

[인터넷/게임]

2Q20 Preview:

성장주와 방어주 매력 모두 겸비

Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	Buy	340,000 원
카카오(035720)	Buy	330,000 원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,100,000 원
넷마블(251270)	Hold	107,000 원
펄어비스(263750)	Hold	215,000 원
컴투스(078340)	Buy	160,000 원
NHN(181710)	Buy	120,000 원
위메이드(112040)	Buy	60,000 원



인터넷/게임 김민정
mjkim@hi-ib.com

CONTENTS

성장주와 방어주 매력 모두 견비

[산업분석]	Summary	3
	I. 1Q20 실적 전망	4
	II. 투자 전략	7
	III. 컨센서스 추이	8
[기업분석]	NAVER(035420)_ 아직 꽃봉우리는 터지지도 않았다	12
	카카오(035720)_ 신사업 기업가치 Re-rating	18
	엔씨소프트(036570)_ 믿음직한 ‘리니지’ IP	24
	넷마블(251270)_ ‘일곱개의 대죄’의 매출 기여 확대	30
	펄어비스(263750)_ ‘검은사막 모바일’ 한국 매출 부진	36
	컴투스(078340)_ 6년 된 게임의 최고 매출	42
	NHN(181710)_ 웹보드 규제 완화와 신작 출시로 게임 매출 성장	48
	위메이드(112040)_ 중재 승소로 ‘미르 2’ 가치 상승	54

Summary

1 분기에 비해 2 분기가 코로나 19 영향을 더 받았던 시기임에도 불구하고 네이버와 카카오의 분기별 실적은 상승 추세를 이어나갈 전망이다. 코로나 타격이 가장 큰 사업 부문은 광고임에도 불구하고 네이버의 광고와 비즈니스플랫폼 합산 매출액은 전분기대비 +4.2%, 카카오의 특비즈와 포털비즈 합산 매출액은 +6.9% 증가하며 플러스 성장세는 큰 훼손 없이 유지될 것으로 추정한다. 네이버와 카카오 주가의 연초대비 수익률은 각각 +41.6%, +74.3%로 높은 수익률을 기록했지만 커머스, 결제, 콘텐츠 등 신사업의 타라인 고성장 및 수익성 개선으로 기업가치 재평가가 이뤄지고 있으며 언택트 프리미엄까지 부여되어 추가 흐름은 상승 추세를 이어나갈 것으로 예상된다. 해외 이커머스 1 위 업체의 시장점유율을 살펴보면 미국은 아마존이 50%, 중국은 알리바바가 77%, 일본은 라쿠텐이 29%를 차지하고 있는 반면 한국은 아직 압도적인 점유율을 차지하고 있는 사업자가 없고 모두 20% 미만의 점유율을 차지하고 있다. 이에 따라 대형 인터넷 기업의 이커머스 시장 점유율 상승 여력은 높고 커머스 사업 확대에 따라 광고, 결제 등의 기존 사업도 시너지를 창출하며 동반 상승할 것으로 예상된다. 네이버와 카카오 모두 양호한 펀더멘탈을 지속하면서 세계 경제의 불확실성이 큰 상황에서 대형 기술주에 대한 우호적인 투자 심리는 지속될 것으로 보인다.

웹툰/웹소설 거래액의 가파른 성장과 수익성 개선으로 네이버와 카카오의 목표주가를 모두 상향 조정했으며 최근 웹툰 사업의 지배구조를 개편하여 글로벌 사업을 빠르게 확대할 것으로 예상되는 네이버를 최선호주로 제시한다.

당사 게임 업종 7 개 커버리지 업체의 2 분기 합산 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 +3.0%, +17.4% 증가하며 무난한 실적을 기록할 것으로 추정한다. '리니지 2M', '리니지 M', '리니지 2 레볼루션', '검은사막 모바일' 등의 국내 주요 모바일 MMORPG 는 2 분기에 주춤하겠지만 넷마블의 '일곱개의 대죄'와 '스톤에이지월드'의 글로벌 성과로 게임 업종의 매출액은 전분기 수준을 유지할 것으로 보인다.

게임 업종에서는 2 분기는 다소 부진하겠지만 '리니지 2M'과 '리니지 M'의 대규모 업데이트로 3 분기 매출 반등이 예상되고 올해 안에 '리니지 2M' 해외 출시, 신작 '블레이드앤소울 2'로 전 세계 게임 업체 중에서도 가장 높은 성장률을 기록할 엔씨소프트를 최선호주로 제시한다. 더불어 게임 라이프사이클을 장기화시키고 있고 하반기 '서머너즈워' IP 신작 게임이 출시되는 컴투스과 '미르 2' 중재 승소로 배상금 수령 외에 중국 내 IP 사업들도 속도가 붙을 것으로 예상되는 위메이드를 매수 추천한다.

I. 2Q20 실적 전망

1. 인터넷: 코로나19 영향에도 꺾이지 않는 성장 흐름

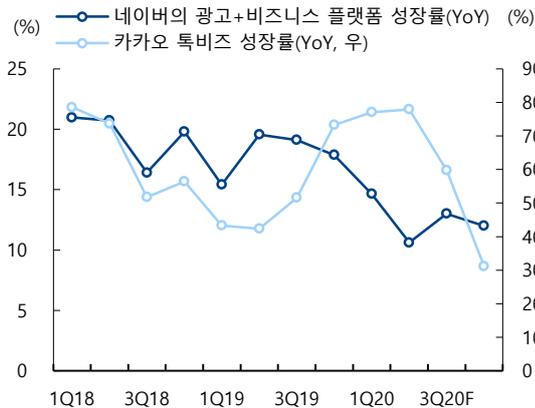
네이버와 카카오는
1분기보다 2분기에
코로나19 타격 더 크지만
전분기대비 실적 개선
지속될 전망

1 분기에 비해 2 분기가 코로나19 영향을 더 받았던 시기임에도 불구하고 네이버와 카카오의 분기별 실적은 상승 추세를 이어나갈 전망이다. 코로나19로 인해 타격이 가장 큰 사업은 광고로 플랫폼별로는 PC, 상품별로는 대형 광고주 위주의 디스플레이광고는 역성장이 예상된다. 반면 모바일 플랫폼 내 상대적으로 기본 단가가 낮은 성과형 광고와 쇼핑 검색광고는 큰 타격 없이 안정적인 매출 성장이 지속될 것으로 보인다. 이에 따라 네이버의 광고와 비즈니스플랫폼 합산 매출액은 전분기대비 +4.2%, 카카오의 톡비즈와 포털비즈 합산 매출액은 +6.9% 증가하며 플러스 성장세는 큰 훼손 없이 유지될 것으로 추정한다.

커머스 및 결제 사업은 언택트 소비 수혜가 이어지고 있다. 전분기에 네이버 스마트스토어와 카카오 커머스 거래액은 전년동기대비 각각 56%, 55% 증가했는데 2 분기에도 유사한 성장 흐름이 유지될 것으로 예상된다.

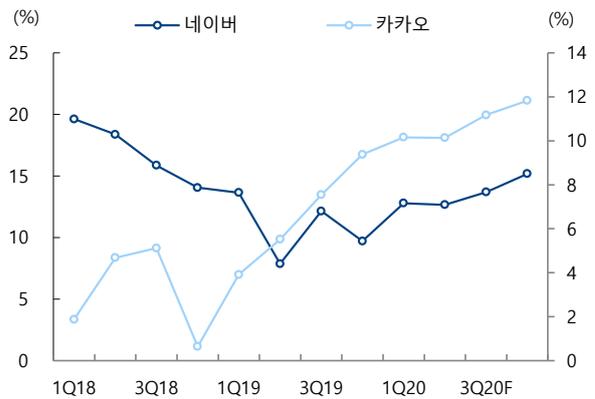
코로나 영향으로 1 분기에 감소했던 마케팅비는 웹툰/웹소설 사업, 테크핀 사업의 금융 서비스 확대에 의한 마케팅 활동 증가로 2 분기 마케팅비는 전분기대비 증가하겠지만 매출 증가로 인해 영업이익률은 전분기 수준을 유지할 것으로 전망한다.

그림1. 네이버와 카카오의 광고 사업 매출 성장률



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

그림2. 네이버와 카카오의 영업이익률 추이



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

2. 게임: 기존 게임들의 숨 고르기와 신작 효과 흔재

국내 주요 모바일 MMORPG는 부진, 서구권 매출 비중 높은 컴투스사 신작 매출 기여 높은 넷마블 실적은 시장 예상치 상회할 전망

당사 게임 업종 7 개 커버리지 업체의 2 분기 합산 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 +3.0%, +17.4% 증가하며 무난한 실적을 기록할 것으로 추정한다. '리니지 2M', '리니지 M', '리니지 2 레볼루션', '검은사막 모바일' 등의 국내 주요 모바일 MMORPG 는 2 분기에 주춤하겠지만 넷마블의 '일곱개의 대죄'와 '스톤에이지월드'의 글로벌 성과로 게임 업종의 매출액은 전분기 수준을 유지할 것으로 보인다. 모바일 '리니지' IP 게임은 6 월 말부터 대규모 업데이트가 진행되어 2 분기에는 프로모션과 이용자 결제가 보수적으로 이루어졌던 시기로 엔씨소프트의 2 분기 실적은 시장 예상치를 하회하겠지만 일시적인 부진으로 3 분기에는 반등할 것으로 예상된다. 넷마블은 1 분기 말에 출시되었던 '일곱개의 대죄', 'A3:스틸얼라이브' 매출이 2 분기에는 온기 반영되고 2 분기에 출시된 '블소레볼루션(아시아)', '스톤에이지월드(글로벌)'의 매출이 새롭게 반영되어 매출액은 전분기대비 24% 증가, 마케팅비 선반영 영향이 제거되면서 영업이익은 전분기대비 297% 증가하며 크게 개선될 전망이다.

2 분기 실적 개선이 가장 두드러지는 종목은 컴투스이다. 주요 수익원인 '서머너즈워'는 지난 4 월부터 출시 6 주년 기념 대규모 업데이트를 진행하며 DAU 가 크게 개선되며 매출 상승을 견인했고 야구 게임 또한 사상 최대의 월별 매출액을 기록하여 2 분기 매출액은 전분기대비 46.7% 증가할 것으로 추정한다. '서머너즈워'는 역대 최대 분기 매출액이 예상되는데 출시된지 6 년이 지난 노후화된 게임이기 때문에 더욱 의미가 크다.

표1. 인터넷/게임 업종 커버리지 업체 2Q20 Preview

(단위: 십억원)

업종	종목	2Q20E		YoY (%)		QoQ (%)		Consensus		차이 (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	1,803	228	10.6	77.9	4.1	3.1	1,808	227	-0.2	0.4
	카카오	916	93	25.0	129.5	5.5	5.2	913	95	0.3	-2.0
인터넷 업종 합계		2,719	321	15.1	90.3	4.6	3.7	2,720	322	0.0	-0.3
게임	넷마블	660	81	25.4	144.0	23.8	297.1	595	66	10.9	22.1
	엔씨소프트	615	233	49.6	79.7	-15.9	-3.7	649	257	-5.3	-9.7
	펄어비스	126	40	-17.4	-29.7	-5.5	-13.3	133	42	-5.1	-5.2
	NHN	402	30	9.9	18.6	2.0	7.3	405	31	-0.7	-1.0
	컴투스	144	40	16.1	23.5	46.7	69.0	126	34	14.2	18.9
	위메이드	30	2	-10.5	-43.4	-1.7	-51.2	30	2	0.9	-19.3
게임 업종 합계		1,977	425	22.5	51.8	2.9	17.1	1,938	432	2.0	-1.6
인터넷/게임 업종 합계		4,697	746	18.1	66.3	3.9	10.9	4,659	754	0.8	-1.0

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

표2. 인터넷/게임 업종 주요 업데이트 현황

종목 시가총액	투자의견/ T.P	항목	2019	2020E	YoY(%)	주요 내용
NAVER 44,187	BUY/ 340,000 원	Sales	6,593	7,419	12.5	- 코로나 19 영향으로 DA는 타격을 입겠지만 쇼핑, 결제, 콘텐츠 사업은 순항을 이어가고 있어 전반적으로 코로나가 2분기 실적에 미치는 영향은 중립적 - 네이버쇼핑 거래액은 기존 성장률보다 높게 성장하고 있으며 1분기에 56% 증가했던 스마트스토어 거래액은 전체 쇼핑 거래액 성장률을 상회 중 - 네이버 통장과 멤버십 출시로 금융-쇼핑-결제 간 상호 연결 고리는 더욱 견고해질 것으로 쇼핑, 검색광고, 네이버페이, 콘텐츠서비스 매출액 상승에 긍정적인 영향 기대 - 최근 글로벌 웹툰 사업 지배구조를 개편, 지배구조 개편을 기반으로 자회사간 시너지 확대와 글로벌 사업 확대가 더욱 가속화될 것으로 기대하며 향후 미국 시장 내 IPO 또한 기대
		OP	710	1,011	42.4	
		NP	397	566	42.7	
		OPM	10.8	13.6	2.9p	
카카오 24,101	BUY/ 330,000 원	Sales	3,070	3,773	22.9	- 톡보드 일간 매출액은 4월부터 상승 중이며 선물하기, 특딜, 메이커스의 호조로 커머스 매출도 안정적인 성장 지속 중이어서 2분기 특비즈 매출은 전분기대비 10% 증가할 전망 - 픽코마, 카카오페이지, 카카오페이의 마케팅 활동 증가로 영업이익률은 전분기와 유사 예상 - 카카오페이는 결제액과 금융서비스 거래액 증가로 송금 비중은 점진적으로 축소, 송금 데이터 대비 이용자 행동 패턴과 관련된 빅데이터 확보에 유리 - 카카오페이증권 인수로 선물 증권 계좌를 실행 증권 계좌로 전환하도록 유도함에 따라 카드수수료 부담을 낮춰 수익성 개선 중
		OP	207	410	98.4	
		NP	-340	359	흑전	
		OPM	6.7	10.9	4.1p	
넷마블 8,365	HOLD/ 107,000 원	Sales	2,179	2,616	20.1	- 1분기 출시된 신작 3종의 매출 2분기에 온기 반영, 2분기 출시된 '블스 레벨루션'(아시아), '스톤에이지 월드'(글로벌)의 신규 매출 반영으로 전분기대비 매출 크게 증가 예상 - 1분기는 신작의 매출 기여는 제한적이면서 마케팅비 선반영으로 수익성이 크게 하락했던 시기이나 2분기는 매출액은 증가한 반면 마케팅비는 축소되면서 수익성 크게 개선될 전망 - '일곱개의 대죄'는 현재 글로벌 모바일 게임 30위권을 기록 중이며 평균 일매출액은 1분기 7억원에서 2분기엔 16억원까지 상승하여 'MCoC'를 제치고 가장 높은 매출 비중 차지 예상 - 지난 6월 18일 글로벌 172개국에 출시한 '스톤에이지 월드'도 6월 24일 기준 일매출액 4억원 수준까지 상승하며 양호한 성과 기록 중
		OP	205	281	37.2	
		NP	170	308	81.5	
		OPM	9.4	10.7	1.3p	
엔씨소프트 19,956	BUY/ 1,100,000 원	Sales	1,701	2,828	66.2	- '리니지 2M'과 '리니지 M'이 6월 말부터 대규모 업데이트가 진행됨에 따라 그 전에 프로모션 등을 보수적으로 운영해 이용자 결제도 보수적으로 집행, 2분기 매출액은 다소 추축할 전망 - '리니지 2M'은 24일 '코로나를 풍요의 시대' 업데이트를 시작으로 7월엔 엔드콘텐츠 격인 '오만의 탑', 8월엔 신규 전장인 '공성전'을 공개할 예정으로 매출 상승 견인 기대 - '리니지 M'은 7월부터 '마스터 서버'를 업데이트할 예정이며 '퍼플'을 통해 크로스 플레이도 지원될 것으로 게임 사용 시간 증가에 따른 ARPU 상승 및 게임 라이프사이클 장기화 가능 - 하반기에는 '리니지 2M'의 해외 출시, '블레이드앤소울 2' 신작 출시 모멘텀까지 부각되며 기존 게임의 안정적인 매출 유지와 신작 출시 기반의 높은 매출 성장으로 기업가치 상승 지속될 전망
		OP	479	1,029	114.7	
		NP	348	841	141.6	
		OPM	28.2	36.4	8.2p	
컴투스 1,351	BUY/ 160,000 원	Sales	469	522	11.3	- '서머너즈워'는 4월부터 출시 6주년을 기념해 다양한 이벤트를 진행하며 유저 대거 유입으로 최근 3년 내 최대 DAU를 기록, 이에 따라 2분기 매출액은 전분기대비 58% 증가 예상 - 코로나 19가 게임 업종에 긍정적인 영향을 끼친 지역은 서구권과 중국으로 해외 매출 비중이 높고 북미/유럽 매출 비중이 절반을 차지하는 컴투스는 코로나 19로 인한 매출 상승 효과 큼 - '컴투스프로야구 2020', 'MLB9 이닝스 20' 등 야구게임은 시즌 개막에 맞춰 다양한 콘텐츠를 추가하면서 4월 합산 매출액 100억원을 기록, 역대 최고 기록 달성 - '서머너즈워' IP 기반의 모바일 신작 '서머너즈워:백년전쟁'은 3분기 테스트, 4분기 출시 예정으로 3분기부터는 신작 모멘텀도 부각될 것으로 현 시점은 매우 적기
		OP	126	139	10.2	
		NP	110	130	18.4	
		OPM	26.9	26.6	-0.3p	
NHN 1,630	BUY/ 120,000 원	Sales	1,489	1,690	13.5	- 코로나 19 영향은 결제&광고는 긍정적, 게임은 중립적, 커머스는 일부 자회사에 부정적, 티케팅크와 여행박사 포함 기타사업에는 부정적으로 전반적인 코로나 19 영향은 중립적 - 코로나 19로 1분기에 오프라인 거래액이 위축되었던 페이코는 2분기에는 점진적으로 회복되고 있는 추세 - 1일 손실 한도 규제 폐지로 2분기는 전분기대비 웹보드게임 매출 상승 예상, 하반기부터 매출 상승 효과가 뚜렷해지면서 연간 PC 웹보드게임 매출액은 20.3% 증가 추정 - 하반기에는 '크리티컬 옵스:리로드', '용비불패 M', 일본 유명 애니메이션 IP 기반 신작게임 등을 출시할 예정, 웹보드 외에도 신작 출시로 인한 게임 매출 상승 예상
		OP	87	131	51.1	
		NP	28	84	197.5	
		OPM	5.8	7.8	1.9p	
필어비스 2,773	HOLD/ 215,000 원	Sales	536	529	-1.3	- '검은사막 모바일' 한국 지역 매출액이 예상보다 크게 하락하여 '검은사막 모바일'의 2분기 매출액은 전분기대비 16.4% 감소할 것으로 추정 - PC, 콘솔 게임 매출액은 안정적인 수준을 유지하겠지만 매출의 절반을 차지하고 있는 '검은사막 모바일'의 매출 감소로 2분기는 다소 부진한 실적을 기록할 전망 - 5월 출시한 PC 게임 신작 '새도우 아레나'는 정식 출시가 아닌 사전 서비스이어서 단기간의 매출 기여는 미미할 전망, 유료화 모델 제한으로 향후 매출 상승 속도도 더딜 전망 - 코로나 19로 인한 글로벌 게임쇼 취소로 신작 공개 늦어질 전망, 가장 먼저 출시되는 '붉은사막'은 21년 4분기에서 올해 연간 매출액은 역성장 불가피, 당분간 보수적인 접근 추진
		OP	151	170	12.7	
		NP	158	165	4.7	
		OPM	28.1	32.1	4p	
위메이드 731	BUY/ 60,000 원	Sales	114	133	17.2	- 1분기 출시된 라이선스 게임 신작 2종의 매출 자연 감소에 따라 매출액은 전분기대비 소폭 감소 예상, 이익 기여도가 높은 라이선스 매출 감소로 영업이익은 큰 폭으로 감소할 전망 - '미르의전설 2' 중재 소송에서 승소함에 따라 자회사 전기아이피를 중심으로 '미르 2' IP 사업의 가속 기대, 전기상점 오픈도 속도를 낼 것으로 오픈 이후의 가파른 실적 개선 예상 - '미르 2' 관련 손해배상금은 5,000억원 수준이며 손해배상 주체에 한국 소재의 액토즈소프트가 포함된 것을 감안 시 배상금 수령 가능성 높아짐 - 현재까지 승소한 누적 배상금 4,700억원은 수령 시 일부는 주주환원 활용을 검토하고 있어 투자심리 환기 및 밸류에이션 재평가 예상
		OP	-9	8	흑전	
		NP	-29	14	흑전	
		OPM	-8.2	6.1	14.3p	

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

II. 투자 전략

Top picks:
NAVER, 엔씨소프트

매수 추천:
카카오,
컴투스, 위메이드

네이버와 카카오 주가의 연초대비 수익률은 각각 +41.6%, +74.3%로 높은 수익률을 기록했지만 커머스, 결제, 콘텐츠 등 신사업의 탑라인 고성장 및 수익성 개선으로 기업가치 재평가가 이뤄지고 있으며 언택트 프리미엄까지 부여되어 추가 흐름은 상승 추세를 이어나갈 것으로 예상된다. 언택트 소비 증가로 온라인 쇼핑 시장 파이가 확대되고 있는 가운데 이용자 기반, 검색, 결제 편의성을 기반으로 대형 인터넷 기업의 커머스 시장 내 점유율은 더욱 확대될 것으로 중장기적으로는 이커머스 시장이 인터넷 기업 위주로 재편될 것으로 예상된다. 해외 이커머스 1 위 업체의 시장점유율을 살펴보면 미국은 아마존이 50%, 중국은 알리바바가 77%, 일본은 라쿠텐이 29%를 차지하고 있는 반면 한국은 아직 압도적인 점유율을 차지하고 있는 사업자가 없고 모두 20% 미만의 점유율을 차지하고 있다. 이에 따라 대형 인터넷 기업의 이커머스 시장 점유율 상승 여력은 높고 커머스 사업 확대에 따라 광고, 결제 등의 기존 사업도 시너지를 창출하며 동반 상승할 것으로 예상된다. 네이버와 카카오 모두 양호한 펀더멘탈을 지속하면서 세계 경제의 불확실성이 큰 상황에서 대형 기술주에 대한 우호적인 투자 심리는 지속될 것으로 보인다.

웹툰/웹소설 거래액의 가파른 성장과 수익성 개선으로 네이버와 카카오의 목표주가를 모두 상향 조정했으며 최근 웹툰 사업의 지배구조를 개편하여 글로벌 사업을 빠르게 확대할 것으로 예상되는 네이버를 최선호주로 제시한다.

게임 업종에서는 2 분기는 다소 부진하겠지만 ‘리니지 2M’과 ‘리니지 M’의 대규모 업데이트로 3 분기 매출 반등이 예상되고 올해 안에 ‘리니지 2M’ 해외 출시, 신작 ‘블레이드앤소울 2’로 전 세계 게임 업체 중에서도 가장 높은 성장률을 기록할 엔씨소프트를 최선호주로 제시한다. 더불어 게임 라이프사이클을 장기화시키고 있고 하반기 ‘서머너즈워’ IP 신작 게임이 출시되는 컴투스와 ‘미르 2’ 중재 승소로 배상금 수령 외에 중국 내 IP 사업들도 속도가 붙을 것으로 예상되는 위메이드를 매수 추천한다.

[편집상 공백입니다]

Ⅲ. 컨센서스 추이

그림1. NAVER 2Q20 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림2. NAVER 2020 컨센서스 추이



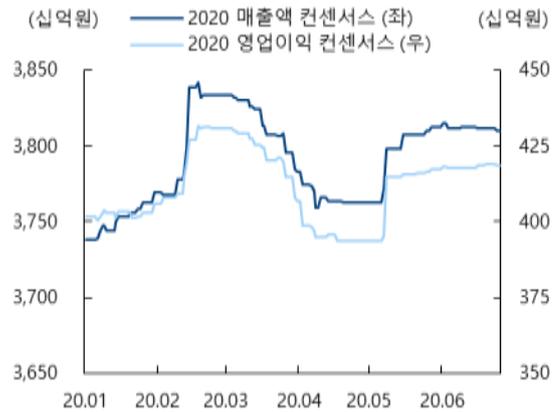
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림3. 카카오 2Q20 컨센서스 추이



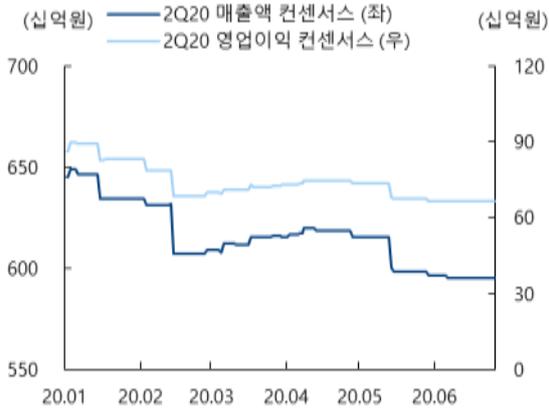
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림4. 카카오 2020 컨센서스 추이



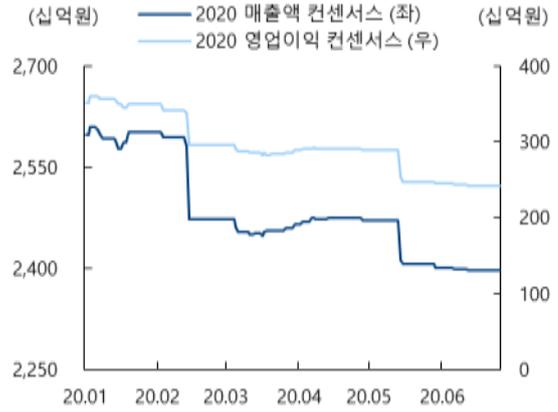
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림5. 넷마블 2Q20 컨센서스 추이



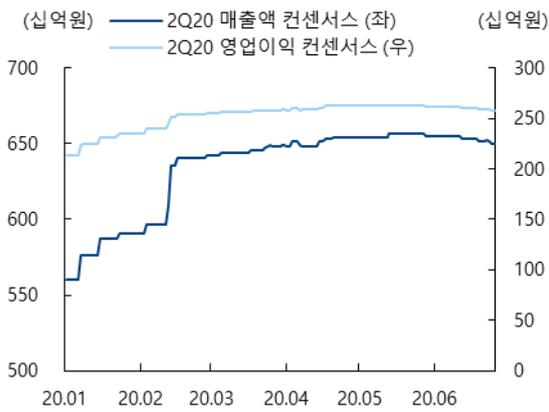
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림6. 넷마블 2020 컨센서스 추이



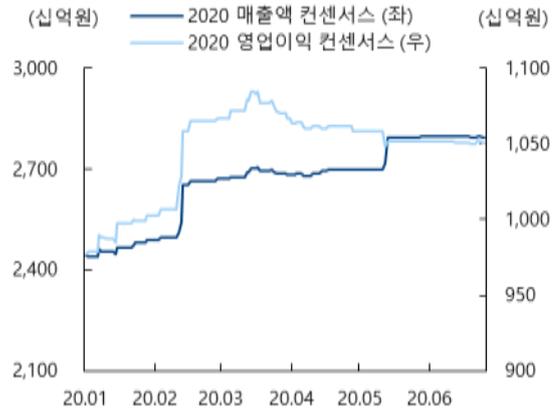
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림7. 엔씨소프트 2Q20 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림8. 엔씨소프트 2020 컨센서스 추이



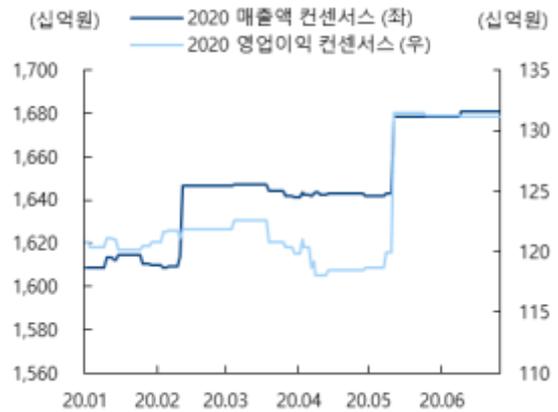
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림9. NHN 2Q20 컨센서스 추이



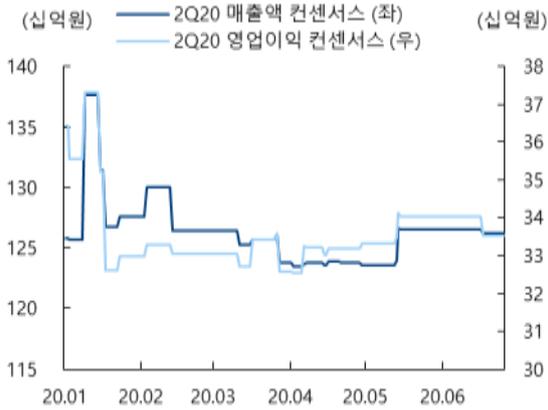
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림10. NHN 2020 컨센서스 추이



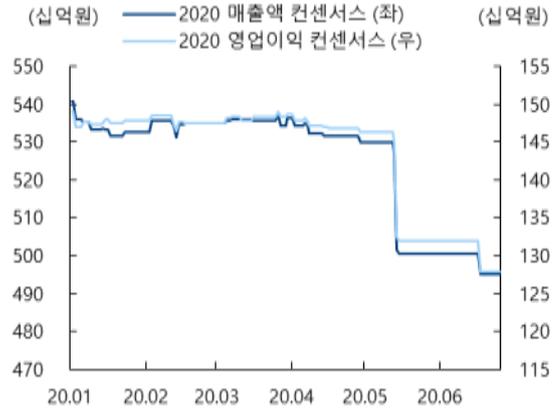
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림11. 컴투스 2Q20 컨센서스 추이



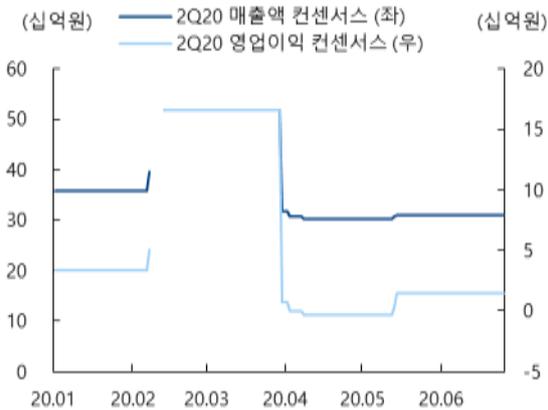
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림12. 컴투스 2020 컨센서스 추이



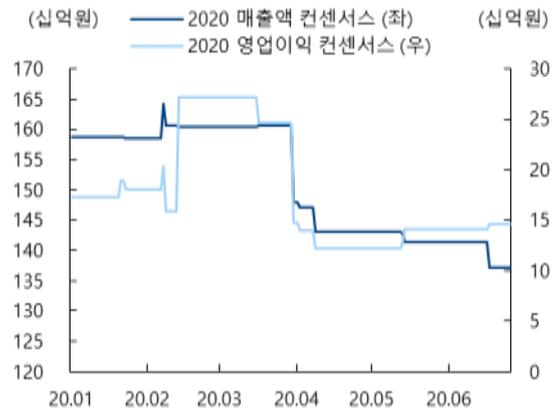
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림13. 위메이드 2Q20 컨센서스 추이



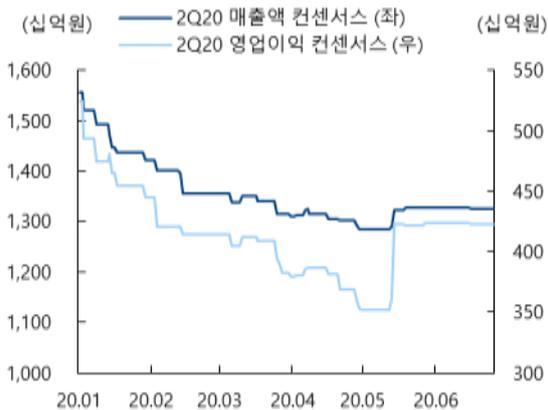
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림14. 위메이드 2020 컨센서스 추이



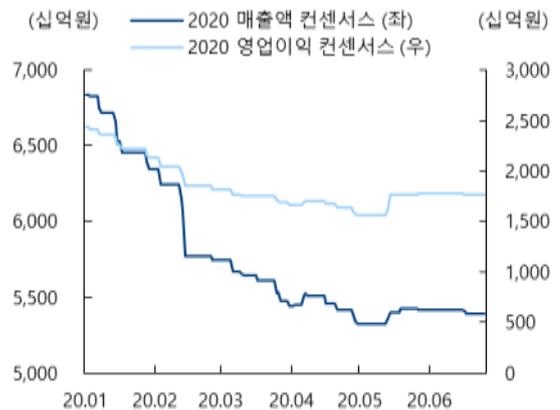
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림15. 펠어비스 2Q20 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림16. 펠어비스 2020 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

IV. 기업분석

NAVER(035420)_ 아직 꽃봉오리는 터지지도 않았다	12
카카오(035720)_ 신사업 기업가치 Re-rating	18
엔씨소프트(036570)_ 믿음직한 ‘리니지’ IP	24
넷마블(251270)_ ‘일곱개의 대죄’의 매출 기여 확대	30
펄어비스(263750)_ ‘검은사막 모바일’ 한국 매출 부진	36
컴투스(078340)_ 6년 된 게임의 최고 매출	42
NHN(181710)_ 웹보드 규제 완화와 신작 출시로 게임 매출 성장	48
위메이드(112040)_ 중재 승소로 ‘미르2’ 가치 상승	54



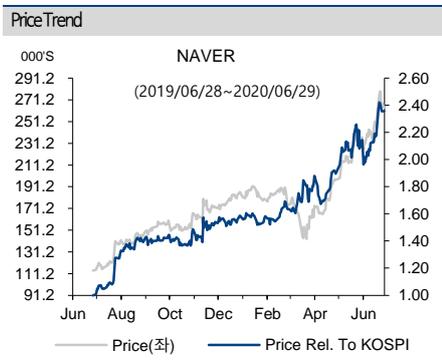
아직 꽃봉오리는 터지지도 않았다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	264,000 원
상승여력	28.8 %

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	16,426만주
시가총액	43,366십억원
외국인지분율	56.1%
52 주 주가	114,000~279,000 원
60 일평균거래량	1,036,721 주
60 일평균거래대금	231.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	61.0	43.9	131.6
상대수익률	13.7	39.1	48.9	133.3



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	6,593	7,386	8,358	9,204
영업이익(십억원)	710	995	1,317	1,537
순이익(십억원)	583	718	887	990
EPS(원)	3,538	4,370	5,400	6,026
BPS(원)	35,223	40,225	46,137	52,675
PER(배)	51.9	60.4	48.9	43.8
PBR(배)	5.2	6.6	5.7	5.0
ROE(%)	10.6	11.6	12.5	12.2
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	22.8	31.3	25.3	21.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

2Q20 Preview: 매출액 +10.6% YoY, 영업이익 +77.9% YoY 예상

네이버의 2 분기 예상 매출액은 1 조 8,034 억원(+10.6% YoY, +4.1% QoQ), 영업이익은 2,283 억원(+77.9% YoY, +3.1% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 예상된다. 코로나 19 영향으로 디스플레이광고는 타격을 입었지만 쇼핑, 결제, 콘텐츠 사업은 순항을 이어가고 있어 전반적으로 코로나가 2 분기 실적에 미치는 영향은 중립적이다. 광고 사업은 5 월부터 일부 회복되는 모습을 보였다가 코로나가 수도권에 추가 확산되면서 회복이 늦어지고 있다. 네이버쇼핑 거래액은 기존 성장률보다 높게 성장하고 있으며 1 분기에 56% 증가했던 스마트스토어 거래액은 전체 쇼핑 거래액 성장률을 상회하고 있다. 쇼핑 거래액 증가에 따라 네이버페이 거래액 또한 동반 상승하여 매출 상승을 견인하겠지만 결제액 상승에 따른 포인트 지급 상승으로 마케팅비 또한 증가하여 영업이익률은 전분기와 유사한 12.7%를 기록할 것으로 추정한다.

네이버통장, 플러스멤버십 출시로 쇼핑 사업 더욱 강화될 전망

지난 6월 8일 출시된 네이버통장은 3% 수익과 더불어 통장과 연동된 네이버페이로 결제하면 포인트 추가 혜택을 제공한다. 최근 출시한 유료회원제 서비스 '네이버플러스 멤버십' 또한 네이버 쇼핑에서 결제할 경우 추가 포인트 적립 혜택을 제공하여 이용자 락인 효과가 강화될 것으로 기대한다. 이미 네이버 생태계 안에서는 쇼핑, 웹툰, 음악 등 다양한 결제가 발생하고 있는데 통장과 멤버십 출시로 금융-쇼핑-결제 간 상호 연결 고리는 더욱 견고해질 것으로 쇼핑, 검색광고, 네이버페이, 콘텐츠서비스 매출액 상승에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 기대한다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 34 만원으로 상향 조정

네이버에 대한 투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 31 만원에서 34 만원으로 상향 조정한다. 기존 주요 사업 부문 사업가치를 광고+비즈니스플랫폼과 콘텐츠 사업으로 구분하여 기업가치를 재산정했다. 네이버는 최근 글로벌 웹툰 사업 지배구조를 개편, 미국 웹툰사업 법인 웹툰엔터테인먼트를 본사로 두고 한국 웹툰 사업과 일본과 중국 웹툰사업 법인을 산하에 두게 되었다. 지배구조 개편을 기반으로 자회사간 시너지 확대와 글로벌 사업 확대가 더욱 가속화될 것으로 기대하며 향후 미국 시장 내 IPO 또한 기대해볼 수 있다. 웹툰과 라인망가의 12MF 거래액 1.2 조원에 Target Multiple 7.1 배를 적용하여 웹툰엔터테인먼트의 지분가치를 7.5 조로 산정했다.

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

표3. 네이버 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	6,593	7,386	8,358	1,630	1,732	1,803	1,808	-0.2
YoY (%)	18.0	12.0	13.2	19.6	14.6	10.6	10.9	-0.3
QoQ (%)				7.9	-3.1	4.1	4.4	-0.2
영업이익	710	995	1,317	128	222	228	227	0.4
YoY (%)	-24.7	40.1	32.4	-48.8	7.4	77.9	77.3	0.6
QoQ (%)				-37.8	27.7	3.1	2.7	0.4
이익률 (%)	10.8	13.5	15.8	7.9	12.8	12.7	12.6	0.1
당기순이익	397	557	739	28	135	125	137	-8.7
이익률 (%)	6.0	7.5	8.8	1.7	7.8	6.9	7.6	-0.6

자료: NAVER, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표4. 네이버 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	6,593	7,386	8,358	1,511	1,630	1,665	1,787	1,732	1,803	1,871	1,979
광고	633	633	760	142	167	153	172	144	151	157	181
비즈니스플랫폼	2,851	3,175	3,493	669	716	719	747	750	780	811	835
IT 플랫폼	457	650	845	99	106	116	136	148	159	167	176
콘텐츠서비스	210	265	331	35	50	55	70	55	66	70	73
LINE 및 기타플랫폼	2,442	2,663	2,929	565	592	622	663	635	647	667	714
영업이익	710	995	1,317	206	128	202	173	222	228	252	293
세전이익	867	1,049	1,344	190	110	180	386	254	236	260	300
당기순이익	397	557	739	88	28	85	196	135	125	138	159
성장률 (YoY %)											
매출액	18.0	12.0	13.2	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	10.6	12.4	10.7
광고	10.5	0.0	20.0	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	-9.2	3.0	5.3
비즈니스플랫폼	15.2	11.4	10.0	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	8.9	12.7	11.9
IT 플랫폼	28.5	42.1	30.0	36.8	22.6	27.2	28.8	49.4	49.7	43.2	29.8
콘텐츠서비스	66.5	26.5	25.0	18.2	61.6	64.2	118.4	58.3	32.7	28.1	4.9
LINE 및 기타플랫폼	18.8	9.0	10.0	17.4	21.8	18.7	17.3	12.3	9.4	7.2	7.6
영업이익	-24.7	40.1	32.4	-19.8	-48.8	-8.8	-18.6	7.4	77.9	24.9	68.6
세전이익	-22.9	21.1	28.1	-25.8	-71.6	-3.5	31.4	33.8	113.5	44.1	-22.4
당기순이익	-40.2	40.5	32.6	-43.1	-91.2	24.7	48.1	54.1	351.7	61.8	-18.8
이익률 (%)											
영업이익률	10.8	13.5	15.8	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	12.7	13.5	14.8
세전이익률	13.1	14.2	16.1	12.6	6.8	10.8	21.6	14.7	13.1	13.9	15.2
당기순이익률	6.0	7.5	8.8	5.8	1.7	5.1	11.0	7.8	6.9	7.4	8.1

자료: NAVER, 하이투자증권 리서치

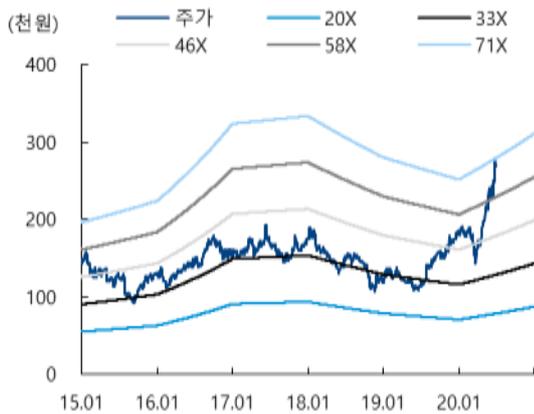
주: 연결기준

표5. 네이버 SOTP Valuation

단위: 십억원		비고
광고+비즈니스플랫폼 사업부문 영업 가치	25,182	
12MF NAVER 주요 사업부문 순이익	919.0	
Target PER	27.4	Alphabet, Facebook, Amazon 의 평균 PER
웹툰 엔터테인먼트 지분 가치	7,549.8	
웹툰+라인망가 12MF 거래액	1,168.8	
Target Multiple	7.1	카카오페이지와 동일한 Multiple 적용
유효 지분율 (%)	91.0	네이버 66.6%, 라인 33.4% 보유 (네이버는 라인 지분 73% 보유)
콘텐츠 사업 가치 (웹툰 제외)	1,214.1	
12MF 콘텐츠 매출액 (웹툰 제외)	171.0	
Target PSR	7.1	
LINE 지분가치	10,119	
Z 홀딩스 보유가치	31,280	LINE 과 Z 홀딩스의 시가총액 합산 대비 20% 할인
지분율 (%)	32.4	
NAVER 파이낸셜 지분가치	4,356	
네이버페이 12MF 예상 거래액	23,520	
네이버페이 12MF 예상 매출액	706	거래액 대비 매출액 전환율 3% 가정
Target PSR	8.8	비바리퍼블리카 PSR 대비 30% 할인
지분율 (%)	70.0	
순차입금	-558	1Q20 별도 기준
적정 기업가치	48,978	
발행주식수 (천주)	145,364	자기주식수 제외
목표주가 (원)	340,000	
현 주가 (원, 6/29 기준)	264,000	
상승 여력 (%)	28.8	

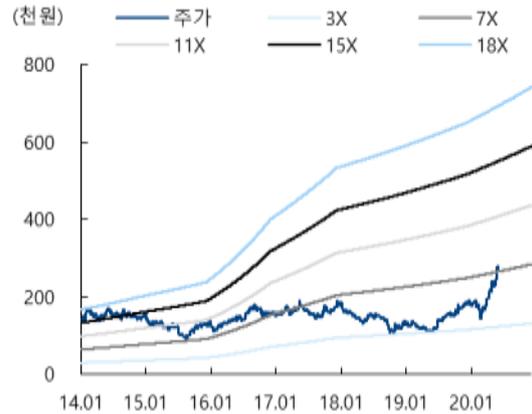
자료: 하이투자증권 리서치

그림17. NAVER 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림18. NAVER 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,644	6,745	6,972	9,399
현금 및 현금성자산	3,741	4,769	4,813	7,070
단기금융자산	372	197	158	126
매출채권	1,195	1,338	1,514	1,668
재고자산	55	62	70	77
비유동자산	6,656	7,129	9,051	9,456
유형자산	1,596	1,467	1,316	1,146
무형자산	341	334	329	326
자산총계	12,300	13,873	16,023	18,856
유동부채	3,773	4,705	6,032	7,920
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	510	510	510	510
유동성장기부채	50	50	50	50
비유동부채	2,022	2,022	2,022	2,022
사채	752	752	752	752
장기차입금	50	50	50	50
부채총계	5,796	6,728	8,054	9,942
자배주주지분	5,805	6,607	7,579	8,653
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,712	6,376	7,208	8,143
기타자본항목	-1,408	-1,408	-1,408	-1,408
비자배주주지분	699	538	390	261
자본총계	6,504	7,145	7,969	8,914

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,593	7,386	8,358	9,204
증가율(%)	18.0	12.0	13.2	10.1
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	6,593	7,386	8,358	9,204
판매비와관리비	5,883	6,392	7,041	7,667
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	710	995	1,317	1,537
증가율(%)	-24.7	40.1	32.4	16.7
영업이익률(%)	10.8	13.5	15.8	16.7
이자수익	16	20	20	29
이자비용	35	35	35	35
지분법이익(손실)	-64	17	17	17
기타영업외손익	-25	-38	-39	-39
세전계속사업이익	867	1,049	1,344	1,565
법인세비용	466	492	605	704
세전계속이익률(%)	13.1	14.2	16.1	17.0
당기순이익	397	557	739	861
순이익률(%)	6.0	7.5	8.8	9.4
지배주주귀속 순이익	583	718	887	990
기타포괄이익	139	139	139	139
총포괄이익	536	696	878	1,000
지배주주귀속총포괄이익	530	689	869	990

현금흐름표

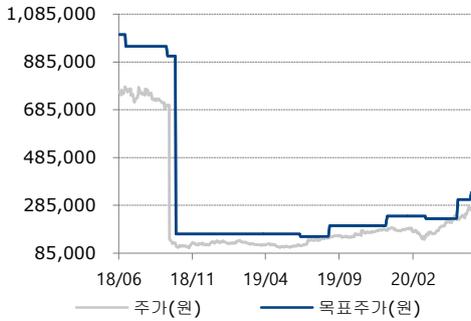
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,357	1,378	1,958	2,628
당기순이익	397	557	739	861
유형자산감가상각비	460	229	211	180
무형자산상각비	38	48	45	43
지분법관련손실(이익)	-64	17	17	17
투자활동 현금흐름	-1,078	-163	-1,727	-185
유형자산의 처분(취득)	-436	-100	-60	-10
무형자산의 처분(취득)	-71	-40	-40	-40
금융상품의 증감	330	175	39	32
재무활동 현금흐름	52	-6	-6	-6
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-47	-55	-55	-55
현금및현금성자산의증감	418	1,028	45	2,256
기초현금및현금성자산	3,323	3,741	4,769	4,813
기말현금및현금성자산	3,741	4,769	4,813	7,070

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	3,538	4,370	5,400	6,026
BPS	35,223	40,225	46,137	52,675
CFPS	6,559	6,056	6,959	7,383
DPS	376	376	376	376
Valuation(배)				
PER	51.9	60.4	48.9	43.8
PBR	5.2	6.6	5.7	5.0
PCR	28.0	43.6	37.9	35.8
EV/EBITDA	22.8	31.3	25.3	21.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.6	11.6	12.5	12.2
EBITDA 이익률	18.3	17.2	18.8	19.1
부채비율	89.1	94.2	101.1	111.5
순부채비율	-42.3	-50.4	-45.3	-65.5
매출채권회전율(x)	5.8	5.8	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	117.2	126.4	127.0	125.4

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치본부

NAVER
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-07-13	Buy	950,000	1년	-84.4%	-83.6%
2018-10-08	Buy	910,000	1년	-85.4%	-84.4%
2018-10-25	Buy	165,000	1년	-26.1%	-16.1%
2019-07-10	Buy	155,000	1년	-11.3%	-2.6%
2019-09-09	Buy	200,000	1년	-17.3%	-6.8%
2020-01-06	Buy	240,000	1년	-25.9%	-20.2%
2020-03-26	Buy	230,000	1년	-14.6%	4.8%
2020-06-01	Buy	310,000	1년	-19.7%	-10.0%
2020-06-30	Buy	340,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.6%	8.4%	-

카카오 (035720)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	330,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	267,500 원
상승여력	23.4 %

Stock Indicator	
자본금	43십억원
발행주식수	8,780만주
시가총액	23,487십억원
외국인지분율	33.3%
52 주 주가	122,000~282,500 원
60 일평균거래량	1,278,597 주
60 일평균거래대금	294.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.5	75.4	74.3	103.4
상대수익률	-1.6	53.5	79.3	105.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	3,070	3,773	4,644	5,606
영업이익(십억원)	207	410	604	894
순이익(십억원)	-301	348	441	629
EPS(원)	-3,585	3,986	5,021	7,161
BPS(원)	60,603	63,318	68,167	75,155
PER(배)		67.1	53.3	37.4
PBR(배)	2.5	4.2	3.9	3.6
ROE(%)	-5.8	6.5	7.6	10.0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(배)	26.1	32.9	26.7	20.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

신사업 기업가치 Re-rating

2Q20 Preview: 매출액 +25.0% YoY, 영업이익은 +129.5% YoY 예상

카카오의 2 분기 예상 매출액은 9,160 억원(+25.0% YoY, +5.5% QoQ), 영업이익 929 억원(+129.5% YoY, +5.2% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 주요 성장 동력인 톡보드 일간 매출액은 지난해 12 월 대비 1~2 월에는 하락세를 보이다가 3 월부터 회복하여 4 월부터는 월별로 상승하고 있고 선물하기, 톡딜, 메이커스가 모두 호조를 보이며 커머스 매출도 안정적인 성장을 이어가고 있어 2 분기 톡비즈 매출액은 전분기대비 10% 증가할 것으로 추정한다. 다만 픽코마, 카카오페이지, 카카오페이 사업의 마케팅 활동 증가로 영업이익률은 전분기와 유사할 것으로 예상된다.

카카오페이의 질적 성장

지난 1 분기에 거래액 14.3 조원을 기록했던 카카오페이는 온라인 결제와 금융서비스 거래액이 빠르게 증가하면서 양적 성장과 더불어 질적 성장을 보이고 있다. 결제액과 금융서비스 거래액 증가로 과거 90%의 비중을 차지하고 있던 송금 비중은 점진적으로 축소되고 있다. 결제액과 금융서비스 거래는 송금과 달리 이익에 기여할 수 있고 송금 데이터 대비 이용자 행동 패턴과 관련된 빅데이터 확보에 유리하다. 더불어 카카오페이증권 인수로 선불 충전 계좌를 실명 증권 계좌로 전환하도록 유도함에 따라 카드수수료 부담을 낮춰 수익성이 개선되고 있다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 330,000 원으로 상향 조정

카카오에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 기존 31 만원에서 33 만원으로 상향 조정한다. 카카오페이지와 픽코마 거래액이 분기 최대치를 이어가고 있고 수익성도 빠르게 개선되고 있어 유료 콘텐츠 사업의 가치를 상향 조정했다. 더불어 SOTP Valuation 산정시 카카오재팬의 사업가치를 신규 포함했다. 픽코마 수익이 대부분인 카카오재팬 지분가치에 대해서는 카카오페이지와 동일하게 거래액 대비 배수 7.1 배, 유효 지분율 92.7%를 적용하여 1.3 조원으로 산정했다.

표6. 카카오 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	3,070	3,773	4,644	733	868	916	913	0.3
YoY(%)	27.0	22.9	23.1	24.5	22.9	25.0	24.5	0.4
QoQ(%)				3.8	2.5	5.5	5.1	0.4
영업이익	207	410	604	40	88	93	95	-2.0
YoY(%)	183.4	98.4	47.3	46.6	219.0	129.5	134.3	-4.7
QoQ(%)				46.3	11.0	5.2	7.4	-2.2
이익률(%)	6.7	10.9	13.0	5.5	10.2	10.1	10.4	-0.2
지배주주순이익	-298	348	441	39	77	81	72	13.0
이익률(%)	-9.7	9.2	9.5	5.3	8.9	8.9	7.9	1.0

자료: 카카오, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표7. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	3,070	3,773	4,644	706	733	783	848	868	916	959	1,030
플랫폼	1,435	1,954	2,513	313	327	351	444	442	475	495	542
특비즈	650	1,022	1,431	127	139	162	222	225	247	260	291
포털비즈	524	477	491	126	137	126	134	117	118	115	127
신사업	261	455	591	60	51	62	88	101	110	120	124
콘텐츠	1,635	1,820	2,131	393	406	432	404	427	441	464	488
게임	397	405	429	94	98	99	106	97	95	102	112
뮤직	587	612	643	137	145	151	153	151	152	154	155
유료콘텐츠	297	480	672	75	82	92	49	97	116	128	138
IP 비즈니스/기타	354	323	387	87	82	90	95	82	78	80	83
영업이익	207	410	604	28	40	59	79	88	93	107	122
세전이익	-227	569	728	41	54	89	-410	127	133	149	161
지배주주순이익	-298	348	441	28	39	56	-420	77	81	91	98
성장률 (YoY %)											
매출액	27.0	22.9	23.1	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	25.0	22.5	21.5
플랫폼	38.0	36.2	28.6	34.8	30.2	38.6	46.5	41.1	45.2	41.3	22.0
특비즈	54.3	57.3	40.0	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	77.9	59.8	31.2
포털비즈	5.7	-9.0	3.0	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-14.0	-8.4	-5.4
신사업	112.8	74.0	30.0	171.6	103.0	105.3	94.7	68.1	114.9	93.5	40.7
콘텐츠	18.7	11.3	17.1	21.7	20.2	24.9	8.9	8.5	8.7	7.2	20.9
게임	-4.7	1.9	6.0	-10.9	-11.9	-0.4	5.6	3.0	-3.6	2.6	5.4
뮤직	10.1	4.3	5.0	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	5.3	1.5	1.3
유료콘텐츠	36.1	61.4	40.0	70.6	60.3	52.0	-22.3	30.0	42.8	39.3	181.3
IP 비즈니스/기타	69.1	-8.9	20.0	83.7	81.8	78.7	42.8	-6.1	-4.6	-10.9	-13.1
영업이익	183.4	98.4	47.3	166.0	46.6	92.7	1,751.8	219.0	129.5	81.4	53.3
세전이익	적전	흑전	27.8	9.0	-6.1	84.2	적지	212.6	147.8	67.7	흑전
지배주주순이익	적전	흑전	26.5	98.6	111.1	234.9	적지	181.6	109.6	63.7	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	6.7	10.9	13.0	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.1	11.2	11.8
세전이익률	-7.4	15.1	15.7	5.7	7.3	11.3	-48.4	14.6	14.5	15.5	15.6
지배주주순이익률	-9.7	9.2	9.5	3.9	5.3	7.1	-49.6	8.9	8.9	9.5	9.6

자료: 카카오, 하이투자증권 리서치

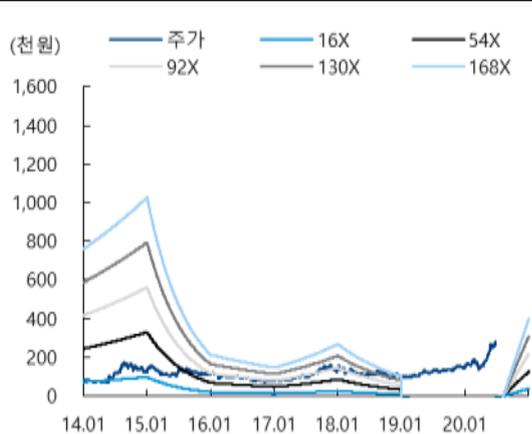
주: 연결기준

표8. 카카오 SOTP Valuation

단위: 십억원		비고
특비즈 사업 가치	8,390	12MF 순이익 2,760 억원, Target PER 30.4 배 적용
포털비즈 사업 가치	2,758	12MF 순이익 1,103 억원, Target PER 25 배 적용
IP 비즈니스 사업 지분 가치	903	12MF 순이익 카카오 70% 지분 보유
12MF IP 비즈니스 순이익	54	영업이익률 20% 가정
Target PER (배)	17	국내 유통 업종과 미디어 업종 평균 PER
모빌리티 사업 지분 가치	1,155	TPG 투자금액 5 천억원 기준 사업 가치 1.7 조원 (지분율 69.3%)
카카오페이 사업 지분가치	2,907	12MF 송금 제외 거래액 10.8 조원, 매출 전환율 5%, Target PSR 8.8 배 적용 (지분율 60.9%)
카카오게임즈 지분가치	1,020	12MF 순이익 939 억원, Target PER 18 배, 지분율 60.4% 적용
12MF 게임 순이익	94	영업이익률 30% 가정
Target PER (배)	18	국내 게임 업종 평균 PER
카카오페이지 사업 지분 가치	2,722	12MF 거래액 6,020 억원, 배수 7.1 배 적용 (지분율 63.7%)
카카오재팬 사업 지분 가치	1,855	12MF 거래액 2,819 억원, 배수 7.1 배 적용 (유효 지분율 92.7%)
음악사업 가치	2,229	12MF 순이익 941 억원, Target PER 31 배 적용
카카오뱅크	1,552	자본금 1.8 조원, 자본금순이익률 50%, Target PER 5 배 적용 (지분율 34%)
카카오 M	1,273	앵커 PE 투자금액 2100 억원 기준 사업 가치 1.6 조원 (지분율 78.2%)
순차입금	-356	1Q20 별도기준
적정 기업가치	27,120	
발행주식수 (천주)	83,214	자기주식수 제외
목표주가 (원)	330,000	
현재 주가 (6월 29일, 원)	267,500	
상승 여력 (%)	23.4	

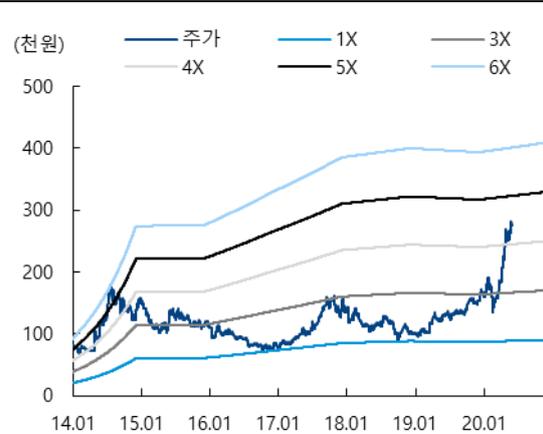
자료: 하이투자증권 리서치

그림19. 카카오 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림20. 카카오 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

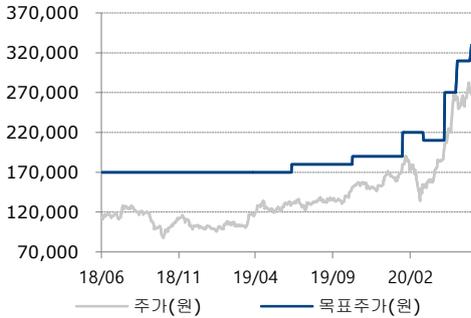
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,830	3,348	3,718	4,089	매출액	3,070	3,773	4,644	5,606
현금 및 현금성자산	1,918	2,334	2,572	2,757	증가율(%)	27.0	22.9	23.1	20.7
단기금융자산	279	307	338	371	매출원가	-	-	-	-
매출채권	388	477	587	708	매출총이익	3,070	3,773	4,644	5,606
재고자산	49	61	75	90	판매비와관리비	2,863	3,363	4,040	4,712
비유동자산	5,908	6,145	6,417	6,729	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	350	265	207	181	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,548	3,475	3,411	3,353	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,737	9,493	10,135	10,818	영업이익	207	410	604	894
유동부채	2,134	2,500	2,699	2,735	증가율(%)	183.5	98.4	47.3	48.0
매입채무	29	36	44	53	영업이익률(%)	6.7	10.9	13.0	16.0
단기차입금	8	8	8	8	이자수익	32	38	42	45
유동성장기부채	0	100	120	120	이자비용	13	15	15	15
비유동부채	564	608	608	608	지분법이익(손실)	-20	21	0	11
사채	40	45	45	45	기타영업외손익	-448	58	59	63
장기차입금	7	7	7	7	세전계속사업이익	-234	569	728	1,049
부채총계	2,997	3,408	3,606	3,643	법인세비용	108	210	268	387
자배주주지분	5,225	5,559	5,985	6,599	세전계속이익률(%)	-7.6	15.1	15.7	18.7
자본금	43	44	44	44	당기순이익	-342	359	459	662
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043	순이익률(%)	-11.1	9.5	9.9	11.8
이익잉여금	148	486	916	1,534	지배주주귀속 순이익	-301	348	441	629
기타자본항목	7	7	7	7	기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	515	526	544	577	총포괄이익	-346	355	455	657
자본총계	5,740	6,085	6,529	7,176	지배주주귀속총포괄이익	-343	351	450	651

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	753	1,016	936	908	주당지표(원)				
당기순이익	-342	359	459	662	EPS	-3,585	3,986	5,021	7,161
유형자산감가상각비	139	155	108	76	BPS	60,603	63,318	68,167	75,155
무형자산상각비	80	73	65	57	CFPS	-979	6,597	6,988	8,677
지분법관련손실(이익)	-20	21	0	11	DPS	127	127	127	127
투자활동 현금흐름	-414	-615	-598	-601	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-106	-70	-50	-50	PER		67.1	53.3	37.4
무형자산의 처분(취득)	-69	-	-	-	PBR	2.5	4.2	3.9	3.6
금융상품의 증감	674	-28	-31	-34	PCR	-156.8	40.5	38.3	30.8
재무활동 현금흐름	322	219	133	113	EV/EBITDA	26.1	32.9	26.7	20.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-102	5	-	-	ROE	-5.8	6.5	7.6	10.0
자본의증감	300	1	-	-	EBITDA 이익률	13.9	16.9	16.7	18.3
배당금지급	-10	-10	-11	-11	부채비율	52.2	56.0	55.2	50.8
현금및현금성자산의증감	671	416	237	186	순부채비율	-37.3	-40.8	-41.8	-41.1
기초현금및현금성자산	1,247	1,918	2,334	2,572	매출채권회전율(x)	7.8	8.7	8.7	8.7
기말현금및현금성자산	1,918	2,334	2,572	2,757	재고자산회전율(x)	72.0	68.5	68.5	67.9

자료 : 카카오, 하이투자증권 리서치본부

카카오
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2019-07-10	Buy	180,000	1년	-25.5%	-16.1%
2019-11-07	Buy	190,000	1년	-16.7%	-5.8%
2020-02-14	Buy	220,000	1년	-23.3%	-13.4%
2020-03-26	Buy	210,000	1년	-19.8%	-5.0%
2020-05-07	Buy	270,000	1년	-12.6%	0.0%
2020-06-01	Buy	310,000	1년	-14.9%	-8.9%
2020-06-30	Buy	330,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

엔씨소프트 (036570)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,100,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	890,000 원
상승여력	23.6 %

Stock Indicator	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,195만주
시가총액	19,539 십억원
외국인지분율	52.0%
52 주 주가	459,000~943,000 원
60 일평균거래량	118,311 주
60 일평균거래대금	87.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	43.1	64.5	86.6
상대수익률	9.5	21.2	69.5	88.3



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,701	2,828	3,674	4,255
영업이익(십억원)	479	1,029	1,495	1,814
순이익(십억원)	358	838	1,178	1,414
EPS(원)	16,320	38,185	53,668	64,386
BPS(원)	113,836	136,955	171,197	213,138
PER(배)	33.1	23.3	16.6	13.8
PBR(배)	4.8	6.5	5.2	4.2
ROE(%)	14.7	30.5	34.8	33.5
배당수익률(%)	1.0	1.3	1.8	2.2
EV/EBITDA(배)	19.5	16.2	11.0	8.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

믿음직한 ‘리니지’ IP

2Q20 Preview: 매출액 +49.6% YoY, 영업이익 +79.7% YoY 예상

엔씨소프트 2 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 6,146 억원(+49.6% YoY, -15.9% QoQ), 2,325 억원(+79.7% YoY, -3.7% QoQ)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 주요 수익원인 ‘리니지 2M’이 6 월 말부터 대규모 업데이트가 진행됨에 따라 그 전에는 프로모션과 이벤트가 보수적으로 운영되어 이용자의 결재 또한 보수적으로 집행되었다. 직전 분기에 37 억원을 기록했던 ‘리니지 2M’의 일매출액은 2 분기에 26 억원까지 하락할 것으로 전망한다. ‘리니지 M’ 또한 3 주년 업데이트가 7 월 8 일부터 진행되기 때문에 2 분기 매출액은 다소 추춤할 것으로 보인다.

3 분기 ‘리니지’ 모바일게임 큰 폭의 반등 기대

‘리니지 2M’은 지난 24 일 ‘코로나클 풍요의 시대 에피소드’ 업데이트를 시작으로 7 월에는 엔드 콘텐츠격인 ‘오만의 탑’, 8 월에는 신규 전장 ‘공성전’이 공개될 예정이다. ‘오만의 탑’은 월드콘텐츠로 선보일 예정으로 RVR 의 재미를 극대화하는데 개발력을 집중했고 공성전은 더욱 강력해진 혈맹, 혈맹 스킬, 와이번 등을 순차적으로 공개해 매출 상승을 견인할 것으로 기대한다. ‘리니지 M’ 또한 모든 이용자가 하나의 서버에서 함께 게임을 즐길 수 있는 ‘마스터 서버’를 도입하는 업데이트가 7 월부터 진행될 예정이며 ‘퍼플’을 통해 PC 와 모바일 간의 크로스 플레이 서비스 또한 지원될 것으로 게임 사용 시간 증가에 따른 ARPU 상승 및 게임 라이프사이클 장기화가 가능할 것으로 보인다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 110 만원으로 상향 조정

‘리니지 2M’과 ‘리니지 2M’의 이용자 지표가 상당히 견조하게 유지되고 있고 대규모 업데이트로 인해 3 분기 이후 매출 반등폭이 클 것으로 예상되어 실적 추정치를 상향 조정, 목표주가를 기존 93 만원에서 110 만원으로 상향 조정한다. 하반기에는 ‘리니지 2M’의 해외 출시, ‘블레이드앤소울 2’ 신작 출시 모멘텀까지 부각될 것이다. 경쟁이 치열해진 모바일게임 시장에서 기존 게임의 안정적인 매출 유지와 신작 출시 기반의 높은 매출 성장으로 기업가치 상승은 지속될 것으로 판단한다.

표9. 엔씨소프트 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	1,701	2,828	3,674	411	731	615	650	-5.5
YoY(%)	-0.8	66.2	29.9	-5.9	103.8	49.6	81.2	-31.6
QoQ(%)				14.5	37.0	-15.9	21.8	-37.7
영업이익	479	1,029	1,495	129	241	233	258	-9.9
YoY(%)	-22.1	114.7	45.3	-18.9	203.6	79.7	224.5	-144.7
QoQ(%)				62.7	71.0	-3.7	82.8	-86.4
이익률(%)	28.2	36.4	40.7	31.5	33.0	37.8	39.7	-1.9
당기순이익	348	841	1,181	117	195	192	201	-4.2
이익률(%)	20.4	29.7	32.2	28.4	26.7	31.3	30.9	0.4

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표10. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,701	2,828	3,674	359	411	398	534	731	615	689	793
PC 게임	456	449	450	94	121	125	117	113	112	111	112
Lineage1	174	171	166	21	50	52	51	45	43	42	42
Lineage2	94	107	101	22	21	23	28	26	27	26	27
Aion	46	39	37	12	12	13	8	10	10	10	10
Blade & Soul	84	81	77	23	21	21	18	20	20	20	21
Guildwar2	59	51	50	16	16	15	11	13	13	13	13
Lineage Eternal	n/a	n/a	18	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	999	2,147	3,028	199	224	213	363	565	445	518	620
기타	49	48	46	8	15	16	10	12	12	12	12
로열티매출	197	195	150	57	52	44	44	53	45	48	49
영업이익	479	1,029	1,495	80	129	129	141	241	233	267	288
세전이익	539	1,099	1,555	98	147	196	98	256	251	286	307
당기순이익	348	841	1,181	75	117	102	54	195	192	218	235
성장률 (YoY %)											
매출액	-0.8	66.2	29.9	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	103.8	49.6	73.2	48.6
PC 게임	-4.3	-1.6	0.2	-20.7	-0.7	1.1	3.1	20.5	-7.1	-11.0	-3.7
Lineage1	16.3	-1.8	-3.0	-26.7	19.1	28.6	31.7	116.0	-15.2	-19.6	-18.1
Lineage2	46.5	14.1	-5.0	51.5	59.0	47.3	34.4	22.7	27.1	14.8	-3.0
Aion	-27.5	-14.4	-5.0	-34.3	-20.7	-19.2	-36.3	-17.7	-19.8	-26.3	18.4
Blade & Soul	-29.9	-3.6	-5.0	-31.4	-31.1	-28.6	-28.0	-15.7	-5.2	-5.0	15.7
Guildwar2	-26.8	-13.3	-1.0	-30.9	-20.0	-27.8	-27.8	-23.3	-20.3	-15.6	13.9
Lineage Eternal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
모바일게임	9.4	115.0	41.0	-24.7	6.6	-1.5	62.9	184.1	99.0	142.7	70.7
기타	12.0	-1.4	-3.5	3.3	16.9	25.3	-3.0	39.2	-19.2	-22.1	22.7
로열티매출	-29.9	-1.2	-23.2	-31.8	-44.2	-14.2	-17.1	-8.0	-12.1	8.4	10.8
영업이익	-22.1	114.7	45.3	-61.0	-18.9	-7.3	25.4	203.6	79.7	106.9	104.0
세전이익	-15.5	104.1	41.4	-50.0	-23.6	37.8	-8.2	160.2	70.9	46.0	213.8
당기순이익	-17.5	141.6	40.5	-37.3	-16.7	8.2	-19.9	161.6	64.5	113.7	333.2
이익률 (%)											
영업이익률	28.2	36.4	40.7	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	37.8	38.7	36.3
세전이익률	31.7	38.9	42.3	27.4	35.8	49.2	18.3	35.0	40.9	41.5	38.7
당기순이익률	20.4	29.7	32.2	20.8	28.4	25.7	10.1	26.7	31.3	31.7	29.6

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표11. 엔씨소프트 목표주가 산정

	12MF	2019	2020E	2021E	비고
EPS (원)	47,378	15,769	38,316	53,851	과거 5년간 평균 PER
PER (배)	19.2	34.3	23.8	16.9	
Target PER (배)				23.5	
목표주가 (원)				1,100,000	
현재주가 (6월 29일, 원)				890,000	
상승여력 (%)				23.6	

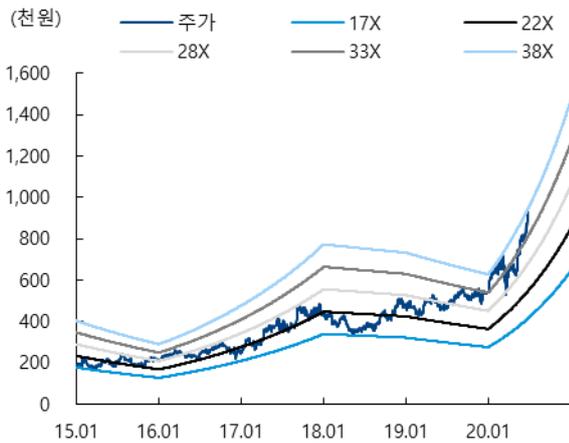
자료: 하이투자증권 리서치

표12. 엔씨소프트 신작 라인업

플랫폼	게임명	출시 예정일
모바일	리니지 2M (해외) 블레이드앤소울 2 (국내)	4Q20
	아이온 블레이드앤소울 M 블레이드앤소울 S	미정
PC	프로젝트 TL	미정

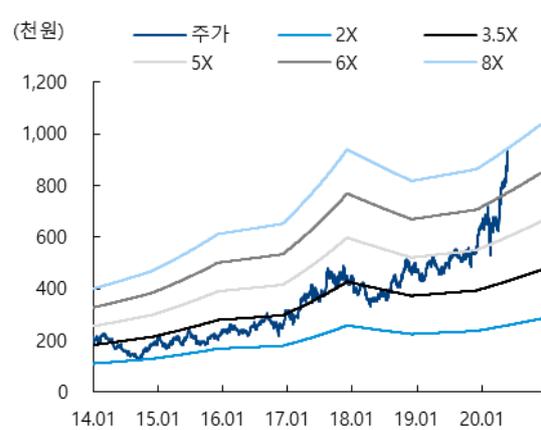
자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치

그림21. 엔씨소프트 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림22. 엔씨소프트 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,088	2,021	2,967	3,902
현금 및 현금성자산	303	131	687	1,383
단기금융자산	1,469	1,616	1,939	2,133
매출채권	271	226	294	340
재고자산	2	3	4	5
비유동자산	1,259	1,845	1,667	1,669
유형자산	350	288	252	246
무형자산	50	48	47	46
자산총계	3,346	3,866	4,634	5,570
유동부채	450	460	472	484
매입채무	5	8	10	12
단기차입금	11	21	21	21
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	384	384	384	384
사채	-	-	-	-
장기차입금	249	249	249	249
부채총계	834	844	857	869
자배주주지분	2,499	3,007	3,758	4,679
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	436	436	436	436
이익잉여금	2,382	2,984	3,831	4,846
기타자본항목	-438	-438	-438	-438
비자배주주지분	13	15	19	22
자본총계	2,512	3,022	3,777	4,702

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,701	2,828	3,674	4,255
증가율(%)	-0.8	66.2	29.9	15.8
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	1,701	2,828	3,674	4,255
판매비와관리비	1,222	1,799	2,179	2,441
연구개발비	310	515	367	426
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	479	1,029	1,495	1,814
증가율(%)	-22.1	114.7	45.3	21.4
영업이익률(%)	28.2	36.4	40.7	42.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-19	-19	-19	-19
기타영업외손익	-2	53	25	-1
세전계속사업이익	496	1,099	1,555	1,865
법인세비용	137	259	373	448
세전계속이익률(%)	29.2	38.9	42.3	43.8
당기순이익	359	841	1,181	1,417
순이익률(%)	21.1	29.7	32.2	33.3
지배주주귀속 순이익	358	838	1,178	1,414
기타포괄이익	-95	-95	-95	-95
총포괄이익	264	746	1,087	1,323
지배주주귀속총포괄이익	262	738	1,076	1,309

현금흐름표

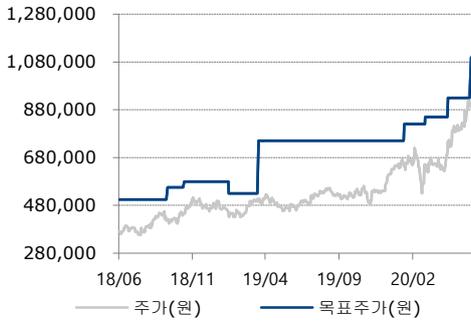
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	392	796	1,058	1,335
당기순이익	359	841	1,181	1,417
유형자산감가상각비	51	82	66	56
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-19	-19	-19	-19
투자활동 현금흐름	-234	-929	-315	-356
유형자산의 처분(취득)	-51	-20	-30	-50
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-284	-147	-323	-194
재무활동 현금흐름	-46	-124	-262	-358
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	99	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-125	-108	-236	-332
현금및현금성자산의증감	118	-172	556	696
기초현금및현금성자산	186	303	131	687
기말현금및현금성자산	303	131	687	1,383

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	16,320	38,185	53,668	64,386
BPS	113,836	136,955	171,197	213,138
CFPS	18,711	42,001	56,727	67,009
DPS	5,220	11,455	16,100	19,316
Valuation(배)				
PER	33.1	23.3	16.6	13.8
PBR	4.8	6.5	5.2	4.2
PCR	28.9	21.2	15.7	13.3
EV/EBITDA	19.5	16.2	11.0	8.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.7	30.5	34.8	33.5
EBITDA 이익률	31.2	39.3	42.5	44.0
부채비율	33.2	27.9	22.7	18.5
순부채비율	-60.2	-48.8	-62.3	-69.0
매출채권회전율(x)	7.6	11.4	14.1	13.4
재고자산회전율(x)	1,105.6	1,024.7	927.3	880.7

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치본부

엔씨소프트
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-10-08	Buy	555,000	1년	-23.3%	-18.5%
2018-11-12	Buy	580,000	1년	-17.4%	-11.7%
2019-02-12	Buy	530,000	1년	-12.7%	-4.5%
2019-04-15	Buy	750,000	1년	-29.9%	-10.4%
2020-02-11	Buy	820,000	1년	-21.0%	-12.2%
2020-03-26	Buy	850,000	1년	-23.4%	-17.8%
2020-05-12	Buy	930,000	1년	-12.1%	1.4%
2020-06-30	Buy	1,100,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 :김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.6%	8.4%	-

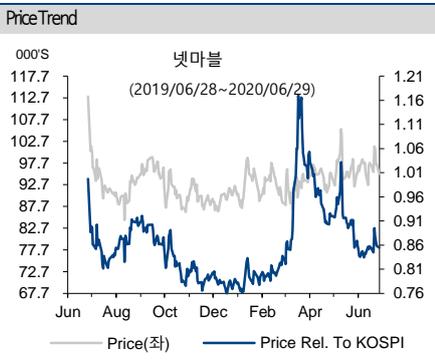
넷마블 (251270)

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	107,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	95,200 원
상승여력	12.4 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,580만주
시가총액	8,168십억원
외국인지분율	22.7%
52 주 주가	84,600~113,000원
60 일평균거래량	416,943주
60 일평균거래대금	40.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	1.5	5.5	-15.8
상대수익률	0.0	-20.4	10.6	-14.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	2,179	2,616	2,835	3,049
영업이익(십억원)	203	281	395	411
순이익(십억원)	156	289	372	389
EPS(원)	1,823	3,366	4,336	4,536
BPS(원)	51,919	56,992	63,067	69,342
PER(배)	49.5	28.3	22.0	21.0
PBR(배)	1.7	1.7	1.5	1.4
ROE(%)	3.5	6.2	7.2	6.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	17.6	14.9	11.6	10.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

‘일곱개의 대죄’의 매출 기여 확대

2Q20 Preview: 매출액 +25.4% YoY, 영업이익 +144.0% YoY 예상

넷마블의 2 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 6,597 억원(+25.4% YoY, +23.8% QoQ), 810 억원(+144.0% YoY, +297.1% QoQ)으로 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추정한다. 1 분기에 출시된 신작 ‘매직:마나스트라이크’, ‘일곱개의 대죄’, ‘A3:스틸얼라이브’ 3종의 매출액이 2 분기에는 온기 반영되며, 2 분기에 출시된 ‘블스 레벨루션’(아시아), ‘스톤에이지 월드’(글로벌)의 신규 매출이 반영되면서 전분기대비 매출액은 크게 증가할 것으로 추정한다. 1 분기는 신작 출시가 3 월에 몰리면서 신작의 매출 기여는 제한적인 가운데 마케팅비가 선반영되면서 수익성이 크게 하락했던 시기이나 2 분기에는 매출액은 증가한 반면 마케팅비는 축소되면서 수익성 또한 크게 개선될 전망이다.

‘일곱개의 대죄’ 글로벌 흥행으로 실적 개선

지난 3 월 글로벌 지역에 출시한 ‘일곱개의 대죄’는 흥행에 성공하며 전 세계 모바일게임 매출 순위 6 위까지 상승하다 현재는 30 위권을 기록하고 있다. 1 분기에 평균 일매출액 7 억원을 기록했던 ‘일곱개의 대죄’는 2 분기에 16 억원까지 상승하여 ‘MCoC’를 제치고 가장 높은 매출 비중을 차지할 것으로 예상된다.

투자 의견 HOLD 유지, 목표주가 107,000 원으로 상향 조정

‘일곱개의 대죄’의 글로벌 흥행으로 예상보다 높은 매출을 기록하고 있고 지난 6 월 18 일 글로벌 172 개국에 출시한 ‘스톤에이지 월드’도 6 월 24 일 기준 일매출액 4 억원 수준까지 상승하며 양호한 성과를 보임에 따라 실적 추정치를 상향 조정, 목표주가는 기존 89,000 원에서 107,000 원으로 상향 조정한다. 하지만 현 주가는 12MF PER 23 배로 여전히 높은 밸류에이션 부담이 있어 투자 의견은 Hold 를 유지한다.

표13. 넷마블의 2020년 신작 라인업

구분	게임명	장르	출시(예정)일
모바일	매직: 마나스트라이크 (글로벌)	트레이딩 카드 게임	20년 1월 29일
	일곱개의 대죄 (글로벌)	턴제 어드벤처 RPG	20년 3월 3일
	A3:스틸 얼라이브 (국내)	배틀로얄+MMORPG	20년 3월 12일
	블소 레볼루션 (아시아)	MMORPG	2Q20
	스톤에이지 월드 (국내, 글로벌)	턴제 MMORPG	
	BTS 유니버스 스토리 (글로벌)	-	3Q20
	A3:스틸 얼라이브 (글로벌)	배틀로얄+MMORPG	
	마구마구 2020 (국내)	스포츠(야구)	4Q20
	세븐나이츠 2 (국내)	MMORPG	
	마블 렐름 오브 챔피언 (글로벌)	액션 RPG	
	제 2의 나라 (국내, 일본)	MMORPG	
	블소 레볼루션 (글로벌)	MMORPG	
콘솔	세븐나이츠 타임원더러 (스위치 버전)	퍼즐 RPG	4Q20
모바일	마블 퓨처 레볼루션	MMORPG	미정

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치

표14. 넷마블 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)	기존 추정치	차이 (%, %p)
매출액	2,179	2,616	2,835	526	533	660	595	10.9	606	8.9
YoY(%)	7.8	23.8	5.1	5.1	11.6	25.4	13.1	12.3	15.1	10.2
QoQ(%)				10.2	-4.0	23.8	11.7	12.1	13.7	10.1
영업이익	205	281	395	33	20	81	66	22.1	72	13.3
YoY(%)	-15.2	77.2	8.9	-46.6	-39.8	144.0	99.9	44.1	115.4	28.6
QoQ(%)				-2.1	-61.8	297.1	225.4	71.8	250.6	46.6
이익률(%)	9.4	10.7	13.9	6.3	3.8	12.3	11.2	1.1	11.8	0.5
지배주주순이익	147	289	372	39	54	74	70	5.7	67	10.1
이익률(%)	6.7	11.0	13.1	7.3	10.1	11.2	11.8	-0.6	11.1	0.1

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표15. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	2,179	2,616	2,835	478	526	620	555	533	660	685	739
L2R(글로벌)	304	208	155	72	74	87	72	59	54	50	46
MCOC	332	311	296	72	79	87	94	75	82	74	81
세븐나이즈	58	20	16	19	16	12	11	5	5	5	5
모두의마블	58	35	31	19	16	12	11	11	9	8	8
쿠키잼	124	109	104	33	32	31	28	27	29	27	27
B&S 레볼루션	205	193	154	76	53	37	39	43	55	50	45
기타	1,097	1,918	2,078	186	258	353	300	410	475	496	537
판매비	1,974	2,335	2,477	444	493	536	502	513	579	604	640
영업이익	205	281	395	34	33	84	53	20	81	81	99
세전이익	218	384	515	59	39	111	10	54	104	104	122
지배주주순이익	147	289	372	39	39	79	-10	54	74	74	87
성장률 (YoY %)											
<i>매출액</i>	<i>7.8</i>	<i>20.1</i>	<i>8.4</i>	<i>-5.9</i>	<i>5.1</i>	<i>17.9</i>	<i>13.9</i>	<i>11.6</i>	<i>25.4</i>	<i>10.5</i>	<i>33.1</i>
<i>L2R(글로벌)</i>	<i>-43.8</i>	<i>-31.6</i>	<i>-25.4</i>	<i>-59.7</i>	<i>-47.5</i>	<i>-28.3</i>	<i>-29.5</i>	<i>-18.2</i>	<i>-26.6</i>	<i>-42.8</i>	<i>-36.6</i>
<i>MCOC</i>	<i>4.4</i>	<i>-6.2</i>	<i>-5.0</i>	<i>-11.8</i>	<i>5.1</i>	<i>17.9</i>	<i>7.6</i>	<i>4.1</i>	<i>3.7</i>	<i>-15.1</i>	<i>-14.1</i>
<i>세븐나이즈</i>	<i>-39.2</i>	<i>-65.6</i>	<i>-20.0</i>	<i>-37.2</i>	<i>-37.0</i>	<i>-41.1</i>	<i>-43.0</i>	<i>-72.1</i>	<i>-68.3</i>	<i>-60.4</i>	<i>-56.7</i>
<i>모두의마블</i>	<i>-35.8</i>	<i>-40.1</i>	<i>-10.0</i>	<i>-37.2</i>	<i>-21.2</i>	<i>-41.1</i>	<i>-43.0</i>	<i>-44.2</i>	<i>-46.0</i>	<i>-34.7</i>	<i>-30.7</i>
<i>쿠키잼</i>	<i>-9.2</i>	<i>-11.9</i>	<i>-5.0</i>	<i>-5.9</i>	<i>-9.9</i>	<i>-1.8</i>	<i>-18.6</i>	<i>-20.3</i>	<i>-9.7</i>	<i>-12.6</i>	<i>-3.4</i>
<i>B&S 레볼루션</i>	<i>601.7</i>	<i>-6.0</i>	<i>-20.0</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>32.9</i>	<i>-44.2</i>	<i>5.3</i>	<i>34.1</i>	<i>15.6</i>
<i>기타</i>	<i>35.4</i>	<i>74.8</i>	<i>8.4</i>	<i>22.4</i>	<i>25.6</i>	<i>37.1</i>	<i>53.8</i>	<i>120.3</i>	<i>84.3</i>	<i>40.3</i>	<i>79.1</i>
<i>판매비</i>	<i>10.9</i>	<i>18.3</i>	<i>6.1</i>	<i>2.4</i>	<i>12.4</i>	<i>16.7</i>	<i>11.7</i>	<i>15.5</i>	<i>17.4</i>	<i>12.9</i>	<i>27.5</i>
<i>영업이익</i>	<i>-15.2</i>	<i>37.2</i>	<i>40.6</i>	<i>-54.3</i>	<i>-46.6</i>	<i>25.4</i>	<i>40.5</i>	<i>-39.8</i>	<i>144.0</i>	<i>-4.6</i>	<i>85.7</i>
<i>세전이익</i>	<i>-24.8</i>	<i>75.7</i>	<i>34.3</i>	<i>-44.2</i>	<i>-55.1</i>	<i>54.5</i>	<i>-63.5</i>	<i>-7.7</i>	<i>164.0</i>	<i>-6.7</i>	<i>1,186.2</i>
<i>지배주주순이익</i>	<i>-22.6</i>	<i>96.7</i>	<i>28.8</i>	<i>-46.7</i>	<i>-33.5</i>	<i>79.2</i>	<i>적전</i>	<i>36.8</i>	<i>92.5</i>	<i>-6.9</i>	<i>흑전</i>
이익률 (%)											
영업이익률	9.4	10.7	13.9	7.1	6.3	13.6	9.6	3.8	12.3	11.8	13.4
세전이익률	10.0	14.7	18.2	12.3	7.5	17.9	1.7	10.2	15.8	15.1	16.5
지배주주순이익률	6.7	11.0	13.1	8.2	7.3	12.8	-1.9	10.1	11.2	10.8	11.8

자료: 넷마블, Dataguide, 하이투자증권 리서치

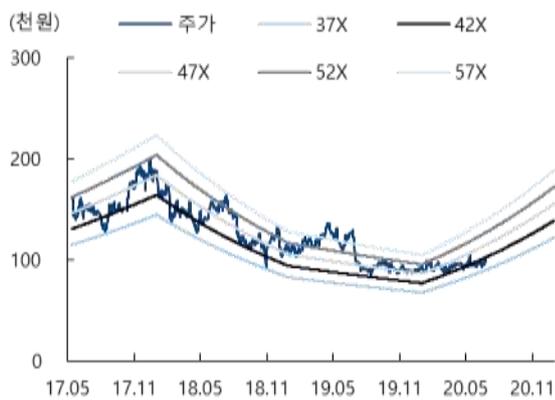
주: 연결기준

표16. 넷마블 목표주가 산정

단위: 십억원		비고
영업 가치	6,202.0	
12MF EBITDA	517	
Target EV/EBITDA (배)	12.0	Global peer 평균 EV/EBITDA 적용
엔씨소프트 지분가치	1,241.9	30% 할인 적용
엔씨소프트 시가총액	19,956	
엔씨소프트 지분율 (%)	8.9	
빅히트엔터테인먼트 지분가치	529.6	30% 할인 적용
빅히트엔터테인먼트 적정가치	3,000	
빅히트엔터테인먼트 지분율 (%)	25.2	
코웨이 지분가치	803.3	30% 할인 적용
코웨이 시가총액	4,576	
빅히트엔터테인먼트 지분율 (%)	25.1	
기타 투자자산	11.9	30% 할인 적용
순차입금	53.4	1Q20 기준
목표 시가총액	8,735.2	
자사주 제외한 수정주식수 기준 (천주)	81,721	
목표주가 (원)	107,000	
현재 주가 (6월 29일, 원)	95,200	
상승 여력 (%)	12.4	

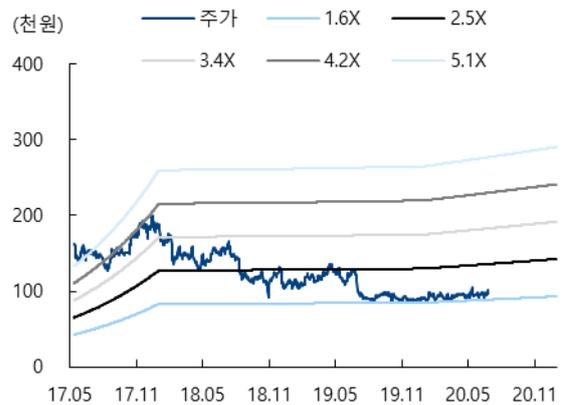
자료: 하이투자증권 리서치

그림23. 넷마블 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림24. 넷마블 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,560	2,689	2,958	3,395
현금 및 현금성자산	1,575	1,589	1,751	2,072
단기금융자산	751	826	909	1,000
매출채권	162	195	211	227
재고자산	5	6	7	7
비유동자산	3,246	3,614	3,924	4,080
유형자산	236	248	253	255
무형자산	1,384	1,300	1,292	1,403
자산총계	5,806	6,303	6,882	7,474
유동부채	665	694	723	756
매입채무	53	63	69	74
단기차입금	16	16	16	16
유동성장기부채	16	16	16	16
비유동부채	493	503	513	513
사채	-	-	-	-
장기차입금	201	211	221	221
부채총계	1,158	1,198	1,236	1,269
자배주주지분	4,452	4,890	5,411	5,949
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,881	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	914	1,203	1,575	1,965
기타자본항목	-874	-874	-874	-874
비자배주주지분	197	216	235	256
자본총계	4,648	5,106	5,646	6,205

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,179	2,616	2,835	3,049
증가율(%)	7.8	20.1	8.4	7.6
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,179	2,616	2,835	3,049
판매비와관리비	1,976	2,335	2,477	2,638
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	46	51	58
기타영업비용	-	9	9	9
영업이익	203	281	395	411
증가율(%)	-16.1	38.7	40.6	4.1
영업이익률(%)	9.3	10.7	13.9	13.5
이자수익	44	46	51	58
이자비용	9	9	9	9
지분법이익(손실)	13	13	13	13
기타영업외손익	-34	75	88	87
세전계속사업이익	218	384	515	539
법인세비용	49	76	124	129
세전계속이익률(%)	10.0	14.7	18.2	17.7
당기순이익	170	308	392	410
순이익률(%)	7.8	11.8	13.8	13.4
지배주주귀속 순이익	156	289	372	389
기타포괄이익	149	149	149	149
총포괄이익	319	457	541	559
지배주주귀속총포괄이익	316	453	535	553

현금흐름표

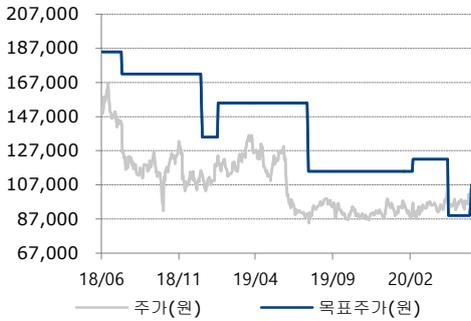
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	381	401	480	487
당기순이익	170	308	392	410
유형자산감가상각비	36	38	45	48
무형자산상각비	82	84	57	39
지분법관련손실(이익)	13	13	13	13
투자활동 현금흐름	-247	-475	-383	-521
유형자산의 처분(취득)	-80	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-25	-	-	-100
금융상품의 증감	8	-75	-83	-91
재무활동 현금흐름	-107	27	27	17
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	0	-	-	-
현금및현금성자산의증감	26	14	162	321
기초현금및현금성자산	1,549	1,575	1,589	1,751
기말현금및현금성자산	1,575	1,589	1,751	2,072

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	1,823	3,366	4,336	4,536
BPS	51,919	56,992	63,067	69,342
CFPS	3,204	4,787	5,532	5,554
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	49.5	28.3	22.0	21.0
PBR	1.7	1.7	1.5	1.4
PCR	28.2	19.9	17.2	17.1
EV/EBITDA	17.6	14.9	11.6	10.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.5	6.2	7.2	6.9
EBITDA 이익률	14.7	15.4	17.6	16.4
부채비율	24.9	23.5	21.9	20.4
순부채비율	-45.0	-42.6	-42.6	-45.4
매출채권회전율(x)	11.9	14.7	14.0	13.9
재고자산회전율(x)	516.9	463.9	442.2	440.6

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

넷마블
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-08-08	Buy	172,000	1년	-32.4%	-23.0%
2019-01-14	Buy	135,000	1년	-17.8%	-8.5%
2019-02-14	Buy	155,000	1년	-26.1%	-12.3%
2019-08-12	Buy	115,000	1년	-20.1%	-13.9%
2020-03-05	Buy	122,000	1년	-22.7%	-13.5%
2020-05-14	Hold	89,000	1년	8.4%	14.0%
2020-06-30	Hold	107,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.6%	8.4%	-

필어비스 (263750)

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	215,000 원(유지)
증가(2020/06/29)	204,500 원
상승여력	5.1 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,308만주
시가총액	2,675십억원
외국인지분율	21.5%
52 주 주가	157,600~220,000 원
60 일평균거래량	63,169주
60 일평균거래대금	12.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	19.7	9.4	-3.7
상대수익률	-2.9	-20.9	-1.7	-10.1



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	536	529	576	702
영업이익(십억원)	151	170	189	259
순이익(십억원)	158	146	143	190
EPS(원)	12,120	11,207	10,910	14,553
BPS(원)	45,229	56,854	68,386	83,561
PER(배)	15.4	18.2	18.7	14.1
PBR(배)	4.1	3.6	3.0	2.4
ROE(%)	31.6	22.0	17.4	19.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	13.0	12.1	10.3	7.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

‘검은사막 모바일’ 한국 매출 부진

2Q20 Preview: 매출액 -17.4% YoY, 영업이익 -29.7% YoY 예상

필어비스 2 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,258 억원(-17.4% YoY, -5.5% QoQ), 400 억원(-29.7% YoY, -13.3% QoQ)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. ‘검은사막 모바일’ 한국 지역 매출액이 예상보다 크게 하락하여 ‘검은사막 모바일’의 2 분기 매출액은 전분기대비 16.4% 감소할 것으로 추정한다. PC, 콘솔 게임 매출액은 안정적인 수준을 유지하겠지만 매출의 절반을 차지하고 있는 ‘검은사막 모바일’의 매출 감소로 2 분기는 다소 부진한 실적을 기록할 것으로 전망한다.

‘새도우 아레나’의 매출 기여 미미

지난 5월 21일 출시한 PC 게임 신작 ‘새도우 아레나’는 아직 정식 출시가 아닌 사전 서비스 형태로 이용자와 소통하면서 게임을 수정하는 단계이기 때문에 단기간의 매출 기여는 미미할 것으로 보인다. 과금 모델 또한 과금 여부가 플레이에 영향을 주지 않도록 유료화 모델을 스킨과 시즌 배틀 패스 등으로 제한했기 때문에 향후에도 매출 상승 속도는 더딜 것이다.

신작 공개 이전까지 주가 상승 모멘텀 제한적

기존 게임만으로 실적 개선은 제한적이기 때문에 주가 상승을 위해서는 신작 공개가 절실하다. 기존 계획으로는 6월 개최 예정이었던 미국 게임 전시회 E3에 참가하여 ‘붉은사막’ 등의 신작을 공개할 예정이었으나 코로나 19로 글로벌 게임쇼가 취소되면서 신작 공개가 늦어질 전망이다. 가장 먼저 출시되는 신작은 ‘붉은사막’인데 출시 예정 시점은 2021년 4분기이기 때문에 올해 연간 매출액은 역성장이 불가피할 것으로 당분간 보수적인 접근을 추천한다.

표17. 펠어비스 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	536.0	528.8	576.4	152.3	133.2	125.8	132.6	-5.1
YoY (%)	32.4	-1.3	9.0	35.1	0.4	-17.4	-12.9	-4.4
QoQ (%)				14.8	14.2	-5.5	-0.5	-5.1
영업이익	150.6	169.8	188.9	56.9	46.2	40.0	42.2	-5.2
YoY (%)	-10.4	12.7	11.3	3.8	154.5	-29.7	-25.8	-3.9
QoQ (%)				213.6	28.5	-13.3	-8.6	-4.8
이익률 (%)	28.1	32.1	32.8	37.4	34.7	31.8	31.9	0.0
당기순이익	157.7	165.1	160.9	51.6	48.3	38.0	38.7	-1.8
이익률 (%)	29.4	31.2	27.9	33.9	36.3	30.2	29.2	1.0

자료: 펠어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

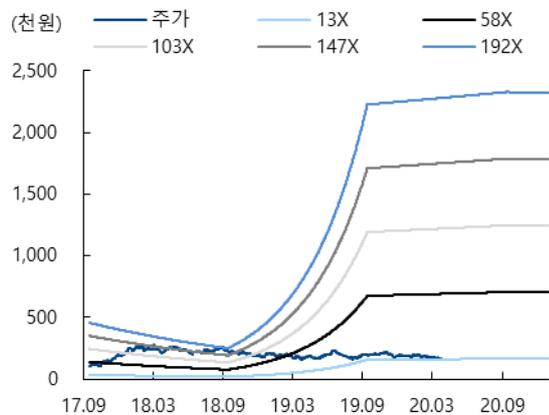
표18. 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	536.0	528.8	576.4	132.6	152.3	134.4	116.6	133.2	125.8	131.5	138.2
검은사막 PC	109.5	140.4	147.4	26.6	26.2	27.1	29.6	32.3	34.9	36.5	36.7
새도우 아레나	n/a	8.6	73.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.3	3.7	4.6
CCP 게임즈	56.4	68.1	80.5	14.5	14.9	14.6	12.4	14.3	15.7	16.6	21.5
검은사막 모바일	322.7	251.4	233.6	87.5	94.4	76.6	64.1	71.9	60.1	60.6	58.7
검은사막 콘솔	47.4	60.3	29.7	4.0	16.8	16.1	10.5	14.7	14.8	14.2	16.7
영업이익	150.6	169.8	188.9	18.2	56.9	39.5	36.0	46.2	40.0	40.8	42.8
세전이익	181.3	200.0	208.9	20.1	59.2	45.7	56.3	58.4	46.0	46.8	48.8
당기순이익	157.7	165.1	160.9	14.1	51.6	43.8	48.1	48.3	38.0	38.6	40.2
성장률 (YoY %)											
매출액	32.4	-1.3	9.0	75.7	35.1	14.9	17.1	0.4	-17.4	-2.1	18.5
검은사막 PC	-5.8	28.3	5.0	-21.7	-12.3	-0.9	18.1	21.4	33.2	34.8	24.0
새도우 아레나	n/a	n/a	753.1	n/a	n/a						
CCP 게임즈	340.6	20.8	18.2	n/a	n/a	n/a	-3.1	-1.4	5.6	13.4	73.6
검은사막 모바일	17.0	-22.1	-7.1	110.8	14.0	-14.6	3.9	-17.8	-36.3	-20.9	-8.5
검은사막 콘솔	n/a	27.3	-50.8	n/a	n/a	n/a	n/a	268.2	-12.0	-12.0	59.2
영업이익	-10.4	12.7	11.3	-45.9	3.8	-34.4	85.3	154.5	-29.7	3.1	18.9
세전이익	4.1	10.3	4.5	-41.4	-3.0	-22.1	179.4	190.8	-22.2	2.3	-13.4
당기순이익	7.7	4.7	-2.6	-49.2	-1.1	-15.2	226.3	241.6	-26.3	-12.0	-16.4
성장률 (QoQ %)											
매출액				33.2	14.8	-11.8	-13.2	14.2	-5.5	4.5	5.1
검은사막 PC				6.3	-1.5	3.2	9.3	9.2	8.1	4.4	0.6
새도우 아레나				n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1,126.7	25.0
CCP 게임즈				13.3	2.8	-2.0	-15.1	15.3	10.0	5.3	30.0
검은사막 모바일				41.8	7.9	-18.9	-16.3	12.1	-16.4	0.8	-3.2
검은사막 콘솔				n/a	321.0	-3.7	-34.9	39.6	0.7	-3.8	17.8
영업이익				-6.5	213.6	-30.6	-9.0	28.5	-13.3	1.8	4.9
세전이익				-0.3	194.7	-22.8	23.2	3.8	-21.2	1.5	4.3
당기순이익				-4.0	264.5	-15.0	9.7	0.5	-21.4	1.5	4.3
이익률 (%)											
영업이익률	28.1	32.1	32.8	13.7	37.4	29.4	30.8	34.7	31.8	31.0	30.9
세전이익률	33.8	37.8	36.2	15.1	38.9	34.0	48.3	43.9	36.6	35.5	35.3
당기순이익률	29.4	31.2	27.9	10.7	33.9	32.6	41.2	36.3	30.2	29.3	29.1

자료: 펠어비스, 하이투자증권 리서치

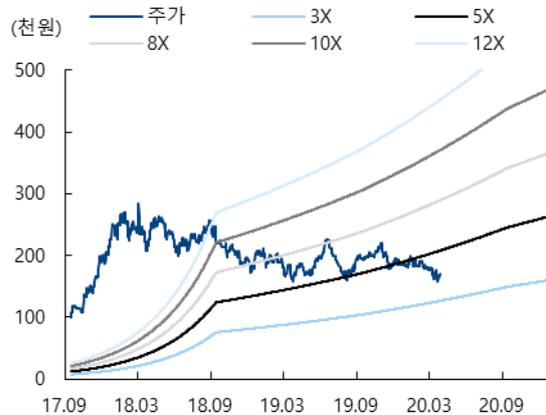
주: 연결기준

그림25. 펠어비스 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림26. 펠어비스 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	450	546	667	822
현금 및 현금성자산	176	253	345	459
단기금융자산	195	214	235	259
매출채권	69	68	74	90
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	417	499	553	626
유형자산	78	68	56	48
무형자산	293	385	451	532
자산총계	867	1,045	1,220	1,448
유동부채	123	128	133	139
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	30	30	30	30
비유동부채	155	155	155	155
사채	-	-	-	-
장기차입금	88	88	88	88
부채총계	278	283	288	294
자배주주지분	589	744	894	1,093
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	200	200	200	200
이익잉여금	389	536	678	869
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비자배주주지분	-	19	37	61
자본총계	589	762	931	1,154

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	536	529	576	702
증가율(%)	32.4	-1.3	9.0	21.8
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	536	529	576	702
판매비와관리비	385	359	387	443
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	151	170	189	259
증가율(%)	-10.4	12.7	11.3	36.9
영업이익률(%)	28.1	32.1	32.8	36.9
이자수익	6	7	9	11
이자비용	6	6	6	6
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-4	-16	-18
세전계속사업이익	181	200	209	279
법인세비용	24	35	48	64
세전계속이익률(%)	33.8	37.8	36.2	39.7
당기순이익	158	165	161	215
순이익률(%)	29.4	31.2	27.9	30.6
지배주주귀속 순이익	158	146	143	190
기타포괄이익	8	8	8	8
총포괄이익	166	173	169	223
지배주주귀속총포괄이익	164	172	167	221

현금흐름표

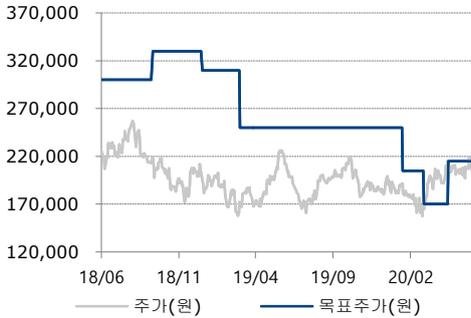
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	168	167	159	204
당기순이익	158	165	161	215
유형자산감가상각비	9	15	12	8
무형자산상각비	8	8	14	18
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-180	-122	-99	-121
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-138	-19	-21	-24
재무활동 현금흐름	-42	-2	-2	-2
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-53	77	92	114
기초현금및현금성자산	229	176	253	345
기말현금및현금성자산	176	253	345	459

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	12,120	11,207	10,910	14,553
BPS	45,229	56,854	68,386	83,561
CFPS	13,456	12,983	12,914	16,611
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	15.4	18.2	18.7	14.1
PBR	4.1	3.6	3.0	2.4
PCR	13.9	15.8	15.8	12.3
EV/EBITDA	13.0	12.1	10.3	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	31.6	22.0	17.4	19.2
EBITDA 이익률	31.3	36.5	37.3	40.7
부채비율	47.3	37.1	30.9	25.5
순부채비율	-43.0	-45.8	-49.6	-52.0
매출채권회전율(x)	9.0	7.7	8.1	8.5
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치본부

펠어비스
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-10-08	Buy	330,000	1년	-40.1%	-34.0%
2019-01-14	Buy	310,000	1년	-40.6%	-34.5%
2019-03-29	Buy	250,000	1년	-23.8%	-9.5%
2020-02-13	Hold	205,000	1년	-13.5%	-10.2%
2020-03-13	Buy	205,000	1년	-18.7%	-13.9%
2020-03-26	Hold	170,000	1년	15.1%	26.8%
2020-05-13	Hold	215,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

**컴투스
(078340)**

6년 된 게임의 최고 매출

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	108,500 원
상승여력	47.5 %

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,287만주
시가총액	1,396십억원
외국인지분율	34.6%
52 주 주가	71,100~116,400 원
60 일평균거래량	66,844 주
60 일평균거래대금	7.0십억원

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24	33.3	0.5	6.9
상대수익률	-0.6	-7.2	-10.6	0.5



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	469	522	646	717
영업이익(십억원)	126	139	171	201
순이익(십억원)	112	132	145	168
EPS(원)	8,693	10,288	11,265	13,096
BPS(원)	71,478	80,388	90,276	101,994
PER(배)	12.4	10.5	9.6	8.3
PBR(배)	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	12.7	13.5	13.2	13.6
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	5.2	3.3	2.9	1.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

2Q20 Preview: 매출액 +16.1% YoY, 영업이익 +23.5% YoY 예상

컴투스의 2 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,442 억원(+16.1% YoY, +46.7% QoQ), 399 억원(+23.5% YoY, +69.0% QoQ)으로 사상 최대의 분기 매출액으로 시장 예상치를 크게 상회할 것으로 추정한다. '서머너즈워'는 지난 4 월부터 출시 6 주년을 기념해 다양한 이벤트를 진행하며 신규 및 복귀 유저가 대거 유입되어 최근 3 년 내 최대 DAU 를 기록했다. 이용자수 증가에 따른 매출 상승으로 '서머너즈워'의 2 분기 매출액은 전분기대비 58% 증가할 것으로 예상된다.

높은 서구권 매출 비중은 코로나 19 수혜로 작용

게임 업종은 대표적인 언택트 업종으로 부각되면서 멀티플이 상승했는데 코로나 19 가 게임 업종에 긍정적인 영향을 끼친 것은 지역별로는 락다운 조치를 실시했던 서구권과 중국, 플랫폼별로는 PC 와 콘솔이다. 따라서 해외 매출 비중이 높고 북미/유럽 매출 비중이 절반을 차지하는 컴투스는 한국 매출 비중이 높은 경쟁사 대비 코로나 19 로 인한 매출 상승 효과가 상대적으로 큰 것으로 판단된다.

투자이견 BUY, 목표주가 16 만원으로 상향 조정

'서머너즈워' 외에도 '컴투스프로야구 2020', 'MLB9 이닝스 20' 등 야구 게임 또한 시즌 개막에 맞춰 다양한 콘텐츠를 추가하면서 4 월 합산 매출액이 100 억원을 기록하며 역대 최고 기록을 달성했다. 주요 게임인 '서머너즈워'와 야구게임의 매출 호조로 실적 추정치를 상향 조정함에 따라 목표주가를 기존 14 만원에서 16 만원으로 상향 조정한다. '서머너즈워' IP 기반의 모바일 신작 '서머너즈워:백년전쟁'은 3 분기 테스트를 거쳐 4 분기 중에 출시될 예정으로 3 분기부터는 신작 모멘텀도 부각될 것으로 현 시점은 매수 적기라 판단한다.

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

표19. 컴투스 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	469.4	522.3	645.9	124.2	98.3	144.2	126.3	14.2
YoY(%)	-2.6	11.3	23.7	0.1	-8.7	16.1	1.7	14.4
QoQ(%)				15.3	-19.0	46.7	28.5	18.2
영업이익	126.1	138.9	170.5	32.3	23.6	39.9	33.5	18.9
YoY(%)	-14.0	10.2	22.7	-11.3	-21.9	23.5	3.8	19.7
QoQ(%)				7.0	-26.7	69.0	42.1	26.9
이익률(%)	26.9	26.6	26.4	26.0	24.0	27.7	26.6	1.1
당기순이익	109.6	129.7	142.0	39.7	28.4	34.9	30.2	15.3
이익률(%)	23.3	24.8	22.0	32.0	28.9	24.2	24.0	0.2

자료: 컴투스, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표20. 컴투스 실적 추이 및 전망

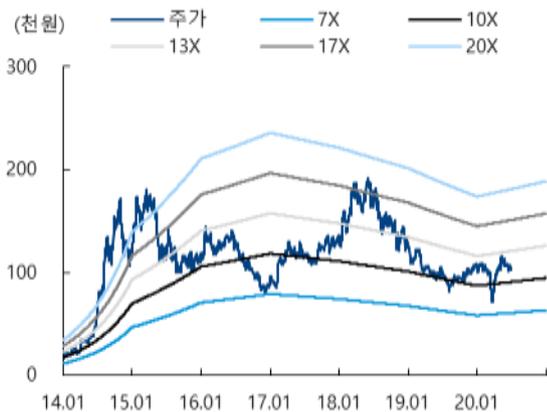
(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	469.4	522.3	645.9	107.7	124.2	116.2	121.3	98.3	144.2	128.1	151.7
서머너즈워(국내)	17.0	15.1	13.6	3.8	4.2	4.4	4.6	3.6	4.4	4.0	3.2
서머너즈워(해외)	323.6	367.7	257.4	74.2	86.2	78.5	84.8	67.1	107.3	97.6	95.7
원더택틱스	8.1	5.3	5.2	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
스카이랜더스	3.8	1.8	1.4	0.5	1.2	1.3	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
서머너즈워: 백년전쟁	n/a	24.0	128.1	n/a	24.0						
기타	116.9	108.4	203.0	26.9	30.4	30.1	29.4	25.6	30.7	24.8	27.3
영업이익	126.1	138.9	170.5	30.2	32.3	31.4	32.2	23.6	39.9	33.4	42.1
세전이익	148.1	174.0	190.5	39.7	43.6	41.0	23.8	40.7	45.9	39.4	48.1
당기순이익	109.6	129.7	142.0	30.5	39.7	30.7	8.8	28.4	34.9	29.9	36.5
성장률 (YoY %)											
매출액	-2.6	11.3	23.7	-5.5	0.1	-3.0	-2.0	-8.7	16.1	10.3	25.1
서머너즈워(국내)	-2.5	-11.1	-10.0	-3.7	-6.7	0.1	0.1	-4.7	2.8	-9.3	-30.9
서머너즈워(해외)	-6.8	13.6	-30.0	-12.3	-2.5	-7.6	-5.0	-9.6	24.4	24.4	12.9
원더택틱스	-32.8	-34.2	-2.0	-28.6	-34.4	-34.4	-34.4	-33.7	-34.4	-34.4	-34.4
스카이랜더스	n/a	-52.6	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	7.7	-62.5	-66.5	-48.6
서머너즈워 MMO	n/a	n/a	433.8	n/a							
기타	11.3	-7.2	87.2	21.4	8.9	9.3	7.4	-5.1	1.1	-17.6	-7.2
영업이익	-14.0	10.2	22.7	-23.4	-11.3	-17.4	-1.5	-21.9	23.5	6.2	30.7
세전이익	-13.4	17.5	9.5	-20.4	-5.2	3.1	-32.5	2.4	5.3	-4.1	102.3
당기순이익	-13.8	18.4	9.5	-16.9	12.8	3.0	-65.5	-6.8	-12.2	-2.4	315.5
이익률 (%)											
영업이익률	26.9	26.6	26.4	28.0	26.0	27.0	26.5	24.0	27.7	26.0	27.7
세전이익률	31.6	33.3	29.5	36.9	35.1	35.3	19.6	41.4	31.8	30.7	31.7
순이익률	23.3	24.8	22.0	28.3	32.0	26.4	7.3	28.9	24.2	23.3	24.1

자료: 컴투스, 하이투자증권 리서치

주 1: 연결기준

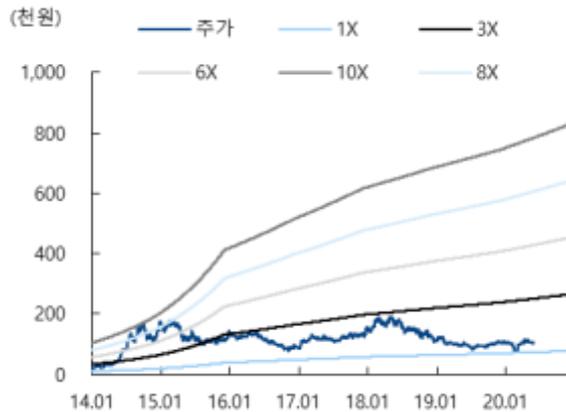
주 2: 게임별 매출액은 당사 추정치

그림27. 컴투스 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림28. 컴투스 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	766	906	1,016	1,176
현금 및 현금성자산	36	169	263	413
단기금융자산	665	666	666	667
매출채권	56	63	77	86
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	239	208	218	203
유형자산	15	-7	8	-3
무형자산	20	14	13	13
자산총계	1,005	1,113	1,235	1,379
유동부채	71	67	64	61
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	9	9	9	9
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	80	76	73	70
자배주주지분	920	1,034	1,162	1,312
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	208	208	208	208
이익잉여금	770	885	1,013	1,165
기타자본항목	-63	-63	-63	-63
비자배주주지분	6	3	0	-3
자본총계	925	1,037	1,162	1,309

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	469	522	646	717
증가율(%)	-2.6	11.3	23.7	11.0
매출원가	69	69	69	69
매출총이익	400	453	577	648
판매비와관리비	274	315	407	447
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	126	139	171	201
증가율(%)	-14.1	10.3	22.7	18.2
영업이익률(%)	26.8	26.6	26.4	28.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-3	-3	-3	-3
기타영업외손익	4	1	-4	-8
세전계속사업이익	148	174	191	221
법인세비용	38	44	48	56
세전계속이익률(%)	31.5	33.3	29.5	30.9
당기순이익	110	130	142	165
순이익률(%)	23.4	24.8	22.0	23.0
지배주주귀속 순이익	112	132	145	168
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	109	129	141	164
지배주주귀속총포괄이익	108	128	140	163

현금흐름표

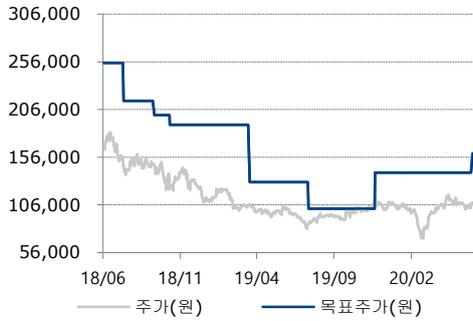
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	130	115	76	131
당기순이익	110	130	142	165
유형자산감가상각비	5	25	-12	14
무형자산상각비	2	6	1	0
지분법관련손실(이익)	-3	-3	-3	-3
투자활동 현금흐름	-89	-13	-13	-13
유형자산의 처분(취득)	-4	-3	-3	-3
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-37	-19	-19	-19
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-17	-17	-17	-17
현금및현금성자산의증감	3	133	95	150
기초현금및현금성자산	33	36	169	263
기말현금및현금성자산	36	169	263	413

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	8,693	10,288	11,265	13,096
BPS	71,478	80,388	90,276	101,994
CFPS	9,216	12,704	10,368	14,182
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	12.4	10.5	9.6	8.3
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1
PCR	11.7	8.5	10.5	7.7
EV/EBITDA	5.2	3.3	2.9	1.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.7	13.5	13.2	13.6
EBITDA 이익률	28.3	32.5	24.6	30.0
부채비율	8.6	7.3	6.3	5.4
순부채비율	-75.7	-80.4	-80.0	-82.5
매출채권회전율(x)	7.5	8.8	9.2	8.8
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 컴투스, 하이투자증권 리서치본부

컴투스
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-08-08	Buy	215,000	1년	-30.8%	-26.0%
2018-10-08	Buy	200,000	1년	-31.0%	-24.5%
2018-11-08	Buy	190,000	1년	-37.1%	-23.7%
2019-04-15	Buy	130,000	1년	-25.2%	-17.8%
2019-08-09	Buy	102,000	1년	-5.2%	5.5%
2019-12-19	Buy	140,000	1년	-27.4%	-16.9%
2020-06-30	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.6%	8.4%	-

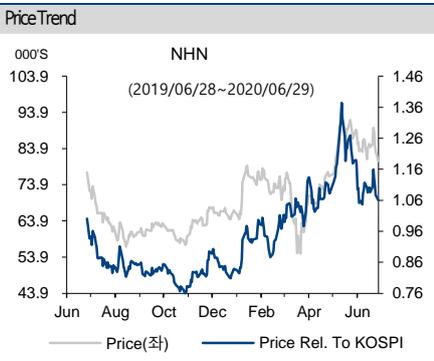
NHN (181710)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	120,000 원(유지)
증가(2020/06/29)	80,500 원
상승여력	49.1 %

Stock Indicator	
자본금	10십억원
발행주식수	1,957만주
시가총액	1,575십억원
외국인지분율	11.6%
52 주 주가	54,900~95,900 원
60 일평균거래량	166,573 주
60 일평균거래대금	14.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	32.4	23.1	4.1
상대수익률	-10.7	-8.1	12.0	-2.3



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,489	1,690	1,917	2,120
영업이익(십억원)	87	131	157	194
순이익(십억원)	12	71	85	106
EPS(원)	631	3,622	4,350	5,431
BPS(원)	80,696	84,731	89,494	95,339
PER(배)	103.7	22.2	18.5	14.8
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	0.8	4.4	5.0	5.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	4.4	3.5	2.9	1.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

웹보드 규제 완화와 신작 출시로 게임 매출 성장

2Q20 Preview: 매출액 +9.9% YoY, 영업이익 +18.6% YoY 예상

NHN의 2분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,025억원(+9.9% YoY, +2.0% QoQ), 302억원(+18.6% YoY, +7.3% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 코로나 19가 주요 사업부문별로 미친 영향은 결제&광고 사업에는 긍정적, 게임 사업에는 중립적, 커머스 사업에는 일부 자회사에 부정적, 티켓링크와 여행박사가 포함되어 있는 기타사업에는 부정적인 영향을 끼쳐 전반적으로 코로나 19에 따른 영향은 중립적이다. 코로나 19로 1분기에 오프라인 거래액이 위축되었던 페이코는 2분기에는 점진적으로 회복되고 있는 추세이다.

규제 완화 기반의 웹보드 게임 매출 상승 효과 감지

지난 4월부터 '1일 손실 한도 10만원' 규제 폐지가 시행되면서 2분기부터 웹보드 게임 매출 상승 효과가 감지되고 있다. 2분기는 웹보드게임 시장 비수기임에도 불구하고 전분기에 비해 매출액이 상승할 것으로 예상되며 하반기부터 매출 상승 효과가 뚜렷하게 발생하여 올해 연간으로 PC 웹보드게임 매출액은 20.3% 증가할 것으로 추정한다.

하반기 모바일게임 신작 출시도 게임 매출 상승 견인할 전망

하반기에는 모바일게임 신작 '크리티컬 옴스:리로드', '용비불패 M', 일본 유명 애니메이션 IP 기반 게임 등을 출시할 예정으로 웹보드 게임 외에도 신작 출시로 인한 게임 매출 상승이 예상된다. FPS 장르인 '크리티컬 옴스'는 지난 2015년에 출시해 글로벌 5천만 다운로드를 기록했던 게임을 아시아판으로 신규 출시하는 것으로 5년간 운영했던 노하우와 인지도를 감안하면 흥행 성공 가능성이 높다고 판단한다. 웹보드 게임 규제 완화와 모바일 게임 신작 출시로 올해 게임 매출액은 3년만에 플러스 성장으로 전환하여 9.4% 증가할 것으로 추정한다.

표21. NHN 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	1,489	1,690	1,917	366	395	402	405	-0.7
YoY (%)	17.7	13.5	13.4	14.2	6.4	9.9	10.7	-0.8
QoQ (%)				-1.2	-1.4	2.0	2.7	-0.7
영업이익	87	131	157	26	28	30	31	-1.0
YoY (%)	-20.7	-14.4	29.5	-19.7	29.4	18.6	19.8	-1.2
QoQ (%)				-10.9	60.2	7.3	8.3	-1.1
이익률 (%)	5.8	7.8	8.2	7.0	7.1	7.5	7.5	0.0
당기순이익	28	84	101	17	18	22	25	-12.3
이익률 (%)	1.9	5.0	5.3	4.7	4.4	5.5	6.3	-0.7

자료: NHN, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

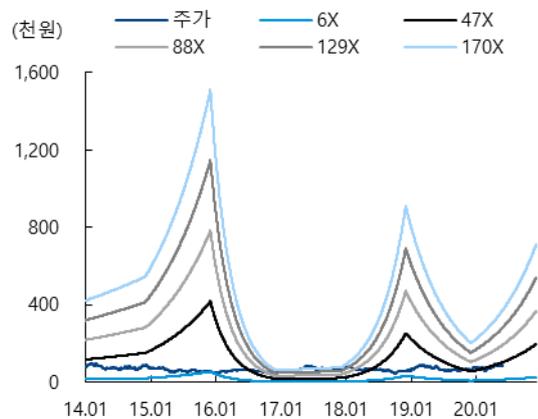
표22. NHN 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,489	1,690	1,917	371	366	352	400	395	402	425	467
게임매출	418	457	477	114	105	99	100	105	110	118	124
PC	145	158	163	41	37	35	32	36	38	41	42
모바일	273	299	314	73	68	64	68	69	72	77	82
기타매출	1,098	1,259	1,475	264	269	260	305	296	299	314	351
결제/광고 등	518	642	771	124	132	122	140	151	159	162	170
콘텐츠	188	174	186	50	49	45	45	39	43	45	47
커머스	223	260	299	51	49	52	71	64	57	63	76
기술	130	163	196	25	30	32	43	37	36	39	51
기타	39	20	24	14	10	9	6	5	4	5	7
영업이익	87	131	157	22	26	22	18	28	30	33	40
세전이익	70	126	152	29	28	43	-29	31	32	35	29
당기순이익	28	84	101	11	17	31	-31	18	22	24	20
성장률 (YoY %)											
매출액	17.7	13.5	13.4	63.7	14.2	5.0	4.6	6.4	9.9	20.9	16.8
게임매출	-4.5	9.4	4.3	-1.8	6.9	-8.2	-13.7	-8.2	4.9	19.4	24.1
PC	-15.7	9.0	3.1	-21.0	-9.0	-14.0	-17.3	-12.7	2.7	20.2	32.2
모바일	2.6	9.5	5.0	13.7	18.2	-4.7	-11.8	-5.6	6.3	19.0	20.1
기타매출	28.8	14.7	17.2	132.0	17.5	10.9	10.9	12.3	10.8	20.9	14.8
결제/광고 등	29.4	24.0	20.0	592.7	9.9	-2.9	2.6	22.0	20.8	32.4	21.3
콘텐츠	18.2	-7.6	7.0	43.8	23.8	11.3	-0.2	-20.6	-13.0	0.4	4.7
커머스	27.2	16.5	15.0	35.1	17.2	24.9	31.4	25.4	16.8	20.8	6.9
기술	27.3	25.4	20.0	17.7	17.6	35.2	35.6	44.7	19.6	23.7	19.3
기타	148.1	-48.0	20.0	557.1	266.7	230.8	-22.0	-64.5	-60.4	-45.3	2.9
영업이익	26.7	51.1	19.3	41.6	72.3	0.9	6.0	29.4	18.6	51.2	125.1
세전이익	-55.5	80.0	20.1	-63.3	-35.5	20.9	적전	8.0	14.9	-19.3	흑전
당기순이익	-74.3	197.5	20.1	-82.4	-32.3	17.8	적지	57.0	28.4	-20.5	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	5.8	7.8	8.2	5.9	7.0	6.3	4.4	7.1	7.5	7.8	8.5
세전이익률	4.7	7.5	7.9	7.7	7.6	12.3	-7.3	7.8	7.9	8.2	6.2
당기순이익률	1.9	5.0	5.3	3.0	4.7	8.7	-7.7	4.4	5.5	5.7	4.3

자료: NHN, 하이투자증권 리서치

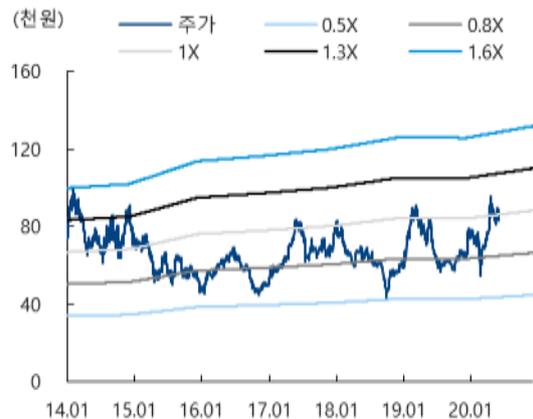
주: 연결기준

그림29. NHN 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림30. NHN 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,059	1,341	1,594	1,911
현금 및 현금성자산	457	627	755	926
단기금융자산	224	246	271	298
매출채권	272	325	368	407
재고자산	38	43	49	54
비유동자산	1,442	1,359	1,357	1,356
유형자산	365	283	280	278
무형자산	469	457	447	438
자산총계	2,500	2,701	2,951	3,268
유동부채	533	641	781	964
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	45	45	45	45
유동성장기부채	24	24	24	24
비유동부채	139	139	139	139
사채	-	-	-	-
장기차입금	21	21	21	21
부채총계	672	780	920	1,102
자배주주지분	1,579	1,658	1,751	1,865
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	400	471	556	662
기타자본항목	-51	-51	-51	-51
비자배주주지분	250	263	280	300
자본총계	1,829	1,921	2,031	2,165

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,489	1,690	1,917	2,120
증가율(%)	17.7	13.5	13.4	10.6
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	1,489	1,690	1,917	2,120
판매비와관리비	1,402	1,558	1,760	1,925
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	87	131	157	194
증가율(%)	26.3	51.5	19.3	24.1
영업이익률(%)	5.8	7.8	8.2	9.2
이자수익	7	8	10	12
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-31	-16	-18	-20
세전계속사업이익	66	126	152	190
법인세비용	42	42	51	63
세전계속이익률(%)	4.4	7.5	7.9	8.9
당기순이익	23	84	101	126
순이익률(%)	1.6	5.0	5.3	6.0
지배주주귀속 순이익	12	71	85	106
기타포괄이익	8	8	8	8
총포괄이익	31	92	109	135
지배주주귀속총포괄이익	31	92	108	133

현금흐름표

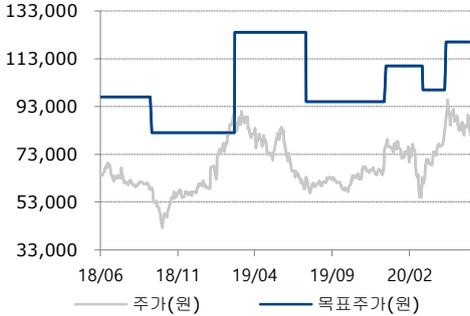
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	108	232	242	288
당기순이익	23	84	101	126
유형자산감가상각비	57	81	53	52
무형자산상각비	13	11	10	9
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-19	17	-35	-37
유형자산의 처분(취득)	-57	-	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	-47	-22	-25	-27
재무활동 현금흐름	-17	-20	-20	-20
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-4	-	-	-
현금및현금성자산의증감	72	169	128	171
기초현금및현금성자산	385	457	627	755
기말현금및현금성자산	457	627	755	926

주요투자지표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	631	3,622	4,350	5,431
BPS	80,696	84,731	89,494	95,339
CFPS	4,212	8,351	7,562	8,536
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	103.7	22.2	18.5	14.8
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8
PCR	15.5	9.6	10.6	9.4
EV/EBITDA	4.4	3.5	2.9	1.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.8	4.4	5.0	5.9
EBITDA 이익률	10.5	13.2	11.5	12.0
부채비율	36.7	40.6	45.3	50.9
순부채비율	-32.3	-40.8	-46.1	-52.4
매출채권회전율(x)	5.2	5.7	5.5	5.5
재고자산회전율(x)	39.3	41.6	41.7	41.2

자료 : NHN, 하이투자증권 리서치본부

NHN
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2018-10-08	Buy	82,000	1년	-25.5%	9.1%
2019-03-21	Buy	124,000	1년	-38.5%	-26.6%
2019-08-09	Buy	95,000	1년	-34.0%	-21.5%
2020-01-13	Buy	110,000	1년	-34.3%	-28.0%
2020-03-26	Buy	100,000	1년	-27.4%	-17.0%
2020-05-11	Buy	120,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율 (%)	91.6%	8.4%	-

위메이드 (112040)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000 원(상향)
증가(2020/06/29)	39,650 원
상승여력	51.3 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,680만주
시가총액	666십억원
외국인지분율	6.1%
52 주 주가	14,050~43,500 원
60 일평균거래량	234,986 주
60 일평균거래대금	7.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.7	106.0	35.3	20.2
상대수익률	23.7	65.5	24.2	13.8



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	114	133	158	179
영업이익(십억원)	-9	8	17	25
순이익(십억원)	-10	18	18	24
EPS(원)	-595	1,048	1,075	1,432
BPS(원)	14,108	14,246	14,411	14,933
PER(배)		37.8	36.9	27.7
PBR(배)	2.1	2.8	2.8	2.7
ROE(%)	-4.0	7.4	7.5	9.8
배당수익률(%)	2.0	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	-	49.8	30.6	21.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

중재 승소로 '미르 2' 가치 상승

2Q20 Preview: 매출액 -10.5% YoY, 영업이익 -43.4 YoY 예상

위메이드의 2 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 303 억원(-10.5% YoY, -1.7% QoQ), 16 억원(-43.4% YoY, -51.2% QoQ)로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 1 분기에 출시되었던 라이선스 게임 신작 2 종이 1 월 초에 출시되어 매출액이 자연 감소함에 따라 매출액은 전분기대비 소폭 감소할 것으로 예상하나 이익 기여도가 높은 라이선스 게임 매출 감소로 영업이익은 큰 폭으로 감소할 것으로 추정한다.

'미르 2' 중재 승소로 '미르 2' 관련 사업 가속화 예상

3 년동안 끌어왔던 중국 게임사들을 상대로 싱가포르에서 진행한 '미르의전설 2' 중재 소송에서 지난 25 일 승소함에 따라 산다게임즈 등에 '미르 2' 라이선스 권한이 없다는 것이 확인되어 자회사 전기아이피를 중심으로 '미르 2' IP 사업 전개에도 속도가 붙을 것으로 기대한다. 더불어 '미르 2' IP 게임들의 전용 마켓인 전기상점 오픈도 속도를 낼 것으로 오픈 이후의 가파른 실적 개선이 예상된다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 60,000 원으로 상향 조정

위메이드에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 기존 37,000 원에서 60,000 원으로 상향 조정한다. 배상금 수령 불확실성 및 '미르 2' IP 국제중재소송 판결 지연 가능성에 전기아이피 가치를 기존 10 억달러 투자 유치 기준 대비 할인율을 80% 확대 적용했던 것을 중재 승소 및 배상금 수령 가능성이 높아진 점을 감안하여 할인율을 30%로 축소했다. '미르 2' 관련 손해배상금은 5,000 억원 수준일 것으로 파악되며 손해배상 주체에 한국 소재 기업인 액토즈소프트가 포함된 것을 감안하면 배상금 수령 가능성이 높아진 것으로 판단한다. 또한 현재까지 승소한 판결의 누적 배상금 4,700 억원에 대해서는 수령시 일부는 주주환원에 활용할 것을 검토하고 있어 투자심리 환기 및 밸류에이션 재평가가 예상된다.

표23. 위메이드 2Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	2Q19	1Q20	2Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	113.6	133.2	158.4	33.9	30.8	30.3	30.0	0.9
YoY (%)	-10.6	17.2	18.9	22.0	15.5	-10.5	-11.3	0.8
QoQ (%)				26.9	27.7	-1.7	-2.5	0.9
영업이익	-9.3	8.2	16.6	2.8	3.2	1.6	1.9	-19.3
YoY (%)	적지	흑전	103.1	3,249.5	흑전	-43.4	-29.9	-13.5
QoQ (%)				흑전	흑전	-51.2	-39.6	-11.7
이익률 (%)	-8.2	6.1	10.5	8.2	10.5	5.2	6.5	-1.3
당기순이익	-29.0	13.9	16.4	-0.1	7.9	2.0	2.2	-12.8
이익률 (%)	-25.5	10.5	10.4	-0.3	25.6	6.4	7.5	-1.0

자료: 위메이드, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표24. 위메이드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	113.6	133.2	158.4	26.7	33.9	28.9	24.1	30.8	30.3	35.1	37.0
모바일	37.3	47.2	61.2	10.2	10.3	8.4	8.5	9.5	9.8	13.5	14.4
온라인	17.1	18.4	16.4	3.9	4.1	4.5	4.7	4.5	4.5	4.6	4.7
라이선스	58.4	67.1	80.2	12.0	19.1	16.0	11.3	16.6	15.8	16.9	17.8
기타	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
영업이익	-9.3	8.2	16.6	-7.3	2.8	0.2	-5.1	3.2	1.6	1.0	2.4
세전이익	-9.7	19.5	21.6	-4.9	2.8	2.5	-10.1	11.5	2.6	2.0	3.4
당기순이익	-29.0	13.9	16.4	-7.2	-0.1	-0.5	-21.2	7.9	2.0	1.5	2.6
성장률 (YoY %)											
매출액	-10.6	17.2	18.9	-24.0	22.0	-8.9	-25.5	15.5	-10.5	21.4	53.1
모바일	-1.6	26.4	29.8	67.3	29.5	-41.0	-12.3	-6.4	-4.2	60.4	69.2
온라인	7.8	7.4	-10.6	5.7	5.8	8.6	10.6	16.5	10.7	3.5	0.5
라이선스	-18.7	14.9	19.4	-52.1	22.3	23.1	-37.4	38.1	-17.0	5.8	57.1
기타	-44.9	-35.2	3.0	258.3	18.8	-77.1	적전	-78.9	-72.2	23.6	흑전
영업이익	적지	흑전	103.1	적전	3,249.5	흑전	적지	흑전	-43.4	350.2	흑전
세전이익	적지	흑전	10.8	적전	-57.3	흑전	적지	흑전	-8.7	-19.6	흑전
당기순이익	적지	흑전	17.7	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	-8.2	6.1	10.5	-27.2	8.2	0.8	-21.0	10.5	5.2	2.8	6.4
세전이익률	-8.5	14.6	13.6	-18.4	8.3	8.6	-41.7	37.4	8.5	5.7	9.1
순이익률	-25.5	10.5	10.4	-27.0	-0.3	-1.7	-87.7	25.6	6.4	4.3	7.0

자료: 위메이드, 하이투자증권 리서치

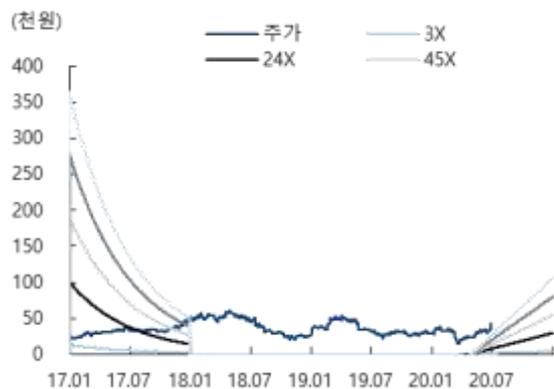
주: 연결기준

표25. 위메이드 목표주가 산정

구분	금액	비고
적정기업가치(①+②-③)	1,034.2	
본사영업가치(①=②*⑥)	189.0	
12MF 예상지배주주순이익②	17.8	
TargetPER⑥	10.6	KOSPI PER
전기아이피가치(②=③*④)	791.0	
IP 가치③	1,130.0	전기아이피 JV, 10 억달러로 투자유치 전망
할인률④	30%	
순차입금③	-54.2	1Q19 기준
발행주식수(천주)	16,800	
적정주가(원)	60,000	
현재주가(원, 6 월 29 일)	39,650	
상승여력(%)	51.3	

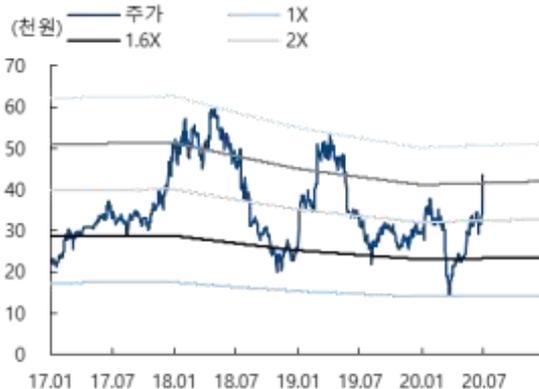
자료: 하이투자증권 리서치

그림31. 위메이드 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림32. 위메이드 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	127	127	129	138
현금 및 현금성자산	38	22	8	2
단기금융자산	41	49	54	60
매출채권	41	48	57	64
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	170	166	163	160
유형자산	48	45	43	42
무형자산	9	7	6	5
자산총계	296	293	292	298
유동부채	61	59	56	55
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	62	59	57	56
자배주주지분	237	239	242	251
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	164	164	164	164
이익잉여금	94	102	110	124
기타자본항목	-17	-17	-17	-17
비자배주주지분	-2	-6	-8	-9
자본총계	235	233	234	242

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	114	133	158	179
증가율(%)	-10.6	17.2	18.9	13.3
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	114	133	158	179
판매비와관리비	123	125	142	154
연구개발비	16	18	22	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-9	8	17	25
증가율(%)	-74.2	-187.6	103.1	51.4
영업이익률(%)	-8.2	6.1	10.5	14.0
이자수익	2	2	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-2	11	5	5
세전계속사업이익	-10	19	22	30
법인세비용	18	6	5	7
세전계속이익률(%)	-9.2	14.6	13.6	16.8
당기순이익	-29	14	16	23
순이익률(%)	-25.3	10.5	10.4	12.8
지배주주귀속 순이익	-10	18	18	24
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	-34	8	11	17
지배주주귀속총포괄이익	-34	8	11	17

현금흐름표

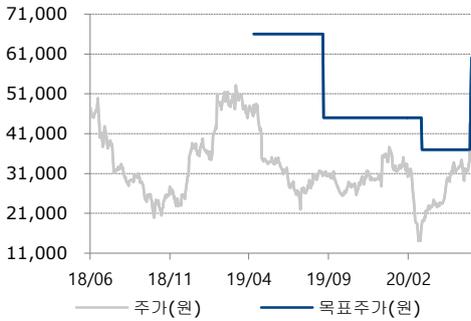
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-43	10	10	18
당기순이익	-29	14	16	23
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	34	-17	-14	-14
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	42	-8	-5	-5
재무활동 현금흐름	-10	-10	-10	-10
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	-19	-16	-13	-6
기초현금및현금성자산	57	38	22	8
기말현금및현금성자산	38	22	8	2

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	-595	1,048	1,075	1,432
BPS	14,108	14,246	14,411	14,933
CFPS	-334	1,272	1,261	1,588
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER		37.8	36.9	27.7
PBR	2.1	2.8	2.8	2.7
PCR	-87.8	31.2	31.5	25.0
EV/EBITDA	-	49.8	30.6	21.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.0	7.4	7.5	9.8
EBITDA 이익률	-4.3	9.0	12.5	15.5
부채비율	26.2	25.4	24.5	22.9
순부채비율	-33.8	-30.5	-26.7	-25.5
매출채권회전율(x)	3.2	3.0	3.0	3.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 위메이드, 하이투자증권 리서치본부

위메이드
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2019-05-08	Buy	66,000	1년	-51.4%	-26.5%
2019-09-19	Buy	45,000	1년	-35.3%	-16.4%
2020-03-26	Buy	37,000	1년	-24.1%	17.6%
2020-06-30	Buy	60,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.6%	8.4%	-