

# 액티비전 블리자드 Activision Blizzard (ATVI US)

## 2H21 전망: 하반기부터 신작 모멘텀 기대

매수  
(유지)

목표가: USD 126  
상승여력: 30.3%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

### 2H21 리뷰:

#### 꾸준한 액티비전과 블리자드의 모멘텀

#### 액티비전은 '콜 오브 듀티 워존'을 기반으로 안정적인 성장세 예상

- '워존'이 출시 1주년 (20년 3월)을 넘어감에 따라 2H21 성장률 둔화 우려는 존재
- 그러나 워존 사용자 1억명 상회, '콜 오브 듀티 모바일' 중국 수익화 영향은 긍정적
- 이에 정상화에도 2H21 액티비전 매출액 성장률 flat% YoY 기록하며 유지 예상

#### 2H21 블리자드는 다양한 신작 출시를 통한 매출 성장세 두드러질 전망

- 6월 와우 클래식 '불타는 성전' 확장팩 이후 '디아블로2 리저렉션'이 2H21 출시 예정
- 또한 연말에는 '디아블로 임모탈'이 예정되어 있어 모바일로 진입 본격화
- 이에 2H21 블리자드 매출액 성장률 +27% YoY로 신작 기반 성장 모멘텀 확대 예상

### 2H21 관전 포인트:

#### 인기 IP 파이프라인의 구체화

#### 2H21부터 2022년 이후 인기 IP 기반 신작 라인업 구체화. 중장기 성장 동력 예상

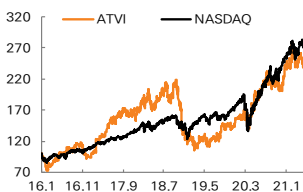
- 11월 예정인 '블리즈컨'은 취소. 다만 2022년초 개최 예정으로 기대감 존재
- 2022년 이후 디아블로4, 오버워치2 등 기존에 언급한 게임들의 일정 구체화 기대
- 또한 워크래프트 기반 다수 게임 출시도 언급. 액티비전 또한 지속적인 모바일화 예상
- 따라서 향후 신작 라인업 구체화에 따른 2022~2023년 실적 상향 가능성 존재

### 구체화되는 신작 라인업 감안시 저평가

#### 액티비전 블리자드에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 USD126 유지

- 최근 주가는 정상화에 따른 매출 성장 둔화 우려로 인해 횡보 지속
- 그러나 2H21 블리자드 위주의 신작 효과 반영되며 기대감 확대될 것으로 예상
- 중장기 관점에서 액티비전 블리자드의 IP는 글로벌 탑티어. 신작 라인업 구체화에 주목
- ATVI 2022년 P/E 23배. 2022년 이후 예상되는 라인업 감안시 저평가 판단

### Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	97.12	시가총액 (십억USD)	75.5
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	84.2
EPS 성장률 (21F, %)	10.9	유통주식수 (백만주)	780.0
P/E (21F, x)	27.3	52주 최저가 (USD)	68.33
MKT P/E (21F, x)	22.5	52주 최고가 (USD)	104.53
배당수익률 (%)	0.4		

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	16.1	37.3
상대주가	2.6	1.7	5.0

### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	7.5	6.5	8.1	8.8	10.4	10.0
영업이익 (십억USD)	2.6	2.1	3.1	3.5	4.3	3.8
영업이익률 (%)	34.4	32.8	38.6	40.0	41.2	37.4
순이익 (십억USD)	2.1	1.8	2.5	2.8	3.4	3.0
EPS (USD)	2.72	2.28	3.21	3.56	4.31	3.74
ROE (%)	17.4	12.4	15.8	14.7	16.8	11.8
P/E (배)	17.0	26.1	28.9	27.3	22.5	26.0
P/B (배)	3.1	3.6	4.8	4.9	4.5	4.4

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 액티비전 블리자드 Activision Blizzard, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 액티비전 블리자드 P/E 밸류에이션

(백만USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	1.32	2.17	2.22	2.72	2.28	3.21	3.56	4.31	3.74
YoY (%)	7.3%	64.4%	2.3%	22.7%	-16.5%	41.1%	10.9%	21.1%	-13.4%
P/E (x)	29.3	16.6	28.2	17.0	25.8	28.8	27.3	22.5	26.0
2022E EPS	4.31								
타겟 P/E	29.3	* 2015년 P/E: 신작 기대감 반영 시기							
목표주가 (USD)	126.5								

자료: 액티비전 블리자드, 미래에셋증권 리서치센터

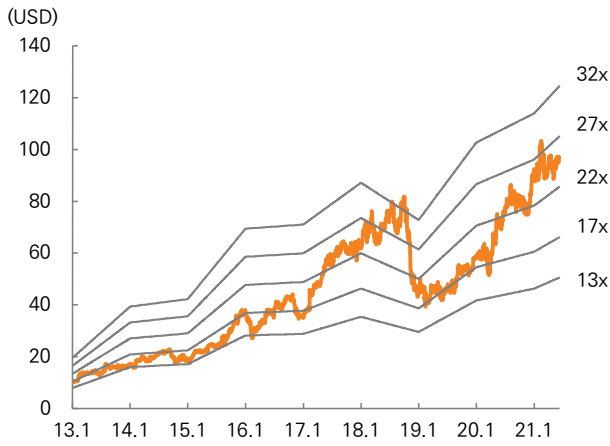
표 2. 액티비전 블리자드 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,788	1,932	1,954	2,413	2,275	2,151	1,764	2,628	6,489	8,087	8,818	10,416
QoQ (%)	(10.0)	8.1	1.1	23.5	(5.7)	(5.5)	(18.0)	49.0				
YoY (%)	(2.0)	38.4	52.4	21.5	27.2	11.3	(9.7)	8.9	(13.5)	24.6	9.0	18.1
액티비전	519	993	773	1,657	891	826	663	1,740	2,220	3,942	4,120	4,113
블리자드	452	461	411	579	483	365	383	878	1,717	1,903	2,109	3,752
킹	498	553	536	577	609	604	590	598	2,031	2,164	2,401	2,505
기타	68	99	65	287	108	99	65	287	462	519	559	559
(이연매출)	266	(146)	187	(638)	209	285	81	(826)	102	(331)	(251)	(393)
결제액	1,522	2,078	1,767	3,051	2,066	1,866	1,682	3,454	6,387	8,418	9,069	10,809
QoQ (%)	(43.8)	36.5	(15.0)	72.7	(32.3)	(9.7)	(9.8)	105.3				
YoY (%)	21.0	72.2	45.6	12.7	35.7	(10.2)	(4.8)	13.2	(12.7)	31.8	7.7	19.2
영업비용	1,077	1,121	1,098	1,666	1,294	1,197	1,028	1,771	4,360	4,962	5,290	6,122
QoQ (%)	(22.9)	4.1	(2.1)	51.7	(22.3)	(7.5)	(14.1)	72.3				
YoY (%)	(0.4)	17.6	18.1	19.3	20.1	6.7	(6.4)	6.3	(11.4)	13.8	6.6	15.7
매출원가	469	456	455	799	569	505	408	867	1,875	2,179	2,348	2,737
R&D	230	280	262	336	337	307	234	361	946	1,108	1,240	1,452
마케팅	236	236	233	338	232	232	225	337	915	1,043	1,026	1,036
판관비	142	149	148	193	156	153	161	205	624	632	676	898
영업이익	711	811	856	747	981	954	736	857	2,129	3,125	3,528	4,294
QoQ (%)	20.5	14.1	5.5	(12.7)	31.3	(2.7)	(22.9)	16.4				
YoY (%)	(4.4)	83.1	143.2	26.6	38.0	17.7	(14.0)	14.7	(17.4)	46.8	12.9	21.7
OPM (%)	39.8	42.0	43.8	31.0	43.1	44.4	41.7	32.6	32.8	38.6	40.0	41.2
Pretax	708	808	853	744	978	951	733	854	2,117	3,113	3,516	4,282
Tax	117	177	170	154	210	190	147	171	363	618	718	856
NI	591	631	683	590	768	761	586	683	1,754	2,495	2,799	3,426
NPM (%)	33.1	32.7	35.0	24.5	33.8	35.4	33.2	26.0	27.0	30.9	31.7	32.9

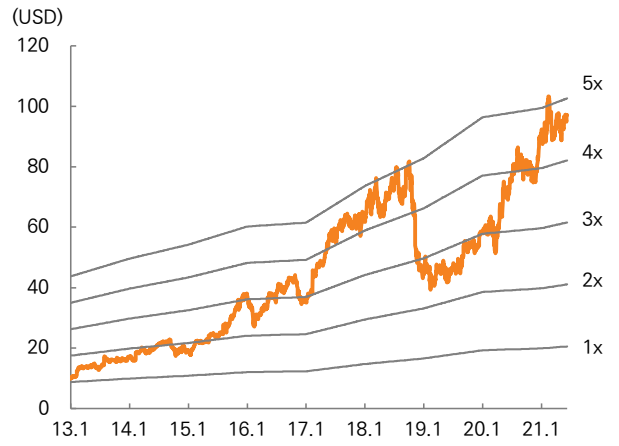
자료: 액티비전 블리자드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 액티비전 블리자드 P/E 밴드



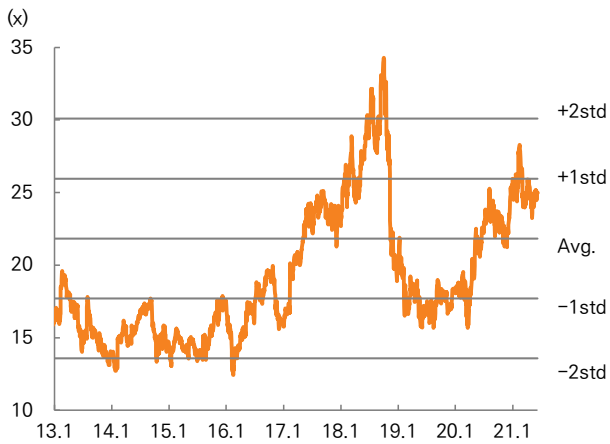
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 액티비전 블리자드 P/B 밴드



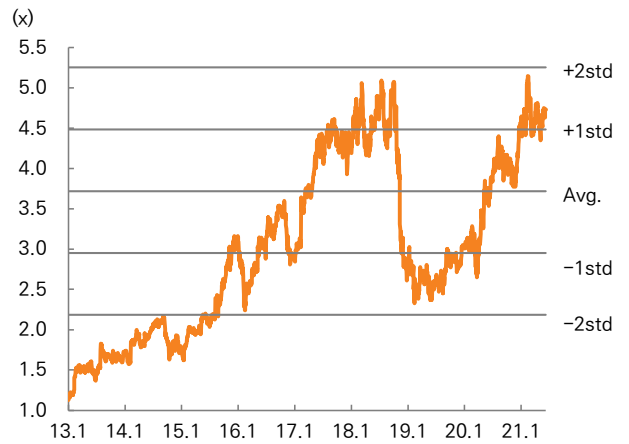
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 액티비전 블리자드 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 액티비전 블리자드 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

액티비전 블리자드 Activision Blizzard (ATVI US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>6,489</b>	<b>8,087</b>	<b>8,818</b>	<b>10,416</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>6,489</b>	<b>8,087</b>	<b>8,818</b>	<b>10,415</b>
판매비와관리비	4,882	5,354	6,002	6,992
<b>발표영업이익</b>	<b>1,607</b>	<b>2,733</b>	<b>2,816</b>	<b>3,423</b>
비영업손익	36	117	120	120
금융 이익	36	86	120	120
기타 이익	0	31	0	0
<b>세전사업손익</b>	<b>1,643</b>	<b>2,850</b>	<b>2,936</b>	<b>3,543</b>
법인세비용	139	653	670	780
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	1,504	2,197	2,266	2,764

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	(13.5)	24.6	9.0	18.1
GP 증가율(%)	0	0	0	0
영업이익 증가율(%)	(19.2)	70.1	3.0	21.6
순이익 증가율(%)	(17.0)	46.1	3.1	22.0
EPS증가율(%)	(17.1)	45.3	1.7	20.7
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	24.8	33.8	31.9	32.9
NPM	23.2	27.2	25.7	26.5

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,831</b>	<b>2,252</b>	<b>3,758</b>	<b>4,217</b>
당기순이익	1,504	2,197	2,266	2,764
주식보상비	167	218	642	831
D&A	327	197	142	133
운전자본변동 및 기타	(167)	(360)	709	490
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(22)</b>	<b>(178)</b>	<b>(83)</b>	<b>(85)</b>
유형자산처분(취득)	(116)	(78)	(83)	(85)
기타	94	(100)	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(237)</b>	<b>711</b>	<b>(2,139)</b>	<b>(2,151)</b>
배당금의 지급	(283)	(316)	(363)	(375)
자본의 증가(감소)	105	170	(1,384)	(1,884)
장단기금융부채의 감소(증가)	0	944	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1,521</b>	<b>2,854</b>	<b>1,536</b>	<b>1,981</b>
기초현금	4,225	5,794	8,647	10,439
기말현금	5,794	8,647	10,439	12,420

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>7,292</b>	<b>10,565</b>	<b>12,452</b>	<b>14,749</b>
현금 및 현금성자산	5,794	8,647	10,439	12,420
매출채권 및 기타채권	848	1,052	1,054	1,247
재고자산	32	0	0	0
기타유동자산	618	866	959	1,082
<b>비유동자산</b>	<b>12,553</b>	<b>12,544</b>	<b>12,455</b>	<b>12,408</b>
유형자산	253	209	180	172
기타 비유동자산	12,300	12,335	12,275	12,236
<b>자산총계</b>	<b>19,845</b>	<b>23,109</b>	<b>24,907</b>	<b>27,157</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,915</b>	<b>3,100</b>	<b>4,221</b>	<b>5,027</b>
매입채무	292	295	300	355
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	2,623	2,805	3,920	4,672
<b>비유동부채</b>	<b>4,125</b>	<b>4,972</b>	<b>4,913</b>	<b>4,913</b>
장기금융부채	2,675	3,605	3,606	3,606
기타비유동부채	1,450	1,367	1,307	1,307
<b>부채총계</b>	<b>7,040</b>	<b>8,072</b>	<b>9,134</b>	<b>9,940</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>12,805</b>	<b>15,037</b>	<b>15,776</b>	<b>17,220</b>
자본금	11,174	11,531	11,717	11,941
이익잉여금	7,813	9,691	11,722	14,942
기타	(18,987)	(6,185)	(7,663)	(9,663)
비지배주주지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>12,805</b>	<b>15,037</b>	<b>15,776</b>	<b>17,220</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	30.1	32.6	33.7	27.9
P/B (x)	3.5	4.8	4.9	4.5
EV/EBITDA (x)	13.5	21.7	22.7	23.5
EPS (USD)	2.0	2.8	2.9	3.5
BPS (USD)	16.57	19.3	20.0	21.6
DPS (USD)	0.41	0.5	0.5	0.6
배당성향(%)	20.9	16.5	16.5	16.5
배당수익률(%)	0.69	0.5	0.5	0.6
매출채권 회전을 (회)	8.7	8.5	8.4	9.1
재고자산 회전을 (회)	173.0	505.4	-	-
매입채무 회전을 (회)	23.8	27.6	29.6	31.8
ROA(%)	8.0	10.2	9.4	10.6
ROE(%)	12.4	15.8	14.7	16.8
ROIC(%)	12.4	15.8	14.7	16.8
부채비율(%)	55.0	53.7	57.9	57.7
유동비율(%)	58.1	84.2	100.0	118.9
순차입금/자기자본(%)	(24.4)	(33.5)	(43.3)	(51.2)

자료: 액티비전 블리자드 Activision Blizzard, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

- 2021.6.9 [글로벌 인터넷: 2H21 전망 - 진검 승부 시작]에서 분리된 자료입니다.
- 각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게재된 원문에서 확인할 수 있습니다.

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.