

# 인터넷플랫폼/게임 (비중확대)

확장 스토리가 남은 곳으로 향하자



# CONTENTS

<b>[요약] 플랫폼은 성장 둔화, 게임은 다시금 성장 가속화</b>	<b>3</b>
<b>I. 광고</b>	<b>4</b>
<b>II. 전자상거래</b>	<b>10</b>
<b>III. 웹툰</b>	<b>17</b>
<b>IV. 게임</b>	<b>21</b>
<b>Top Pick 및 종목 분석</b>	<b>31</b>
카카오게임즈 (293490) <b>Top Pick</b>	
조이시티 (067000)	
네오위즈 (095660)	
NAVER (035420)	

# [요약] 인터넷플랫폼/게임

## 인터넷은 성장 둔화, 게임은 재도약 전망

- 인터넷 주요 사업부 성장 둔화 속 확장 스토리가 남은 게임 업종 주목 필요
  - 1) 광고: 광고 집행비 축소 트렌드로 성장 둔화세 지속 전망되나 검색 광고는 10%대 성장률 유지 전망
  - 2) 전자상거래: 22년 여행/교통 부문 회복 효과 사라지며 둔화 심화. 성장률 7.5% 전망(22년 11.5%)
  - 3) 웹툰: 고성장세를 유지한 20~21년과 달리 10%대 저성장 예상. 글로벌 시장 성장 둔화세 관찰
  - 4) 게임: 22년과 달리 풍부한 신작 출시로 외형 성장 기대. 비용 효율화 기조 강화로 수익성 개선 예상
- 2023 최선호주: 카카오게임즈(293490), 조이시티(067000)
- 그 외 추천주: 네오위즈(095660), NAVER(035420)

### 2023 국내 인터넷/게임 추천주 및 투자포인트

기업명	투자포인트
카카오게임즈	- 1H23에 출시할 에버소울, 아레스, 아키에이지워 등 풍부한 신작 모멘텀 보유 - 다변화된 장르 신작으로 국내 비MMORPG 장르 게임 시장 성장 수혜 예상 - 메인 매출원 오딘의 트래픽 반등세 유지. 11월 말 공성전 업데이트 이후 매출 상승 기대
조이시티	- 신작 부재기를 끝내고 23년 킹오브파이터, 디즈니 나이츠사가, 스타시드 3종 신작 출시 예정 - 킬링포인트로 지급되던 비용 지급 완료로 수익성 개선까지 이어질 전망 - 기존 메인 매출원인 프리스타일, 건쉽배틀, 캐리비안의해적 하향세 둔화 관찰
네오위즈	- 23년 국내 콘솔 최대 기대작 P의 거짓 출시 통해 외형 성장 기대 - 게임쇼에서의 수상 성과, 지스타 시연 열기 등에서 흥행 기대치 상승 - 흥행 시 콘솔 게임 개발사 가치 부각되며 리레이팅 가능 전망
NAVER	- 경기 침체에 따른 광고 시장 둔화 속에서도 검색광고 성장세를 유지 - 리오프닝에 따른 플랫폼 체류시간 감소세가 일단락되며 광고 부문 Q 감소세 완화 - 버티컬 서비스 강화에 따른 커머스 부문 거래수수료율 증가되고 있는 점 긍정적

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# I — 광고

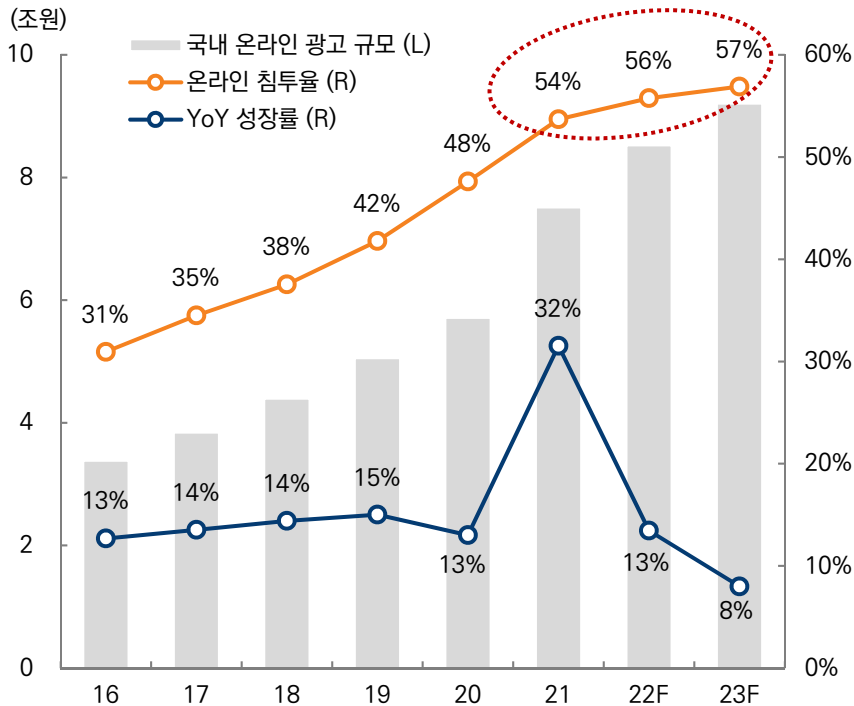


# I. 광고

## 둔화 심화되는 온라인 광고 성장세

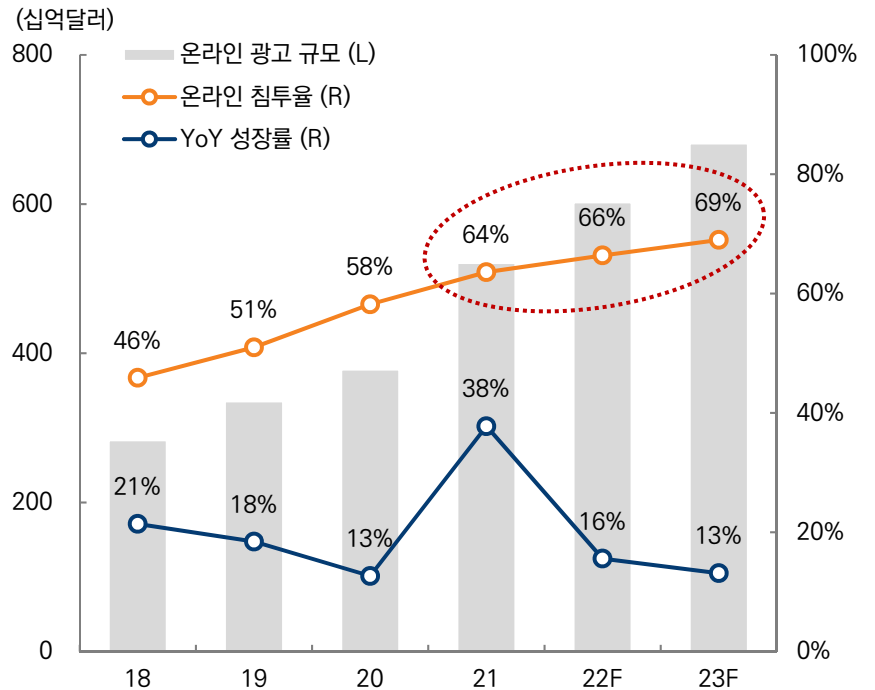
- 국내 온라인 광고 시장 성장세 둔화는 23년에도 이어질 전망. 21년 32%, 22년 13%, 23년 8%
- 경기침체에 따른 광고주들의 집행비 축소 영향으로 1H23까지 성장 둔화세 지속 예상
- 매크로 요인 외에도 2016~2021년 급격하게 오른 온라인 침투율이 성장 둔화 압력으로 작용
- 연 5%p 수준으로 올라온 온라인 광고 침투율이 올해는 2%p, 23년 1%p 상승에 그칠 전망

국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



주: 과거 수치는 제일기획 자료. 22년 이후는 자체 추정  
자료: 제일기획, 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



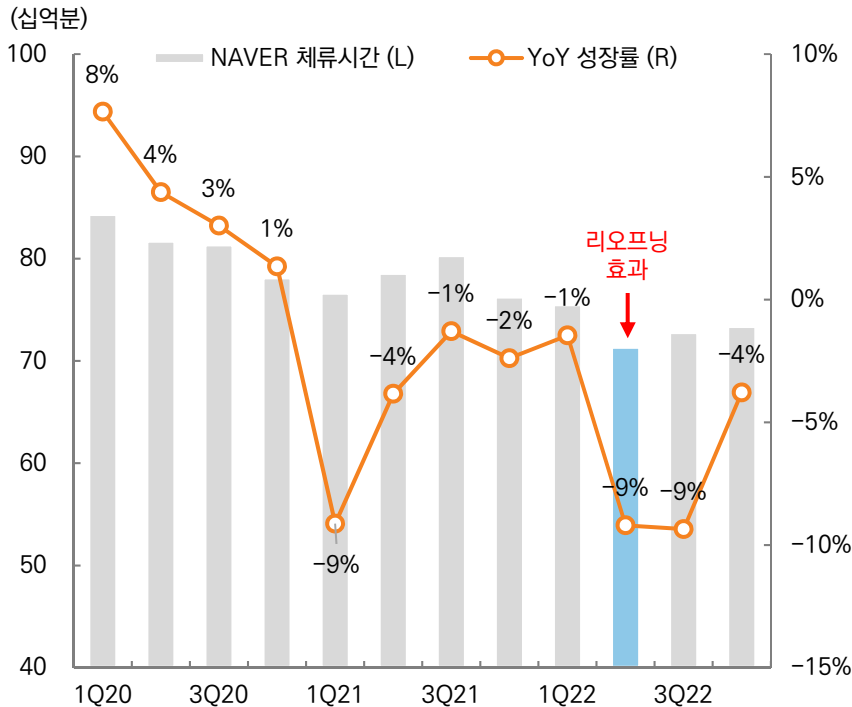
자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 광고

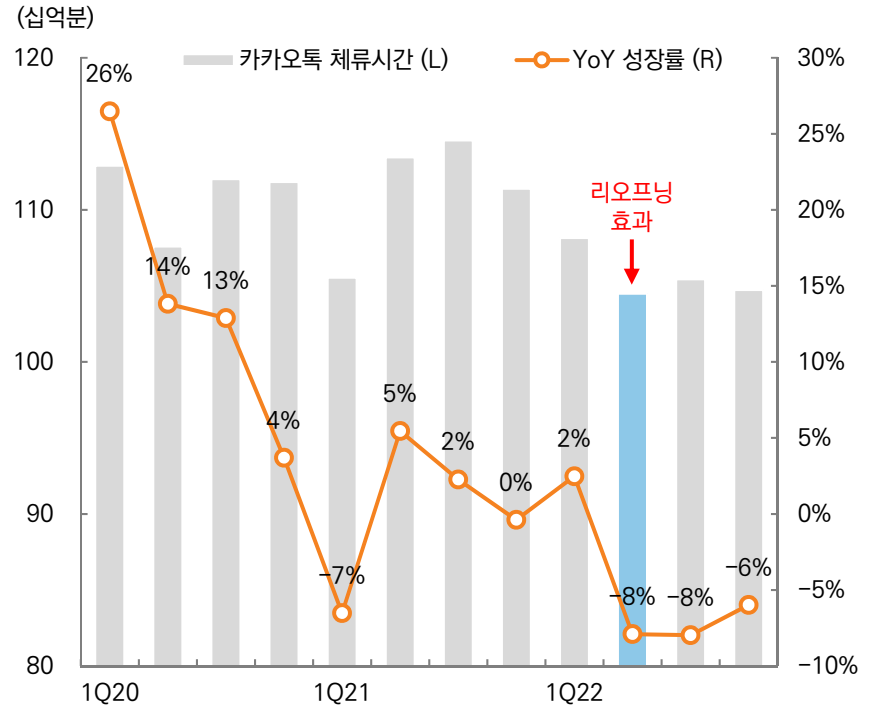
## 플랫폼 체류시간 둔화세 완화 현상 관찰

- 2H22 체류시간 상승세 관찰됨에 따라 이용자 트래픽 하락에 따른 Q 감소는 제한적일 전망
- 22년은 리오프닝으로 외부활동 증가에 따른 주요 온라인 플랫폼 체류시간 감소 현상을 경험  
NAVER: 20년 +4%, 21년 -4%, 22년 -6%. 카카오: 20년 +14%, 21년 Flat, 22년 -5%
- NAVER 총체류시간 추이는 2Q22를 저점으로 반등 중
- 카카오도 하락세가 일단락되긴 했으나 NAVER에 비하면 상대적으로 작은 수준

NAVER 플랫폼 분기 총체류시간



카카오톡 분기 총체류시간

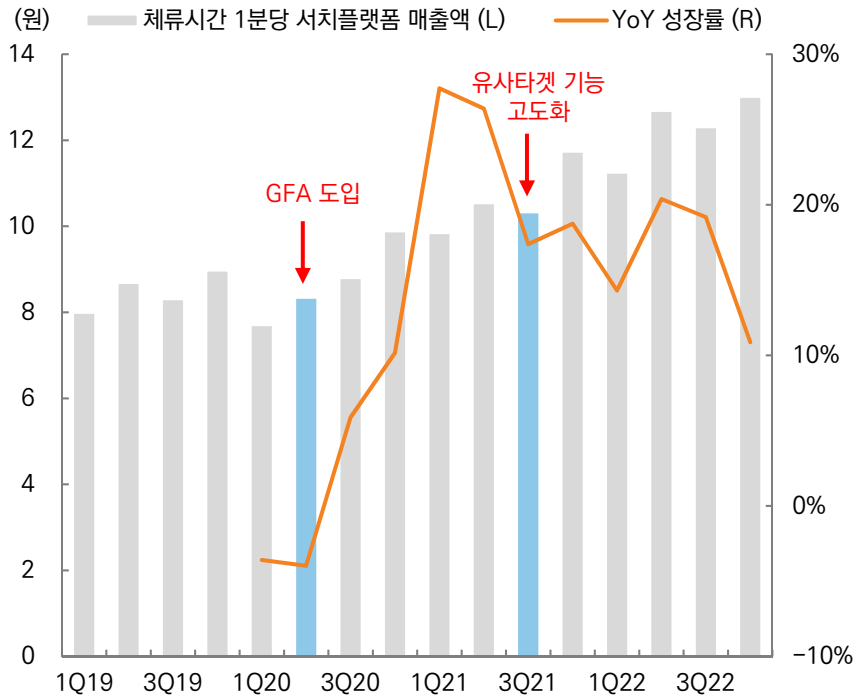


# I. 광고

## 효율성 증대의 NAVER vs 인벤토리 확대의 카카오

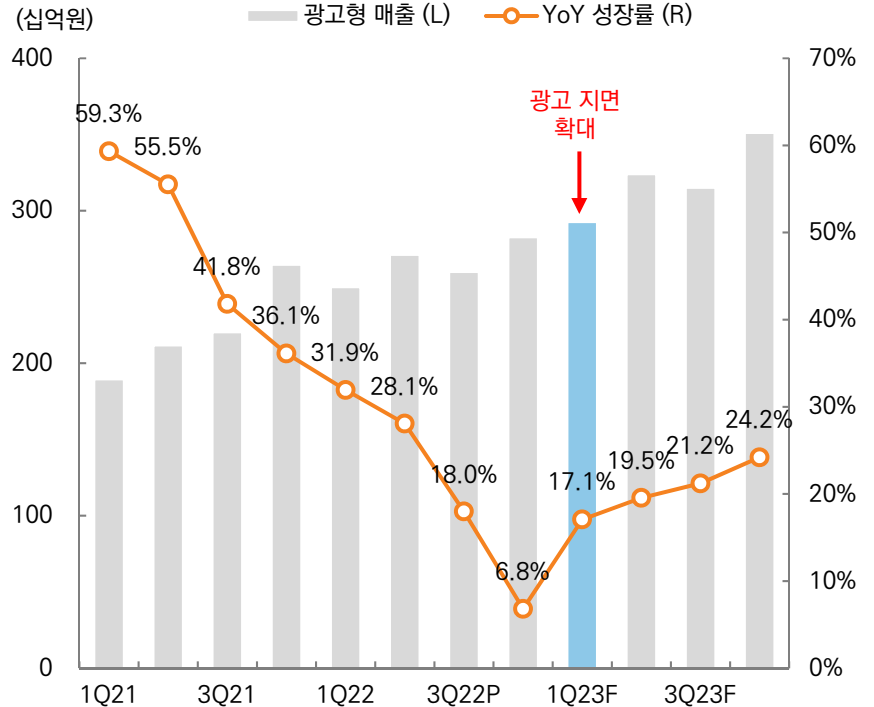
- NAVER는 AI, 빅데이터 기술을 활용한 타겟팅 기술 확대로 광고 효율성 증대에 집중
- 2Q20 GFA(성과형 디스플레이 광고), 3Q21 유사타겟 기능 고도화, 2022 스마트 블록 확대 등
- 카카오는 타겟팅 고도화보다는 신규 광고 지면 확장으로 23년 승부수. 친구탭 + 오픈링크 광고
- 수익화 하지 않은 오픈채팅 트래픽(발송 메시지 수 기준으로는 일반 채팅방 이상)에 대한 광고 도입이 핵심. 신규 지면 광고 매출 1Q23 일 5억원 예상(인벤토리 일부 활용한 특비즈 광고 초창기 수준)

### 타겟팅 고도화의 NAVER



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 신규 지면 확대의 카카오



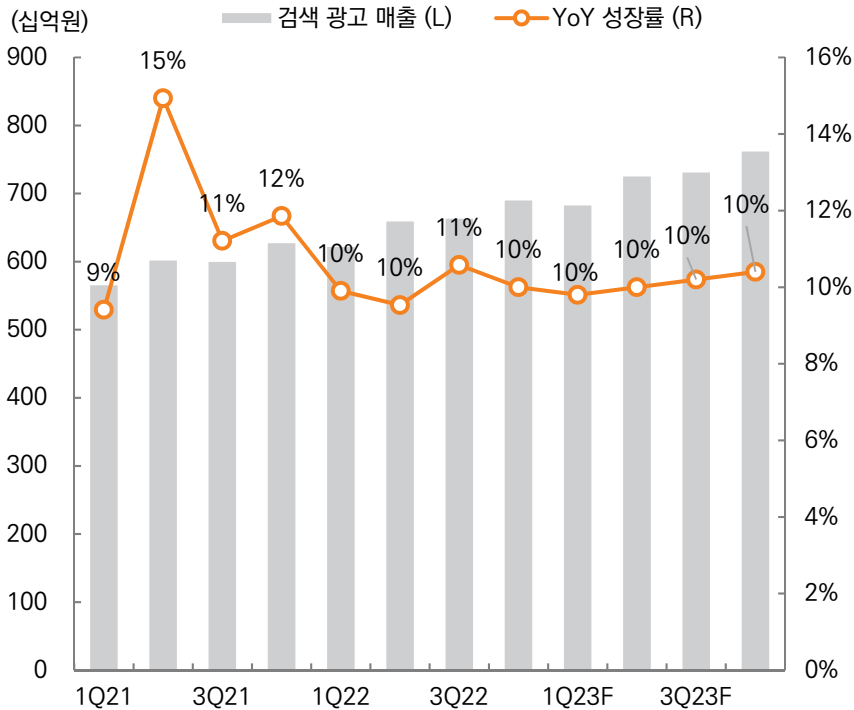
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# I. 광고

## NAVER 검색 광고는 상대적으로 견조

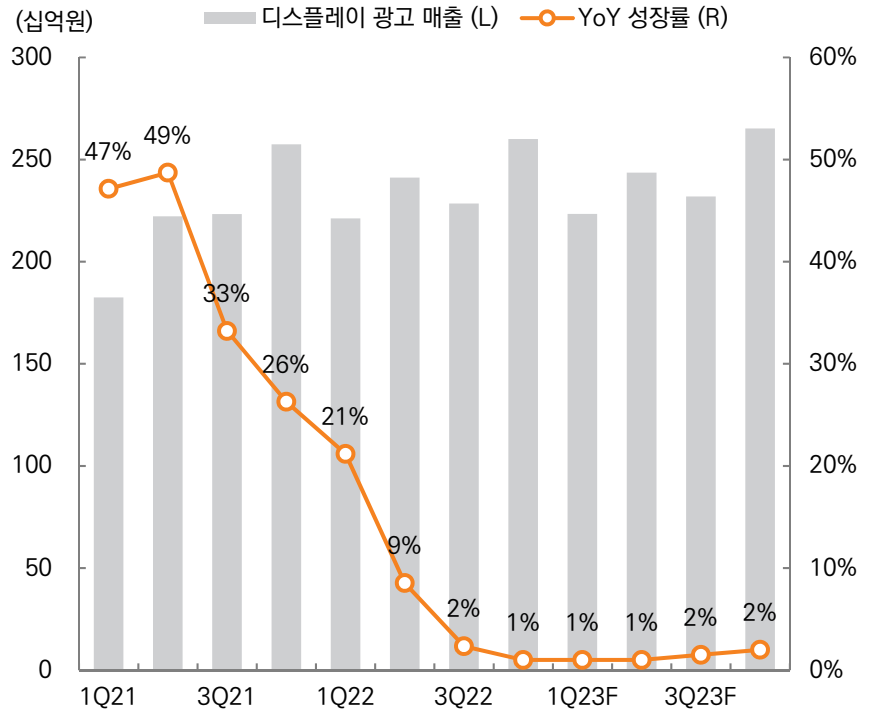
- 30%대 성장률을 보이다 2% 수준까지 성장률이 떨어진 디스플레이 광고와는 달리 검색 광고 견조
- 3Q22 NAVER 검색 광고 성장률은 10.6%로 기대치를 상회. 23년도 10%대 성장 지속 전망
- 검색 광고의 상대적 강세는 경기침체로 집행비를 줄이기 시작한 광고주들이 필수 광고로 영상, 배너 등의 광고보다는 검색 광고를 택하고 있기 때문. 디스플레이 광고에 비해 경기 비탄력적
- 키워드 기반의 세분화된 광고를 노출시킬 수 있어 타겟팅 효율 또한 아직 디스플레이 광고보다 높음

NAVER 검색 광고 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER 디스플레이 광고 분기 매출



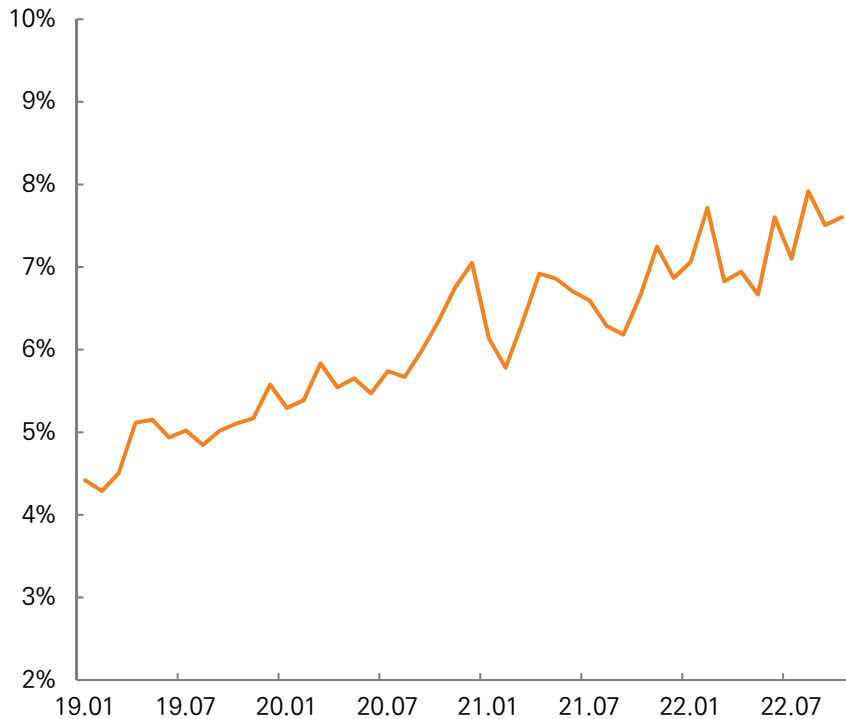
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# I. 광고

## 검색 광고 위주의 NAVER가 보다 긍정적

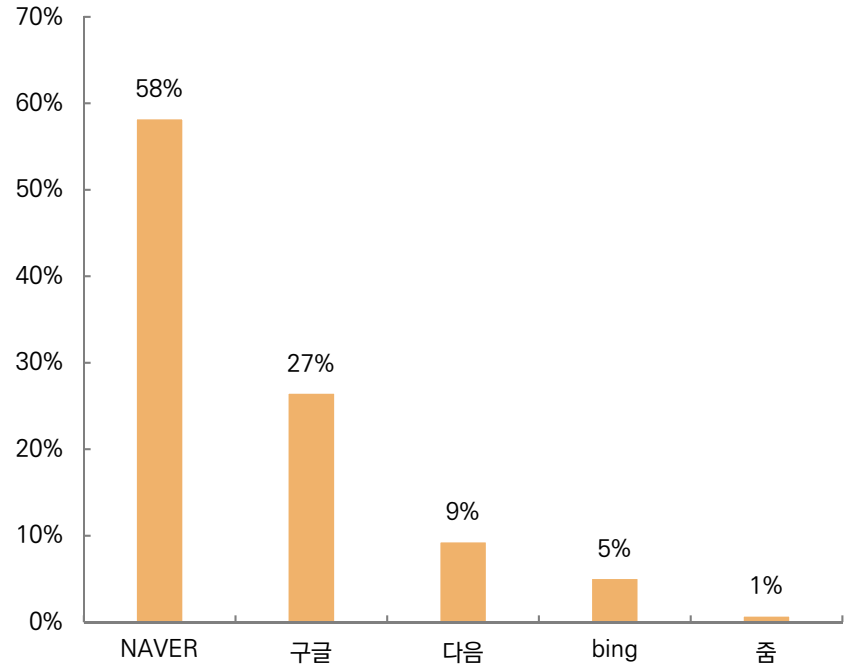
- 경기 침체기 소수 대형 매체에 광고 예산이 집행되는 특성을 고려 시 NAVER와 카카오의 디지털 광고시장 내 점유율 상승은 예상되나 전체 광고집행비 둔화에서 자유롭지는 못함
- 경기 비탄력적인 검색 광고 사업이 23년 상대적으로 안정적인 성장 예상. NAVER 추천
- NAVER의 검색 엔진 점유율이 과반, 그리고 2위 사업자와의 격차가 2배 넘게 유지하는 상황 속에서 NAVER 체류시간 내 커머스(네이버쇼핑) 이용 비중이 지속적으로 증가 중
- NAVER를 상품 검색 목적으로 이용하는 비중이 증가 → 검색 광고 지면 가치 상승

### NAVER 체류시간 내 커머스 이용 비중



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 국내 검색 엔진 쿼리 점유율



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

## II — 전자상거래

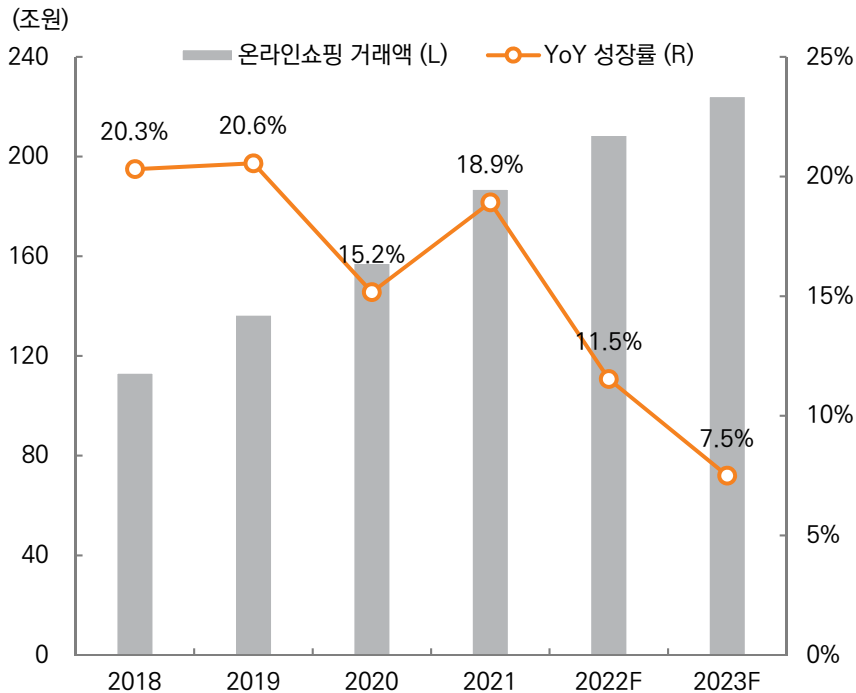


## II. 전자상거래

### 23년 성장세 둔화 지속 전망

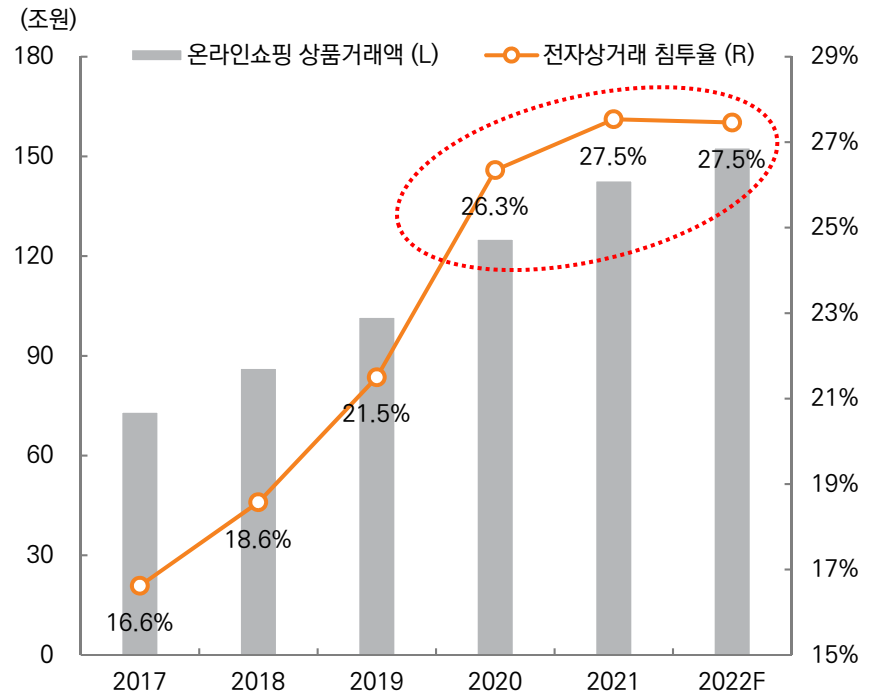
- 23년 국내 전자상거래 시장 YoY 7.5% 성장 예상. 21년 18.9%, 22년 11.5%에서 둔화 전망
- 1) 경기 침체에 따른 소비력 감소(전체 소매시장 둔화), 2) 리오프닝에 따른 오프라인 소비의 증가 영향
- 그러나 보다 큰 구조적인 요인은 3) 이미 글로벌 최고 수준에 도달해버린 전자상거래 침투율
- 22년 예상 전자상거래 침투율은 27.5%로 21년과 동일한 수준을 기록할 것으로 추정
- 온라인으로 물건을 살 사람은 코로나 시기까지 유입 완료. 커머스 플랫폼들의 Q(이용자수) 성장 일단락

#### 국내 전자상거래 시장



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

#### 한계에 부딪혀가는 침투율



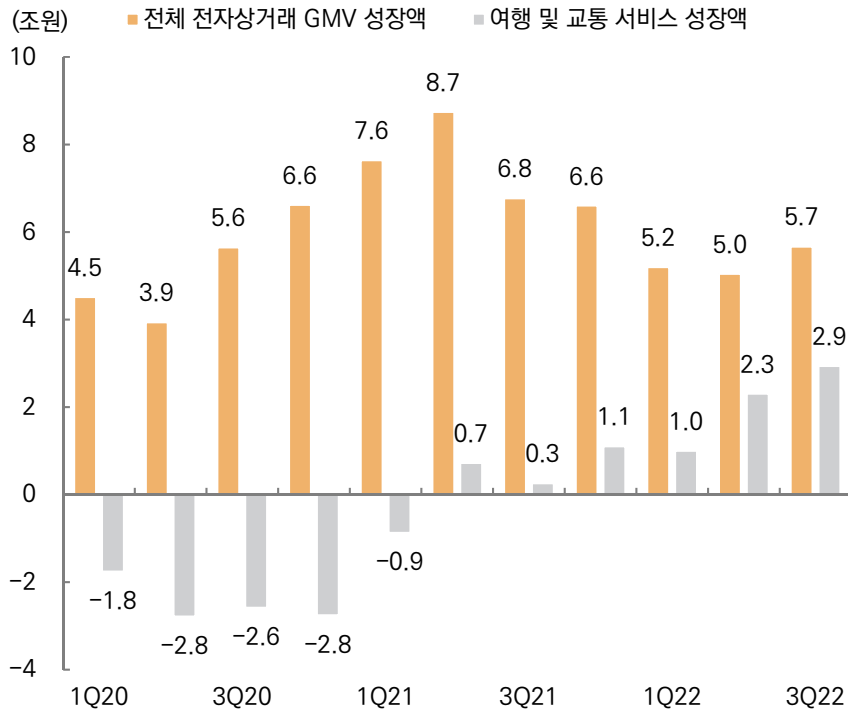
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## II. 전자상거래

### 23년 성장세 둔화 지속 전망

- 리오프닝 및 해외여행 재개에 따른 여행/교통 부문 일회성 효과 사라지며 23년 둔화 심화 예상
- 국내 전자상거래 시장 GMV 성장률이 1Q: 11.8%, 2Q 11.1%, 3Q: 12.2%로 성장세 둔화 추세를 멈추고 반등한 것으로 보일 수 있으나 여행 일회성 효과를 제외하면 성장률 둔화 지속 중
- 3Q22 전체 GMV는 YoY 5.7조원 증가했는데 이 중 52%가 여행 및 교통 서비스 부문 성장액
- 여행 및 교통 서비스를 제외하고 추산하면 1Q: 9.9%, 2Q 6.3%, 3Q: 6.2%로 성장세 둔화 지속 중

전체 전자상거래 GMV YoY 성장액, 여행 및 교통 서비스 성장액



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

여행 및 교통 서비스 제외 GMV



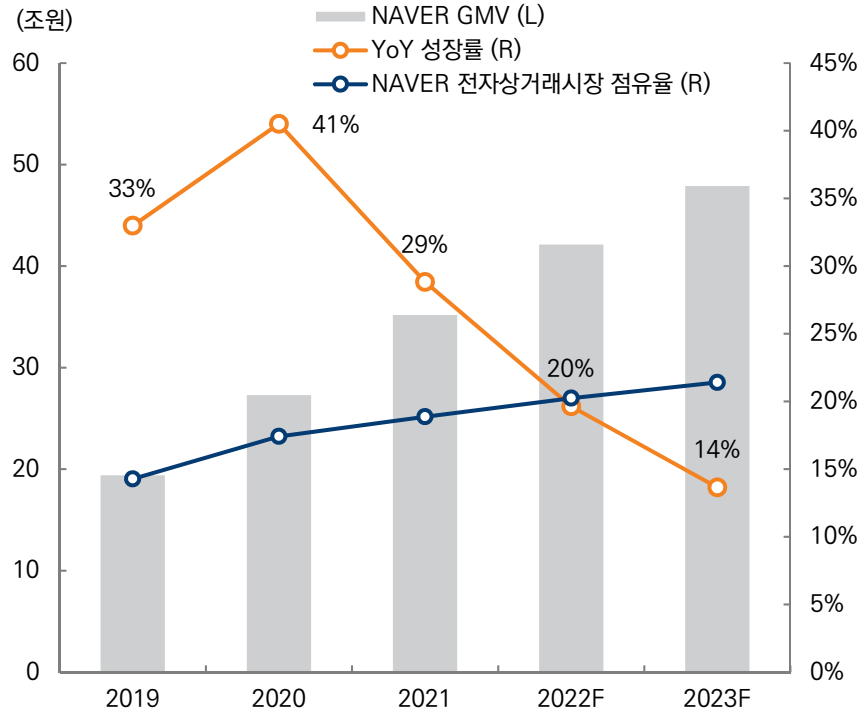
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 전자상거래

### NAVER, 쿠팡 양강 구도 확립

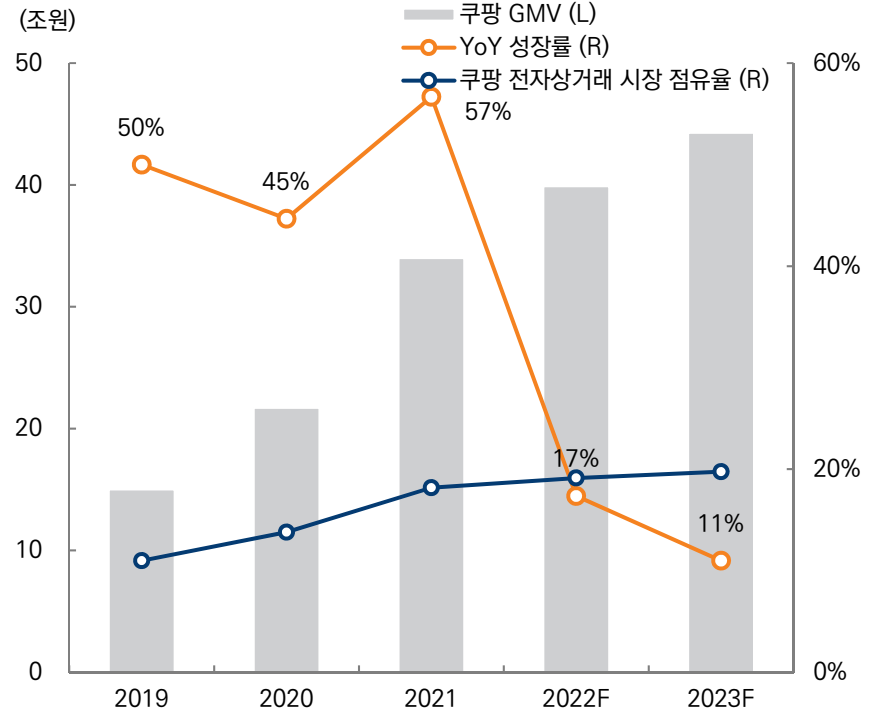
- 시장 둔화 속에서도 NAVER와 쿠팡은 시장을 상회하는 성장률 기록하며 양강 구도 확립
- 22년 국내 전자상거래 시장 성장률 11.5%로 하락했지만 NAVER(GMV 20% 성장), 쿠팡(GMV 17% 성장) 모두 시장 상회하는 성장률을 기록
- 23년에도 NAVER와 쿠팡의 GMV는 각 14%, 11%로 시장 성장률 7.5%를 상회하는 성장률 예상
- NAVER와 쿠팡을 제외한 나머지 이커머스 플랫폼들은 시장 점유율 하락세 지속

#### NAVER GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

#### 쿠팡 GMV



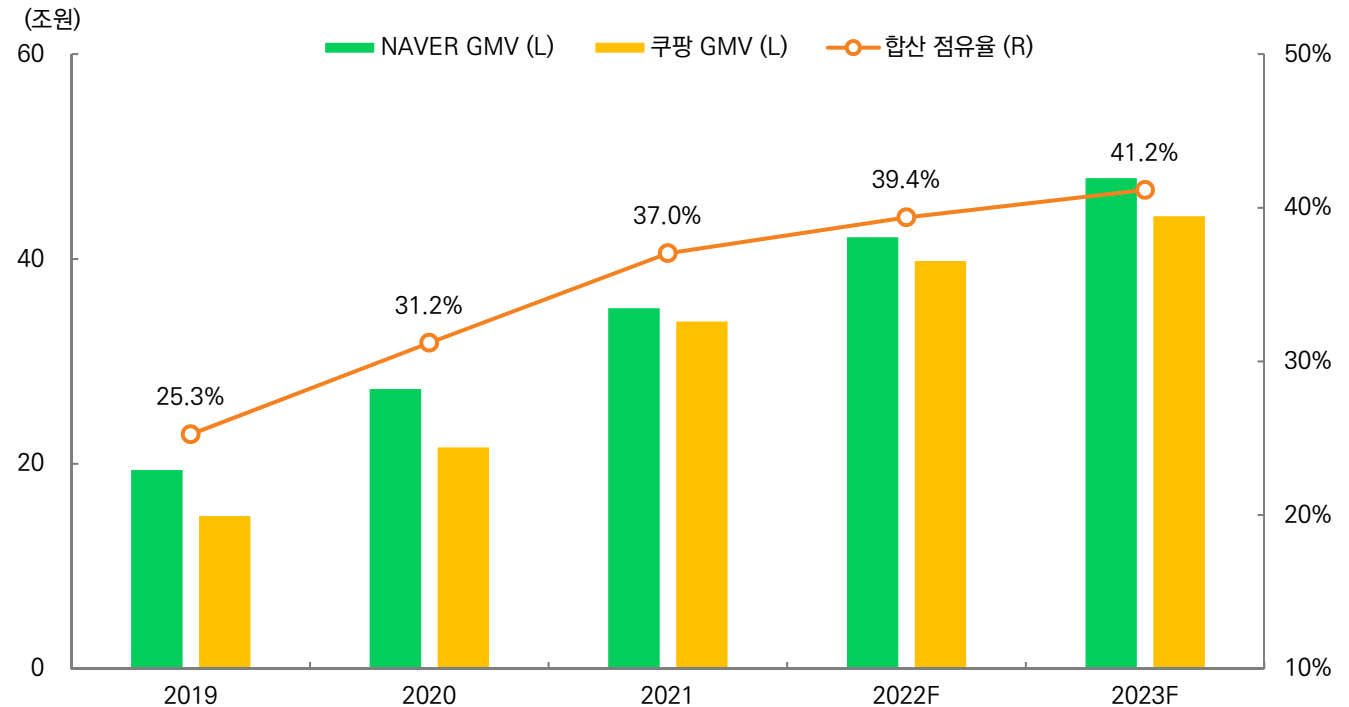
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## II. 전자상거래

### NAVER vs 쿠팡

- NAVER, 쿠팡 합산 국내 전자상거래 시장 점유율은 19년 25%에서 22년 40%로 급격히 상승
- 코로나 이후 급격히 유입된 신규 전자상거래 이용자들을 양 플랫폼이 대부분 흡수. NAVER는 스마트스토어와 네이버페이로 강점으로, 쿠팡은 새벽배송을 강점으로 성장
- 양사의 전자상거래 시장 점유율이 각 20%를 넘어서게 되면서 직접적인 충돌 불가피

NAVER, 쿠팡 GMV 및 합산 점유율 추이



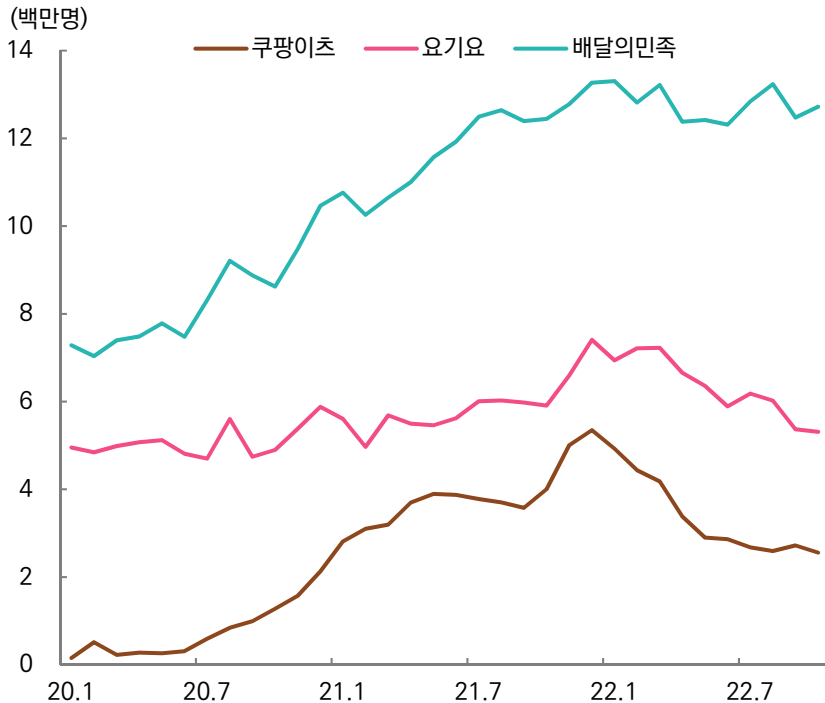
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## II. 전자상거래

### 쿠팡의 국내 확장력은 한계에 도달

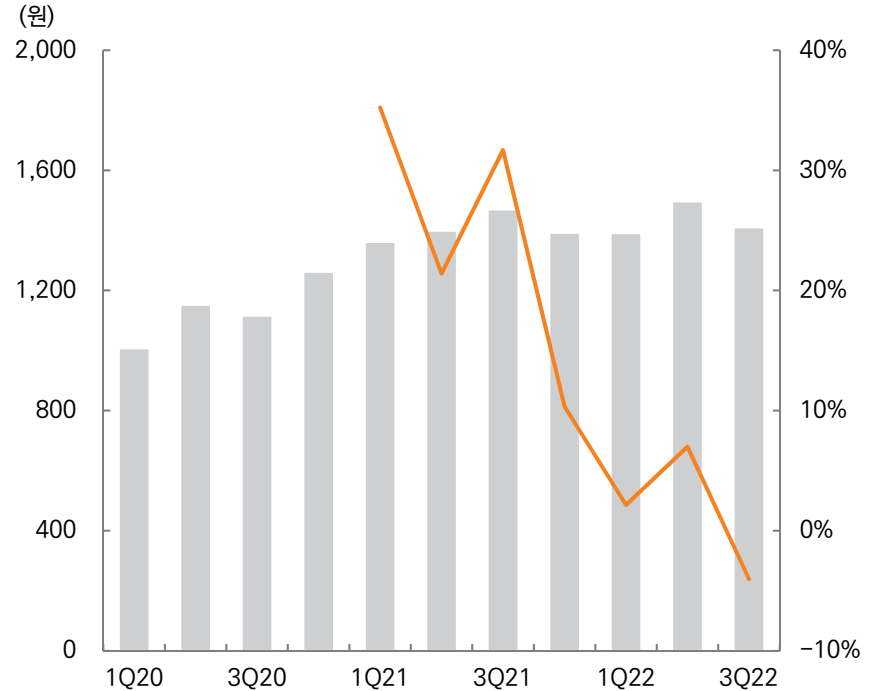
- 생필품 판매 중심의 쿠팡의 외형 성장은 서비스 상품군도 잘하는 NAVER보다 둔화 압박이 심해질 전망
- 대규모 풀필먼트 시스템을 통한 배송 최강자 지위는 유지할 것이나 이커머스 경쟁사들이 배송 시스템 최적화를 통해 당일 배송 상품을 증가시킬 수록 쿠팡 강점은 점진적으로 희석 전망
- 대규모 유통품목수(SKU)와 당일 배송 서비스를 통해 생필품 분야의 최강자가 되었지만 생필품을 제외한 중가, 고가 상품을 NAVER가 아닌 쿠팡에서 사고 싶게 만드는 유인이 부재
- 쿠팡이츠, 쿠팡플레이 등의 서비스 확장을 노렸으나 성장 둔화 지속 현상 관찰 중

배달앱 안드로이드 MAU 추이: 배달의민족 독주 강화



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

쿠팡 체류시간 1분당 발생 GMV



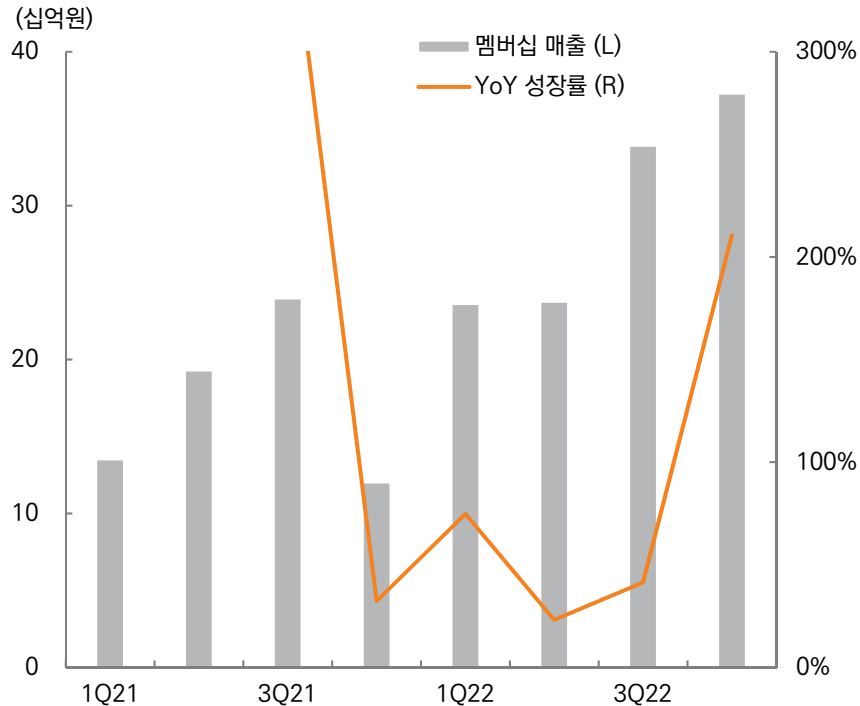
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## II. 전자상거래

### NAVER의 Q, P 상승은 여전히 진행

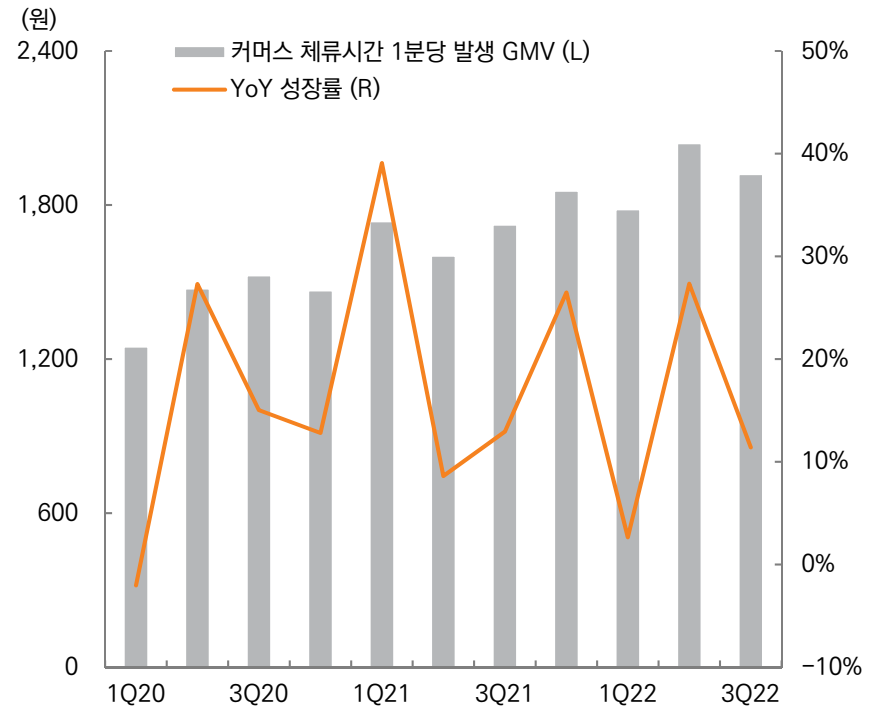
- 버티컬 서비스 강화와 혜택 다변화로 멤버십 신규 이용자 수 증대. 3Q 멤버십 매출 QoQ 42% 증가
- 네이버웹툰, 시리즈 등 네이버 콘텐츠와의 결합으로 콘텐츠 이용자들의 유입 지속 증가
- 커머스 영역에서의 AI 기술 접목을 통한(AITEMS) 맞춤형 추천 고도화로 쇼핑 효율성이 증대 중
- NAVER 커머스 체류시간 1분당 발생 GMV(분기)는 YoY 15% 수준을 유지하며 P의 증가세 지속. 체류시간 1분당 발생 GMV가 정체된 쿠팡과는 다른 모습

NAVER 멤버십 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER 커머스 체류시간 1분당 발생 GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# III — 웹툰

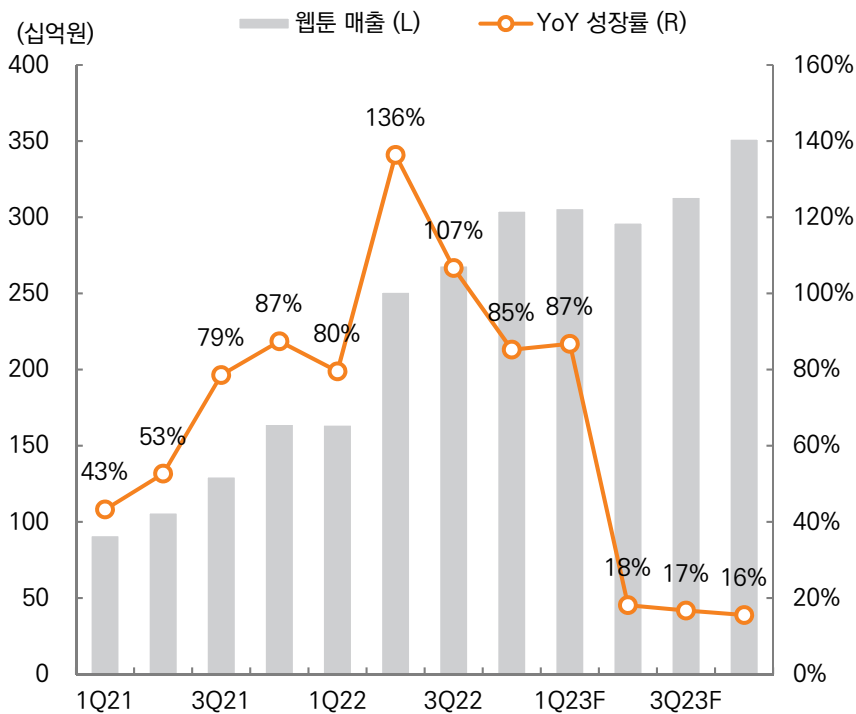


# III. 콘텐츠

## 콘텐츠도 저성장 돌입

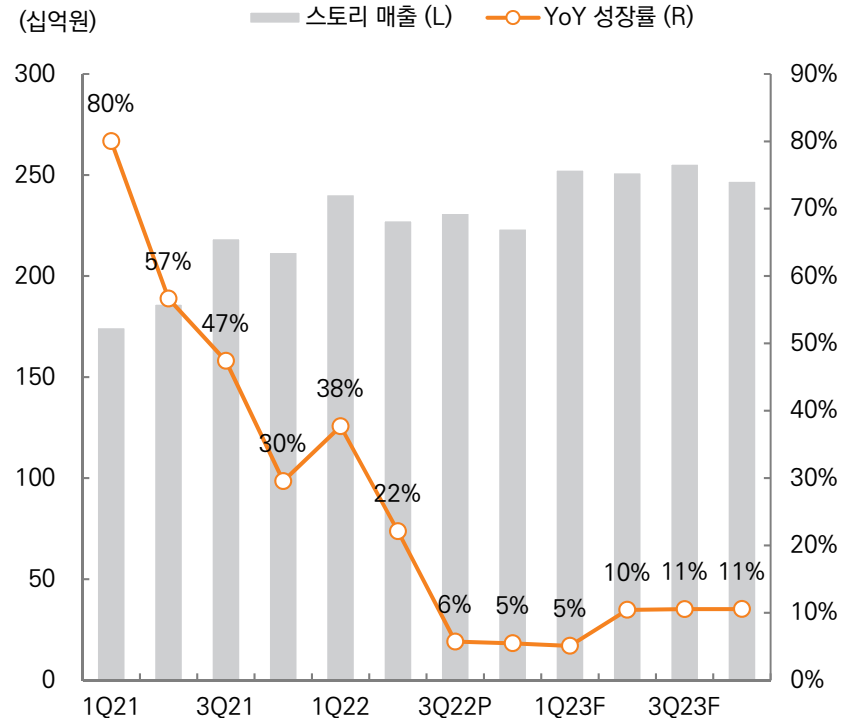
- K웹툰 콘텐츠를 기반으로 글로벌 20~21년 고성장 기록했으나 22년 저성장 국면 돌입
- 국내의 Q 성장이 끝난 상황 속에서 글로벌 신규 유저 증가세 급감 중인 것으로 추정
- NAVER 22년 웹툰 매출액은 YoY 101% 성장할 것으로 전망되나 이는 EBJ 인수에 따른 일회성 영향
- 인수 효과를 제외한 22년 성장률은 37%, 23년은 14% 성장 전망(EBJ 포함 시 28%)
- 카카오는 1Q22 고점을 기록 후 부진. 22년 17%, 23년 9% 성장 전망

NAVER 웹툰 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오 스토리 매출액 추이



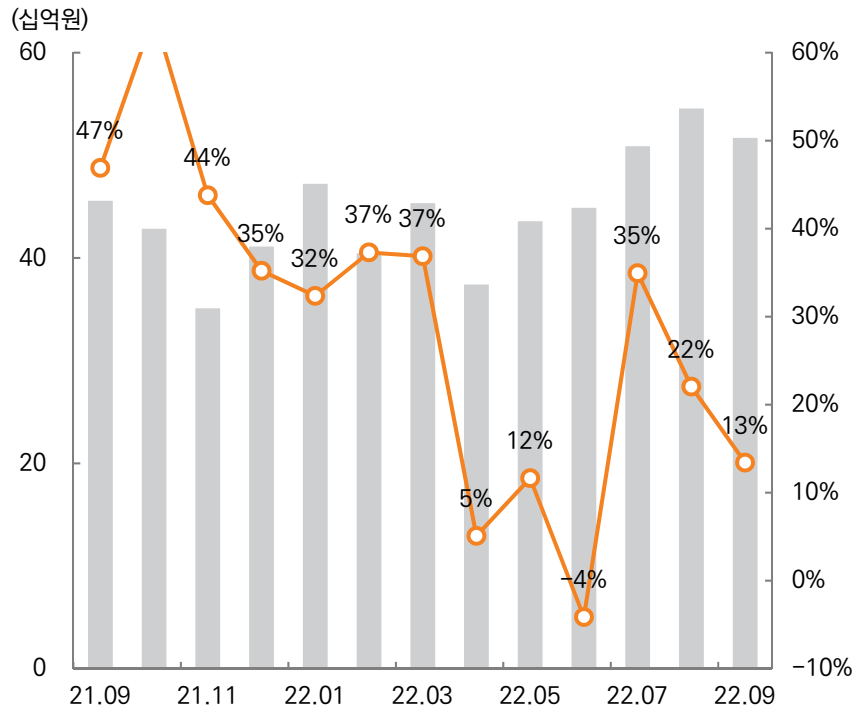
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# III. 콘텐츠

## 일본 웹툰 시장 성장 둔화

- 콘텐츠 부문의 저성장은 NAVER(55%), 카카오(60%) 모두에서 가장 큰 거래액 비중을 차지하는 일본 지역 웹툰 성장세가 둔화되고 있기 때문
- 1) 리오프닝에 따른 오프라인 만화 수요 증가로 웹툰 신규 유저 증가세가 둔화된 데 따른 영향
- 2) 수 년간 쌓여왔던 고퀄리티 K 웹툰 콘텐츠(ex.나혼자만 레벨업)의 소비 완료에 따른 매출 둔화 영향
- 라인망가, 픽코마 성장률 급감 관찰. 양사 일본지역 거래액 성장률 23년 10% 전후로 둔화 전망

라인망가 월간 거래액 추정



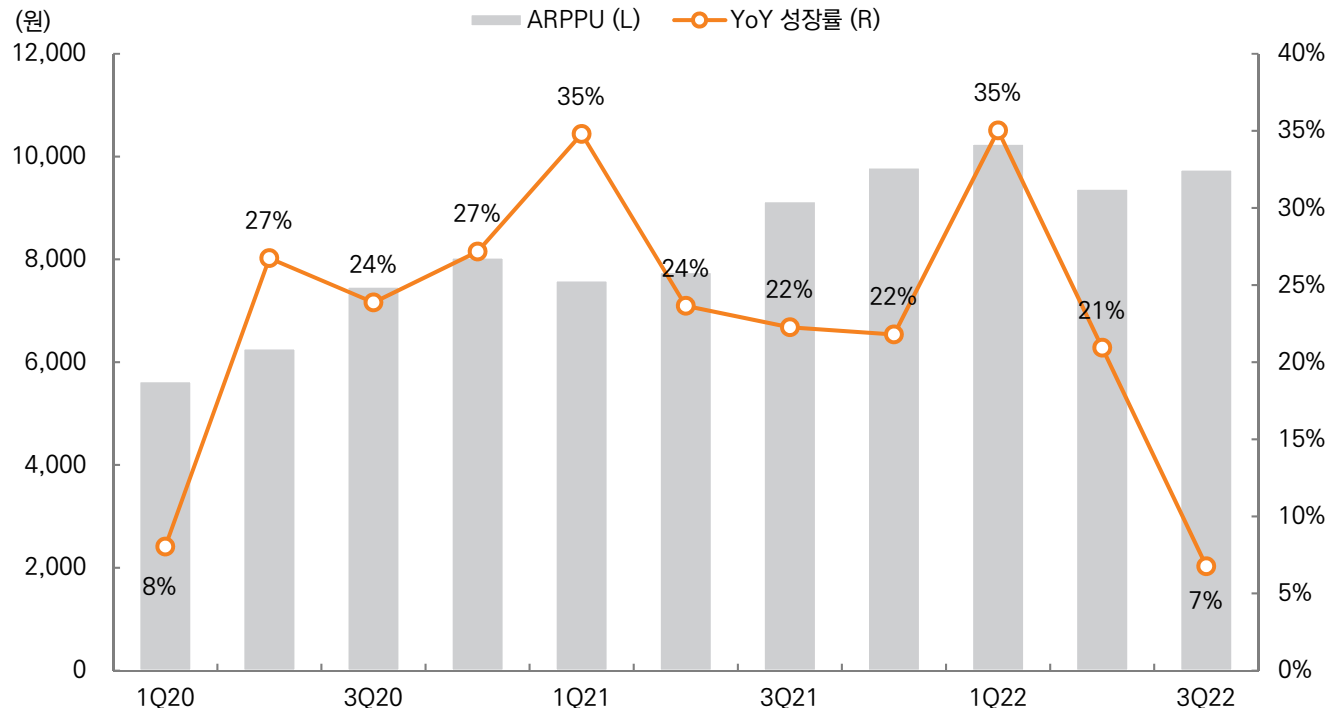
### III. 콘텐츠

#### Q 증가 둔화 속

#### P 증가로 기회 찾아야

- 예상보다 빠르게 글로벌 시장에서의 Q 증가세 둔화가 일어나고 있는 것으로 추정
- 네이버웹툰 국내가 그랬던 것과 같이 웹툰과 웹소설의 시너지 효과를 통한 ARPU 증가가 필요
- 네이버웹툰은 MAU 성장이 거의 없음에도 ARPPU 증가를 통해 거래액 성장률을 지속. 웹메이드 소설 기반 웹툰 비중이 올라가면서 이용자들이 더 많은 시간과 돈을 플랫폼에서 사용했기 때문
- 글로벌 지역에서도 웹툰과 웹소설의 시너지 효과를 통해 성장을 필요로 하는 시기가 도래. NAVER는 왓패드, 카카오는 래디쉬와 타파스를 이용해 북미 지역에서의 확장성을 모색할 필요성 존재

네이버웹툰 국내 ARPPU 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# IV — 게임

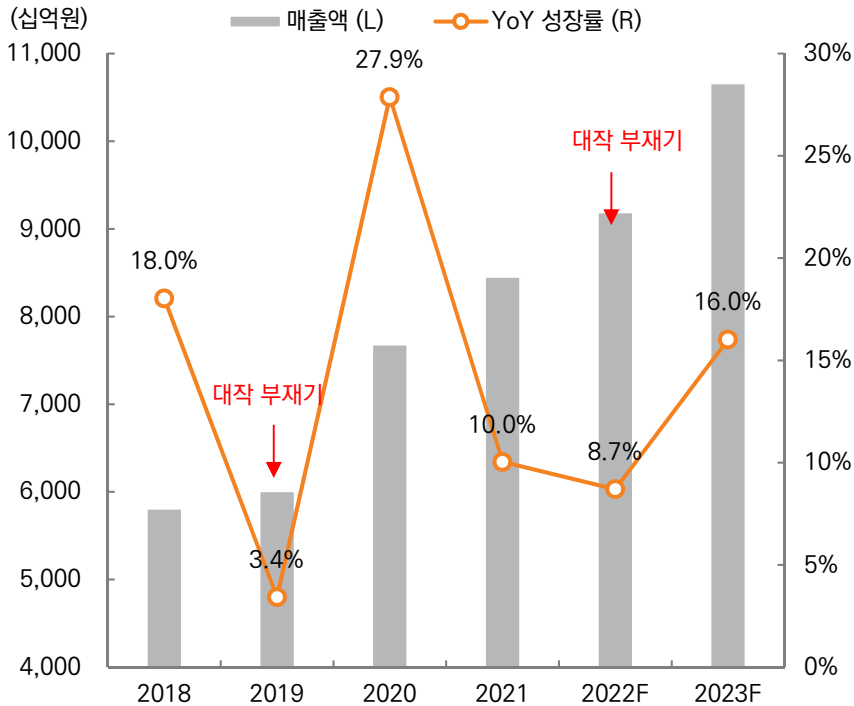


# IV. 게임

## 다시 한번 성장이 기대되는 23년

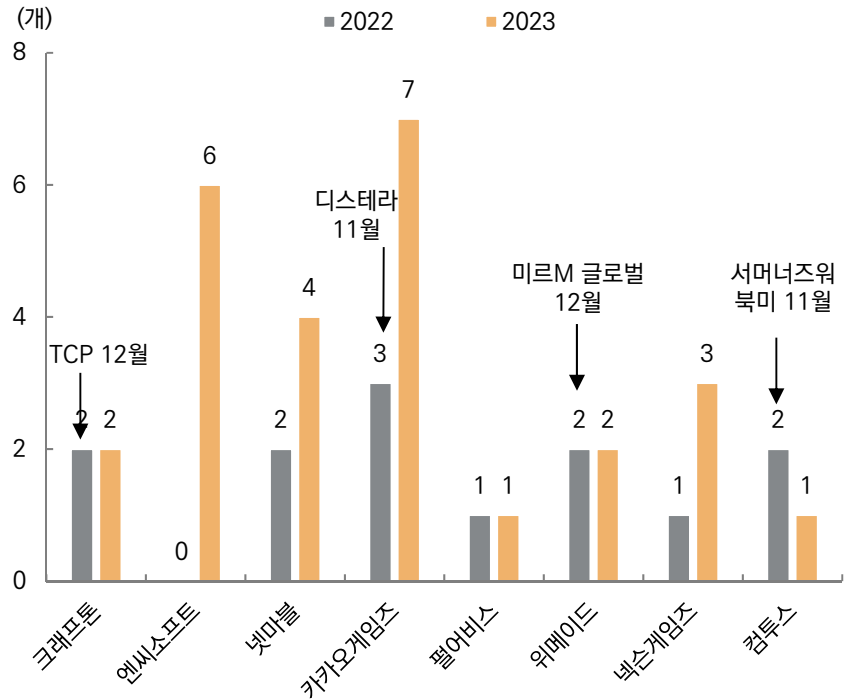
- 다수 신작 출시와 함께 2023년은 게임사들의 외형 성장이 다시금 가속화되는 해가 될 것으로 전망
- 크래프톤(칼리스토 프로토콜), 엔씨소프트(TL), 카카오게임즈(에버소울, 아레스), 위메이드(미르M 글로벌, 나이트크로우, 레전드오브이미르) 등이大作 게임 출시를 앞두고 있는 상황
- 시총 상위 6개사의 합산 매출액 YoY 성장률은 올해 8.7%까지 둔화됐으나 23년 16%로 반등 예상
- 내년 신작의 대부분이 국내를 포함한 글로벌을 타겟으로 하기에 매출 지역의 다변화가 예상

시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 게임사 2022, 2023년 출시 기대작 수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

# IV. 게임

## 주요 게임사 기대작 타임라인

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1H23	2H23	시기미정
크래프톤	-	-	-	칼리스토 프로토콜 (12/2) 문브레이커 PC(9/30)	디펜스더비	문브레이커 모바일	
엔씨소프트	-	-	-	-	TL 글로벌 블소2 대만 (이후 아시아)	블소S(1권역) 퍼즐업 글로벌 프로젝트G 글로벌 프로젝트R 글로벌	아이온2(24년) 프로젝트E 프로젝트LLL(슈팅)
넷마블	-	제2의나라 글로벌 (6월. 부합)	세븐나이츠 레볼루션 국내 (7월. 기대치 하회)	-	1Q: 모두의마블 글로벌 2Q: 하이프스쿼드	아스달연대기 나혼자만레벨업	-
카카오게임즈	오딘 대만 (3월. 초기 부합)	우마무스메 (6월. 기대치 하회)	-	디스테라 글로벌 (11월 얼리액세스)	1Q: 에버소울 글로벌 1Q: 아키에이지워 국내 1Q: 오딘(일본) 2Q: 아레스(국내)	3Q: 가디스오더(글로벌) 3Q: 에버소울(일본) 4Q: 오딘(북미/유럽)	아레스 글로벌
펄어비스	-	검은사막 중국 (4월. 기대치 하회)	-	-	블랙클로버 (시기 미정)	-	붉은사막(이르면 2H23) 도깨비(24년 이후)
위메이드	-	미르M 국내 (6월. 기대치 하회)	-	미르M 글로벌 (12월)	나이트크로우 국내 (4월)	-	레전드오브이미르(23년)
넥슨게임즈	-	-	히트2 국내 (8월. 기대치 상회)	-	-	-	퍼스트디센던트(23년) 베일드엑스퍼트(23년) 갯섬(23년)
컴투스	-	-	서머너즈워 크로니클 국내 (8월. 기대치 상회)	서머너즈워 크로니클 북미 (11월)	1Q: 서머너즈워 크로니클 유럽	-	-

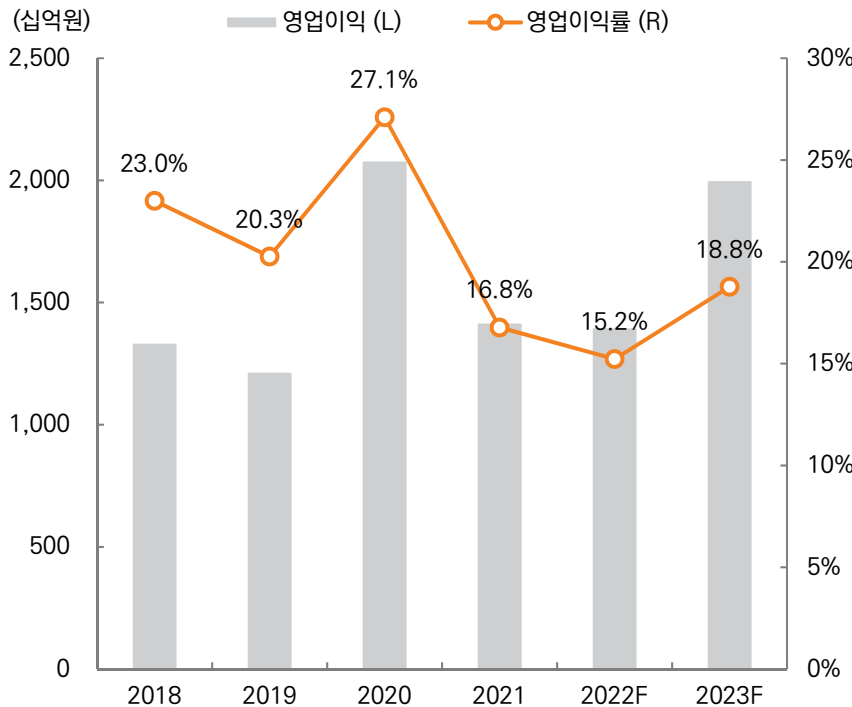
자료: 미래에셋증권 리서치센터

# IV. 게임

## 비용 효율화를 통한 수익성 증대

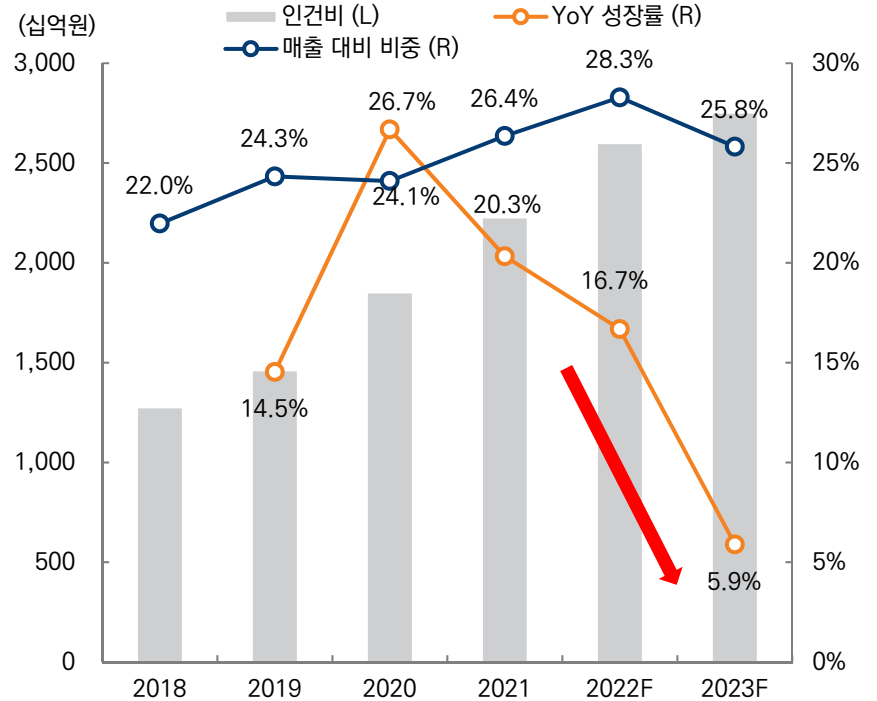
- 2023년 게임사들은 적극적인 비용 효율화 노력으로 수익성 개선까지 이룰 수 있을 전망
- 상위 6개사의 합산 영업이익률은 탑라인 성장세 회복과 비용 효율화로 2023년 18.8%까지 반등 예상
- 가장 큰 수익성 악화 요인이었던 인건비 부담이 완화되면서 수익성 개선 가속화 전망
- 3Q22 실적 발표에서 비용 통제 기조가 강화되고 있음에 게임사 전반에서 관찰

시총 상위 6개사 합산 연간 영업이익, OPM 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

시총 상위 6개사 합산 연간 인건비 추이



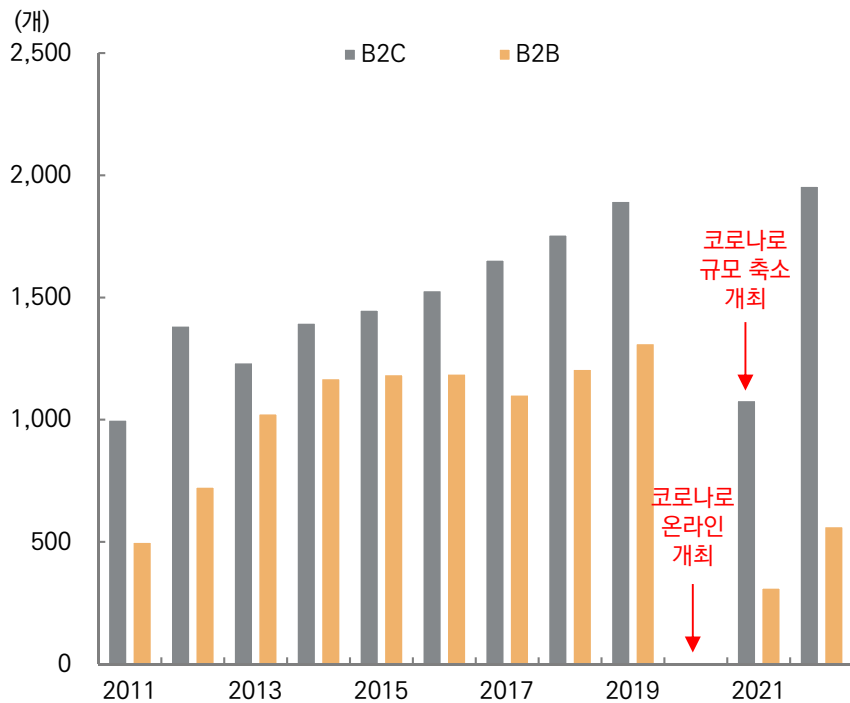
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# IV. 게임

## 지스타에서 확인된 신작 출시 의지

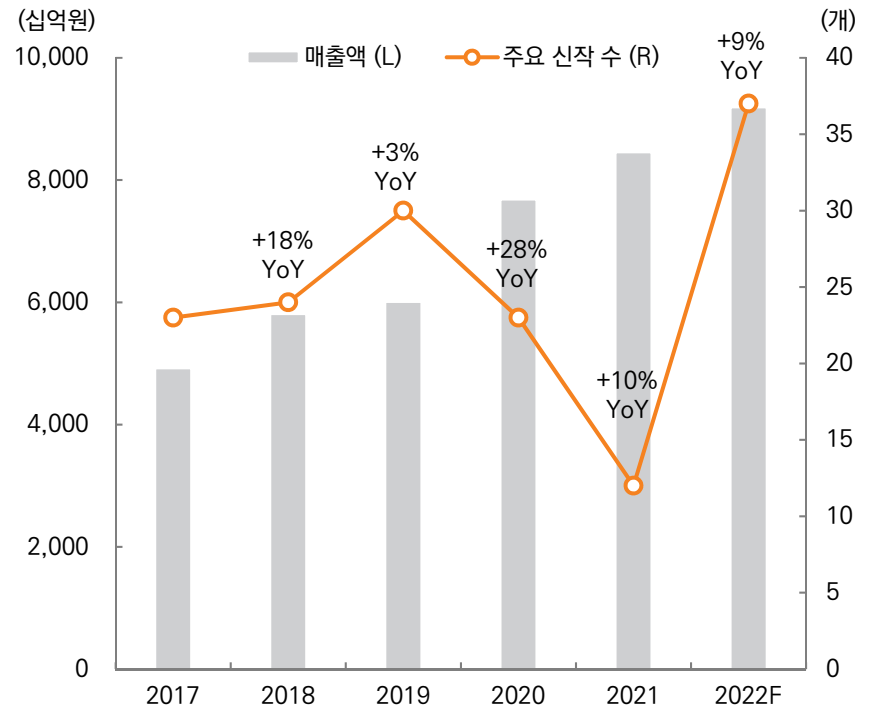
- B2C관 역대 최고 규모로 열린 이번 지스타는 23년은 올해와 달리 풍부한 신작 출시기가 될 것을 예고
- 주요 게임사가 보여준 신작 라인업이 37개에 이르는데 이는 20년(23개), 21년(12개)을 크게 상회
- 지스타 B2C 규모, 출품 신작 수와 이듬해 게임사 실적과는 유의미한 양의 상관관계 존재
- 대작 부재기였던 2019년 이전 '2018 지스타'에서 출품된 주요 상장 게임사 신작 수는 24개에 불과
- 최근 5년 내 주요 게임사들의 외형 성장률이 가장 높았던 2020년 이전 '2019 지스타' 주요 신작 수는 30개로 2013년 이래 두번째로 높은 수준

역대 지스타 B2C, B2B 규모



자료: 지스타, 미래에셋증권 리서치센터

시총 상위 6개사 합산 연간 매출액, 지스타 출품 주요 신작 수



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# IV. 게임

## 지스타에서 관찰된 비MMORPG 흐름

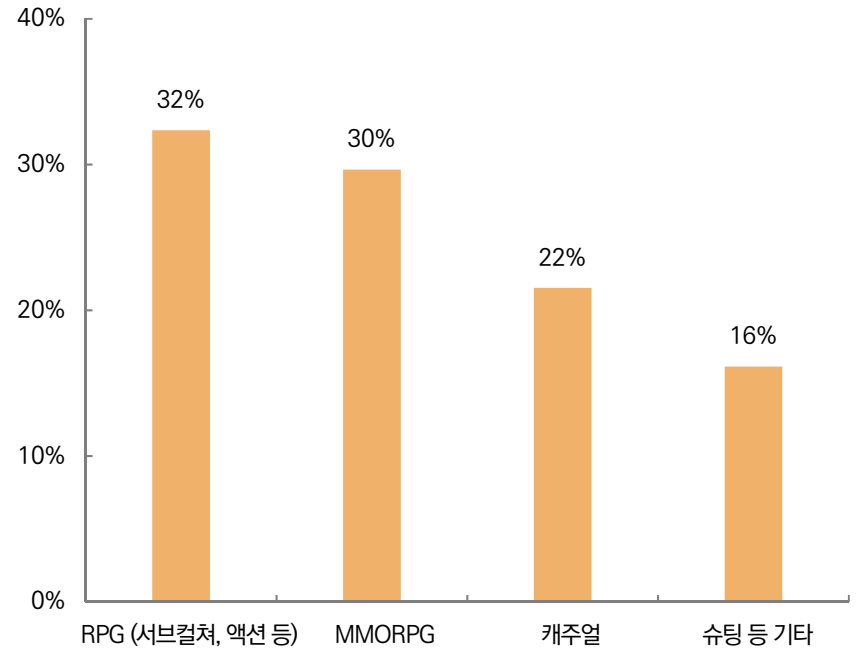
- 내번 지스타 출품 신작들에서 느낄 수 있었던 가장 큰 변화는 장르 다변화
- 국내 메인 장르는 아직 MMORPG지만 2022 지스타 주요 신작 내 MMORPG 비중은 30%에 불과
- MMORPG 중심이었던 게이머들의 관심 또한 비MMORPG 장르로 상당 부분 이동 중인 것으로 추정
- 외부 행사장과 내부 행사장 모두에서 가장 뜨거웠던 부스는 원신, 그 다음이 니케 부스

원신(호요버스) 장내 부스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

지스타 출품 주요 신작 장르 비중



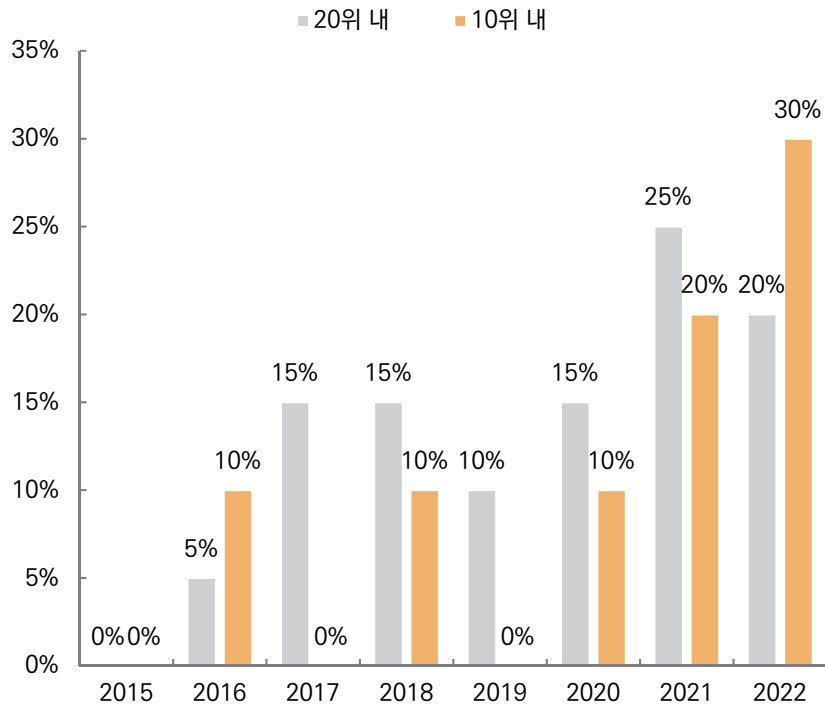
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# IV. 게임

## 국내 시장 내 서브컬처 장르의 개화

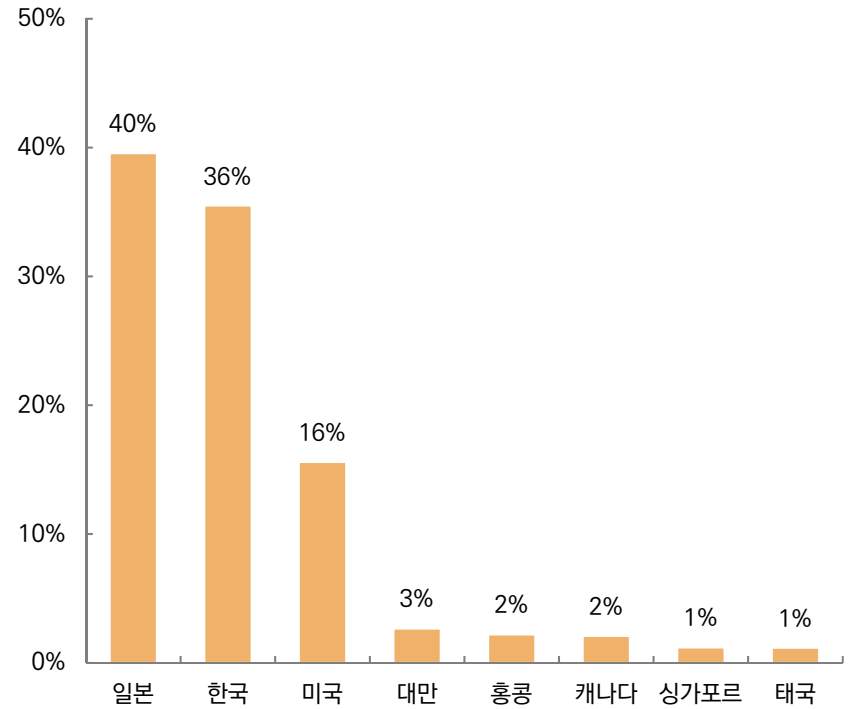
- 우마무스메와 니케 돌풍은 국내에서 더 이상 서브컬처가 서브가 아닌 메인으로 올라서고 있음을 의미
- 매출 상위 10위 내 서브컬처 장르 게임 비중은 30%를, 20위 내 20% 비중을 차지하기에 이르렀음
- 일매출 60억원대로 추정되는 글로벌 열풍을 보여주고 있는 니케의 국내 매출 비중은 36%에 달함
- 서브컬처 장르의 본고장인 일본에 버금가는 매출액이 국내에서 발생 중
- 니케의 글로벌 매출 수준은 국내 1위인 리니지M의 매출의 3~4배수준에 해당

매출 순위 Top 10, 20위 내 서브컬처 게임 수 비중 변화



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

니케 국가별 매출 비중



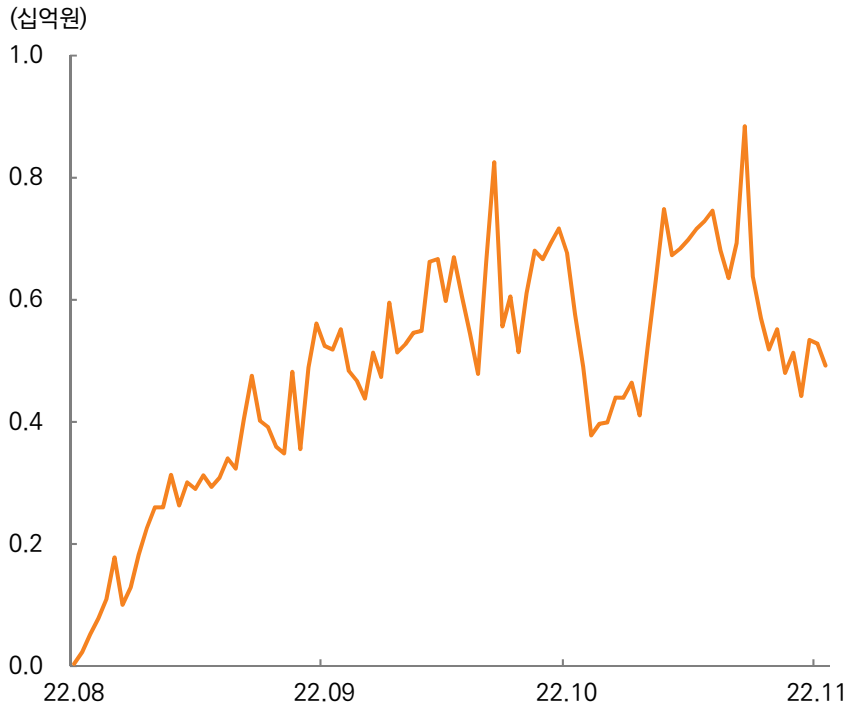
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

# IV. 게임

## 탕탕특공대 국내 열풍은 캐주얼 게임 부활 가능성 암시

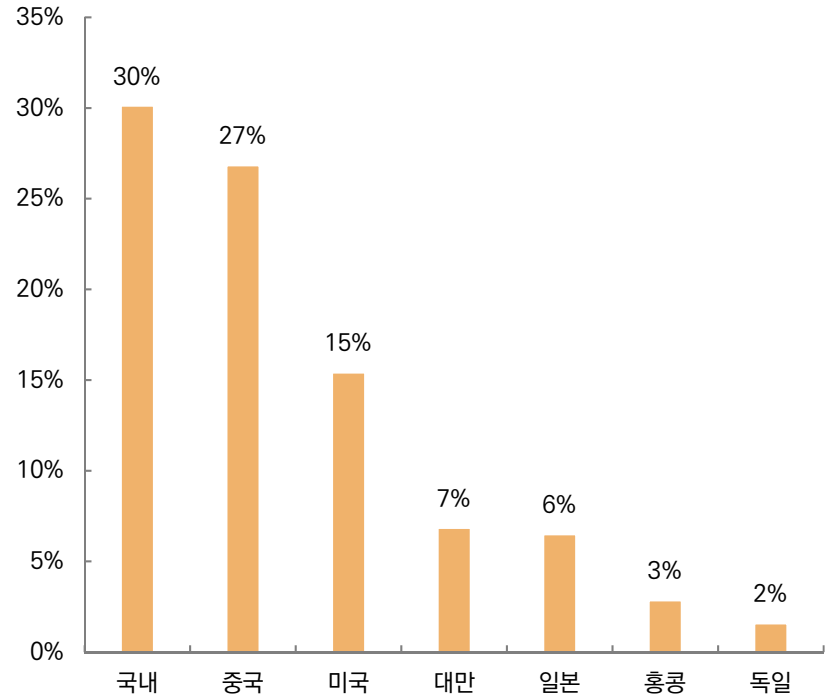
- 탕탕특공대 열풍은 캐주얼 게임을 통한 국내 게임 시장의 추가적인 성장 가능성이 남아 있음을 시사
- 일평균 20억원 이상 발생하고 있는 글로벌 매출에서 30% 가량이 국내에서 발생
- 재미를 보장한 캐주얼 게임이 나온다면 언제든지 신규 매출을 일으킬 가능성이 있음을 의미
- 탕탕특공대 연령층 비중은 20대 이하가 84%(10대 22%, 20대 62%)로 30대 이상인 MMORPG 메인 유저층과 겹치지 않음. MMORPG 유저 이탈 없이 매출을 발생시키는 중

탕탕특공대 국내 일매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

탕탕특공대 10월 매출액 국가별 비중



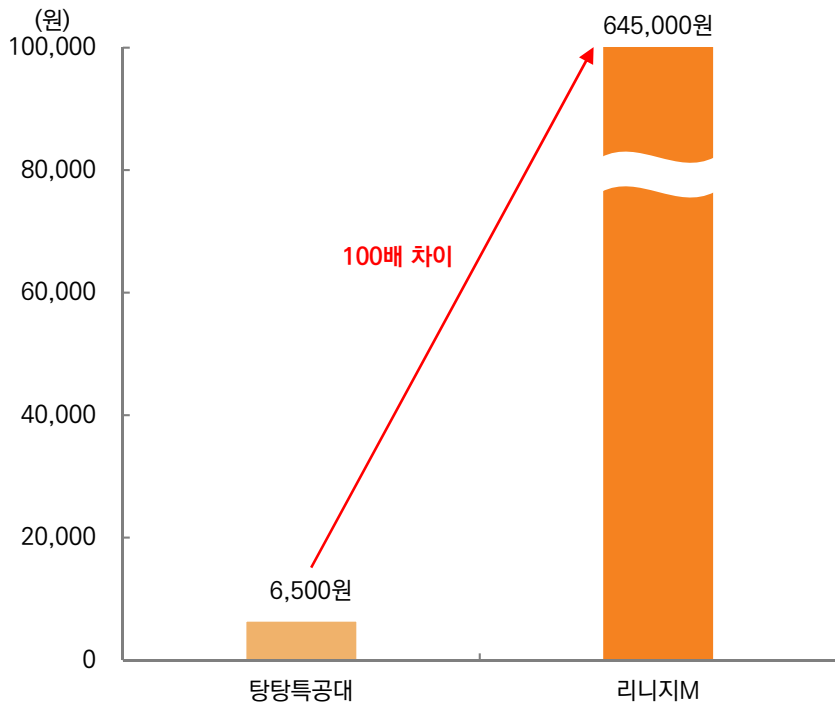
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

# IV. 게임

## 소액과금 위주 거대 MAU + 광고 매출

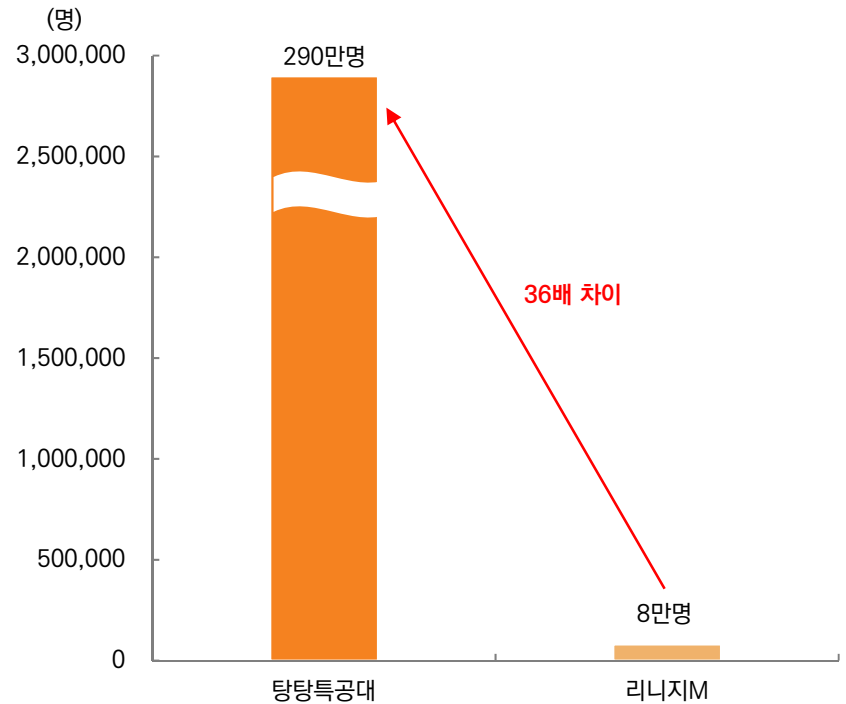
- 탕탕특공대는 낮은 ARPU(이용자당 월간 매출액)의 소액 과금 캐주얼 유저들로도 대형 MMORPG 에 밀리지 않는 매출을 발생시킬 수 있다는 것을 증명 중
- 탕탕특공대의 ARPU는 6,500원으로 리니지M의 100분의 1 수준에 불과한 것으로 추정
- 리니지M의 36배에 달하는 MAU 규모가 매출 격차를 3분의 1 수준으로 좁혀줌
- 부분결제 매출이 대부분인 MMORPG와는 다르게 소액 과금 위주의 캐주얼 게임은 광고 매출도 유의미하게 발생. 인앱결제액의 6분의 1 이상 광고 매출 발생 추정

탕탕특공대, 리니지M ARPU(추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

탕탕특공대, 리니지M MAU(추정)



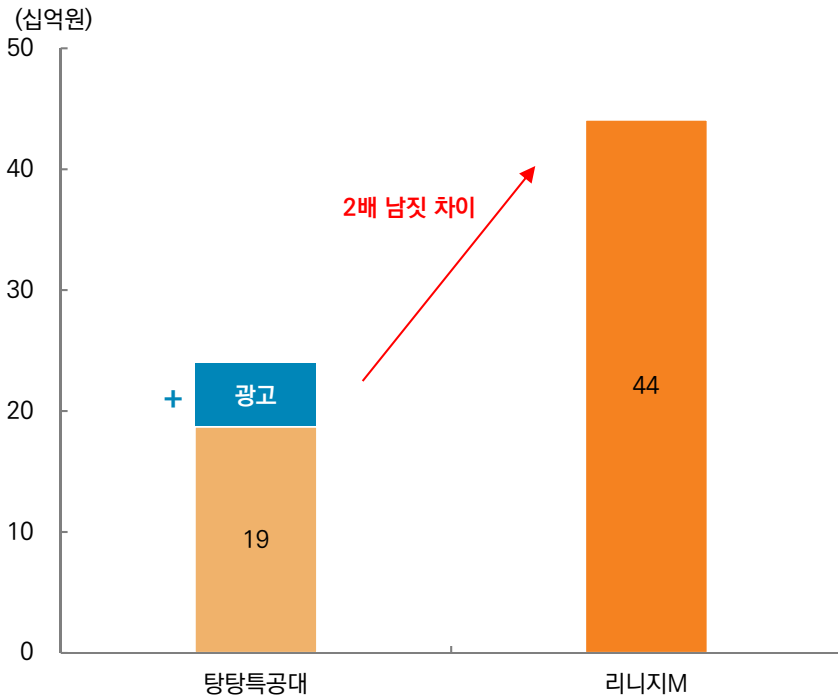
자료: 코리안클럽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

# IV. 게임

## 장르 다변화는 성과 가시성 높은 스토리

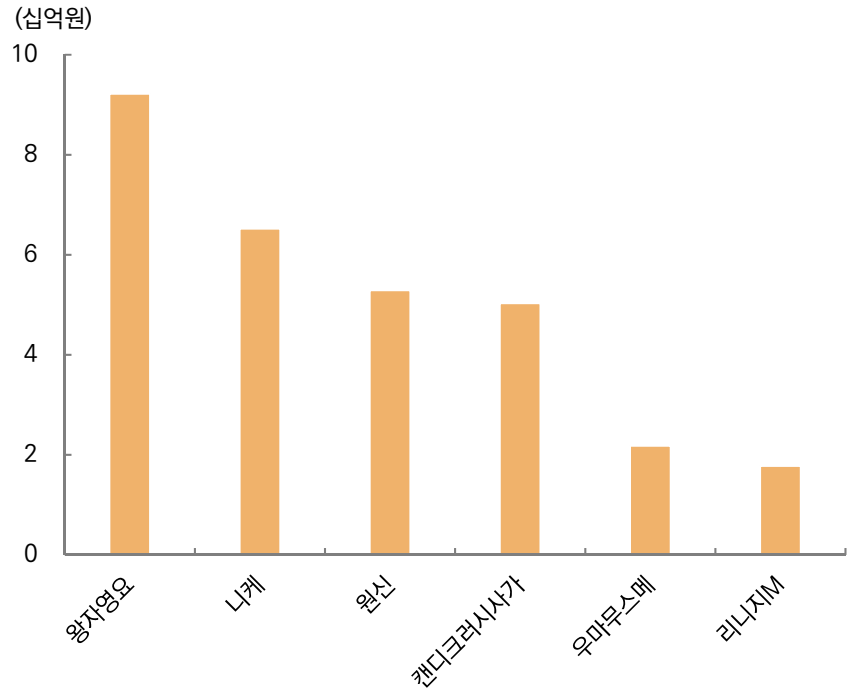
- 탕탕특공대는 국내에서 1위 모바일 게임인 리니지M 매출의 무려 절반 이상을 발생
- 60억원대로 추정되는 니케의 일매출 수준은 글로벌 전체 모바일 게임에서 Top 5 이내의 최상위권에 위치. 올해 내내 국내 1위를 해온 리니지M 평소 일매출의 3배 이상
- 국내 서브컬처, 캐주얼 장르 게임 성장성이 남아있으며 글로벌 지역에서의 성과도 증명 중
- 23년 서브컬처를 포함한 다양한 장르에서 기대작(4종 이상) 출시를 앞둔 카카오게임즈, SLG와 서브컬처 장르에 강점이 있고 3종 신작 출시를 앞둔 조이시티에 주목할 필요가 존재

탕탕특공대, 리니지M 월간 매출액(추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

한국, 중국, 미국 모바일 매출 최상위권 게임 글로벌 일매출 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 신작 흥행에 오딘 반등까지 더해진다면

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	65,000원
현재주가(22/11/22)	41,150원
상승여력	58%

### 투자포인트

- 업종 내 가장 풍부한 신작 모멘텀 보유. 주요 신작 1H23 4종, 2H23 3종 출시 예정
- 11/17~11/20일 2022 지스타에서 주요 신작 3개 시연, 1개 야외 홍보를 진행
- 23년 1~3분기 예정 신작 다수 시연을 통해 신작 연기 불확실성 감소 긍정적
- 기존 메인 매출원 오딘 국내 및 대만 이용자 트래픽 및 매출 반등세 관찰
- 11/30일로 예정된 출시 이후 첫 공성전 업데이트를 통해 추가적인 매출 반등을 기대

### 투자 의견

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 65,000원. 업종 내 Top Pick
- 11/30일 오딘 공성전 업데이트 초기 지표 확인 후 전망치 추가 조정 계획
- 9월 업데이트 이후 높은 수준으로 유지 중인 유저 트래픽이 공성전 업데이트 효과 극대화 전망
- 에버소울 사전 예약, 아레스/아키에이지워 출시일 구체화 이후 신작 모멘텀 강화 예상

영업이익(22F, 십억원)	224		
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	206		
EPS 성장률(22F, %)	-84.7		
P/E(22F, x)	38.1		
MKT P/E(22F, x)	11.1		
KOSDAQ	712.26		
시가총액(십억원)	3,385		
발행주식수(백만주)	82		
유동주식비율(%)	43.9		
외국인 보유비중(%)	11.6		
베타(12M) 일간수익률	1.30		
52주 최저가(원)	34,950		
52주 최고가(원)	102,800		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	8.6	-30.1	-57.6
상대주가	2.8	-13.7	-38.5



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	391	496	1,012	1,215	1,674	1,875
영업이익 (십억원)	35	67	112	224	388	449
영업이익률 (%)	9.0	13.5	11.1	18.4	23.2	23.9
순이익 (십억원)	11	86	529	86	224	273
EPS (원)	197	1,379	7,061	1,079	2,729	3,315
ROE (%)	2.6	12.1	34.1	4.0	9.8	10.7
P/E (배)	-	33.4	12.9	38.1	15.1	12.4
P/B (배)	-	3.4	3.4	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,012	1,215	1,674	1,875
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,012	1,215	1,674	1,875
판매비와관리비	901	991	1,286	1,426
조정영업이익	112	224	388	449
영업이익	112	224	388	449
비영업손익	610	8	-15	-16
금융손익	0	-3	-2	0
관계기업등 투자손익	13	-23	-22	-23
사전계속사업손익	722	232	373	433
계속사업법인세비용	202	89	103	119
계속사업이익	520	143	270	314
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	520	143	270	314
지배주주	529	86	224	273
비지배주주	-9	57	46	41
총포괄이익	738	143	270	314
지배주주	747	145	273	318
비지배주주	-8	-2	-3	-4
EBITDA	155	267	432	496
FCF	217	167	221	301
EBITDA 마진율 (%)	15.3	22.0	25.8	26.5
영업이익률 (%)	11.1	18.4	23.2	23.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	52.3	7.1	13.4	14.6

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,151	1,303	1,554	1,810
현금 및 현금성자산	809	899	1,008	1,201
매출채권 및 기타채권	102	120	165	184
재고자산	60	72	99	111
기타유동자산	180	212	282	314
비유동자산	3,154	3,192	3,251	3,327
관계기업투자등	325	357	393	432
유형자산	75	75	78	82
무형자산	2,128	2,131	2,144	2,173
자산총계	4,305	4,495	4,805	5,136
유동부채	843	885	914	927
매입채무 및 기타채무	603	634	639	641
단기금융부채	54	63	85	95
기타유동부채	186	188	190	191
비유동부채	1,042	1,046	1,057	1,062
장기금융부채	615	615	615	615
기타비유동부채	427	431	442	447
부채총계	1,885	1,931	1,971	1,989
지배주주지분	2,101	2,188	2,412	2,685
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	741	827	1,051	1,324
비지배주주지분	319	376	422	463
자본총계	2,420	2,564	2,834	3,148

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	12.9	38.1	15.1	12.4
P/CF (x)	-	11.8	8.1	7.0
P/B (x)	3.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	45.8	12.6	7.6	6.3
EPS (원)	7,061	1,079	2,729	3,315
CFPS (원)	-416	3,482	5,092	5,842
BPS (원)	27,156	26,624	29,352	32,668
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	104.3	20.0	37.7	12.0
EBITDA증가율 (%)	74.8	71.8	62.0	14.8
조정영업이익증가율 (%)	68.2	100.3	73.1	15.7
EPS증가율 (%)	412.0	-84.7	153.0	21.5
매출채권 회전율 (회)	14.0	12.2	12.9	11.8
재고자산 회전율 (회)	28.2	18.4	19.5	17.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	18.5	3.3	5.8	6.3
ROE (%)	34.1	4.0	9.8	10.7
ROIC (%)	8.1	7.9	15.6	17.2
부채비율 (%)	77.9	75.3	69.6	63.2
유동비율 (%)	136.6	147.3	170.0	195.2
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-15.4	-19.0	-23.7
조정영업이익/금융비용 (x)	16.2	18.9	31.9	36.1

## 탑라인 바텀라인 모두 개선될 23년

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	6,500원
현재주가(22/11/22)	4,295원
상승여력	51%

### 투자포인트

- 다변화된 장르 라인업으로 신작 모멘텀 강화 전망. SLG 2종, 서브컬처 1종 등 신작 3종 출시 임박
- IP 파워를 기반으로 한 디즈니 나이츠사가 건쉽배틀을 잇는 주요 매출원이 될 전망
- 관계사 모히또게임즈에서 개발 중인 서브컬처 장르 스타시드(프로젝트 M) 출시도 상반기 중 예상
- 기존 주요 매출원 프리스타일은 출시 15년이 넘었음에도 중국 인기로 견조한 매출을 지속
- 21년 가파른 매출 감소세를 보인 캐리비안 해적과 건쉽배틀도 하향세 둔화 및 반등세 관찰

### 투자의견

- 투자의견 '매수', 목표주가 6,500원. 게임 업종 내 중소형주 Top Pick
- 23F EPS에 타겟 P/E 20.3배(동사 2020년 평균) 적용. 이익 고속 성장 + 신작 출시기
- 수익성 개선에 따른 실적 모멘텀에 신작 3종 출시에 따른 신작 모멘텀 추가될 전망
- 킬링포인트로의 마케팅비 지출이 4Q22로 일단락되며 분기 40~50억원 수준 비용 개선 전망

영업이익(22F, 십억원)	6		
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	0		
EPS 성장률(22F, %)	-39.0		
P/E(22F, x)	67.4		
MKT P/E(22F, x)	11.1		
KOSDAQ	712.26		
시가총액(십억원)	294		
발행주식수(백만주)	69		
유동주식비율(%)	57.8		
외국인 보유비중(%)	4.2		
베타(12M) 일간수익률	1.36		
52주 최저가(원)	3,500		
52주 최고가(원)	10,400		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	1.1	-21.8	-51.7
상대주가	-4.3	-3.4	-30.1



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	103	165	201	166	190	216
영업이익 (십억원)	9	20	22	6	27	39
영업이익률 (%)	8.7	12.1	10.9	3.6	14.2	18.1
순이익 (십억원)	-1	11	7	4	22	33
EPS (원)	-25	185	104	64	322	485
ROE (%)	-4.9	21.8	8.0	4.4	19.6	23.7
P/E (배)	-	39.5	98.1	67.4	13.3	8.9
P/B (배)	1.9	4.7	7.2	2.9	2.4	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 조이시티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	201	166	190	216
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	201	166	190	216
판매비와관리비	180	161	163	178
조정영업이익	22	6	27	39
영업이익	22	6	27	39
비영업손익	-8	4	1	1
금융손익	0	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	10	28	40
계속사업법인세비용	7	6	6	7
계속사업이익	7	4	22	33
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	7	4	22	33
지배주주	7	4	22	33
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	7	4	22	33
지배주주	7	4	22	33
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	26	8	28	39
FCF	30	8	22	32
EBITDA 마진율 (%)	12.9	4.8	14.7	18.1
영업이익률 (%)	10.9	3.6	14.2	18.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	2.4	11.6	15.3

자료: 조이시티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	74	79	103	138
현금 및 현금성자산	24	31	51	81
매출채권 및 기타채권	26	22	26	29
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	24	26	26	28
비유동자산	163	159	159	160
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	1	1	0	0
무형자산	3	1	1	0
자산총계	238	238	262	298
유동부채	66	62	64	66
매입채무 및 기타채무	17	17	18	19
단기금융부채	39	37	37	37
기타유동부채	10	8	9	10
비유동부채	75	74	75	75
장기금융부채	70	70	70	70
기타비유동부채	5	4	5	5
부채총계	140	136	138	141
지배주주지분	97	102	124	157
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	71	71	71	71
이익잉여금	-3	1	23	56
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	97	102	124	157

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	98.1	67.4	13.3	8.9
P/CF (x)	23.7	22.8	9.9	7.2
P/B (x)	7.2	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA (x)	20.1	44.4	11.7	7.6
EPS (원)	104	64	322	485
CFPS (원)	432	188	434	595
BPS (원)	1,423	1,482	1,804	2,289
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	21.7	-17.4	14.3	13.7
EBITDA증가율 (%)	9.2	-70.4	256.3	40.0
조정영업이익증가율 (%)	6.5	-74.2	377.1	43.6
EPS증가율 (%)	-43.7	-39.0	405.4	50.7
매출채권 회전율 (회)	8.2	7.3	8.6	8.6
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.0	1.8	8.9	11.9
ROE (%)	8.0	4.4	19.6	23.7
ROIC (%)	40.2	14.4	138.6	195.0
부채비율 (%)	144.4	134.0	112.0	89.8
유동비율 (%)	113.4	126.5	160.8	209.1
순차입금/자기자본 (%)	65.0	52.2	26.3	1.1
조정영업이익/금융비용 (x)	26.6	3.8	18.1	26.0

## 거짓말같은 성장을 기대

투자조건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	55,000원
현재주가(22/11/22)	37,850원
상승여력	45%

영업이익(22F, 십억원)	26		
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	29		
EPS 성장률(22F, %)	-21.1		
P/E(22F, x)	18.6		
MKT P/E(22F, x)	11.1		
KOSDAQ	712.26		
시가총액(십억원)	834		
발행주식수(백만주)	22		
유동주식비율(%)	58.9		
외국인 보유비중(%)	9.0		
베타(12M) 일간수익률	0.92		
52주 최저가(원)	19,000		
52주 최고가(원)	40,000		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	15.7	88.3	28.5
상대주가	9.6	132.6	86.3

### 투자포인트

- 23년 여름 국내 콘솔 최대 기대작 P의 거짓 출시 예정. 국내 게임사 최초 게임스کم 3관왕 달성
- 1) 게임스کم을 통해 얻은 글로벌 인지도, 2) 시연에서 확인할 수 있었던 높은 완성도, 3) 부담스럽지 않은 가격대 고려 시 23년 200만장 판매량 달성 가능하다고 판단
- P의 거짓 외에도 풍부한 신작 라인업(8종) 보유. 23년 초 출시 예정 산나비(PC)도 스팀 반응 긍정적
- 고양이와스프 IP 활용 신작(퍼즐/SNG/육성) 3종 출시. 3종 신작 중 퍼즐 게임 기대

### 투자 의견

- 23F EPS에 타겟 P/E 16배 적용. 타겟 P/E는 테이크투(TTWO), EA 23F P/E 평균
- PC/콘솔 중심으로 사업 전환됨에 따라 콘솔 게임사와의 비교 적정하다고 판단
- 동사는 지난 수년간 성장이 정체된 웹보드 게임사로 평가받으며 10배 초반의 P/E 멀티플을 유지
- P의 거짓 출시와 함께 밸류에이션 리레이팅 이어질 전망



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	254	290	261	296	415	386
영업이익 (십억원)	33	60	21	26	87	61
영업이익률 (%)	13.0	20.7	8.0	8.8	21.0	15.8
순이익 (십억원)	24	60	57	45	76	56
EPS (원)	1,104	2,747	2,577	2,034	3,436	2,534
ROE (%)	7.8	17.0	13.4	9.3	14.0	9.2
P/E (배)	15.4	8.2	14.0	18.6	11.0	14.9
P/B (배)	1.1	1.2	1.7	1.6	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

# 네오위즈 (095660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	261	296	415	386
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	261	296	415	386
판매비와관리비	240	270	329	325
조정영업이익	21	26	87	61
영업이익	21	26	87	61
비영업손익	43	29	11	11
금융손익	1	1	1	2
관계기업등 투자손익	7	-4	-4	-4
세전계속사업손익	64	55	98	72
계속사업법인세비용	8	8	20	14
계속사업이익	57	46	78	58
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	57	46	78	58
지배주주	57	45	76	56
비지배주주	0	2	2	2
총포괄이익	53	46	78	58
지배주주	54	47	78	58
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	33	38	98	73
FCF	28	54	79	65
EBITDA 마진율 (%)	12.6	12.8	23.6	18.9
영업이익률 (%)	8.0	8.8	21.0	15.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.8	15.2	18.3	14.5

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	272	282	361	397
현금 및 현금성자산	113	104	114	166
매출채권 및 기타채권	32	36	51	47
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	127	142	196	184
비유동자산	303	345	359	379
관계기업투자등	27	67	69	71
유형자산	80	78	78	80
무형자산	80	84	94	111
자산총계	575	627	720	776
유동부채	67	70	76	77
매입채무 및 기타채무	23	24	24	25
단기금융부채	4	5	7	6
기타유동부채	40	41	45	46
비유동부채	39	41	50	48
장기금융부채	19	19	19	19
기타비유동부채	20	22	31	29
부채총계	106	111	127	125
지배주주지분	459	504	580	636
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130
이익잉여금	366	411	486	542
비지배주주지분	10	11	13	15
자본총계	469	515	593	651

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	14.0	18.6	11.0	14.9
P/CF (x)	14.4	12.9	7.7	10.1
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	18.1	16.8	5.9	7.3
EPS (원)	2,577	2,034	3,436	2,534
CFPS (원)	2,512	2,945	4,889	3,739
BPS (원)	21,838	23,872	27,308	29,842
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-9.8	13.2	40.5	-7.0
EBITDA증가율 (%)	-51.9	12.8	161.1	-25.6
조정영업이익증가율 (%)	-64.8	22.5	232.4	-29.7
EPS증가율 (%)	-6.2	-21.1	68.9	-26.2
매출채권 회전을 (회)	8.6	8.7	9.6	7.9
재고자산 회전을 (회)	11,512.7	12,666.2	13,936.3	11,493.2
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	10.8	7.7	11.6	7.7
ROE (%)	13.4	9.3	14.0	9.2
ROIC (%)	15.0	15.0	42.5	25.6
부채비율 (%)	22.6	21.6	21.3	19.2
유동비율 (%)	404.6	401.6	474.0	515.2
순차입금/자기자본 (%)	-42.7	-41.4	-45.9	-48.1
조정영업이익/금융비용 (x)	515.0	343.8	1,083.7	739.4

## 믿을 부분은 역시 검색 광고

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	250,000원
현재주가(22/11/22)	180,500원
상승여력	39%

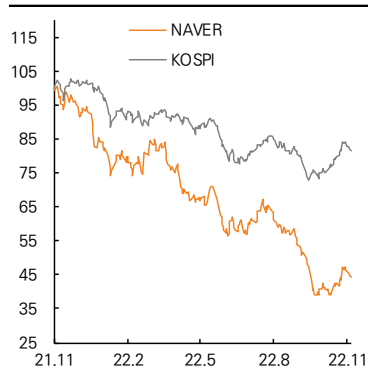
영업이익(22F, 십억원)	1,328
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,325
EPS 성장률(22F, %)	-94.2
P/E(22F, x)	31.1
MKT P/E(22F, x)	11.1
KOSPI	2,405.27
시가총액(십억원)	29,611
발행주식수(백만주)	164
유동주식비율(%)	82.9
외국인 보유비중(%)	48.9
베타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	158,500
52주 최고가(원)	410,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	8.7 -34.4 -56.0
상대주가	0.0 -28.0 -44.8

### 23년 실적 전망

- 23년 매출액 9조 3,350억원(+14% YoY), 영업이익 1조 4,650억원(+10% YoY) 전망
- 광고 시장 둔화 영향은 불가피하나 상대적으로 경기 비탄력적인 검색 광고는 10% 성장 지속 예상
- 커머스 부문은 17% 성장 둔화(21년 36%, 22년 17%) 예상되나 점유율은 지속 상승 전망
- 콘텐츠 부문은 EBJ 인수 효과 제거와 일본 시장 성장 둔화로 성장률 25%로 둔화 전망(22년 79%)
- 광고 부문 성장세 둔화, 커머스 수익성 개선 작업 지연으로 OPM은 15.7%로 하락 전망

### 투자 의견

- 투자 의견 '매수', 목표주가 250,000원 유지. 전방 산업 둔화 영향 존재하나 점유율은 지속 상승 중
- 플랫폼 체류시간 반등세 관찰되고 있어 경기 회복 속도에 따라 23년 광고 서프라이즈 가능성 존재
- 본격적인 주가 반등은 커머스 비용 개선을 통한 마진 회복세의 확인 이후 시작될 전망
- 수익성 악화기(2H18~1H19) 동사의 12MF P/E는 17~18배 수준을 장기간 유지한 바 있음



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	4,356	5,304	6,818	8,207	9,335	10,465
영업이익 (십억원)	1,155	1,215	1,325	1,328	1,465	1,769
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	16.2	15.7	16.9
순이익 (십억원)	583	1,002	16,490	953	1,299	1,620
EPS (원)	3,538	6,097	100,400	5,809	7,921	9,876
ROE (%)	10.6	15.2	106.7	4.0	5.2	6.1
P/E (배)	52.7	48.0	3.8	31.1	22.8	18.3
P/B (배)	4.3	5.6	2.5	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,818	8,207	9,335	10,465
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,207	9,335	10,465
판매비와관리비	5,492	6,880	7,870	8,695
조정영업이익	1,325	1,328	1,465	1,769
영업이익	1,325	1,328	1,465	1,769
비영업손익	801	10	222	315
금융손익	-25	-47	-39	-32
관계기업등 투자손익	545	-140	161	250
세전계속사업손익	2,126	1,338	1,687	2,084
계속사업법인세비용	649	486	506	583
계속사업이익	1,478	852	1,181	1,500
중단사업이익	15,000	0	0	0
당기순이익	16,478	852	1,181	1,500
지배주주	16,490	953	1,299	1,620
비지배주주	-12	-101	-118	-120
총포괄이익	16,225	852	1,181	1,500
지배주주	16,233	852	1,182	1,501
비지배주주	-8	0	-1	-1
EBITDA	1,759	1,792	1,935	2,251
FCF	626	373	1,326	1,639
EBITDA 마진율 (%)	25.8	21.8	20.7	21.5
영업이익률 (%)	19.4	16.2	15.7	16.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	241.9	11.6	13.9	15.5

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,528	7,559	8,750	10,195
현금 및 현금성자산	2,781	4,248	5,387	6,778
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	6	7	8	9
기타유동자산	2,741	3,304	3,355	3,408
비유동자산	28,163	27,822	27,902	28,050
관계기업투자등	20,090	19,287	19,287	19,287
유형자산	2,111	2,501	2,508	2,531
무형자산	932	1,359	1,431	1,556
자산총계	33,691	35,381	36,652	38,245
유동부채	3,923	4,756	4,867	4,979
매입채무 및 기타채무	631	631	644	656
단기금융부채	567	583	609	635
기타유동부채	2,725	3,542	3,614	3,688
비유동부채	5,740	5,822	5,878	5,935
장기금융부채	3,395	3,903	3,903	3,903
기타비유동부채	2,345	1,919	1,975	2,032
부채총계	9,664	10,578	10,745	10,914
지배주주지분	23,535	24,412	25,635	27,178
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	23,080	23,957	25,180	26,724
비지배주주지분	492	391	273	153
자본총계	24,027	24,803	25,908	27,331

예상 주당가치 및 valuation (요약)

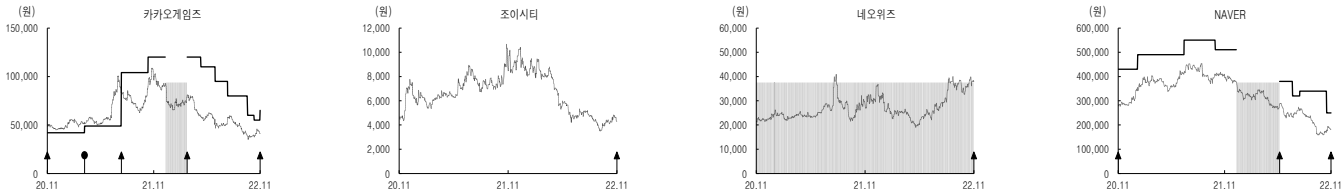
	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	31.1	22.8	18.3
P/CF (x)	29.9	16.5	13.8	11.6
P/B (x)	2.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	35.8	16.0	14.2	11.5
EPS (원)	100,400	5,809	7,921	9,876
CFPS (원)	12,665	10,939	13,055	15,499
BPS (원)	149,967	155,310	162,765	172,175
DPS (원)	511	511	511	511
배당성향 (%)	0.5	9.0	6.5	5.1
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	28.5	20.4	13.7	12.1
EBITDA증가율 (%)	2.8	1.9	8.0	16.3
조정영업이익증가율 (%)	9.1	0.2	10.4	20.8
EPS증가율 (%)	1,546.6	-94.2	36.4	24.7
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	1,300.5	1,213.1	1,181.8	1,173.7
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	65.0	2.5	3.3	4.0
ROE (%)	106.7	4.0	5.2	6.1
ROIC (%)	45.2	46.1	56.0	66.9
부채비율 (%)	40.2	42.6	41.5	39.9
유동비율 (%)	140.9	158.9	179.8	204.8
순차입금/자기자본 (%)	1.6	-5.3	-9.5	-14.0
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	17.6	19.4	23.2

# Compliance

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오게임즈 (293490)					2022.11.23	매수	6,500	-	-
2022.11.23	매수	65,000	-	-	네오위즈 (095660)				
2022.11.03	매수	55,000	-22.80	-17.09	2022.11.23	매수	55,000	-	-
2022.10.11	매수	60,000	-36.43	-34.00	NAVER (035420)				
2022.08.04	매수	80,000	-37.56	-25.25	2022.11.08	매수	250,000	-	-
2022.06.22	매수	95,000	-47.25	-39.05	2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32
2022.05.04	매수	110,000	-47.13	-43.18	2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53
2022.03.18	매수	120,000	-41.41	-32.92	2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.11.04	매수	120,000	-20.83	-9.42	2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14
2021.08.04	매수	104,000	-27.93	-14.42	2021.07.07	매수	550,000	-23.41	-17.45
2021.03.31	중립	49,000	28.17	104.90	2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57
2020.09.10	매수	42,000	19.85	93.10	2020.07.24	매수	430,000	-30.25	-17.44
조이시티 (067000)									

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



## 투자의견 분류 및 적용기준

### 기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

### 산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
86.7%	5.5%	7%	0.8%

\* 2022년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

# Compliance

---

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 카카오게임즈, NAVER 올(플) 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.