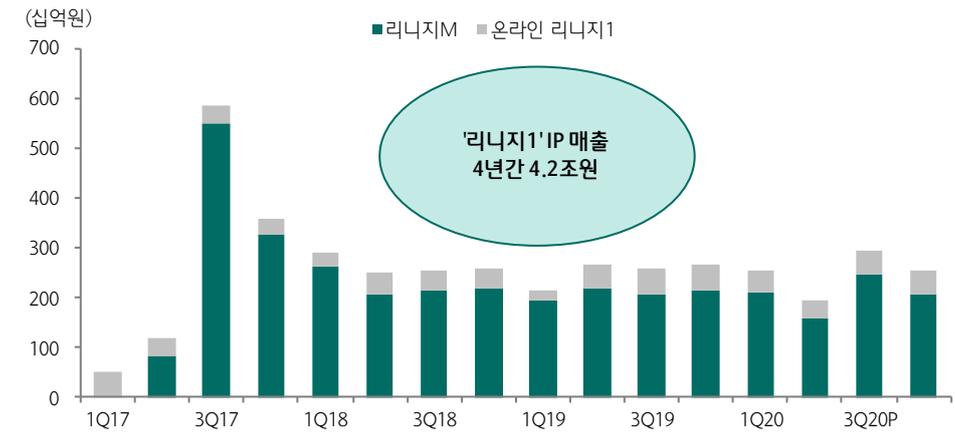
‘유니버스’는 브랜드 이미지 제고를 통한 유저기반 확대 노림수가
관전포인트
인공지능 증권사로 누적된 인공지능 기술을 다양한 사업 기회로 활용

유니버스, 인공지능, 크로스 플랫폼

다소 생소하지만 엔씨소프트는 ‘유니버스’라는 K팝 플랫폼을 출시했으며 이는 모바일을 통해 언제든지 다양한 온·오프라인 팬덤(Fandom) 활동을 즐길 수 있는 플랫폼이다. ‘유니버스’에서는 차별화된 기능 및 콘텐츠가 제공되며 글로벌 팬덤에게 새로운 경험을 선사할 것이라는 대외적인 목표 외에도 다양한 콘텐츠를 확보하고, 엔씨소프트 브랜드이미지 제고를 통한 유저 기반 확대라는 노림수가 있다는 점이 관전포인트가 될 것이다. 인공지능 증권사 설립은 게임과 직접적인 연관관계는 없으나 게임개발을 통해 누적된 인공지능 기술을 다양한 사업 기회로 활용해 수익을 창출하기 위함이다. 크로스 플랫폼과 관련해서는 기본적으로 온라인, 모바일, 콘솔을 넘나드는(연동되는) 게임 출시가 목표가 될 것이나 하나의 IP를 다양한 플랫폼에서 독립적으로 활용할 수 있도록 개발한다는 점에서 이미 온라인 IP의 모바일 활용에서 답을 찾을 수 있으며, 결과도 성공적이다. 좀더 나아가면 현재 접근성이 떨어지는 콘솔 플랫폼 기반의 IP 개발이 관건이 될 것이며 이는 “프로젝트TL”의 출시 이후에나 가시화될 것이라는 점에서 장기적인 접근이 필요해 보인다.

2020년 3분기에도
3,000억원이 넘는 수익을 창출

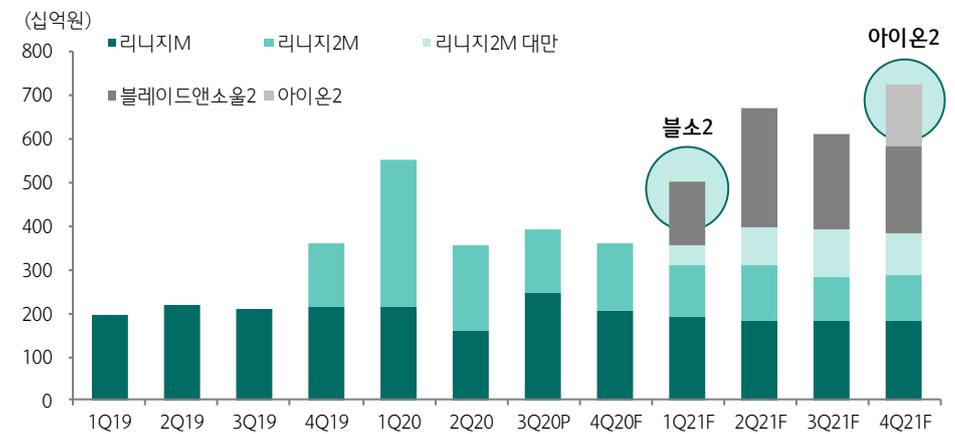
그림 1. 최근 4년간 ‘리니지1’ IP를 활용해 벌어들인 수익(로열티 제외)



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

지속적인 국내외
게임 출시로 매출성장을 담보할 것

그림 2. 주요게임들의 분기별 매출현황 및 전망



자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

표 1. 엔씨소프트의 실적현황 및 전망

	2019	2020F	2021F	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	1,701,185	2,429,273	3,393,603	731,111	538,567	585,170	574,425	716,929	881,783	820,429	974,462
YoY(%)	(0.8)	42.8	39.7	103.8	31.1	47.1	7.6	(1.9)	63.7	40.2	69.6
PC 5종 매출	456,207	460,138	455,243	113,486	103,659	120,689	122,304	116,440	111,496	114,240	113,066
리니지1	174,070	176,260	168,446	44,753	34,264	49,868	47,375	45,006	40,505	42,531	40,404
리니지2	93,589	108,821	119,235	26,443	25,764	26,332	30,282	28,768	30,206	28,696	31,565
월드워2	58,688	64,864	70,871	12,530	15,639	18,818	17,877	16,983	16,134	19,361	18,393
아이온	46,002	36,934	35,750	10,143	8,194	8,453	10,144	9,636	9,155	8,697	8,262
블소	83,858	73,260	60,941	19,617	19,798	17,218	16,627	16,047	15,496	14,956	14,442
모바일	978,584	1,678,614	2,622,473	553,160	357,145	389,633	378,676	529,251	700,327	638,261	754,634
리니지M	834,674	824,067	729,000	212,011	159,876	245,180	207,000	189,000	180,000	180,000	180,000
리니지2M	143,910	834,547	797,896	341,149	197,269	144,453	151,676	166,341	217,408	209,926	204,222
블소2	0	0	831,666	0	0	0	0	143,910	272,919	218,335	196,502
아이온2	0	0	143,910	0	0	0	0	0	0	0	143,910
기타 모바일	0	20,000	120,000	0	0	0	20,000	30,000	30,000	30,000	30,000
기타	68,886	59,118	104,008	11,640	15,474	16,002	16,002	16,002	16,002	16,002	56,002
로열티	197,508	231,404	211,879	52,825	62,289	58,846	57,444	55,237	53,958	51,925	50,759
영업비용	1,222,193	1,572,653	1,901,035	489,687	329,583	367,499	385,884	461,398	479,641	460,744	499,252
YoY(%)	11.1	28.7	20.9	75.4	17.1	36.7	(1.7)	(5.8)	45.5	25.4	29.4
인건비	555,075	707,200	725,907	211,796	162,342	159,128	173,934	185,573	180,573	172,279	187,482
변동비	331,850	683,197	922,519	223,493	138,719	162,183	158,802	205,422	231,406	239,193	246,497
마케팅비용	107,274	118,383	179,530	39,573	12,898	29,723	36,189	52,935	49,669	30,740	46,185
감가상각비	51,969	63,873	73,078	14,825	15,624	16,465	16,959	17,468	17,992	18,532	19,087
기타비용	176,025	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	478,992	856,621	1,492,568	241,424	208,984	217,671	188,542	255,531	402,142	359,685	475,210
YoY(%)	(22.1)	78.8	74.2	203.6	61.5	68.9	33.6	5.8	92.4	65.2	152.0
이익률(%)	28.2	35.3	44.0	33.0	38.8	37.2	32.8	35.6	45.6	43.8	48.8
계속사업이익	496,313	869,737	1,480,568	255,612	216,355	212,228	185,542	252,531	399,142	356,685	472,210
이익률(%)	29.2	35.8	43.6	35.0	40.2	36.3	32.3	35.2	45.3	43.5	48.5
순이익	359,314	645,508	1,110,426	195,441	158,386	152,525	139,156	189,398	299,357	267,513	354,157
YoY(%)	(14.7)	79.7	72.0	161.6	35.5	34.3	157.0	(3.1)	89.0	75.4	154.5
이익률(%)	21.1	26.6	32.7	26.7	29.4	26.1	24.2	26.4	33.9	32.6	36.3

자료: 엔씨소프트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,715.1	1,701.2	2,429.3	3,393.6	4,043.8
판매비	1,100.2	1,222.2	1,572.7	1,901.0	2,357.4
영업이익	614.9	479.0	856.6	1,492.6	1,686.4
금융손익	25.6	38.2	22.8	20.0	20.0
종속/관계기업손익	(2.4)	(19.3)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	(1.7)	(9.6)	(32.0)	(32.0)
세전이익	637.3	496.2	869.7	1,480.6	1,674.4
법인세	215.9	137.0	224.2	370.1	405.2
계속사업이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
비배주주지분 순이익	3.3	1.0	0.5	1.2	1.4
지배주주순이익	418.2	358.2	645.0	1,109.2	1,267.8
지배주주지분포괄이익	76.8	262.7	675.5	1,108.4	1,266.9
NOPAT	406.6	346.7	635.8	1,119.4	1,278.3
EBITDA	642.8	531.5	916.1	1,543.0	1,728.1
성장성(%)					
매출액증가율	(2.48)	(0.81)	42.80	39.69	19.16
NOPAT증가율	(4.49)	(14.73)	83.39	76.06	14.20
EBITDA증가율	4.52	(17.31)	72.36	68.43	12.00
영업이익증가율	5.11	(22.10)	78.83	74.25	12.98
(지배주주)순이익증가율	(5.17)	(14.35)	80.07	71.97	14.30
EPS증가율	(5.19)	(14.38)	80.03	71.96	14.30
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	37.48	31.24	37.71	45.47	42.73
영업이익률	35.85	28.16	35.26	43.98	41.70
계속사업이익률	24.58	21.11	26.57	32.72	31.39

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,576.4	2,087.9	2,644.0	3,872.6	5,180.0
금융자산	1,370.2	1,772.2	2,302.9	3,370.1	4,581.6
현금성자산	185.6	303.4	1,332.2	2,399.3	3,610.9
매출채권	148.5	254.4	273.8	404.4	481.8
재고자산	1.0	2.1	2.2	3.3	3.9
기타유동자산	56.7	59.2	65.1	94.8	112.7
비유동자산	1,364.9	1,258.5	1,290.7	1,262.6	1,234.1
투자자산	951.5	746.9	799.5	821.9	835.2
금융자산	895.1	703.3	752.6	752.6	752.6
유형자산	233.9	350.4	323.8	274.3	233.4
무형자산	54.4	49.6	49.1	48.2	47.3
기타비유동자산	125.1	111.6	118.3	118.2	118.2
자산총계	2,941.3	3,346.4	3,934.7	5,135.3	6,414.2
유동부채	473.1	449.8	490.2	667.0	771.9
금융부채	155.1	42.7	43.8	59.9	69.5
매입채무	1.6	4.6	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	316.4	402.5	446.4	607.1	702.4
비유동부채	89.2	384.4	363.3	384.2	396.6
금융부채	0.0	323.6	319.5	319.5	319.5
기타비유동부채	89.2	60.8	43.8	64.7	77.1
부채총계	562.3	834.2	853.5	1,051.2	1,168.4
지배주주지분	2,367.7	2,499.2	3,067.3	4,068.9	5,229.1
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	432.6	435.5	435.8	435.8	435.8
자본조정	(428.2)	(437.8)	(438.0)	(438.0)	(438.0)
기타포괄이익누계액	188.5	108.4	145.8	145.8	145.8
이익잉여금	2,163.8	2,382.1	2,912.8	3,914.4	5,074.6
비배주주지분	11.3	13.0	14.0	15.2	16.6
자본총계	2,379.0	2,512.2	3,081.3	4,084.1	5,245.7
순금융부채	(1,215.2)	(1,405.9)	(1,939.6)	(2,990.6)	(4,192.6)

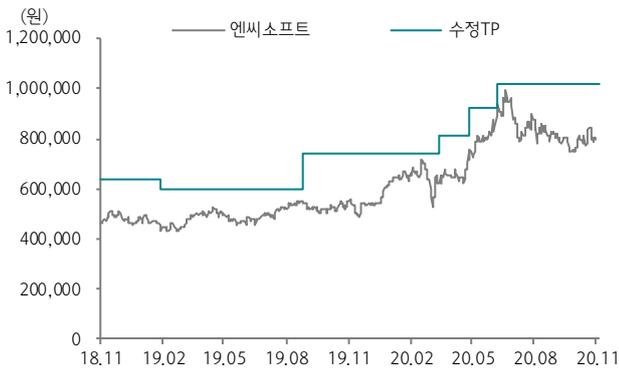
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	19,061	16,320	29,381	50,523	57,746
BPS	127,548	133,449	159,326	204,950	257,796
CFPS	29,813	25,497	42,095	68,827	77,259
EBITDAPS	29,301	24,216	41,727	70,285	78,717
DPS	78,176	77,514	110,653	154,578	184,192
DPS	6,050	5,220	5,220	5,220	5,220
주기지표(배)					
PER	24.47	33.15	27.23	15.83	13.85
PBR	3.66	4.05	5.02	3.90	3.10
PCFR	15.65	21.22	19.00	11.62	10.35
EV/EBITDA	14.05	19.73	17.26	9.57	7.85
PSR	5.97	6.98	7.23	5.18	4.34
재무비율(%)					
ROE	16.44	14.72	23.18	31.09	27.27
ROA	12.93	11.39	17.72	24.46	21.95
ROIC	161.43	102.03	158.79	304.79	397.96
부채비율	23.64	33.21	27.70	25.74	22.27
순부채비율	(51.08)	(55.96)	(62.95)	(73.23)	(79.93)
이자보상배율(배)	184.65	56.89	55.72	74.63	84.32

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	352.8	392.2	668.2	1,181.0	1,322.9
당기순이익	421.5	359.2	645.5	1,110.4	1,269.2
조정	(1)	10	9	5	4
감가상각비	27.9	52.5	59.5	50.5	41.8
외환거래손익	(11.5)	(5.6)	(5.8)	0.0	0.0
지분법손익	2.4	19.3	0.5	0.0	0.0
기타	(19.8)	(56.2)	(45.2)	(45.5)	(37.8)
영업활동 자산부채변동	(55.5)	(70.8)	(69.3)	20.1	11.9
투자활동 현금흐름	68.3	(234.2)	474.3	(22.4)	(13.3)
투자자산감소(증가)	385.6	204.5	(52.6)	(22.4)	(13.3)
자본증가(감소)	(25.7)	(50.2)	(17.4)	0.0	0.0
기타	(291.6)	(388.5)	544.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(424.4)	(45.7)	(123.3)	(91.5)	(98.0)
금융부채증가(감소)	5.2	211.3	(3.0)	16.1	9.6
자본증가(감소)	0.0	2.9	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(274.9)	(135.3)	(13.0)	0.0	0.0
배당지급	(154.7)	(124.6)	(107.6)	(107.6)	(107.6)
현금의 증감	(1.7)	117.9	1,028.7	1,067.1	1,211.6
Unlevered CFO	654.1	559.6	924.1	1,511.0	1,696.1
Free Cash Flow	326.1	341.2	650.2	1,181.0	1,322.9

자료: 하나금융투자

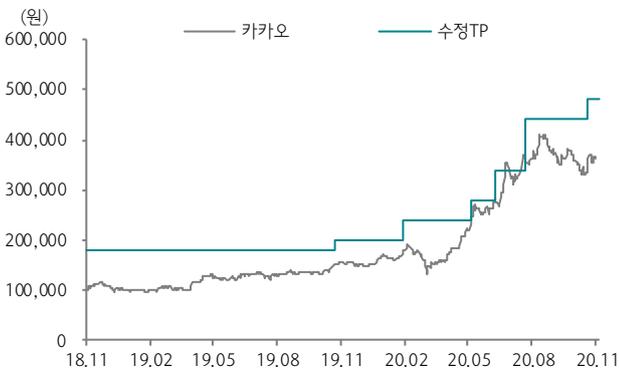
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



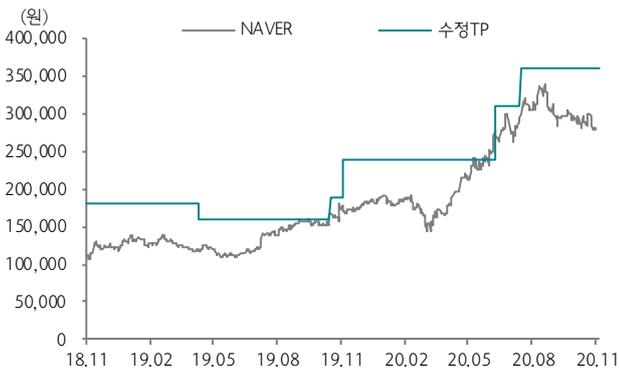
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.24	BUY	1,020,000		
20.5.13	BUY	920,000	-12.26%	0.00%
20.3.30	BUY	810,000	-18.90%	-7.78%
19.9.10	BUY	740,000	-22.13%	-2.70%
19.2.13	BUY	600,000	-18.57%	-8.00%
18.11.12	BUY	640,000	-25.24%	-20.00%

카카오



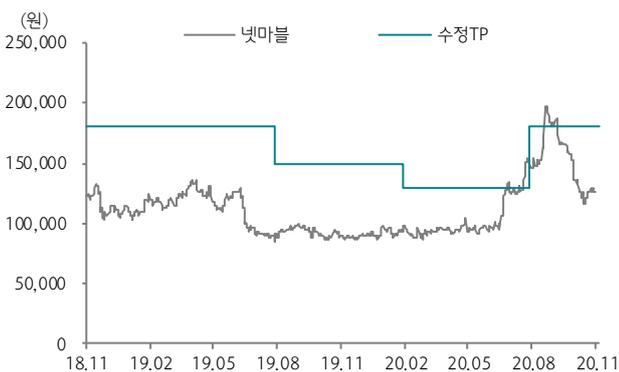
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.5	BUY	480,000		
20.8.7	BUY	440,000	-16.12%	-6.36%
20.6.24	BUY	340,000	-5.18%	8.97%
20.5.21	BUY	280,000	-6.54%	0.54%
20.2.14	BUY	240,000	-26.73%	-3.54%
19.11.8	BUY	200,000	-20.83%	-10.50%
18.11.29	1년 경과	-	-	-
17.11.29	BUY	180,000	-33.00%	-11.39%

NAVER



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.31	BUY	360,000		
20.6.24	BUY	310,000	-9.81%	-3.55%
19.11.19	BUY	240,000	-20.69%	15.00%
19.11.1	BUY	190,000	-12.37%	-5.26%
19.4.26	BUY	160,000	-16.47%	2.50%
18.10.25	BUY	182,000	-31.64%	-23.90%

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.13	BUY	180,000		
20.2.14	BUY	130,000	-20.60%	19.23%
19.8.13	BUY	150,000	-38.71%	-34.00%
19.8.8	1년 경과	-	-	-
18.8.8	BUY	180,000	-35.98%	-24.44%

컴투스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.14	Neutral	120,000		
20.5.13	1년 경과			
19.5.13	BUY	150,000	-34.91%	-22.40%
18.11.8	BUY	190,000	-38.52%	-23.68%

더블유게임즈



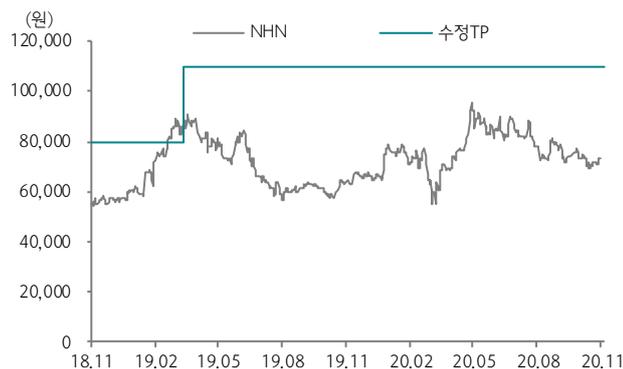
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.26	BUY	110,000		
20.3.30	BUY	70,000	-18.52%	-1.29%
19.4.25	BUY	120,000	-54.59%	-35.42%
18.8.9	BUY	100,000	-37.38%	-26.50%

위메이드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.26	BUY	64,000		
20.3.30	BUY	38,000	-26.50%	-9.34%
19.11.7	BUY	60,000	-51.41%	-37.33%
19.2.9	1년 경과		-	-
18.2.9	BUY	78,000	-49.49%	-23.08%

NHN



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.3.29	BUY	110,000		
18.11.12	BUY	80,000	-17.90%	11.88%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.14%	7.86%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.