

[인터넷/게임]

4Q20 Preview: 방망이 길게 잡을 때

Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
NAVER(035420)	Buy	410,000 원
카카오(035720)	Buy	550,000 원
엔씨소프트(036570)	Buy	1,250,000 원
넷마블(251270)	Hold	140,000 원
펄어비스(263750)	Buy	400,000 원
컴투스(078340)	Buy	190,000 원
NHN(181710)	Buy	120,000 원
위메이드(112040)	Buy	69,000 원



인터넷/게임 김민정
mjkim@hi-ib.com

#CONTENTS

4Q20 Preview: 방망이 길게 잡을 때

[산업분석]	Summary	3
	I. 4Q20 실적 전망	4
	II. 투자 전략	10
	III. 컨센서스 추이	12
[기업분석]	NAVER(035420)_ 타라인 호조 vs. 마케팅비 부담	16
	카카오(035720)_ 다시 뿔 준비하는 주가	22
	엔씨소프트(036570)_ 신고가를 갱신할 신작	28
	넷마블(251270)_ 신작이 끌어주는 힘 부족	34
	펄어비스(263750)_ 멀티플 상승 근거 마련	40
	컴투스(078340)_ 신작 슈퍼 사이클	46
	NHN(181710)_ 비게임 영역으로 중심축 이동	52
	위메이드(112040)_ 승소에서 신작 모멘텀으로	58

Summary

4 분기는 광고, 커머스 등 주요 사업의 성수기 시즌이나 지난해 4 분기 또한 높은 성장을 보여주었던 시기로 올해 4 분기는 높은 기저 부담이 존재한다. 그럼에도 불구하고 성과형 광고 판매 호조와 코로나 19 재확산에 따른 커머스와 핀테크의 추가 성장으로 올해 4 분기 매출 성장률은 오히려 전년 동기 대비해서도 더욱 가속화될 전망이다.

인터넷 업체는 독과점적 시장지위 구축과 기술적 우위를 기반으로 서비스를 고도화하고 플랫폼 생태계를 주도할 것으로 견고한 실적 성장은 지속될 것이고 현재는 공격적인 투자로 적자를 보이고 있는 웹툰, 핀테크, 모빌리티, 클라우드 등의 신사업에서도 점진적으로 적자폭이 줄거나 흑자 전환할 것으로 2022 년부터는 매출 증가폭보다 이익 증가폭이 더욱 커질 것으로 예상된다.

수익성 높은 특보드 광고 상품의 고성장과 카카오페이 등 신사업의 적자가 빠르게 축소되고 있고, 독과점 우려가 상대적으로 높은 네이버 대비 주가 상승폭이 더울 클 것으로 예상되는 카카오를 인터넷 업종의 Top-pick 으로 제시한다.

당사 게임 업종 7 개 커버리지 업체의 4 분기 합산 매출액은 전분기대비 1.8% 증가, 영업이익은 17.1% 감소할 것으로 추정, 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 4 분기에 출시한 주요 신작은 넷마블의 '세븐나이츠 2', 위메이드의 '미르 4'로 매출 기여가 큰 MMORPG 가 출시됐고 흥행에도 성공했지만 2 개의 작품 모두 11 월에 출시되어 4 분기에 반영되는 영업일수가 크지 않은 반면 신작 사전 마케팅 진행으로 마케팅비는 선반영되기 때문에 4 분기에는 오히려 마케팅비 부담이 커진 시기이다. 게임 업종의 4 분기 실적은 시장 예상치를 하회하겠지만 하회 요인이 일시적인 마케팅비 증가와 특별 상여금 등의 일회성 요인인 만큼 향후 주가 흐름은 4 분기 실적보다는 신작 출시 일정으로 결정될 것이다.

현재 출시 가시권에 진입한 주요 게임 신작은 엔씨소프트의 '블레이드앤소울 2', '트릭스터 M'과 컴투스의 '서머너즈워:백년전쟁'이다. 엔씨소프트와 컴투스 모두 이미 신작 기대감이 주가에 반영되기 시작했지만 출시 직전까지 멀티플이 리레이팅되면서 주가 상승이 이어질 것으로 전망한다. 엔씨소프트와 컴투스 모두 신작 출시에 따른 단계적 실적 상승뿐만 아니라 게임 포트폴리오 다각화 및 해외 매출 증가로 인한 멀티플 상승으로 기업가치 재평가가 예상된다.

위메이드는 '미르 4'의 수익 기여로 인한 흑자 기조 마련, 향후 '미르 4'의 중국 출시 가능성, 미르 트릴로지인 '미르 M'과 '미르 W'의 순차적인 출시가 예상되어 매수 추천한다. 최근 컴투스의 '서머너즈워'가 중국 판호를 획득하면서 한국 게임의 중국 재진출 기대감이 향상된 점도 위메이드에 대한 투자심리에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 보인다.

I. 4Q20 실적 전망

1. 인터넷: 기저 부담에도 견조한 성장 유지

높은 기저 부담에도
불구하고 인터넷기업의
4분기 매출 성장률은
전년 동기 대비
가속화될 전망

4 분기는 광고, 커머스 등 주요 사업의 성수기 시즌이나 지난해 4 분기 또한 높은 성장을 보여주었던 시기로 올해 4 분기는 높은 기저 부담이 존재한다. 그럼에도 불구하고 성과형 광고 판매 호조와 코로나 19 재확산에 따른 커머스와 핀테크의 추가 성장으로 올해 4 분기 매출 성장률은 오히려 전년 동기 대비해서도 더욱 가속화될 전망이다.

검색 광고 시장은 성숙기이자 코로나 타격을 입어 역성장을 할 것으로 보이나 광고 시장의 침체는 성과형 광고 수요 확대로 이어져 디스플레이광고 광고 성장이 검색 광고 매출 감소를 상쇄시켜주고 있다.

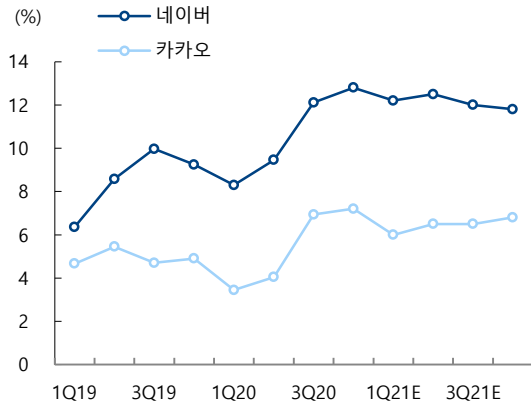
기존 비즈니스인 광고 사업 외에 신사업 부문인 커머스, 핀테크, 콘텐츠, 클라우드 사업은 코로나 19 반사이익으로 성장이 더욱 가속화, 각 사업 모두 전년동기대비 40% 수준의 고성장을 지속할 것으로 추정한다.

지난해 네이버 스마트스토어의 전년동기대비 거래액 성장률은 1Q20 56%, 2Q20 64%, 3Q20 72%를 기록했고 카카오 커머스 거래액 또한 1Q20 55%, 2Q20 57%, 3Q20 68% 증가하며 분기 거래액 성장률이 가속화됐었으나 2019 년 4 분기도 예상보다 높은 성장을 보여줬던 시기로 4Q20 커머스 성장률은 다소 둔화될 것으로 예상되나 여전히 고성장을 시현하고 있어 성장률 둔화를 우려할 시기는 아니다.

가장 성장이 부각되는 사업 부문은 웹툰 사업이다. 지난해 네이버웹툰과 카카오페이지+픽코마의 연간 거래액은 각각 8,000 억원과 7,000 억원을 넘어설 것으로 예상된다. 국내에서는 거래액의 높은 성장과 더불어 이익까지 기여하고 있으며 해외에서는 콘텐츠 창작 생태계를 조성하며 아시아를 넘어 한국 콘텐츠가 성과를 내기 어려웠던 지역인 북미, 유럽 등 서구권에서 가시적인 성과를 보이고 있다. 네이버웹툰은 서구권 시장에 자체적으로 진출하여 이용자를 빠르게 확보하고 있으며 카카오는 지난해 11 월 북미 웹툰 플랫폼 타파스를 인수, 카카오페이지가 타파스에 14 개 작품을 공급하여 85 달러의 매출을 달성하기도 했다. 일본 시장에서 서비스하고 있는 픽코마는 도서 카테고리 내에서는 매출 1 위, 일본 전체 앱 내에서도 10 위권 내 순위를 유지하고 있다.

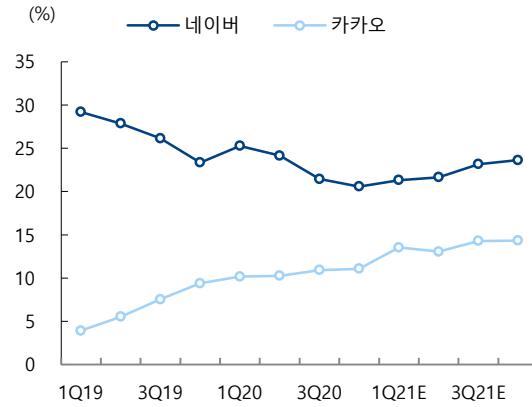
다만 웹툰 사업의 고성장에는 공격적인 마케팅 활동도 수반되고 있어 마케팅비 증가 부담은 존재한다. 이에 따라 인터넷 업체의 영업이익의 성장률은 매출 성장률에 못 미칠 것으로 예상된다.

그림1. 네이버와 카카오의 분기 매출 성장률(YoY) 추이



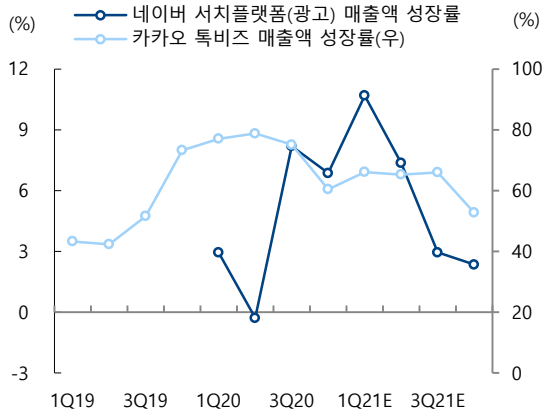
자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

그림2. 네이버와 카카오의 분기 영업이익률 추이



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

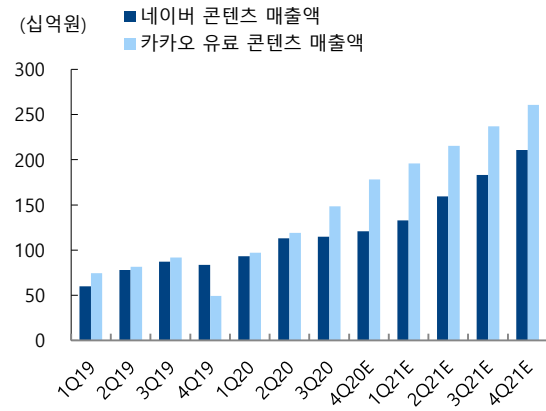
그림3. 네이버와 카카오의 광고 사업 매출 성장률



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

주: 카카오 토비즈에는 카카오톡 광고와 커머스 매출 포함

그림4. 네이버와 카카오의 웹툰 매출액 추이



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치

주: 네이버 콘텐츠에는 웹툰/웹소설, 뮤직, V, 스노우 매출 포함

2. 게임: 신작 출시로 매출은 증가하지만 마케팅비 부담은 증가

4 분기 신작 출시로 매출 증가하나 마케팅비 선반영으로 마케팅비 부담 증가

당사 게임 업종 7 개 커버리지 업체의 4 분기 합산 매출액은 전분기대비 1.8% 증가, 영업이익은 17.1% 감소할 것으로 추정, 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 4 분기에 출시한 주요 신작은 넷마블의 ‘세븐나이츠 2’, 위메이드의 ‘미르 4’로 매출 기여가 큰 MMORPG 가 출시됐고 흥행에도 성공했지만 2 개의 작품 모두 11 월에 출시되어 4 분기에 반영되는 영업일수가 크지 않은 반면 신작 사전 마케팅 진행으로 마케팅비는 선반영되기 때문에 4 분기에는 오히려 마케팅비 부담이 커진 시기이다. 하지만 전분기에 대규모 업데이트로 ‘리니지 M’의 매출이 큰 폭으로 증가했던 엔씨소프트를 제외하고 커버리지 게임 업체의 4 분기 매출이 전분기대비 모두 순성장을 하는 것은 고무적이다.

넷마블의 신작 ‘세븐나이츠’는 출시 직후 매출 순위 2 위까지 기록하며 최근에도 상위권 순위를 유지하고 있으며 중소형사인 위메이드의 ‘미르 4’ 또한 구글에서 최고 매출 순위 8 위를 기록하며 대형사 MMORPG 중심의 국내 모바일게임 시장에서 성과를 보이며 IP 파워를 다시 한번 입증했다.

4 분기 매출 증가폭이 가장 큰 업체는 2 년 만에 자체 개발작을 출시한 위메이드로 ‘미르 4’의 4 분기 평균 일매출액은 4 억원으로 추정, 4 분기 매출액은 전분기대비 71.7% 증가하며 대폭 증가하겠지만 4 분기에 반영되는 ‘미르 4’의 서비스 일수는 38 일에 불과하고 관련 마케팅비는 80 억원 집행하면서 4 분기까지는 영업적자는 지속될 것이고 올해 1 분기부터 흑자 체력을 갖출 것이다.

영업이익이 시장 컨센서스를 가장 크게 하회할 것으로 예상하는 업체는 엔씨소프트인데 하회 요인은 일회성 비용 발생이다. 전직원 대상 특별 격려금 지급 및 야구단 다이노스 우승 보너스 지급으로 일회성 비용이 발생하여 4 분기 영업이익은 시장 컨센서스 대비 20% 하회할 것으로 추정한다.

표1. 인터넷/게임 업종 커버리지 업체 4Q20 Preview

업종	종목	4Q20E		YoY (%)		QoQ (%)		Consensus		차이 (%)	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
인터넷	NAVER	1,450	298	23.0	8.4	6.5	2.3	1,490	307	-2.7	-2.9
	카카오	1,193	132	40.7	66.2	8.4	9.9	1,206	144	-1.1	-8.0
인터넷 업종 합계		2,643	431	30.4	21.3	7.4	4.5	2,696	451	-2.0	-4.5
게임	넷마블	661	78	19.1	45.7	2.9	-11.0	694	89	-4.7	-12.5
	엔씨소프트	546	140	2.3	-0.5	-6.7	-35.5	547	177	-0.3	-20.7
	펄어비스	119	40	-2.4	41.1	0.8	-0.8	122	41	-2.6	-2.5
	NHN	444	29	11.0	66.6	5.8	6.6	460	33	-3.4	-10.2
	컴투스	139	34	14.8	4.4	8.6	27.9	142	33	-1.9	1.2
	게임빌	36	10	22.6	흑전	6.8	71.9	38	9	-3.0	8.6
	위메이드	41	-3	68.7	적지	71.7	적지	40	-1	2.0	-469.3
게임 업종 합계		1,987	328	11.2	24.5	1.8	-17.1	2,043	382	-2.7	-14.1
인터넷/게임 업종 합계		4,629	758	21.4	22.7	4.9	-6.1	4,739	833	-2.3	-8.9

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

표2. 인터넷/게임 업종 주요 업데이트 현황

종목 시가총액	투자 의견/ T.P	항목	2019	2020E	YoY(%)	주요 내용
NAVER 47,554	BUY/ 410,000 원	Sales	4,356	5,241	20.3	- 4분기 검색 광고 성장은 부진하나 성과형 광고 기여 확대로 디스플레이 광고가 서치 플랫폼 매출 성장 견인
		OP	1,155	1,190	3.0	- 12월 코로나 19 재확산으로 4분기 커머스와 핀테크 매출 고성장 지속
		NP	397	623	57.1	- 커머스 사업의 구조적인 비용 증가, 글로벌 웹툰 사업 확대를 위한 마케팅비 집행으로 21년 OPM은 전년대비 소폭 하락 전망
		OPM	26.5	22.7	-3.8p	- 단기적인 주가 상승은 제한적일 수 있으나 웹툰, 핀테크의 기업가치 재평가 가능하여 중장기적인 우상향 흐름은 지속될 전망
카카오 35,596	BUY/ 550,000 원	Sales	3,070	4,114	34.0	- 톡보드 12월 일평균 매출액은 10억원까지 상승하여 광고 매출 상승 견인, 커머스 또한 성수기 효과와 맞물려 고성장 지속
		OP	207	438	112.1	- 웹툰 사업은 고성장 지속하나, 모바일게임 '가디언테일즈'의 매출 하락으로 콘텐츠 사업 매출은 전분기대비 소폭 하락할 전망
		NP	-340	510	흑전	- 올해 카카오뱅크, 카카오페이, 카카오톡 이미지 성장 예정
		OPM	6.7	10.7	3.9p	- 카카오페이는 매출 기여 가능한 결제 거래가 빠르게 증가 중, 올해 MTS 출시도 앞두고 있어 생활금융플랫폼으로서 가치는 더욱 향상될 전망
넷마블 11,117	HOLD/ 140,000 원	Sales	2,179	2,522	15.8	- 4분기 '세븐나이트 타임원더러', '세븐나이트 2', '마블렐름오브챔피언' 출시, '세븐나이트 2'의 일평균매출액은 4억원 수준으로 매출 성장에 기여
		OP	205	267	30.5	- 전분기 매출 비중이 가장 높았던 '일곱개의 대죄' 매출이 전분기대비 21% 감소, 전체 매출액은 전분기대비 소폭 증가에 그칠 전망
		NP	170	312	83.7	- 21년 신작 라인업은 '제2의나라', '세븐나이트 레볼루션', '마블퓨처 레볼루션' 3종, 주가 상승을 위해서는 추가 신작 라인업 공개 필요
		OPM	9.4	10.6	1.2p	- 시장 경쟁은 더욱 치열해지고 있고 넷마블의 신작은 출시 이후 매출이 급감하고 있어 기존 작품만으로 기업가치 재평가는 제한적
엔씨소프트 20,790	BUY/ 1,250,000 원	Sales	1,701	2,401	41.1	- '리니지 M'은 전분기 기저부담으로 4분기 매출 QoQ -25%, '리니지 2M'은 1주년 업데이트전까지 매출 자연감소 지속되어 4분기 매출 QoQ -5% 추정
		OP	479	809	68.8	- 전직원 특별 격려금 및 야구단 NC 다이노스의 우승 보너스 지급으로 일회성 비용 발생할 것으로 영업이익은 부진할 전망
		NP	306	615	101.3	- 신작 '블소 2'는 1월부터 사전예약 예상, '리니지 2M'은 1분기내 대만과 일본에 출시될 것으로 1분기부터 '리니지 2M' 매출 플러스 성장 가능
		OPM	28.2	33.7	5.5p	- '트릭스터 M' 또한 출시가 임박하여 신작과 해외 출시 기대감이 주가에 본격적으로 반영될 시점으로 판단
컴투스 2,039	BUY/ 190,000 원	Sales	469	513	9.4	- '서머너즈워'의 4분기 매출액은 콜라보 패키지, SWC 패키지, 연말 패키지 판매로 전분기대비 매출 상승할 전망
		OP	126	122	-3.6	- 콜라보 이벤트로 로열티비용 증가 및 전분기 TV 광고 기저효과로 마케팅비 감소 예상, 전분기대비 영업이익의 반등폭은 매출 반등폭보다 클 전망
		NP	110	99	-9.6	- '서머너즈워:백년전쟁'은 1월 중순부터 사전 예약 시작, 1분기 출시 예정
		OPM	26.9	23.7	-3.2p	- '서머너즈워:크로니클'은 올해 하반기 출시 예정, 실적과 주가 단계적 상승 가능
NHN 1,456	BUY/ 120,000 원	Sales	1,489	1,663	11.7	- 4분기 신작 '츠무츠무 스타디움', '크리티컬 오피스' '용비불패 M', 'AIMS' 모두 흥행 저조, 매출 기여 제한적
		OP	87	112	28.3	- 코로나 19 재확산에 따른 오프라인 결제 위축, 중국 광군제 효과 일부 선반영으로 결제, 커머스 사업의 4분기 매출성장률은 전분기대비 둔화될 전망
		NP	28	83	192.2	- NHN 고도와 NHN 에이컴메이트의 지난해 연간 거래액은 전년 대비 50% 증가한 3조원 돌파
		OPM	5.8	6.7	0.9p	- 게임 사업 비중은 22년 20%까지 축소될 전망, 결제, 커머스, 기술 사업의 매출 비중이 70%인데 핀테크, 커머스, 클라우드 시장은 고성장 중
펄어비스 3,322	BUY/ 400,000 원	Sales	533	502	-5.7	- 매출 비중이 가장 높은 '검은사막' 모바일은 국내 매출 순위가 30~40 위권으로 하락하여 매출이 하락할 전망
		OP	144	178	23.3	- 박스권에 갇혀있었던 주가는 지난달 신작 '붉은사막'의 플레이 영상 공개로 주가 상승 근거 마련
		NP	158	130	-17.8	- '붉은사막'은 싱글, 멀티플레이 모두 지원 및 자체 엔진 성능과 게임의 그래픽 등에 대한 호평으로 투자심리에 긍정적인 영향
		OPM	27.0	35.3	8.3p	- '붉은사막' 수익이 온기 반영되는 22년 실적은 퀀텀점프할 것이며 단일 IP의 높은 의존도로 인한 멀티플 디스카운트도 해소될 전망
위메이드 628	BUY/ 69,000 원	Sales	114	120	5.9	- 11월 출시한 '미르 4'는 152억원의 매출 기여 추정
		OP	-9	-13	적지	- '미르 4'의 매출 기여로 매출은 큰 폭으로 증가하겠지만 신작 관련 마케팅비가 80억원 집행되어 4분기까지는 영업적자 지속될 전망
		NP	-29	-13	적지	- '미르 4'는 구급 기준 최고 매출 순위 8위까지 기록, 과금 또한 출시 초기 큰 규모의 매출 창출보다 게임의 라이프사이클 장기화에 초점
		OPM	-8.2	-10.6	-2.4p	- '미르 4'는 향후 중국에도 출시될 것으로 예상, '미르 M' 또한 중국 출시 기대

자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

II. 투자 전략

1. 인터넷 업종 투자전략: 여전히 중장기 성장 매력 보유

인터넷 업종 Top pick:
카카오

지난해 성장·기술주가 급등, 인터넷 업체는 대표적인 성장주로 강세를 보이다가 최근 3개월간 주가 수익률은 보험권 흐름을 보이고 있다. 높은 주가 상승 부담과 더불어 기술주와 가치주의 주가 괴리도가 크게 벌어져 인터넷 업종의 주가는 단기적으로 주춤할 수 있으나 중장기적인 성장 매력은 여전히 높다.

인터넷 업체는 독과점적 시장지위 구축과 기술적 우위를 기반으로 서비스를 고도화하고 플랫폼 생태계를 주도할 것으로 견고한 실적 성장은 지속될 것이고 현재는 공격적인 투자로 적자를 보이고 있는 웹툰, 핀테크, 모빌리티, 클라우드 등의 신사업에서도 점진적으로 적자폭이 줄거나 흑자 전환할 것으로 2022년부터는 매출 증가폭보다 이익 증가폭이 더욱 커질 것으로 예상된다.

지난해는 코로나 19로 인터넷 업체의 수혜가 부각되면서 주가가 급등했는데 코로나 19로 이커머스와 핀테크의 추가 성장이 가능했고 디지털 광고 수요가 증가하긴 했지만 코로나 19 종식 이후에도 디지털 중심의 광고 시장 구조는 이어질 것이며 비대면 소비 습관은 커머스와 핀테크 매출 상승으로 이어질 것이다.

2021년은 네이버와 카카오 모두 공격적으로 웹툰 사업을 확대할 것으로 마케팅비 부담이 크게 증가할 전망이다. 특히 국내와 달리 플랫폼 기반 없이 진출한 해외 지역에서는 인당 획득비가 국내보다 높을 것으로 해외 지역에서의 높은 마케팅비 지출이 예상된다. 수익성 높은 토크보드 광고 상품의 고성장과 카카오페이 등 신사업의 적자가 빠르게 축소되고 있는 카카오와 달리 이미 영업이익 규모가 큰 네이버는 마케팅비 증가에 따른 소폭의 수익성 하락이 불가피할 것이다. 더불어 미국의 대형 기술주에 대한 조사 및 반독점 소송이 제기되어 있는 가운데 ‘블루 웨이브’는 더욱 더 기술주에 대한 규제 리스크를 부각시킬 것으로 국내에서는 독과점 우려가 상대적으로 높은 네이버 대비 카카오의 주가 상승폭이 더 클 것으로 예상하여 인터넷 업종의 Top-pick은 카카오를 유지한다.

2. 게임 업종 투자전략: 신작 출시 가시권에 들어선 게임 업체 매수

게임 업종 Top picks:
엔씨소프트, 컴투스,

게임 업종 선호주:
위메이드

게임 업종의 4 분기 실적은 시장 예상치를 하회하겠지만 하회 요인이 일시적인 마케팅비 증가와 특별 상여금 등의 일회성 요인인 만큼 향후 주가 흐름은 4 분기 실적보다는 신작 출시 일정으로 결정될 것이다.

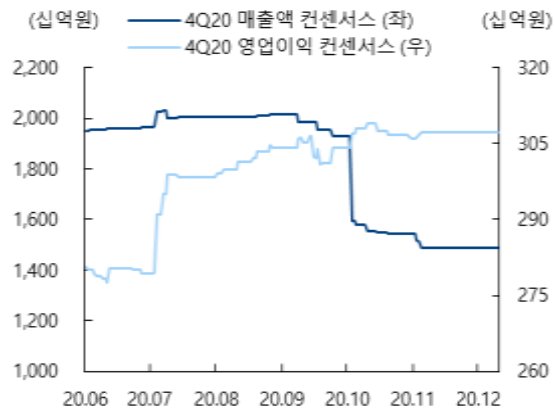
현재 출시 가시권에 진입한 주요 게임 신작은 엔씨소프트의 ‘블레이드앤소울 2’, ‘트릭스터 M’과 컴투스의 ‘서머너즈워:백년전쟁’이다. 엔씨소프트와 컴투스 모두 이미 신작 기대감이 주가에 반영되기 시작했지만 출시 직전까지 멀티플이 리레이팅되면서 주가 상승이 이어질 것으로 전망한다.

신작 출시 직전후 차익 실현 물량에 주가가 급락하는 모습을 보일 수 있으나 엔씨소프트와 컴투스 모두 추가적인 신작 라인업과 해외 출시 확대 계획을 가지고 있어 단기적 주가 상승뿐 아니라 중장기적으로도 우상향 흐름을 유지할 것으로 판단한다. 엔씨소프트는 1 분기 내에 ‘리니지 2M’을 대만과 일본 지역에 출시할 예정이며 아시아, 서구권 지역으로도 서비스 지역을 계속 확대할 것이다. 또한 PC 신작인 ‘프로젝트 TL’도 순조롭게 개발되고 있어 올해 중에 출시될 가능성이 높아 보인다. 컴투스 또한 ‘서머너즈워:백년전쟁’ 이후에도 또 하나의 ‘서머너즈워’ IP 게임인 ‘서머너즈워:크로니클’이 올해 하반기 출시 예정으로 신작 모멘텀이 지속될 것이다. 엔씨소프트와 컴투스 모두 신작 출시에 따른 단계적 실적 상승뿐만 아니라 게임 포트폴리오 다각화 및 해외 매출 증가로 인한 멀티플 상승으로 기업가치 재평가가 예상된다.

‘미르 4’ 출시 이후 매출 순위가 10 위권 내에 안착하지 못하면서 주가가 급락했던 위메이드는 ‘미르 4’의 수익 기여로 인한 흑자 기조 마련, 향후 ‘미르 4’의 중국 출시 가능성, 미르 트릴로지인 ‘미르 M’과 ‘미르 W’의 순차적인 출시가 예상되어 매수 추천한다. 최근 컴투스의 ‘서머너즈워’가 중국 판호를 획득하면서 한국 게임의 중국 재진출 기대감이 향상된 점도 위메이드에 대한 투자심리에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 보인다.

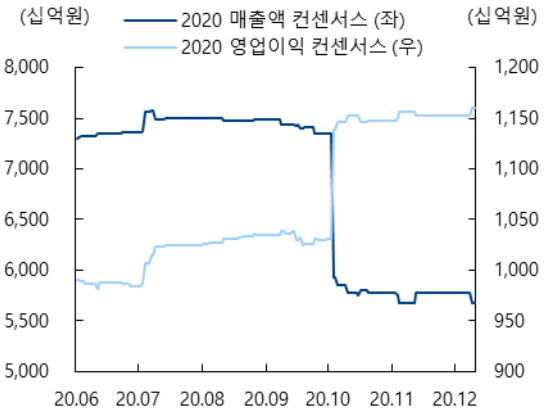
Ⅲ. 컨센서스 추이

그림1. NAVER 4Q20 컨센서스 추이



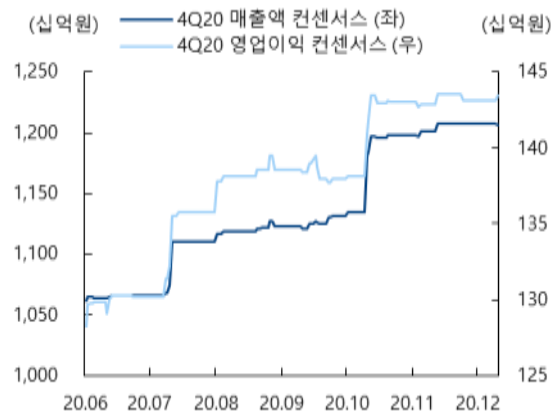
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림2. NAVER 2020 컨센서스 추이



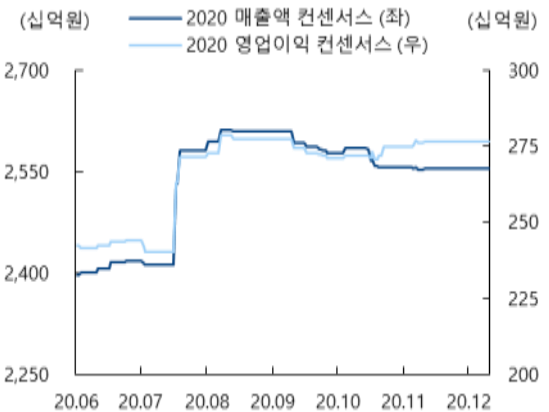
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림3. 카카오 4Q20 컨센서스 추이



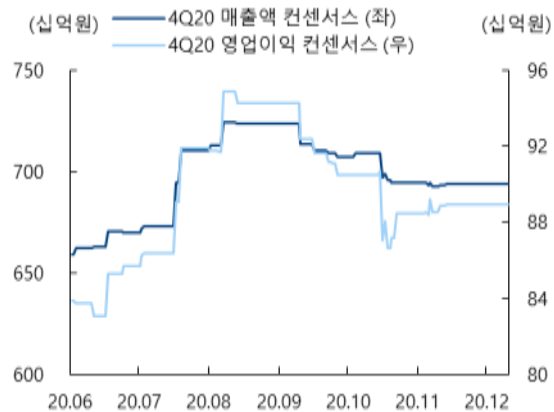
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림4. 카카오 2020 컨센서스 추이



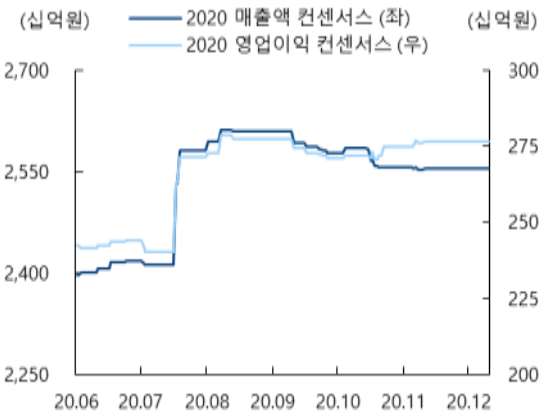
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림5. 넷마블 4Q20 컨센서스 추이



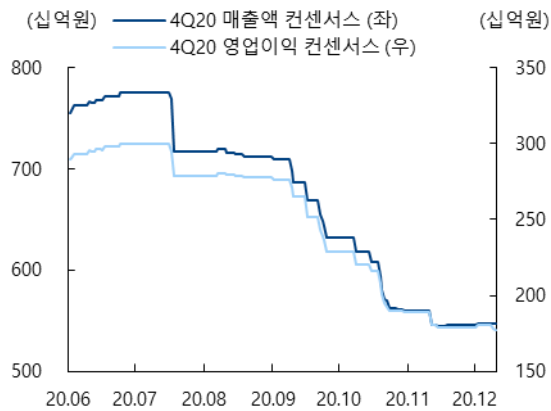
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림6. 넷마블 2020 컨센서스 추이



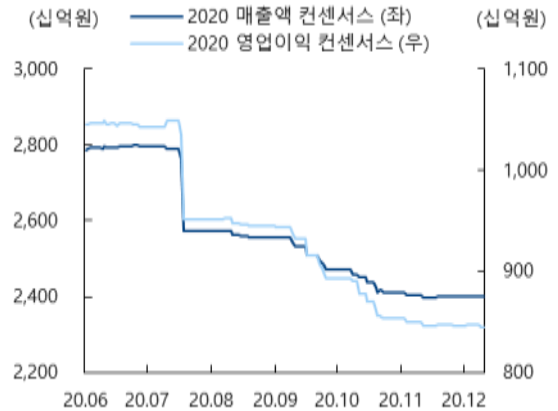
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림7. 엔씨소프트 4Q20 컨센서스 추이



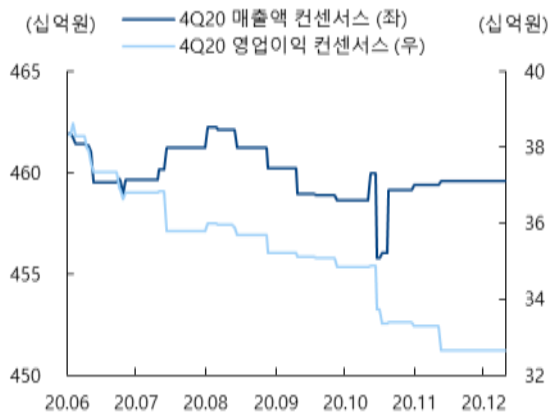
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림8. 엔씨소프트 2020 컨센서스 추이



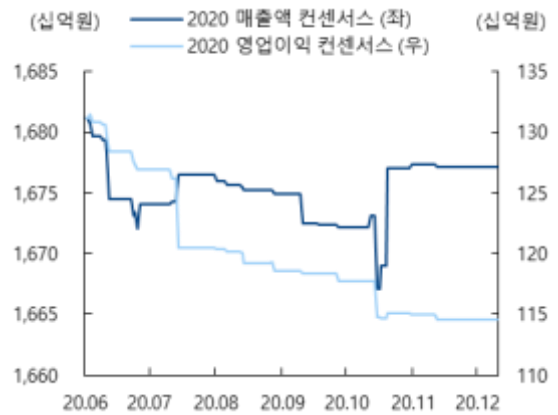
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림9. NHN 4Q20 컨센서스 추이



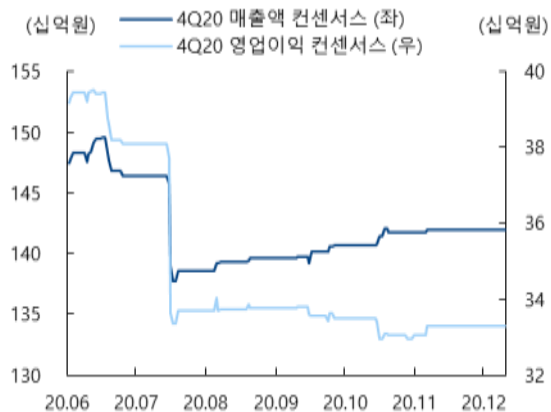
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림10. NHN 2020 컨센서스 추이



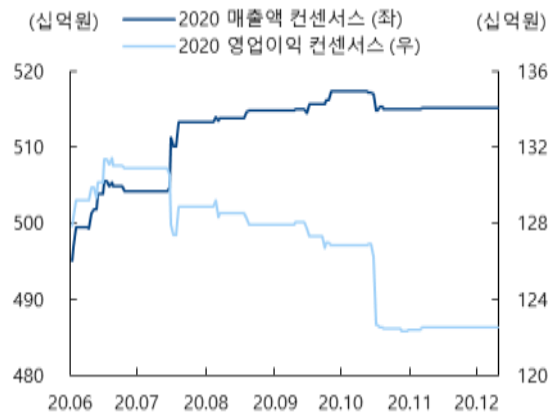
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림11. 컴투스 4Q20 컨센서스 추이



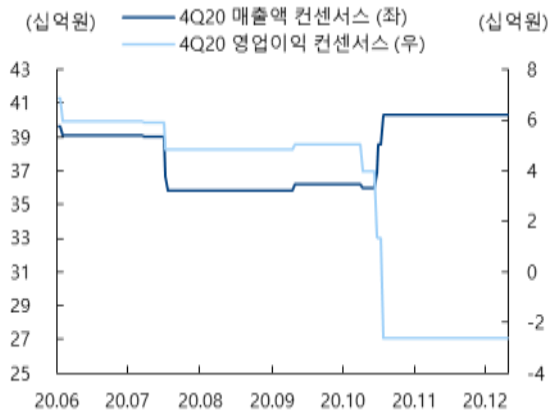
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림12. 컴투스 2020 컨센서스 추이



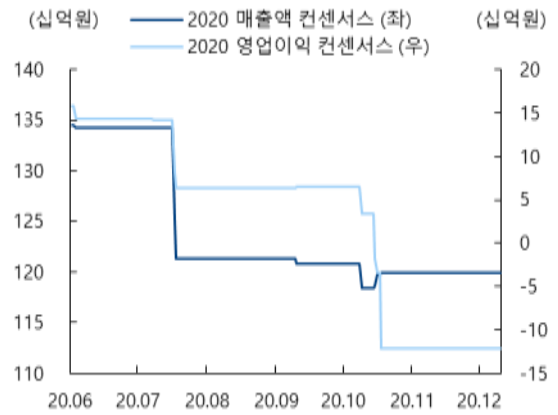
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림13. 위메이드 4Q20 컨센서스 추이



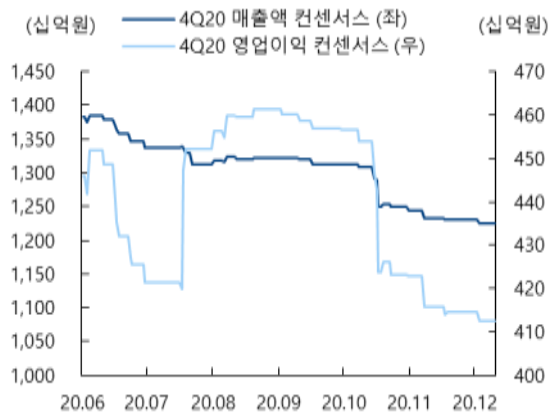
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림14. 위메이드 2020 컨센서스 추이



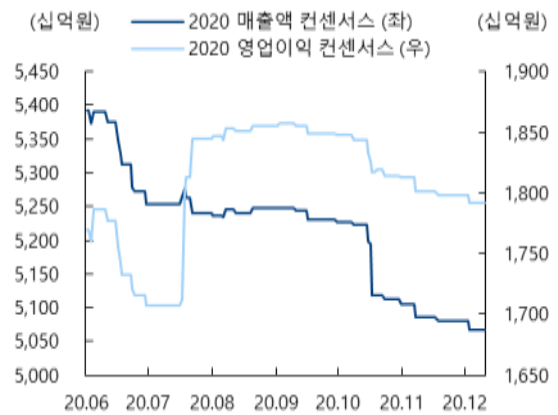
자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림15. 펠어비스 4Q20 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림16. 펠어비스 2020 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

IV. 기업분석

NAVER(035420)_ 탐라인 호조 vs. 마케팅비 부담	16
카카오(035720)_ 다시 뿔 준비하는 주가	22
엔씨소프트(036570)_ 신고가를 갱신할 신작	28
넷마블(251270)_ 신작이 끌어주는 힘 부족	34
펄어비스(263750)_ 멀티플 상승 근거 마련	40
컴투스(078340)_ 신작 슈퍼 사이클	46
NHN(181710)_ 비게임 영역으로 중심축 이동	52
위메이드(112040)_ 승소에서 신작 모멘텀으로	58

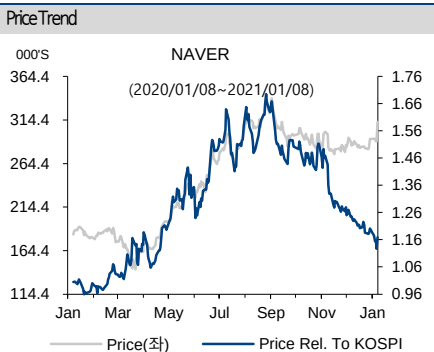
NAVER (035420)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	410,000 원(상향)
증가(2021/01/08)	312,000 원
상승여력	31.4 %

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	16,426만주
시가총액	51,250십억원
외국인지분율	55.9%
52 주 주가	143,000~339,000 원
60 일평균거래량	816,338 주
60 일평균거래대금	235.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	3.7	10.4	70.5
상대수익률	-7.2	-28.1	-35.6	24.0



FY	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	5,241	6,515	7,873
영업이익(십억원)	1,190	1,466	2,012
순이익(십억원)	748	1,429	1,853
EPS(원)	4,554	8,698	11,278
BPS(원)	40,402	49,607	61,392
PER(배)	63.6	33.3	25.7
PBR(배)	7.2	5.8	4.7
ROE(%)	12.0	19.3	20.3
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	29.7	24.9	17.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

타라인 호조 vs. 마케팅비 부담

4Q20 Preview: 매출액 +23.0% YoY, 영업이익 +8.4% YoY 예상

- 네이버 4 분기 예상 매출액은 1 조 4,498 억원(+23.0% YoY, +6.5% QoQ), 영업이익은 2,984 억원(+8.4% YoY, +2.3% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정
- 서치 플랫폼 매출 +6.9% YoY, +4.1% QoQ 예상, 검색 광고 성장은 부진하나 성과형 광고 기여 확대로 디스플레이 광고가 성장 견인
- 커머스 매출 +40.7% YoY, +8.04% QoQ 예상, 핀테크 매출 +59.7% YoY, +40.0% QoQ 예상, 12 월 코로나 19 재확산으로 커머스와 핀테크 매출 고성장 지속
- 콘텐츠 매출 +44.0% YoY, +5.0% QoQ 예상, 네이버웹툰의 2020 년 목표 거래액 8,000 억원은 무난히 달성 가능
- 네이버통장과 멤버십 혜택으로 커머스 거래액 증가에 따른 변동비 증가, 공격적인 글로벌 웹툰 사업 확대에 인한 마케팅비 증가로 OPM 은 전년동기대비 2.8%p 하락한 20.6%으로 추정

비용 부담 증가로 단기적 주가 상승 제한적

- 2021 년 매출 성장률은 전년보다 높을 것으로 매출은 안정적인 성장을 이어가겠지만 커머스 사업의 구조적인 비용 증가, 글로벌 웹툰 이용자 확대를 위한 공격적인 마케팅비 집행으로 2021 년 OPM 은 전년 대비 소폭 하락할 전망
- 라인망가는 연재형 서비스 확장 등 일본 현지 웹툰시장 공략에 집중할 것으로 라인망가 사업에서 마케팅비 크게 증가할 것으로 예상

투자의견 BUY 유지, 목표주가 41 만원으로 상향 조정

- 네이버에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 39 만원에서 41 만원으로 상향 조정
- 광고와 커머스 사업을 분리하여 가치를 재산정, 광고 사업 16.7 조원, 커머스 사업 12.8 조원으로 산정
- 단기적인 주가 상승은 제한적일 수 있으나 웹툰, 핀테크의 기업가치 재평가 가능하여 중장기적인 우상향 흐름은 지속될 전망

표3. 네이버 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	4,356	5,241	6,515	1,179	1,361	1,450	1,490	-2.7
YoY (%)	n/a	20.3	24.3	n/a	24.2	23.0	26.4	-3.4
QoQ (%)				7.6	6.6	6.5	9.5	-2.9
영업이익	1,155	1,190	1,466	275	292	298	307	-2.9
YoY (%)	n/a	3.0	23.2	n/a	1.8	8.4	11.6	-3.3
QoQ (%)				-3.9	-5.3	2.3	5.4	-3.1
이익률 (%)	26.5	22.7	22.5	23.4	21.4	20.6	20.6	0.0
당기순이익	397	623	1,391	196	235	162	190	-14.4
이익률 (%)	9.1	11.9	21.4	16.6	17.3	11.2	12.7	-1.5

자료: NAVER, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표4. 네이버 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	4,356	5,241	6,515	993	1,089	1,096	1,179	1,155	1,276	1,361	1,450
서치플랫폼	2,655	2,772	2,930	626	680	656	692	645	678	710	739
검색	2,101	2,142	2,157	502	535	523	540	520	528	542	553
디스플레이	554	630	772	124	145	133	152	125	151	168	187
커머스	792	1,081	1,464	177	193	203	219	231	256	285	308
핀테크	407	668	963	87	96	104	120	138	165	174	191
콘텐츠	309	442	686	60	78	87	84	93	113	115	121
클라우드	194	278	473	42	42	46	64	48	64	76	90
영업비용	3,201	4,051	5,049	703	785	809	904	863	968	1,069	1,151
개발/운영	1,029	1,218	1,449	235	253	249	291	283	290	312	334
파트너	1,393	1,748	2,186	311	341	349	392	377	427	457	487
인프라	421	548	682	97	101	106	117	111	136	145	156
마케팅	358	536	732	60	90	105	103	92	115	156	174
영업이익	1,155	1,190	1,466	290	303	287	275	292	308	292	298
세전이익	1,391	1,429	1,988	304	293	348	446	420	289	362	358
당기순이익	397	623	1,391	88	28	85	196	135	91	235	162
성장률 (YoY %)											
매출액	<i>n/a</i>	<i>20.3</i>	<i>24.3</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>16.3</i>	<i>17.2</i>	<i>24.2</i>	<i>23.0</i>
서치플랫폼	<i>n/a</i>	<i>4.4</i>	<i>5.7</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>2.9</i>	<i>-0.3</i>	<i>8.2</i>	<i>6.9</i>
검색	<i>n/a</i>	<i>2.0</i>	<i>0.7</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>3.5</i>	<i>-1.4</i>	<i>3.6</i>	<i>2.3</i>
디스플레이	<i>n/a</i>	<i>13.8</i>	<i>22.5</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>0.5</i>	<i>3.9</i>	<i>26.3</i>	<i>23.0</i>
커머스	<i>n/a</i>	<i>36.5</i>	<i>35.5</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>30.3</i>	<i>32.7</i>	<i>40.9</i>	<i>40.7</i>
핀테크	<i>n/a</i>	<i>64.2</i>	<i>44.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>57.6</i>	<i>72.4</i>	<i>67.6</i>	<i>59.7</i>
콘텐츠	<i>n/a</i>	<i>42.9</i>	<i>55.2</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>55.4</i>	<i>44.5</i>	<i>31.8</i>	<i>44.0</i>
클라우드	<i>n/a</i>	<i>43.6</i>	<i>70.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>14.5</i>	<i>53.6</i>	<i>66.2</i>	<i>40.0</i>
영업비용	<i>n/a</i>	<i>26.6</i>	<i>24.6</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>22.8</i>	<i>23.3</i>	<i>32.1</i>	<i>27.4</i>
영업이익	<i>n/a</i>	<i>3.0</i>	<i>23.2</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>0.6</i>	<i>1.6</i>	<i>1.8</i>	<i>8.4</i>
세전이익	<i>n/a</i>	<i>2.7</i>	<i>39.1</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>38.1</i>	<i>-1.3</i>	<i>3.9</i>	<i>-19.6</i>
당기순이익	<i>n/a</i>	<i>57.1</i>	<i>123.2</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>53.9</i>	<i>226.7</i>	<i>175.9</i>	<i>-17.2</i>
성장률 (QoQ %)											
매출액				<i>n/a</i>	<i>9.6</i>	<i>0.7</i>	<i>7.6</i>	<i>-2.1</i>	<i>10.5</i>	<i>6.6</i>	<i>6.5</i>
서치플랫폼				<i>n/a</i>	<i>8.6</i>	<i>-3.5</i>	<i>5.4</i>	<i>-6.8</i>	<i>5.2</i>	<i>4.7</i>	<i>4.1</i>
검색				<i>n/a</i>	<i>6.7</i>	<i>-2.3</i>	<i>3.3</i>	<i>-3.8</i>	<i>1.5</i>	<i>2.7</i>	<i>2.0</i>
디스플레이				<i>n/a</i>	<i>16.4</i>	<i>-8.1</i>	<i>14.0</i>	<i>-17.6</i>	<i>20.4</i>	<i>11.7</i>	<i>11.0</i>
커머스				<i>n/a</i>	<i>8.8</i>	<i>4.9</i>	<i>8.1</i>	<i>5.6</i>	<i>10.8</i>	<i>11.4</i>	<i>8.0</i>
핀테크				<i>n/a</i>	<i>9.4</i>	<i>8.7</i>	<i>15.4</i>	<i>14.8</i>	<i>19.7</i>	<i>5.7</i>	<i>10.0</i>
콘텐츠				<i>n/a</i>	<i>30.1</i>	<i>11.6</i>	<i>-3.9</i>	<i>11.4</i>	<i>20.9</i>	<i>1.8</i>	<i>5.0</i>
클라우드				<i>n/a</i>	<i>0.0</i>	<i>10.1</i>	<i>40.1</i>	<i>-25.8</i>	<i>34.2</i>	<i>19.1</i>	<i>18.0</i>
영업비용				<i>n/a</i>	<i>11.7</i>	<i>3.1</i>	<i>11.6</i>	<i>-4.5</i>	<i>12.2</i>	<i>10.4</i>	<i>7.7</i>
영업이익				<i>n/a</i>	<i>4.6</i>	<i>-5.5</i>	<i>-3.9</i>	<i>5.9</i>	<i>5.6</i>	<i>-5.3</i>	<i>2.3</i>
세전이익				<i>n/a</i>	<i>-3.7</i>	<i>18.8</i>	<i>28.1</i>	<i>-5.8</i>	<i>-31.1</i>	<i>25.0</i>	<i>-0.9</i>
당기순이익				<i>n/a</i>	<i>-68.3</i>	<i>207.3</i>	<i>130.0</i>	<i>-31.3</i>	<i>-32.7</i>	<i>159.5</i>	<i>-31.0</i>
이익률 (%)											
영업이익률	26.5	22.7	22.5	29.2	27.9	26.1	23.4	25.3	24.1	21.4	20.6
세전이익률	31.9	27.3	30.5	30.6	26.9	31.8	37.8	36.4	22.7	26.6	24.7
당기순이익률	9.1	11.9	21.4	8.8	2.5	7.8	16.6	11.7	7.1	17.3	11.2

자료: NAVER, 하이투자증권 리서치

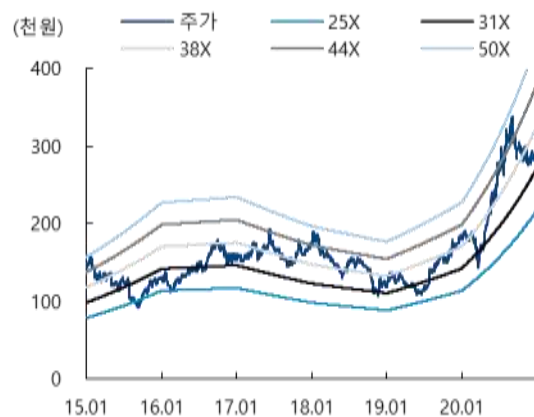
주: 연결기준

표5. 네이버 SOTP Valuation

단위: 십억원		비고
서치플랫폼(광고) 가치	16,765	
12MF 서치플랫폼 NOPLAT	667.9	
Target PER	25.1	Alphabet, Facebook 의 평균 PER
커머스 가치	12,877	
12MF 커머스 NOPLAT	333.9	
Target PER	38.6	Amazon 의 PER 대비 30% 할인
웹툰 가치	9,663.7	
웹툰+라인망가 12MF 거래액	1,496.0	
Target Multiple	7.1	
웹툰 엔터테인먼트 사업 가치	10,621.6	
유효 지분율 (%)	91.0	네이버 66.6%, 라인 33.4% 보유 (네이버는 라인 지분 73% 보유)
핀테크 지분가치	6,873	
네이버페이 12MF 예상 매출액	963	
Target PSR	10.2	
지분율 (%)	70.0	비바리퍼블리카 PSR 대비 30% 할인
클라우드 가치	1,986	
클라우드 12MF 예상 매출액	473	
Target PSR	6.0	
지분율 (%)	70.0	Alphabet, Oracle, Tencent 의 평균 PSR
LINE 지분가치	12,012	
Z 홀딩스 보유가치	37,131	
지분율 (%)	32.4	LINE 과 Z 홀딩스의 시가총액 합산 대비 20% 할인
순차입금	-1,104	3Q20 별도 기준
적정 기업가치	59,074	
발행주식수 (천주)	145,364	자기주식수 제외
목표주가 (원)	410,000	
현 주가 (원, 1/8 기준)	312,000	
상승 여력 (%)	31.4	

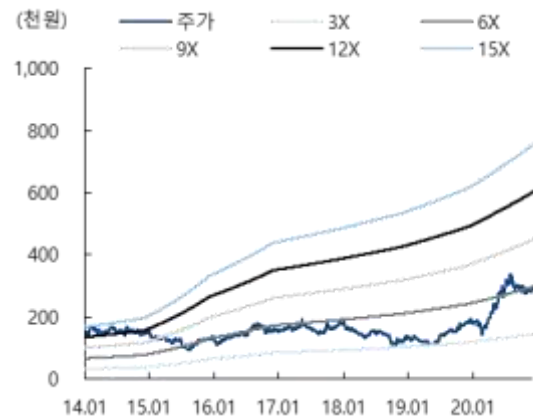
자료: 하이투자증권 리서치

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)	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,789	7,656	11,027
현금 및 현금성자산	5,219	5,847	8,950
단기금융자산	197	158	126
매출채권	950	1,180	1,426
재고자산	44	54	66
비유동자산	7,149	9,083	9,500
유형자산	1,467	1,316	1,146
무형자산	334	329	326
자산총계	13,938	16,740	20,527
유동부채	4,705	6,032	7,920
매입채무	-	-	-
단기차입금	510	510	510
유동성장기부채	50	50	50
비유동부채	2,022	2,022	2,022
사채	752	752	752
장기차입금	50	50	50
부채총계	6,728	8,054	9,942
지배주주지분	6,637	8,149	10,084
자본금	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	6,405	7,778	9,575
기타자본항목	-1,408	-1,408	-1,408
비지배주주지분	574	537	500
자본총계	7,210	8,685	10,585

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020E	2021E	2022E
매출액	5,241	6,515	7,873
증가율(%)	-20.5	24.3	20.8
매출원가	-	-	-
매출총이익	5,241	6,515	7,873
판매비와관리비	4,051	5,049	5,861
연구개발비	-	-	-
기타영업수익	-	-	-
기타영업비용	-	-	-
영업이익	1,190	1,466	2,012
증가율(%)	67.6	23.2	37.2
영업이익률(%)	22.7	22.5	25.6
이자수익	22	24	36
이자비용	35	35	35
지분법이익(손실)	37	28	28
기타영업외손익	-48	164	171
세전계속사업이익	1,429	1,988	2,595
법인세비용	449	596	778
세전계속이익률(%)	27.3	30.5	33.0
당기순이익	623	1,391	1,816
순이익률(%)	11.9	21.4	23.1
지배주주귀속 순이익	748	1,429	1,853
기타포괄이익	139	139	139
총포괄이익	762	1,530	1,955
지배주주귀속총포괄이익	754	1,515	1,935

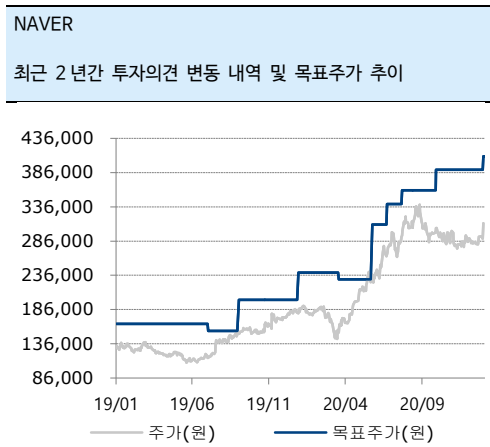
현금흐름표

(단위:십억원)	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,828	2,542	3,475
당기순이익	623	1,391	1,816
유형자산감가상각비	229	211	180
무형자산상각비	48	45	43
지분법관련손실(이익)	37	28	28
투자활동 현금흐름	-163	-1,727	-185
유형자산의 처분(취득)	-100	-60	-10
무형자산의 처분(취득)	-40	-40	-40
금융상품의 증감	175	39	32
재무활동 현금흐름	-6	-7	-7
단기금융부채의증감	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-
자본의증감	0	-	-
배당금지급	-55	-55	-55
현금및현금성자산의증감	1,479	628	3,103
기초현금및현금성자산	3,741	5,219	5,847
기말현금및현금성자산	5,219	5,847	8,950

주요투자지표

	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)			
EPS	4,554	8,698	11,278
BPS	40,402	49,607	61,392
CFPS	6,241	10,257	12,635
DPS	376	376	376
Valuation(배)			
PER	63.6	33.3	25.7
PBR	7.2	5.8	4.7
PCR	46.4	28.2	22.9
EV/EBITDA	29.7	24.9	17.8
Key Financial Ratio(%)			
ROE	12.0	19.3	20.3
EBITDA 이익률	28.0	26.4	28.4
부채비율	93.3	92.7	93.9
순부채비율	-56.2	-53.5	-72.9
매출채권회전율(x)	4.9	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	106.0	132.6	130.9

자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-17.3%	-12.1%
2020-07-30	Buy	360,000	1년	-13.6%	-5.8%
2020-10-06	Buy	390,000	1년	-26.2%	-21.8%
2021-01-11	Buy	410,000	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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율 (%)	91.9%	8.1%	-

카카오 (035720)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	550,000 원(상향)
증가(2021/01/08)	434,000 원
상승여력	26.7 %

Stock Indicator	
자본금	43십억원
발행주식수	8,846만주
시가총액	38,392십억원
외국인지분율	32.6%
52 주 주가	134,000~434,000 원
60 일평균거래량	669,629 주
60 일평균거래대금	249.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.9	14.5	32.3	172.1
상대수익률	7.0	1.2	3.4	118.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	3,070	4,114	5,718	6,964
영업이익(십억원)	207	438	791	1,122
순이익(십억원)	-301	481	706	887
EPS(원)	-3,585	5,450	7,986	10,026
BPS(원)	60,603	64,352	72,165	82,018
PER(배)		73.9	50.4	40.1
PBR(배)	2.5	6.3	5.6	4.9
ROE(%)	-5.8	8.8	11.7	13.0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(배)	26.1	49.5	33.8	25.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

다시 뿔 준비하는 주가

4Q20 Preview: 매출액 +40.7% YoY, 영업이익은 +66.2% YoY 예상

- 카카오의 4 분기 예상 매출액은 1 조 1927 억원(+40.7% YoY, +8.4% QoQ), 영업이익은 1,321 억원(+66.2% YoY, +9.9% QoQ)으로 영업이익은 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정
- 톡보드 12 월 일평균 매출액은 10 억원까지 상승하여 광고 매출 상승 견인, 커머스 또한 성수기 효과와 맞물려 고성장을 이어나갈 것으로 4 분기 톡비즈 매출액은 전년동기대비 60.4% 증가할 것으로 추정
- 콘텐츠 매출 +34.5% YoY, -0.6% QoQ 예상, 웹툰 사업은 고성장을 이어나가겠지만 7 월 출시한 모바일게임 '가디언테일즈'의 매출 하락으로 콘텐츠 사업 매출은 전분기대비 소폭 하락할 전망

자회사 상장 가시권 진입

- 올해 자회사 카카오뱅크, 카카오페이, 카카오페이지 상장할 예정
- 당사는 3 개 자회사의 기업가치를 카카오뱅크 12.2 조원, 카카오페이 10.3 조원, 카카오페이지 5.6 조원(카카오 M 합산시 7.2 조원)으로 산정, 1 월 5 일 장외주식 거래가 기준 카카오뱅크의 기업가치는 30 조원으로 자회사의 IPO 가시권 진입에 따른 기업가치 재평가 예상
- 3 개 자회사 상장 이후에도 카카오 모빌리티, 카카오재팬도 상장이 예상되어 3 개 자회사 상장으로 인한 카카오의 기업가치 디스카운트보다는 자회사 재평가에 따른 가치 상승에 더 무게가 실릴 것으로 판단

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 550,000 원으로 상향 조정

- 카카오에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가는 기존 47 만원에서 55 만원으로 상향 조정, 밸류에이션 기준 시점을 2020 년에서 2021 년으로 변경하고 카카오페이의 지분 가치를 상향 조정함에 따라 목표주가 상향
- 카카오페이는 송금 거래 대신 매출에 기여할 수 있는 결제 거래가 빠르게 증가하고 있고 올해 카카오페이증권을 통해 MTS 출시도 앞두고 있어 생활금융플랫폼으로서 가치는 더욱 향상될 전망

표6. 카카오 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	3,070	4,114	5,718	848	1,100	1,193	1,206	-1.1
YoY (%)	27.0	34.0	39.0	25.9	40.5	40.7	42.3	-1.6
QoQ (%)				8.2	15.5	8.4	9.6	-1.2
영업이익	207	438	791	79	120	132	144	-8.0
YoY (%)	183.4	112.1	80.6	1,751.8	103.4	66.2	80.7	-14.5
QoQ (%)				34.6	22.9	9.9	19.5	-9.6
이익률 (%)	6.7	10.7	13.8	9.4	10.9	11.1	11.9	-0.8
지배주주순이익	-298	481	706	-420	128	137	123	10.8
이익률 (%)	-9.7	11.7	12.4	-49.6	11.6	11.5	10.2	1.2

자료: 카카오, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표7. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	3,070	4,114	5,718	706	733	783	848	868	953	1,100	1,193
플랫폼	1,435	2,139	3,155	313	327	351	444	442	493	554	650
특비즈	650	1,113	1,799	127	139	162	222	225	248	284	356
포털비즈	524	479	483	126	137	126	134	117	117	121	124
신사업	261	547	874	60	51	62	88	101	127	149	171
콘텐츠	1,635	1,975	2,563	393	406	432	404	427	460	546	543
게임	397	478	616	94	98	99	106	97	107	150	123
뮤직	587	616	668	137	145	151	153	151	151	156	159
유료콘텐츠	297	542	909	75	82	92	49	97	119	148	178
IP 비즈니스/기타	354	339	370	87	82	90	95	82	83	92	82
영업이익	207	438	791	28	40	59	79	88	98	120	132
세전이익	-227	696	958	41	54	89	-410	127	204	180	185
지배주주순이익	-298	481	706	28	39	56	-420	77	140	128	137
성장률 (YoY %)											
매출액	27.0	34.0	39.0	27.2	24.5	30.7	25.9	22.9	30.0	40.5	40.7
플랫폼	38.0	49.1	47.5	34.8	30.2	38.6	46.5	41.1	50.7	58.0	46.4
특비즈	54.3	71.3	61.6	43.3	42.4	51.6	73.3	77.1	78.8	75.1	60.4
포털비즈	5.7	-8.6	0.8	3.9	6.7	9.1	3.4	-7.8	-14.2	-3.9	-8.0
신사업	112.8	109.5	59.6	171.6	103.0	105.3	94.7	68.1	148.8	139.0	94.0
콘텐츠	18.7	20.8	29.8	21.7	20.2	24.9	8.9	8.5	13.3	26.3	34.5
게임	-4.7	20.3	28.8	-10.9	-11.9	-0.4	5.6	3.0	9.2	51.9	16.4
뮤직	10.1	5.1	8.3	8.7	10.8	11.4	9.4	9.8	4.4	2.8	3.6
유료콘텐츠	36.1	82.5	67.6	70.6	60.3	52.0	-22.3	30.0	46.0	61.5	262.1
IP 비즈니스/기타	69.1	-4.4	9.4	83.7	81.8	78.7	42.8	-6.1	1.2	1.6	-13.4
영업이익	183.4	112.1	80.6	166.0	46.6	92.7	1,751.8	219.0	141.7	103.4	66.2
세전이익	적전	흑전	37.7	9.0	-6.1	84.2	적지	212.6	281.1	102.1	흑전
지배주주순이익	적전	흑전	46.7	98.6	111.1	234.9	적지	181.6	260.4	128.9	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	6.7	10.7	13.8	3.9	5.5	7.5	9.4	10.2	10.3	10.9	11.1
세전이익률	-7.4	16.9	16.8	5.7	7.3	11.3	-48.4	14.6	21.4	16.3	15.5
지배주주순이익률	-9.7	11.7	12.4	3.9	5.3	7.1	-49.6	8.9	14.7	11.6	11.5

자료: 카카오, 하이투자증권 리서치

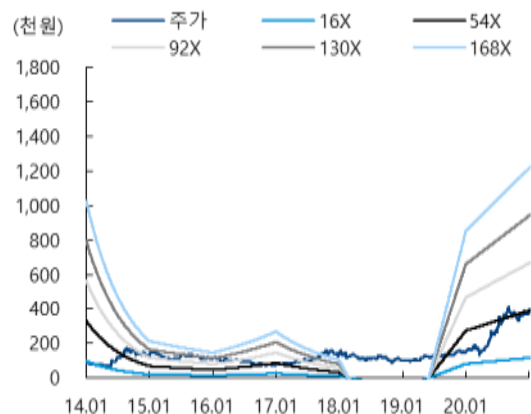
주: 연결기준

표8. 카카오 SOTP Valuation

단위: 십억원		비고
특비즈 사업 가치	19,205	12MF 순이익 4801억원, Target PER 40 배 적용
포털비즈 사업 가치	2,756	12MF 순이익 1,102억원, Target PER 25 배 적용
모빌리티 사업 지분 가치	1,155	TPG 투자금액 5천억원 기준 사업 가치 1.7조원 (지분율 69.3%)
카카오페이 사업 지분가치	6,287	12MF 송금 제외 거래액 18.4조원, 매출 전환율 4%, Target PSR 14 배 적용 (지분율 60.9%)
카카오게임즈 지분가치	914	카카오게임즈 시가총액 대비 30% 할인 (지분율 53.6%)
카카오페이지 사업 지분 가치	3,588	12MF 거래액 7936억원, 배수 7.1 배 적용 (지분율 63.7%)
카카오재팬 사업 지분 가치	4,567	12MF 거래액 6941억원, 배수 7.1 배 적용 (유효 지분율 92.7%)
음악사업 가치	2,382	12MF 순이익 1006억원, Target PER 31 배 적용
카카오뱅크	3,887	자본금 2조원, 자본금순이익률 50%, Target PER 12 배 적용 (지분율 31.78%)
카카오 M	1,273	앵커 PE 투자금액 2100억원 기준 사업 가치 1.6조원 (지분율 78.2%)
순차입금	-661	3Q20 별도기준
적정 기업가치	45,354	자기주식수 제외
발행주식수 (천주)	83,214	
목표주가 (원)	550,000	
현재 주가 (1월 8일, 원)	434,000	
상승 여력 (%)	26.7	

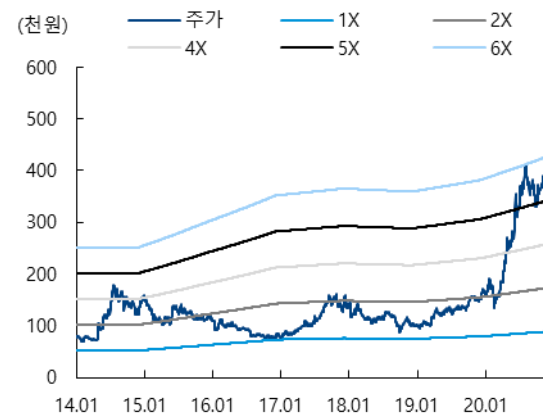
자료: 하이투자증권 리서치

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

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,830	3,502	4,147	4,793
현금 및 현금성자산	1,918	2,440	2,848	3,268
단기금융자산	279	307	338	371
매출채권	388	520	723	880
재고자산	49	66	92	112
비유동자산	5,908	6,145	6,417	6,729
유형자산	350	265	207	181
무형자산	3,548	3,475	3,411	3,353
자산총계	8,737	9,646	10,565	11,522
유동부채	2,134	2,503	2,709	2,748
매입채무	29	39	54	66
단기차입금	8	8	8	8
유동성장기부채	0	100	120	120
비유동부채	564	608	608	608
사채	40	45	45	45
장기차입금	7	7	7	7
부채총계	2,997	3,411	3,616	3,656
자배주주지분	5,225	5,693	6,384	7,255
자본금	43	44	44	44
자본잉여금	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	148	619	1,314	2,190
기타자본항목	7	7	7	7
비자배주주지분	515	543	565	612
자본총계	5,740	6,236	6,949	7,867

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,070	4,114	5,718	6,964
증가율(%)	27.0	34.0	39.0	21.8
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	3,070	4,114	5,718	6,964
판매비와관리비	2,863	3,676	4,927	5,842
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	207	438	791	1,122
증가율(%)	183.5	112.0	80.6	41.7
영업이익률(%)	6.7	10.7	13.8	16.1
이자수익	32	40	46	53
이자비용	13	15	15	15
지분법이익(손실)	-20	14	15	20
기타영업외손익	-448	161	66	70
세전계속사업이익	-234	696	958	1,262
법인세비용	108	186	230	328
세전계속이익률(%)	-7.6	16.9	16.8	18.1
당기순이익	-342	510	728	934
순이익률(%)	-11.1	12.4	12.7	13.4
지배주주귀속 순이익	-301	481	706	887
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	-346	505	724	929
지배주주귀속총포괄이익	-343	500	717	920

현금흐름표

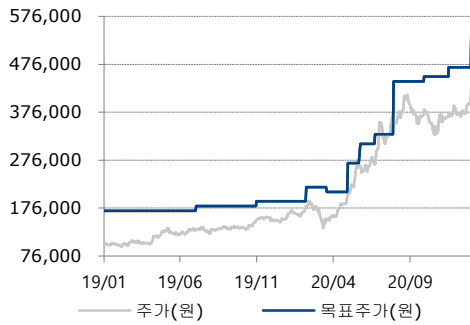
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	753	1,121	1,107	1,141
당기순이익	-342	510	728	934
유형자산감가상각비	139	155	108	76
무형자산상각비	80	73	65	57
지분법관련손실(이익)	-20	14	15	20
투자활동 현금흐름	-414	-615	-598	-601
유형자산의 처분(취득)	-106	-70	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-69	-	-	-
금융상품의 증감	674	-28	-31	-34
재무활동 현금흐름	322	220	133	113
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-102	5	-	-
자본의증감	300	1	-	-
배당금지급	-10	-10	-11	-11
현금및현금성자산의증감	671	726	642	653
기초현금및현금성자산	1,247	1,918	2,440	2,848
기말현금및현금성자산	1,918	2,440	2,848	3,268

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	-3,585	5,450	7,986	10,026
BPS	60,603	64,352	72,165	82,018
CFPS	-979	8,033	9,938	11,530
DPS	127	127	127	127
Valuation(배)				
PER		73.9	50.4	40.1
PBR	2.5	6.3	5.6	4.9
PCR	-156.8	50.1	40.5	34.9
EV/EBITDA	26.1	49.5	33.8	25.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.8	8.8	11.7	13.0
EBITDA 이익률	13.9	16.2	16.9	18.0
부채비율	52.2	54.7	52.0	46.5
순부채비율	-37.3	-41.5	-43.3	-44.0
매출채권회전율(x)	7.8	9.1	9.2	8.7
재고자산회전율(x)	72.0	71.1	72.2	68.2

자료 : 카카오, 하이투자증권 리서치본부

카카오
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-0.4%	12.3%
2020-08-06	Buy	440,000	1년	-14.3%	-6.4%
2020-10-06	Buy	450,000	1년	-20.7%	-15.4%
2020-11-24	Buy	470,000	1년	-19.5%	-14.4%
2021-01-11	Buy	550,000	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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.9%	8.1%	-

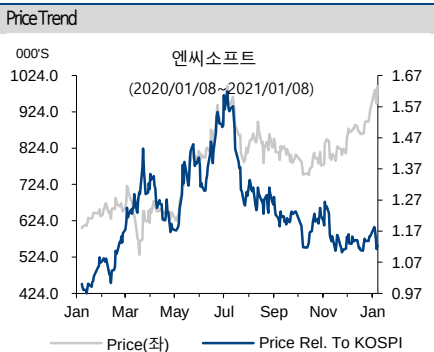
엔씨소프트 (036570)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,250,000 원(상향)
증가(2021/01/08)	995,000 원
상승여력	25.6 %

Stock Indicator	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,195만주
시가총액	21,844 십억원
외국인지분율	48.7%
52 주 주가	530,000~995,000 원
60 일평균거래량	104,073 주
60 일평균거래대금	88.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	32.5	5.3	64.7
상대수익률	-2.9	0.7	-40.7	18.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,701	2,401	3,117	3,637
영업이익(십억원)	479	809	1,196	1,529
순이익(십억원)	358	615	907	1,152
EPS(원)	16,320	28,012	41,319	52,455
BPS(원)	113,836	129,647	155,017	188,388
PER(배)	33.1	33.8	22.9	18.1
PBR(배)	4.8	7.3	6.1	5.0
ROE(%)	14.7	23.0	29.0	30.5
배당수익률(%)	1.0	0.9	1.3	1.7
EV/EBITDA(배)	19.5	21.8	14.8	11.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

신고가를 갱신할 신작

4Q20 Preview: 매출액 +2.3% YoY, 영업이익 -0.5% YoY 예상

- 엔씨소프트 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 5,460 억원(+2.3% YoY, -6.7% QoQ), 1,405 억원(-0.5% YoY, -35.5% QoQ)으로 영업이익은 시장 컨센서스 하회할 것으로 추정
- '리니지 M'은 전분기 3 주년 업데이트로 인한 매출 대폭 상승에 대한 기저 부담으로 4 분기 매출액은 전분기대비 25% 감소, '리니지 2M'은 1 주년 업데이트를 진행한 11 월 15 일 이전까지 매출 자연 감소 지속되어 4 분기 매출액은 전분기대비 5% 감소할 것으로 추정
- 전직원 특별 격려금 지급 및 야구단 NC 다이노스의 우승 보너스 지급으로 일회성 비용 발생할 것으로 영업이익은 부진할 전망

'블소 2' 출시와 '리니지 2M' 해외 출시 기대감 주가에 본격적으로 반영

- 모바일 MMORPG 신작 '블소 2'는 1 월부터 사전예약 시작할 것으로 예상
- '리니지 2M'은 1 분기 내에 대만과 일본 지역에 출시될 것으로 1 분기부터 '리니지 2M'의 매출은 플러스 성장으로 턴어라운드 가능
- '트릭스터 M' 또한 출시가 임박하여 신작과 해외 출시 기대감이 주가에 본격적으로 반영될 시점으로 판단

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 125 만원으로 상향 조정

- 엔씨소프트에 대한 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 기존 110 만원에서 125 만원으로 상향 조정
- 밸류에이션 기준 시점을 2020 년에서 2021 년으로 변경하고 과거 5 개년 상단 PER 평균인 29.3 배를 적용하여 목표주가 산정

표9. 엔씨소프트 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	1,701	2,401	3,117	534	585	546	547	-0.3
YoY(%)	-0.8	41.1	29.8	33.6	47.1	2.3	2.6	-0.3
QoQ(%)				34.2	8.7	-6.7	-6.4	-0.3
영업이익	479	809	1,196	141	218	140	177	-20.7
YoY(%)	-22.1	68.8	47.9	25.4	68.9	-0.5	25.5	-26.0
QoQ(%)				9.5	4.2	-35.5	-18.6	-16.9
이익률(%)	28.2	33.7	38.4	26.4	37.2	25.7	32.4	-6.6
당기순이익	306	615	907	54	153	109	129	-15.8
이익률(%)	18.0	25.6	29.1	10.1	26.1	19.9	23.6	-3.7

자료: 엔씨소프트, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표10. 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	1,701	2,401	3,117	359	411	398	534	731	539	585	546
PC 게임	456	454	491	94	121	125	117	113	104	121	117
Lineage1	174	176	187	21	50	52	51	45	34	50	47
Lineage2	94	104	102	22	21	23	28	26	26	26	26
Aion	46	37	45	12	12	13	8	10	8	8	11
Blade & Soul	84	74	69	23	21	21	18	20	20	17	17
Guildwar2	59	63	71	16	16	15	11	13	16	19	16
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	1,646	2,254	199	224	213	363	553	357	390	346
기타	49	59	97	8	15	16	10	12	15	16	16
로열티매출	198	241	274	57	52	44	44	53	62	59	67
영업이익	479	809	1,196	80	129	129	141	241	209	218	140
세전이익	496	831	1,226	98	147	153	98	256	216	212	147
당기순이익	306	615	907	75	117	60	54	195	158	153	109
성장률 (YoY %)											
매출액	-0.8	41.1	29.8	-24.5	-5.9	-1.5	33.6	103.8	31.1	47.1	2.3
PC 게임	-4.3	-0.4	8.1	-20.7	-0.7	1.1	3.1	20.5	-14.1	-3.2	0.0
Lineage1	16.3	1.3	5.9	-26.7	19.1	28.6	31.7	116.0	-31.6	-3.8	-7.9
Lineage2	46.5	11.5	-2.4	51.5	59.0	47.3	34.4	22.7	21.5	14.3	-7.1
Aion	-27.5	-18.8	20.2	-34.3	-20.7	-19.2	-36.3	-17.7	-33.9	-36.1	31.0
Blade & Soul	-29.9	-12.3	-6.6	-31.4	-31.1	-28.6	-28.0	-15.7	-6.2	-19.9	-6.2
Guildwar2	-26.8	7.3	13.0	-30.9	-20.0	-27.8	-27.8	-23.3	-1.5	24.3	41.2
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	64.8	37.0	-24.7	6.6	-1.5	62.9	178.3	59.6	82.6	-4.7
기타	12.0	22.1	63.8	3.3	16.9	25.3	-3.0	39.2	5.3	2.9	62.2
로열티매출	-29.9	22.2	13.6	-31.8	-44.2	-14.2	-17.0	-8.0	20.8	33.1	52.1
영업이익	-22.1	68.8	47.9	-61.0	-18.9	-7.3	25.4	203.6	61.5	68.9	-0.5
세전이익	-22.1	67.5	47.5	-50.0	-23.6	7.9	-8.2	160.2	47.1	38.5	50.3
당기순이익	-27.5	101.3	47.5	-37.3	-16.7	-36.6	-19.9	161.6	35.5	155.0	100.8
이익률 (%)											
영업이익률	28.2	33.7	38.4	22.2	31.5	32.4	26.4	33.0	38.8	37.2	25.7
세전이익률	29.2	34.6	39.3	27.4	35.8	38.5	18.3	35.0	40.2	36.3	26.9
당기순이익률	18.0	25.6	29.1	20.8	28.4	15.0	10.1	26.7	29.4	26.1	19.9

자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표11. 엔씨소프트 신작 라인업

플랫폼	게임명	출시 예정일
모바일	리니지 2M (해외) 블레이드앤소울 2 (국내)	1Q21
	트릭스터 M 아이온 2	2021
PC	프로젝트 TL	미정

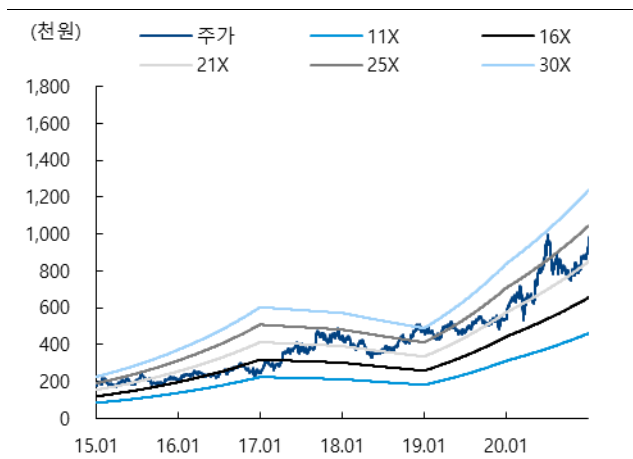
자료: 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치

표12. 엔씨소프트 목표주가 산정

	12MF	2021E	2022E	비고
EPS (원)	42,276	41,348	52,491	
PER (배)	22.5	22.9	18.1	
Target PER (배)			29.3	과거 5년간 상단 PER 평균
목표주가 (원)			1,250,000	
현재주가 (1월 8일, 원)			995,000	
상승여력 (%)			25.6	

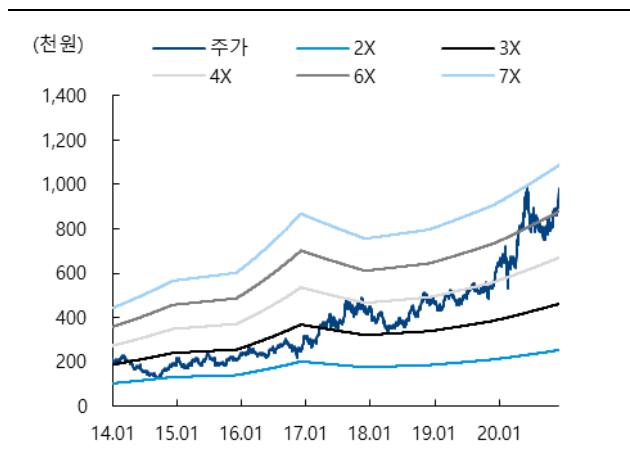
자료: 하이투자증권 리서치

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	1,863	2,610	3,352
현금 및 현금성자산	303	80	463	981
단기금융자산	1,469	1,542	1,851	2,036
매출채권	271	192	249	291
재고자산	2	3	4	4
비유동자산	1,259	1,845	1,667	1,669
유형자산	350	288	252	246
무형자산	50	48	47	46
자산총계	3,346	3,708	4,277	5,021
유동부채	450	464	476	488
매입채무	5	7	8	10
단기차입금	11	26	26	26
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	384	384	384	384
사채	-	-	-	-
장기차입금	249	249	249	249
부채총계	834	848	860	872
자배주주지분	2,499	2,846	3,403	4,136
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	436	436	436	436
이익잉여금	2,382	2,824	3,476	4,303
기타자본항목	-438	-438	-438	-438
비자배주주지분	13	13	13	13
자본총계	2,512	2,859	3,416	4,149

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,701	2,401	3,117	3,637
증가율(%)	-0.8	41.1	29.8	16.7
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	1,701	2,401	3,117	3,637
판매비와관리비	1,222	1,592	1,921	2,108
연구개발비	310	437	312	364
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	479	809	1,196	1,529
증가율(%)	-22.1	68.8	47.9	27.9
영업이익률(%)	28.2	33.7	38.4	42.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-19	-19	-19	-19
기타영업외손익	-2	7	1	-15
세전계속사업이익	496	831	1,226	1,556
법인세비용	137	216	319	405
세전계속이익률(%)	29.2	34.6	39.3	42.8
당기순이익	359	615	907	1,152
순이익률(%)	21.1	25.6	29.1	31.7
지배주주귀속 순이익	358	615	907	1,152
기타포괄이익	-95	-95	-95	-95
총포괄이익	264	520	812	1,057
지배주주귀속총포괄이익	262	515	804	1,046

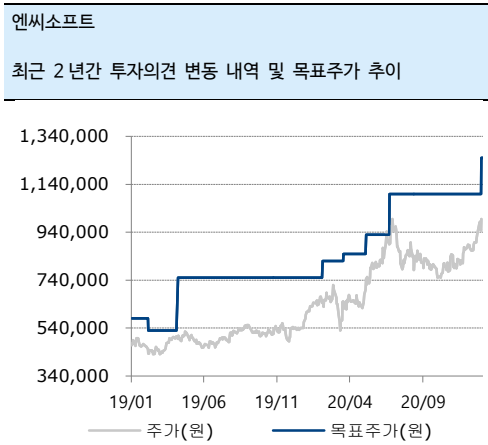
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	392	667	807	1,071
당기순이익	359	615	907	1,152
유형자산감가상각비	51	82	66	56
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-19	-19	-19	-19
투자활동 현금흐름	-234	-856	-301	-347
유형자산의 처분(취득)	-51	-20	-30	-50
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-284	-73	-308	-185
재무활동 현금흐름	-46	-119	-199	-282
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	99	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-125	-108	-173	-255
현금및현금성자산의증감	118	-223	383	518
기초현금및현금성자산	186	303	80	463
기말현금및현금성자산	303	80	463	981

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	16,320	28,012	41,319	52,455
BPS	113,836	129,647	155,017	188,388
CFPS	18,711	31,828	44,379	55,078
DPS	5,220	8,404	12,396	15,736
Valuation(배)				
PER	33.1	33.8	22.9	18.1
PBR	4.8	7.3	6.1	5.0
PCR	28.9	29.8	21.3	17.2
EV/EBITDA	19.5	21.8	14.8	11.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.7	23.0	29.0	30.5
EBITDA 이익률	31.2	37.2	40.5	43.6
부채비율	33.2	29.7	25.2	21.0
순부채비율	-60.2	-47.1	-59.6	-66.1
매출채권회전율(x)	7.6	10.4	14.1	13.5
재고자산회전율(x)	1,105.6	960.5	927.0	883.7

자료 : 엔씨소프트, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-23.5%	-9.5%
2021-01-11	Buy	1,250,000	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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	91.9%	8.1%	-

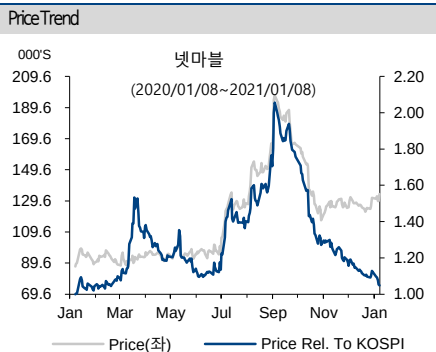
넷마블 (251270)

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	140,000 원(하향)
증가(2021/01/08)	134,000 원
상승여력	4.5 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,585만주
시가총액	11,503십억원
외국인지분율	22.7%
52 주 주가	87,000~197,500 원
60 일평균거래량	412,511 주
60 일평균거래대금	53.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	-15.2	7.6	53.5
상대수익률	-12.0	-47.0	-38.4	7.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	2,179	2,522	2,949	3,180
영업이익(십억원)	203	267	426	520
순이익(십억원)	156	282	356	433
EPS(원)	1,823	3,288	4,146	5,050
BPS(원)	51,919	56,884	62,768	69,555
PER(배)	49.5	39.4	31.2	25.6
PBR(배)	1.7	2.3	2.1	1.9
ROE(%)	3.5	6.0	6.9	7.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	17.6	23.0	16.5	13.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

신작이 끌어주는 힘 부족

4Q20 Preview: 매출액 +19.1% YoY, 영업이익 +45.7% YoY 예상

- 넷마블의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 6,612 억원(+19.1% YoY, +2.9% QoQ), 778 억원(+45.7% YoY, -11.0% QoQ)으로 시장 예상치 하회할 것으로 추정
- 4 분기 출시한 게임 신작은 '세븐나이츠 타임원더러(닌텐도 스위치)', '세븐나이츠 2', '마블렐름오브챔피언'으로 '세븐나이츠 2'의 4 분기 일평균매출액은 4 억원 수준으로 매출 성장에 기여했으나 전분기에 매출 비중이 가장 높았던 '일곱개의 대죄'의 매출이 전분기대비 21% 감소하며 전체 매출액은 전분기대비 소폭 증가에 그칠 전망

추가 신작 라인업 확인 필요

- 현재까지 확인된 넷마블의 2021 년 신작 라인업은 '제 2 의나라', '세븐나이츠 레볼루션', '마블퓨처 레볼루션' 3 종으로 주가 상승을 위해서는 추가적인 신작 라인업 공개 필요
- 글로벌 모바일 게임 시장 경쟁은 더욱 치열해지고 있고 넷마블의 신작은 출시 이후 매출이 빠르게 급감하고 있어 기존 작품만으로 기업가치 재평가는 제한적

투자의견 HOLD 유지, 목표주가 14 만원으로 하향 조정

- 넷마블에 대한 투자의견 HOLD 유지, 목표주가는 기존 167,000 원에서 140,000 원으로 하향 조정, 코웨이, 빅히트 등 최근 투자자산의 주가 하락 반영하여 목표주가 하향
- 2021 년 영업이익은 기저효과로 전년 대비 59.2% 증가하겠지만 여전히 높은 밸류에이션 부담 존재

표13. 넷마블 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	2,179	2,522	2,949	555	642	661	694	-4.7
YoY (%)	7.8	15.8	16.9	13.9	3.6	19.1	25.0	-5.9
QoQ (%)				-10.5	-6.3	2.9	8.1	-5.1
영업이익	205	267	426	53	87	78	89	-12.5
YoY (%)	18.0	15.0	15.0	40.5	3.6	45.7	66.6	-20.9
QoQ (%)				-36.7	7.0	-11.0	1.8	-12.8
이익률 (%)	9.4	10.6	14.4	9.6	13.6	11.8	12.8	-1.1
지배주주순이익	147	282	356	-10	84	69	65	6.4
이익률 (%)	6.7	11.2	12.1	-1.9	13.0	10.5	9.4	1.1

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표14. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	2,179	2,522	2,949	478	526	620	555	533	686	642	661
일곱개의 대죄	n/a	403	262	n/a	n/a	n/a	n/a	64	144	109	86
L2R(글로벌)	304	228	216	72	74	87	72	59	55	58	57
MCOC	332	361	396	72	79	87	94	75	89	96	101
쿠키잼	124	106	94	33	32	31	28	27	27	26	27
B&S 레볼루션	205	200	212	76	53	37	39	43	62	51	45
기타	1,214	1,222	1,769	224	289	378	322	266	309	302	346
판관비	1,974	2,255	2,523	444	493	536	502	513	604	555	583
영업이익	205	267	426	34	33	84	53	20	82	87	78
세전이익	218	356	518	59	39	111	10	54	85	116	101
지배주주순이익	147	282	356	39	39	79	-10	54	75	84	69
성장률 (YoY %)											
매출액	7.8	15.8	16.9	-5.9	5.1	17.9	13.9	11.6	30.3	3.6	19.1
일곱개의 대죄	n/a	n/a	-35.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
L2R(글로벌)	-43.8	-25.0	-5.3	-59.7	-47.5	-28.3	-29.5	-18.2	-25.5	-33.4	-21.3
MCOC	4.4	8.9	9.6	-11.8	5.1	17.9	7.6	4.1	12.9	11.0	7.2
쿠키잼	-9.2	-14.0	-11.6	-5.9	-9.9	-1.8	-18.6	-20.3	-13.1	-17.1	-3.7
B&S 레볼루션	601.7	-2.3	5.9	n/a	n/a	n/a	32.9	-44.2	17.3	38.2	15.1
기타	21.7	0.7	44.7	5.3	15.6	26.1	37.7	18.7	6.6	-20.2	7.4
판관비	10.9	14.2	11.9	2.4	12.4	16.7	11.7	15.5	22.5	3.6	16.3
영업이익	-15.2	30.5	59.2	-54.3	-46.6	25.4	40.5	-39.8	146.1	3.6	45.7
세전이익	-24.8	62.8	45.6	-44.2	-55.1	54.5	-63.5	-7.7	114.7	4.6	961.2
지배주주순이익	-22.6	92.3	26.1	-46.7	-33.5	79.2	적전	36.8	95.6	5.7	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	9.4	10.6	14.4	7.1	6.3	13.6	9.6	3.8	11.9	13.6	11.8
세전이익률	10.0	14.1	17.6	12.3	7.5	17.9	1.7	10.2	12.3	18.1	15.2
지배주주순이익률	6.7	11.2	12.1	8.2	7.3	12.8	-1.9	10.1	11.0	13.0	10.5

자료: 넷마블, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표15. 넷마블의 2021 년 신작 라인업

게임명	장르	출시(예정)일
블소 레볼루션 (글로벌)	MMORPG	1Q21
제 2 의 나라 (국내, 일본, 대만)	MMORPG	1H21
세븐나이츠 레볼루션(한국, 일본)	MMORPG	1H21
마블 퓨처 레볼루션	MMORPG	2021

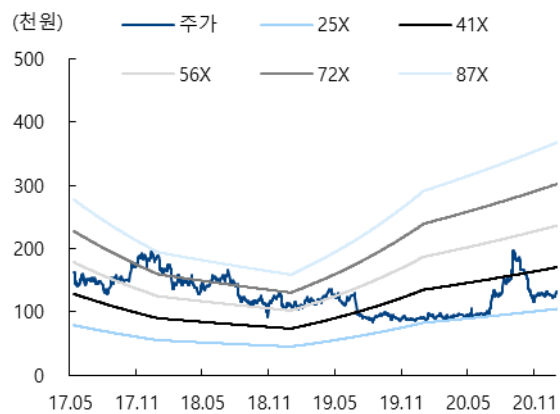
자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치

표16. 넷마블의 목표주가 산정

단위: 십억원		비고
영업 가치	7,924.6	Global peer 평균 EV/EBITDA 적용
12MF EBITDA	554	
Target EV/EBITDA (배)	14.3	
엔씨소프트 지분가치	1,501.8	엔씨소프트 적정가치 24 조원 x 지분율 8.9%
엔씨소프트 적정가치	24,133	
엔씨소프트 지분율 (%)	8.89	
빅히트 지분가치	779.0	30% 할인 적용
빅히트엔터테인먼트 시가총액	5,646	
빅히트엔터테인먼트 지분율 (%)	19.7	
코웨이 지분가치	938.0	30% 할인 적용
코웨이 시가총액	5,343	
코웨이 지분율 (%)	25.1	
카카오게임즈 지분가치	101.2	카카오게임즈 적정가치 3.4 조원 x 지분율 4.2%
카카오게임즈 시가총액	3,410	
카카오게임즈 지분율 (%)	4.2	
카카오뱅크 지분가치	481.9	카카오뱅크 적정가치 12.2 조원 x 지분율 3.9%
카카오뱅크 적정가치	12,230	
카카오은행 지분율 (%)	3.9	
기타 투자자산	11.9	3Q20 별도 기준
순차입금	418.5	
목표 시가총액	11,319.8	
자사주 제외한 수정주식수 기준 (천주)	81,721	
목표주가 (원)	140,000	
현재 주가 (1 월 8 일, 원)	134,000	
상승 여력 (%)	4.5	

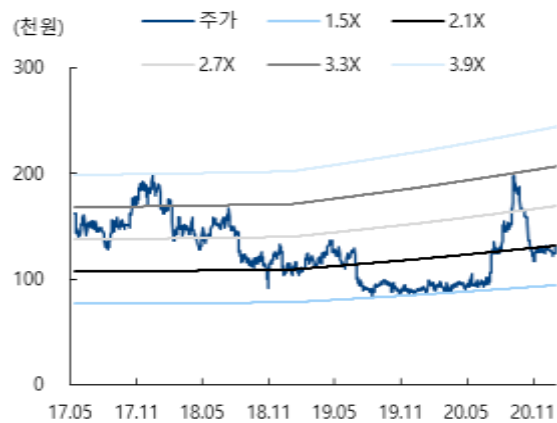
자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치

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	2,691	2,967	3,475
현금 및 현금성자산	1,575	1,597	1,750	2,142
단기금융자산	751	826	909	1,000
매출채권	162	188	220	237
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	6,305	6,891	7,555
유동부채	665	692	726	759
매입채무	53	61	71	77
단기차입금	16	16	16	16
유동성장기부채	16	16	16	16
비유동부채	493	503	513	513
사채	-	-	-	-
장기차입금	201	211	221	221
부채총계	1,158	1,195	1,239	1,272
자배주주지분	4,452	4,883	5,388	5,971
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,881	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	914	1,197	1,553	1,986
기타자본항목	-874	-874	-874	-874
비자배주주지분	197	226	264	312
자본총계	4,648	5,109	5,652	6,283

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,179	2,522	2,949	3,180
증가율(%)	7.8	15.8	16.9	7.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,179	2,522	2,949	3,180
판매비와관리비	1,976	2,255	2,523	2,660
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	46	51	60
기타영업비용	-	9	9	9
영업이익	203	267	426	520
증가율(%)	-16.1	31.9	59.2	22.2
영업이익률(%)	9.3	10.6	14.4	16.4
이자수익	44	46	51	60
이자비용	9	9	9	9
지분법이익(손실)	13	13	13	13
기타영업외손익	-34	60	60	72
세전계속사업이익	218	356	518	634
법인세비용	49	44	124	152
세전계속이익률(%)	10.0	14.1	17.6	19.9
당기순이익	170	312	393	482
순이익률(%)	7.8	12.4	13.3	15.1
지배주주귀속 순이익	156	282	356	433
기타포괄이익	149	149	149	149
총포괄이익	319	461	542	631
지배주주귀속총포괄이익	316	456	537	625

현금흐름표

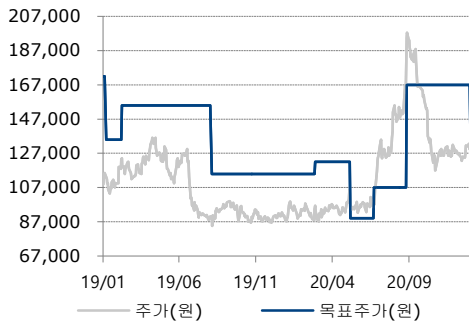
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	381	410	471	558
당기순이익	170	312	393	482
유형자산감가상각비	36	38	45	48
무형자산상각비	82	84	57	39
지분법관련손실(이익)	13	13	13	13
투자활동 현금흐름	-247	-475	-383	-521
유형자산의 처분(취득)	-80	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-25	-	-	-100
금융상품의 증감	8	-75	-83	-91
재무활동 현금흐름	-107	27	27	17
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	0	-	-	-
현금및현금성자산의증감	26	23	153	392
기초현금및현금성자산	1,549	1,575	1,597	1,750
기말현금및현금성자산	1,575	1,597	1,750	2,142

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	1,823	3,288	4,146	5,050
BPS	51,919	56,884	62,768	69,555
CFPS	3,204	4,707	5,341	6,067
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	49.5	39.4	31.2	25.6
PBR	1.7	2.3	2.1	1.9
PCR	28.2	27.5	24.2	21.3
EV/EBITDA	17.6	23.0	16.5	13.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.5	6.0	6.9	7.6
EBITDA 이익률	14.7	15.4	17.9	19.1
부채비율	24.9	23.4	21.9	20.2
순부채비율	-45.0	-42.7	-42.6	-46.0
매출채권회전율(x)	11.9	14.4	14.5	13.9
재고자산회전율(x)	516.9	456.2	458.3	441.2

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

넷마블
최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	27.4%	61.7%
2020-09-03	Hold	167,000	1년	-15.2%	18.3%
2021-01-11	Hold	140,000	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) 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-

펄어비스 (263750)

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	400,000 원(상향)
증가(2021/01/08)	260,000 원
상승여력	53.8 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,308만주
시가총액	3,401 십억원
외국인지분율	23.5%
52 주 주가	157,600~280,000 원
60 일평균거래량	57,107 주
60 일평균거래대금	130 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.7	20.4	19.6	42.1
상대수익률	-0.3	7.0	-9.4	-12.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	536	502	568	774
영업이익(십억원)	151	178	185	301
순이익(십억원)	158	130	150	239
EPS(원)	12,120	9,906	11,481	18,280
BPS(원)	45,229	55,562	67,665	86,567
PER(배)	15.4	25.6	22.1	13.9
PBR(배)	4.1	4.6	3.8	2.9
ROE(%)	31.6	19.7	18.6	23.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	13.0	15.0	13.8	8.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

멀티플 상승 근거 마련

4Q20 Preview: 매출액 -2.4% YoY, 영업이익 +41.1% YoY 예상

- 펄어비스 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,193 억원(-2.4% YoY, +0.8% QoQ), 402 억원(+41.1% YoY, -0.8% QoQ)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정
- '검은사막' PC 와 콘솔 매출은 전분기와 유사하겠지만 매출 비중이 가장 높은 모바일은 국내 매출 순위가 20~30 위권에서 30~40 위권으로 하락하여 매출이 하락할 전망
- 전체 매출은 전분기와 유사한 반면 4 분기에는 신작 '붉은사막' TGA(The Game Awards) 행사 참여 관련 마케팅비 증가로 영업이익은 전분기대비 소폭 감소할 전망

신작 '붉은사막' 공개로 투자심리 개선

- '검은사막' IP 의 의존도가 높은 수익 구조에서 모바일 매출 하락 지속으로 박스권에 갇혀있었던 주가는 지난달 신작 '붉은사막'의 플레이 영상 공개로 주가 상승 근거 마련
- '붉은사막'은 기존 MMORPG 와 달리 싱글플레이와 멀티플레이를 모두 지원하며 자체 엔진 성능과 게임의 그래픽, 액션, 스토리에 대해 호평이 이어지고 있어 투자심리에 긍정적인 영향을 끼침

투자의견 BUY 상향, 목표주가 40 만원으로 상향 조정

- '붉은사막'의 실적 반영과 멀티플 상향 조정으로 목표주가를 기존 215,000 원에서 400,000 원으로 대폭 상향 조정
- 신작 '붉은사막'에 기대감 반영을 감안하여 '붉은사막'이 출시되는 시점인 4Q20 을 기점으로 잡고 12MF EPS 16,653 원에 Target PER 24 배를 적용하여 목표주가 산정
- '붉은사막' 수익이 온기 반영되는 2022 년 실적은 퀀텀점프할 것이며 단일 IP 의 높은 의존도로 인한 멀티플 디스카운트 또한 해소될 전망

표17. 펠어비스 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	532.5	502.4	568.0	122.2	118.3	119.3	122.5	-2.6
YoY (%)	31.6	-5.7	13.1	22.7	-11.7	-2.4	0.2	-2.6
QoQ (%)				-8.8	-10.2	0.8	3.5	-2.7
영업이익	144.0	177.5	184.5	28.5	40.5	40.2	41.3	-2.5
YoY (%)	-14.4	23.3	3.9	46.9	-11.1	41.1	44.6	-3.6
QoQ (%)				-37.4	-19.8	-0.8	1.8	-2.5
이익률 (%)	27.0	35.3	32.5	23.3	34.3	33.7	33.7	0.0
당기순이익	157.7	129.6	150.2	48.1	27.8	29.8	31.4	-4.9
이익률 (%)	29.6	25.8	26.4	39.4	23.5	25.0	25.6	-0.6

자료: 펠어비스, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표18. 펠어비스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	532.5	502.4	568.0	132.6	143.7	134.0	122.2	133.2	131.7	118.3	119.3
검은사막 PC	110.5	139.7	210.5	26.6	25.3	26.9	31.6	32.3	39.0	33.1	35.3
새도우 아레나	n/a	0.1	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
CCP 게임즈	56.4	76.2	89.2	14.5	14.9	14.6	12.4	14.3	18.9	21.3	21.7
검은사막 모바일	326.0	227.5	186.6	87.5	94.8	76.4	67.2	71.9	56.6	52.1	46.9
검은사막 콘솔	39.7	58.9	49.7	4.0	8.6	16.1	11.0	14.7	17.1	11.8	15.3
영업이익	144.0	177.5	184.5	18.2	51.7	45.6	28.5	46.2	50.6	40.5	40.2
세전이익	181.3	179.9	192.5	20.1	59.2	45.7	56.3	58.4	49.6	34.7	37.2
당기순이익	157.7	129.6	150.2	14.1	51.6	43.8	48.1	48.3	23.6	27.8	29.8
성장률 (YoY %)											
매출액	31.6	-5.7	13.1	75.7	27.5	14.5	22.7	0.4	-8.4	-11.7	-2.4
검은사막 PC	-4.9	26.4	50.7	-21.7	-15.3	-1.3	26.1	21.4	54.0	22.8	11.6
새도우 아레나	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CCP 게임즈	340.6	35.2	17.0	n/a	n/a	n/a	-3.1	-1.4	26.8	45.9	75.2
검은사막 모바일	18.2	-30.2	-18.0	110.8	14.5	-14.8	8.8	-17.8	-40.3	-31.9	-30.2
검은사막 콘솔	n/a	48.5	-15.6	n/a	n/a	n/a	n/a	268.2	98.5	-26.4	39.3
영업이익	-14.4	23.3	3.9	-45.9	-5.7	-24.4	46.9	154.5	-2.2	-11.1	41.1
세전이익	4.1	-0.8	7.0	-41.4	-3.0	-22.1	179.4	190.8	-16.2	-24.2	-33.9
당기순이익	7.7	-17.8	15.9	-49.2	-1.1	-15.2	226.3	241.6	-54.2	-36.6	-38.0
성장률 (QoQ %)											
매출액				33.2	8.3	-6.8	-8.8	9.0	-1.1	-10.2	0.8
검은사막 PC				6.3	-4.8	6.3	17.3	2.3	20.7	-15.2	6.6
새도우 아레나				n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	206.7	n/a
CCP 게임즈				13.3	2.8	-2.0	-15.1	15.3	32.2	12.7	2.0
검은사막 모바일				41.8	8.3	-19.5	-12.0	7.0	-21.3	-8.1	-9.9
검은사막 콘솔				n/a	116.7	86.5	-31.6	33.2	16.8	-30.9	29.5
영업이익				-6.5	184.7	-11.8	-37.4	62.0	9.4	-19.8	-0.8
세전이익				-0.3	194.7	-22.8	23.2	3.8	-15.1	-30.1	7.4
당기순이익				-4.0	264.5	-15.0	9.7	0.5	-51.1	17.5	7.4
이익률 (%)											
영업이익률	27.0	35.3	32.5	13.7	36.0	34.0	23.3	34.7	38.4	34.3	33.7
세전이익률	34.0	35.8	33.9	15.1	41.2	34.1	46.1	43.9	37.7	29.3	31.2
당기순이익률	29.6	25.8	26.4	10.7	35.9	32.7	39.4	36.3	17.9	23.5	25.0

자료: 펠어비스, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표19. 펠어비스 신작 라인업

플랫폼	게임명	출시 예정일
PC/콘솔 멀티	붉은사막	4Q21
	도깨비	2022 년
	플랜 8	2023 년

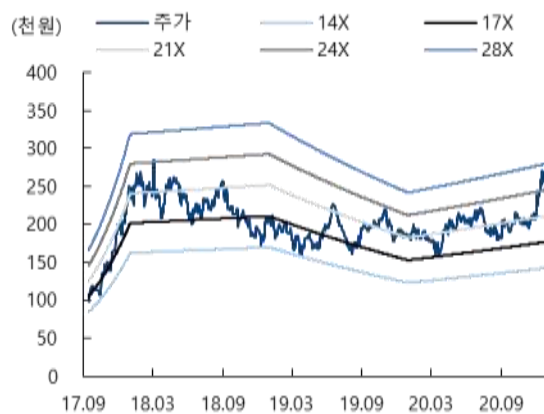
자료: 펠어비스, 하이투자증권 리서치

표20. 펠어비스 목표주가 산정

	12MF	2021E	2022E	비고
EPS (원)	16,653	11,531	18,360	
PER (배)		22.1	13.9	
Target PER (배)			24	과거 3 개년 상단 PER 평균
목표주가 (원)			400,000	
현재주가 (원)			260,000	
상승여력 (%)			53.8	

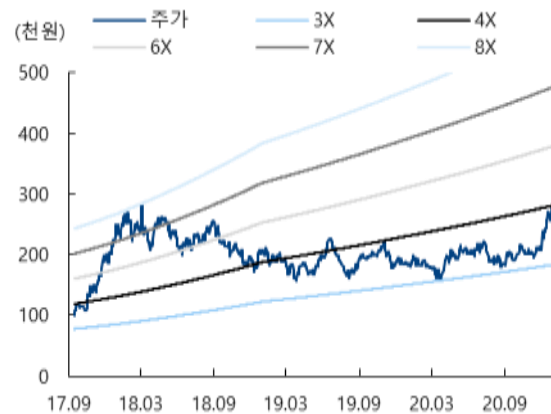
자료: 하이투자증권 리서치

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	511	620	800
현금 및 현금성자산	176	221	299	428
단기금융자산	195	214	235	259
매출채권	69	65	73	100
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	417	499	553	626
유형자산	78	68	56	48
무형자산	293	385	451	532
자산총계	867	1,010	1,173	1,426
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	727	885	1,132
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	200	200	200	200
이익잉여금	389	519	669	908
기타자본항목	-12	-12	-12	-12
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	589	727	885	1,132

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	536	502	568	774
증가율(%)	32.4	-6.3	13.1	36.3
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	536	502	568	774
판매비와관리비	385	325	383	474
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	151	178	185	301
증가율(%)	-10.4	17.9	3.9	62.9
영업이익률(%)	28.1	35.3	32.5	38.8
이자수익	6	7	8	11
이자비용	6	6	6	6
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-32	-27	-28
세전계속사업이익	181	180	193	311
법인세비용	24	50	42	71
세전계속이익률(%)	33.8	35.8	33.9	40.1
당기순이익	158	130	150	239
순이익률(%)	29.4	25.8	26.4	30.9
지배주주귀속 순이익	158	130	150	239
기타포괄이익	8	8	8	8
총포괄이익	166	138	158	247
지배주주귀속총포괄이익	164	136	157	245

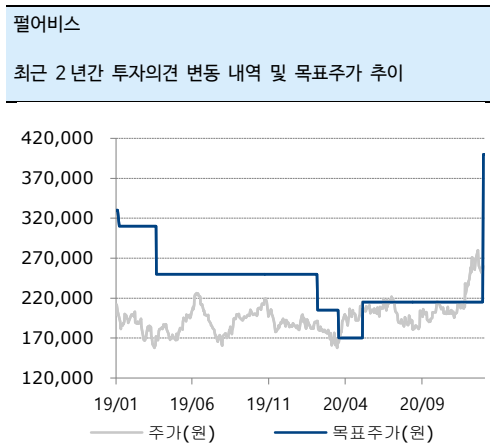
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	168	135	146	218
당기순이익	158	130	150	239
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	44	79	128
기초현금및현금성자산	229	176	221	299
기말현금및현금성자산	176	221	299	428

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	12,120	9,906	11,481	18,280
BPS	45,229	55,562	67,665	86,567
CFPS	13,456	11,680	13,485	20,339
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	15.4	25.6	22.1	13.9
PBR	4.1	4.6	3.8	2.9
PCR	13.9	21.7	18.8	12.5
EV/EBITDA	13.0	15.0	13.8	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	31.6	19.7	18.6	23.7
EBITDA 이익률	31.3	40.0	37.1	42.3
부채비율	47.3	38.9	32.6	26.0
순부채비율	-43.0	-43.6	-47.1	-50.2
매출채권회전율(x)	9.0	7.5	8.3	9.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 펄어비스, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-2.6%	30.2%
2021-01-11	Buy	400,000	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) 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-

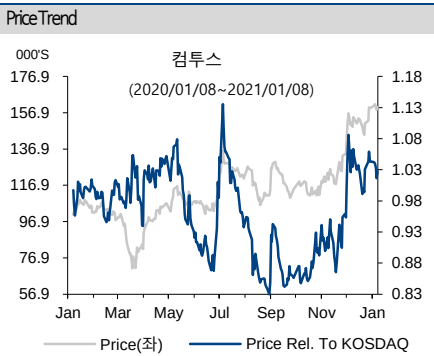
컴투스 (078340)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000 원(상향)
증가(2021/01/08)	160,000 원
상승여력	18.8 %

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,287만주
시가총액	2,059십억원
외국인지분율	29.4%
52 주 주가	71,100~161,600 원
60 일평균거래량	158,482 주
60 일평균거래대금	22.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	37.2	24.2	58.7
상대수익률	-3.5	23.9	-4.7	4.6



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	469	513	685	794
영업이익(십억원)	126	122	184	231
순이익(십억원)	112	101	155	190
EPS(원)	8,693	7,862	12,049	14,804
BPS(원)	71,478	77,962	88,633	102,058
PER(배)	12.4	20.2	13.2	10.7
PBR(배)	1.5	2.0	1.8	1.6
ROE(%)	12.7	10.5	14.5	15.5
배당수익률(%)	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	5.2	8.1	6.6	4.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

신작 슈퍼 사이클

4Q20 Preview: 매출액 +14.8% YoY, 영업이익 +4.4% YoY 예상

- 컴투스의 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,393 억원(+14.8% YoY, +8.6% QoQ), 337 억원(+4.4% YoY, +27.9% QoQ)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정
- '서머너즈워'의 4 분기 매출액은 지난 10 월 콜라보 패키지 판매, 11 월 SWC 패키지 판매, 12 월 연말 패키지 판매로 전분기대비 매출 상승할 것으로 예상
- 콜라보 이벤트 진행으로 로열티 비용은 증가하겠지만 전분기 콜라보 이벤트를 위한 TV 광고 집행에 따른 기저효과로 마케팅비는 감소할 것으로 전분기대비 영업이익 반등폭은 매출 반등폭보다 클 전망

신작 '서머너즈워:백년전쟁' 사전 예약 임박

- '서머너즈워' IP 기반의 신작 '백년전쟁'은 1 월 중순부터 사전 예약을 시작하여 1 분기 내에 출시될 예정
- 신작 출시 직전후 차익 실현 물량에 주가가 급락하는 모습을 보일 수 있으나 '백년전쟁' 이후 또 하나의 '서머너즈워' IP 신작 '크로니클'이 올해 하반기에 출시될 예정으로 실적과 주가 모두 단계적 상승 가능

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 190,000 원으로 상향 조정

- 컴투스에 대한 투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 160,000 원에서 190,000 원으로 상향 조정
- 12MF EPS 12,284 원에서 Target PER 15.5 배 적용하여 목표주가 산정, Target PER은 과거 5 개년 평균 PER을 적용
- 당사는 '백년전쟁'의 일평균 매출액은 3 억원으로 가정, '크로니클'은 MMORPG 장르를 고려하여 8 억원으로 가정

표21. 컴투스 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	469.4	513.3	685.3	121.3	128.2	139.3	141.9	-1.9
YoY(%)	-2.6	9.4	33.5	-2.0	10.4	14.8	17.0	-2.2
QoQ(%)				4.4	-13.1	8.6	1.9	6.7
영업이익	126.2	121.7	183.9	32.2	26.3	33.7	33.3	1.2
YoY(%)	-13.9	-3.6	51.1	-1.4	-16.1	4.4	3.2	1.2
QoQ(%)				2.7	-30.9	27.9	-1.2	29.0
이익률(%)	26.9	23.7	26.8	26.6	20.5	24.2	23.5	0.7
당기순이익	109.6	99.1	151.9	8.8	18.5	22.1	27.8	-20.5
이익률(%)	23.3	19.3	22.2	7.3	14.5	15.9	19.6	-3.7

자료: 컴투스, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표22. 컴투스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	469.4	513.3	685.3	107.7	124.2	116.2	121.3	98.3	147.5	128.2	139.3
서머너즈워(국내)	17.0	16.3	15.7	3.8	4.2	4.4	4.6	3.6	4.4	4.0	4.4
서머너즈워(해외)	323.6	379.4	399.1	74.2	86.2	78.5	84.8	67.1	107.3	97.6	107.4
원더택틱스	8.1	5.3	4.0	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
스카이랜더스	3.8	2.7	8.8	0.5	1.2	1.3	0.8	0.5	0.5	0.4	1.3
서머너즈워: 백년전쟁	n/a	n/a	90.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	116.9	107.7	166.9	26.9	30.4	30.1	29.4	25.6	30.7	26.4	25.1
영업이익	126.2	121.7	183.9	30.2	32.4	31.4	32.2	23.6	38.1	26.3	33.7
세전이익	148.1	136.4	203.9	39.7	43.6	41.0	23.8	40.7	41.1	25.0	29.7
당기순이익	109.6	99.1	151.9	30.5	39.7	30.7	8.8	28.4	30.1	18.5	22.1
성장률 (YoY %)											
매출액	-2.6	9.4	33.5	-5.5	0.1	-3.0	-2.0	-8.7	18.8	10.4	14.8
서머너즈워(국내)	-2.5	-4.1	-4.1	-3.7	-6.7	0.1	0.1	-4.7	2.8	-9.3	-5.0
서머너즈워(해외)	-6.8	17.2	5.2	-12.3	-2.5	-7.6	-5.0	-9.6	24.4	24.4	26.7
원더택틱스	-32.8	-34.2	-24.8	-28.6	-34.4	-34.4	-34.4	-33.7	-34.4	-34.4	-34.4
스카이랜더스	n/a	-28.9	225.2	n/a	n/a	n/a	n/a	7.7	-62.5	-66.5	62.5
서머너즈워 MMO	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	11.3	-7.8	55.0	21.4	8.9	9.3	7.4	-5.1	1.1	-12.5	-14.8
영업이익	-13.9	-3.6	51.1	-23.4	-11.1	-17.3	-1.4	-21.8	17.8	-16.1	4.4
세전이익	-13.4	-7.9	49.5	-20.4	-5.1	3.1	-32.5	2.4	-5.9	-39.1	24.9
당기순이익	-13.8	-9.6	53.3	-16.9	12.8	3.0	-65.5	-6.8	-24.2	-39.5	151.4
이익률 (%)											
영업이익률	26.9	23.7	26.8	28.0	26.1	27.0	26.6	24.0	25.8	20.5	24.2
세전이익률	31.6	26.6	29.8	36.8	35.1	35.3	19.6	41.4	27.8	19.5	21.3
순이익률	23.3	19.3	22.2	28.3	32.0	26.4	7.3	28.9	20.4	14.5	15.9

자료: 컴투스, 하이투자증권 리서치

주 1: 연결기준

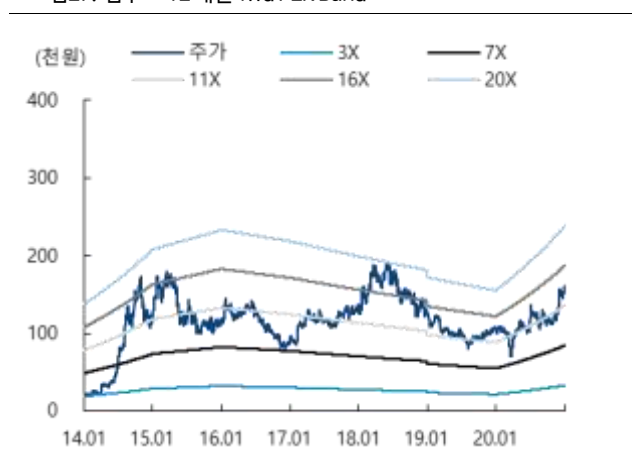
주 2: 게임별 매출액은 당사 추정치

표23. 컴투스 목표주가 산정

	12MF	2021E	2022E	비고
EPS (원)	12,284	12,043	14,926	
Target PER (배)			15.5	과거 5개년 평균 PER
목표주가 (원)			190,000	
현재주가 (1월 8일, 원)			160,000	
상승여력 (%)			18.8	

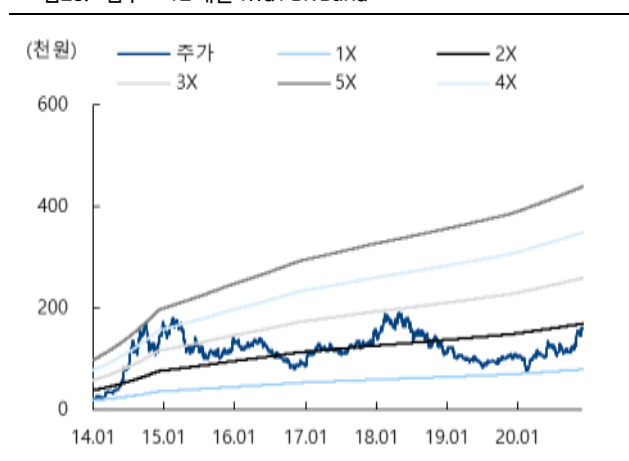
자료: 하이투자증권 리서치

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	875	996	1,177
현금 및 현금성자산	36	139	238	405
단기금융자산	665	666	666	667
매출채권	56	62	82	95
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	239	208	218	203
유형자산	15	-7	8	-3
무형자산	20	14	13	13
자산총계	1,005	1,083	1,214	1,380
유동부채	71	67	64	61
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	9	9	9	9
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	80	76	73	70
자배주주지분	920	1,003	1,140	1,313
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	208	208	208	208
이익잉여금	770	854	992	1,166
기타자본항목	-63	-63	-63	-63
비자배주주지분	6	4	1	-3
자본총계	925	1,007	1,141	1,310

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	469	513	685	794
증가율(%)	-2.6	9.4	33.5	15.9
매출원가	69	69	69	69
매출총이익	400	444	616	725
판매비와관리비	274	323	433	495
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	126	122	184	231
증가율(%)	-14.1	-3.4	51.1	25.4
영업이익률(%)	26.8	23.7	26.8	29.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-3	-3	-3	-3
기타영업외손익	4	-6	-4	-8
세전계속사업이익	148	136	204	251
법인세비용	38	37	52	64
세전계속이익률(%)	31.5	26.6	29.8	31.5
당기순이익	110	99	152	187
순이익률(%)	23.4	19.3	22.2	23.5
지배주주귀속 순이익	112	101	155	190
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	109	98	151	186
지배주주귀속총포괄이익	108	97	150	184

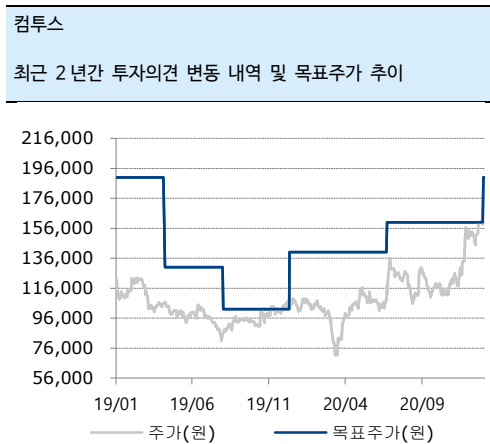
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	130	85	80	148
당기순이익	110	99	152	187
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	104	99	167
기초현금및현금성자산	33	36	139	238
기말현금및현금성자산	36	139	238	405

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	8,693	7,862	12,049	14,804
BPS	71,478	77,962	88,633	102,058
CFPS	9,216	10,278	11,152	15,890
DPS	1,400	1,400	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	12.4	20.2	13.2	10.7
PBR	1.5	2.0	1.8	1.6
PCR	11.7	15.4	14.2	10.0
EV/EBITDA	5.2	8.1	6.6	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.7	10.5	14.5	15.5
EBITDA 이익률	28.3	29.8	25.2	30.8
부채비율	8.6	7.6	6.4	5.4
순부채비율	-75.7	-79.9	-79.3	-81.8
매출채권회전율(x)	7.5	8.7	9.5	9.0
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 컴투스, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-21.0%	1.0%
2021-01-11	Buy	190,000	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) 종목투자 의견은 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	91.9%	8.1%	-

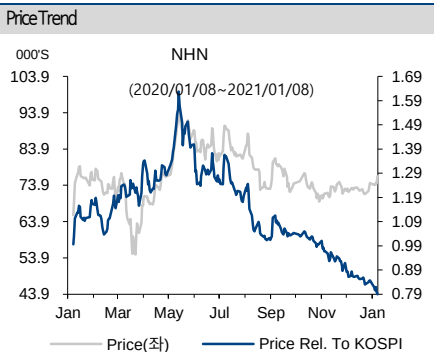
NHN (181710)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	120,000 원(유지)
증가(2021/01/08)	76,400 원
상승여력	57.1 %

Stock Indicator	
자본금	10 십억원
발행주식수	1,957만주
시가총액	1,495 십억원
외국인지분율	11.4%
52 주 주가	54,900~95,900 원
60 일평균거래량	83,350 주
60 일평균거래대금	6.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.4	1.2	-15.4	16.3
상대수익률	-12.3	-30.6	-61.4	-30.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,489	1,663	1,948	2,237
영업이익(십억원)	87	112	159	192
순이익(십억원)	12	73	101	122
EPS(원)	631	3,738	5,187	6,212
BPS(원)	80,696	84,847	90,448	97,073
PER(배)	103.7	19.9	14.3	12.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	0.8	4.5	5.9	6.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	4.4	3.3	2.3	1.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

비게임 영역으로 중심축 이동

4Q20 Preview: 매출액 +11.0% YoY, 영업이익 +66.6% YoY 예상

- NHN의 4분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,439 억원(+11.0% YoY, +5.8% QoQ), 293 억원(+66.6% YoY, +6.6% QoQ)으로 시장 예상치를 하회할 것으로 추정
- 4 분기에 출시한 게임 신작 '츠무츠무 스타디움', '크리티컬 오피스', '용비불패 M', 'AIMS' 모두 흥행 성적 저조하여 매출 기여 제한적
- 결제/광고 매출은 코로나 19 재확산에 따른 오프라인 결제 위축, 커머스는 중국 광군제 특수효과가 3 분기에 선반영된 부분이 있어서 결제와 커머스 사업의 4분기 매출액 성장률은 전분기대비 둔화될 전망
- 게임 신작의 성과는 저조하나 관련 마케팅비는 집행되어 영업이익은 당초 예상치보다 낮을 전망

커머스와 기술 사업의 매출 고성장에 주목

- 커머스 자회사 NHN 고도와 NHN 에이컴메이트의 지난해 연간 거래액은 전년 대비 50% 증가한 3 조원 돌파, 중국시장에서 이커머스 사업을 전개하고 있는 NHN 에이컴메이트는 코로나 19 로 인해 홍삼 등 국내 건강기능식품의 수요 증가 수혜를 보고 있으며 라이브 커머스를 적극 확대하고 있는 추세
- 쇼핑몰 솔루션 업체인 NHN 고도의 성장 요인 중 하나는 클라우드 기술 도입으로 NHN 의 보안, 관제, 인프라 역량을 쇼핑몰솔루션에 이식하며 쇼핑몰 운영 안정성 및 보안체계를 강화
- 기업들의 디지털 전환 가속화로 기술 자회사 NHN 클라우드와 PNP 시큐어의 매출도 고성장하고 있으며 기술 사업과 커머스의 시너지 확대될 전망

결제, 커머스, 기술 사업의 매출 비중 70%

- 캐쉬카운인 게임 사업의 부진 지속으로 주가가 박스권에 갇혀있으나 게임 사업의 비중은 지속적으로 낮아지고 있고 2022년에는 20%까지 비중이 축소될 전망
- 성장 동력인 결제, 커머스, 기술 사업의 매출 비중이 70%인데 핀테크, 커머스, 클라우드 시장은 고성장을 하고 있어 높은 멀티플 적용 가능

표24. NHN 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	1,489	1,663	1,948	400	420	444	460	-3.4
YoY(%)	17.7	11.7	17.1	4.6	19.3	11.0	14.9	-3.9
QoQ(%)				13.8	3.6	5.8	9.6	-3.7
영업이익	87	112	159	18	28	29	33	-10.2
YoY(%)	-20.7	-27.5	9.6	6.0	25.0	66.6	85.5	-18.9
QoQ(%)				-20.0	3.8	6.6	18.7	-12.1
이익률(%)	5.8	6.7	8.1	4.4	6.6	6.6	7.1	-0.5
당기순이익	28	83	115	-31	32	14	19	-24.2
이익률(%)	1.9	5.0	5.9	-7.7	7.7	3.2	4.1	-0.9

자료: NHN, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

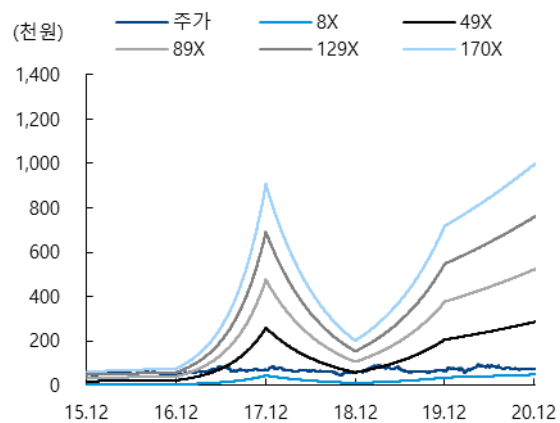
표25. NHN 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	1,489	1,663	1,948	371	366	352	400	395	405	420	444
게임매출	418	411	417	114	105	99	100	105	106	100	100
PC	145	141	127	41	37	35	32	36	38	35	32
모바일	273	270	290	73	68	64	68	69	68	65	68
기타매출	1,098	1,279	1,560	264	269	260	305	296	305	327	351
결제/광고 등	518	653	795	124	132	122	140	151	157	169	176
콘텐츠	188	163	178	50	49	45	45	39	40	43	42
커머스	223	289	355	51	49	52	71	64	67	74	85
기술	130	162	224	25	30	32	43	37	40	39	47
기타	39	11	9	14	10	9	6	5	2	2	2
영업이익	87	112	159	22	26	22	18	28	27	28	29
세전이익	70	122	169	29	28	43	-29	31	34	35	22
당기순이익	28	83	115	11	17	31	-31	18	19	32	14
성장률 (YoY %)											
매출액	17.7	11.7	17.1	63.7	14.2	5.0	4.6	6.4	10.6	19.3	11.0
게임매출	-4.5	-1.7	1.5	-1.8	6.9	-8.2	-13.7	-8.2	0.5	1.6	0.1
PC	-15.7	-2.7	-9.5	-21.0	-9.0	-14.0	-17.3	-12.7	1.9	2.3	-0.7
모바일	2.6	-1.1	7.2	13.7	18.2	-4.7	-11.8	-5.6	-0.1	1.4	0.3
기타매출	28.8	16.5	22.0	132.0	17.5	10.9	10.9	12.3	13.2	25.8	15.0
결제/광고 등	29.4	26.0	21.8	592.7	9.9	-2.9	2.6	22.0	19.3	38.0	25.2
콘텐츠	18.2	-13.1	8.9	43.8	23.8	11.3	-0.2	-20.6	-19.0	-4.5	-7.0
커머스	27.2	29.8	22.7	35.1	17.2	24.9	31.4	25.4	36.0	41.6	20.0
기술	27.3	24.8	37.7	17.7	17.6	35.2	35.6	44.7	32.0	22.9	9.4
기타	148.1	-72.1	-19.5	557.1	266.7	230.8	-22.0	-64.5	-78.8	-76.7	-71.9
영업이익	26.7	28.3	42.3	41.6	72.3	0.9	6.0	29.4	3.9	25.0	66.6
세전이익	-55.5	73.7	38.8	-63.3	-35.5	20.9	적전	8.0	21.3	-18.3	흑전
당기순이익	-74.3	192.2	38.8	-82.4	-32.3	17.8	적지	57.0	7.1	5.2	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	5.8	6.7	8.1	5.9	7.0	6.3	4.4	7.1	6.5	6.6	6.6
세전이익률	4.7	7.3	8.7	7.7	7.6	12.3	-7.3	7.8	8.3	8.4	5.0
당기순이익률	1.9	5.0	5.9	3.0	4.7	8.7	-7.7	4.4	4.6	7.7	3.2

자료: NHN, 하이투자증권 리서치

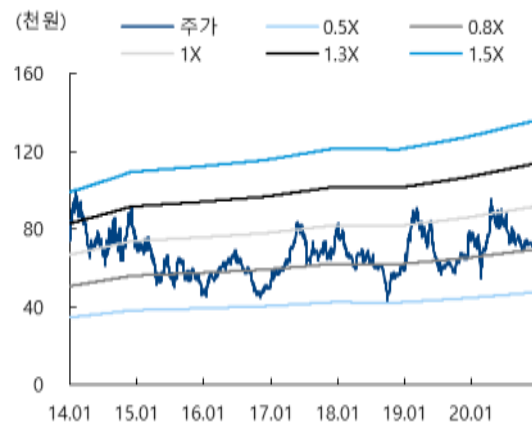
주: 연결기준

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	1,340	1,606	1,934
현금 및 현금성자산	457	631	760	923
단기금융자산	224	246	271	298
매출채권	272	320	374	430
재고자산	38	42	50	57
비유동자산	1,442	1,359	1,357	1,356
유형자산	365	283	280	278
무형자산	469	457	447	438
자산총계	2,500	2,699	2,963	3,291
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	1,660	1,770	1,899
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	400	473	575	696
기타자본항목	-51	-51	-51	-51
비자배주주지분	250	260	273	289
자본총계	1,829	1,920	2,043	2,188

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,489	1,663	1,948	2,237
증가율(%)	17.7	11.7	17.1	14.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	1,489	1,663	1,948	2,237
판매비와관리비	1,402	1,551	1,789	2,045
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	87	112	159	192
증가율(%)	26.3	28.7	42.3	21.1
영업이익률(%)	5.8	6.7	8.1	8.6
이자수익	7	8	10	12
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-31	-1	-2	-4
세전계속사업이익	66	122	169	203
법인세비용	42	39	54	65
세전계속이익률(%)	4.4	7.3	8.7	9.1
당기순이익	23	83	115	138
순이익률(%)	1.6	5.0	5.9	6.2
자배주주귀속 순이익	12	73	101	122
기타포괄이익	8	8	8	8
총포괄이익	31	91	123	146
자배주주귀속총포괄이익	31	90	122	144

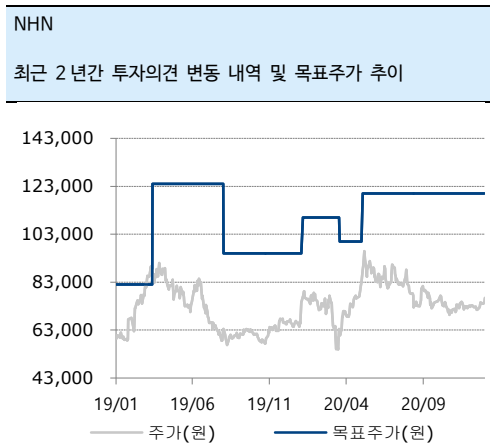
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	108	236	243	280
당기순이익	23	83	115	138
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	174	129	163
기초현금및현금성자산	385	457	631	760
기말현금및현금성자산	457	631	760	923

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	631	3,738	5,187	6,212
BPS	80,696	84,847	90,448	97,073
CFPS	4,212	8,467	8,399	9,317
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	103.7	19.9	14.3	12.0
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8
PCR	15.5	8.8	8.9	8.0
EV/EBITDA	4.4	3.3	2.3	1.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.8	4.5	5.9	6.6
EBITDA 이익률	10.5	12.3	11.4	11.3
부채비율	36.7	40.6	45.0	50.4
순부채비율	-32.3	-41.0	-46.1	-51.7
매출채권회전율(x)	5.2	5.6	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	39.3	41.3	42.4	42.0

자료 : NHN, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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 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) 종목투자 의견은 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	91.9%	8.1%	-

위메이드 (112040)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	69,000 원(유지)
증가(2021/01/08)	36,400 원
상승여력	89.6 %

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	1,680만주
시가총액	612십억원
외국인지분율	6.4%
52 주 주가	14,050~49,800 원
60 일평균거래량	273,553 주
60 일평균거래대금	11.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.8	-4.5	-9.5	30.9
상대수익률	-15.7	-17.8	-38.4	-23.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	114	120	193	235
영업이익(십억원)	-9	-13	33	50
순이익(십억원)	-10	-5	27	40
EPS(원)	-595	-326	1,595	2,384
BPS(원)	14,108	12,872	13,558	15,031
PER(배)			23.4	15.7
PBR(배)	2.1	2.9	2.8	2.5
ROE(%)	-4.0	-2.4	12.1	16.7
배당수익률(%)	2.0	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	-	-	16.6	11.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

승소에서 신작 모멘텀으로

4Q20 Preview: 매출액 +68.7% YoY, 영업이익 적자 지속 YoY 예상

- 위메이드의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 407 억원(+68.7% YoY, +71.7% QoQ), -34 억원(적자 YoY, 적지 QoQ)으로 추정
- 지난 11 월 24 일 출시한 모바일 MMORPG '미르 4'의 일평균 매출액은 4 억원, 영업일수 38 일 반영되어 152 억원의 매출 기여할 것으로 추정
- '미르 4'의 매출 기여로 매출은 큰 폭으로 증가하겠지만 신작 관련 마케팅비가 80 억원 집행되어 4 분기까지는 영업적자 지속될 전망

'미르 4'의 성과는 고무적

- '미르 4'는 출시 직후 게임 매출 순위 10 위권에 진입하지 못하면서 투자자들의 실망감으로 주가 급락
- '미르 4'는 구글 기준 최고 매출 순위 8 위까지 기록하며 대형사 MMORPG 중심의 국내 모바일게임 시장에서 고무적인 성과를 보임, 더불어 대부분 게임이 서비스 초반에 구글 서비스에 집중하는 것과 달리 원스토어, 갤럭시스토어 내 프로모션을 강화했기 때문에 구글 순위로만 성과를 평가하기 어려움
- 과금 또한 게임 초반에 과금을 유도하는 방식보다 과금이 게임 플레이 밸런스를 기반으로 성장하도록 설계되어 출시 초기 큰 규모의 매출 창출보다 게임의 라이프사이클 장기화에 초점

중국 사업 기대감 상승

- 국내에서 성과를 보인 '미르 4'는 향후 중국에도 출시될 것으로 예상하며 '미르 트릴로지' 프로젝트 중의 하나인 '미르 M' 또한 중국에 출시될 것으로 기대
- 최근 컴투스의 '서머너즈워'가 중국 판호를 획득하면서 한국 게임의 중국 사업 재개에 대한 기대감이 커진 것도 위메이드에 대한 투자심리에 긍정적 영향 끼칠 듯

표26. 위메이드 4Q20 예상 실적

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	4Q19	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	113.6	120.4	192.9	24.1	23.7	40.7	39.9	2.0
YoY(%)	-10.6	5.9	60.3	-25.5	-18.0	68.7	65.4	3.3
QoQ(%)				-16.6	-5.4	71.7	68.3	3.4
영업이익	-9.3	-12.8	32.6	-5.1	-9.6	-3.4	-0.6	-469.3
YoY(%)	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	적지	-
QoQ(%)				적전	적지	적지	적지	-
이익률(%)	-8.2	-10.6	16.9	-21.0	-40.4	-8.4	-1.5	-6.9
당기순이익	-29.0	-13.3	26.3	-21.2	-11.5	-4.7	-1.1	-328.3
이익률(%)	-25.5	-11.0	13.6	-87.7	-48.5	-11.6	-2.8	-8.8

자료: 위메이드, Dataguide, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

표27. 위메이드 실적 추이 및 전망

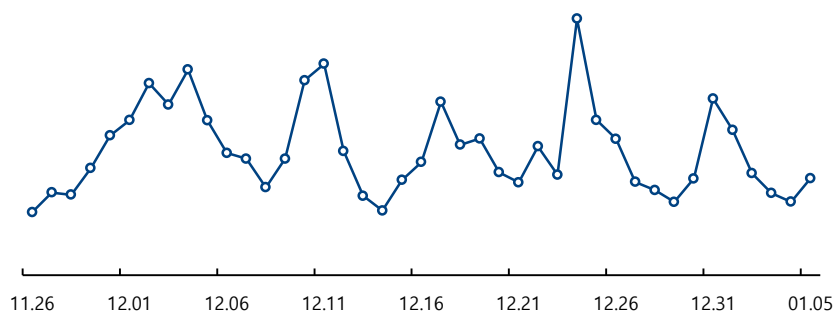
(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	113.6	120.4	192.9	26.7	33.9	28.9	24.1	30.8	25.1	23.7	40.7
모바일	37.3	50.5	113.0	10.2	10.3	8.4	8.5	9.5	7.5	8.7	24.8
온라인	17.1	19.4	19.2	3.9	4.1	4.5	4.7	4.5	5.0	5.0	4.9
라이선스	58.4	50.3	60.8	12.0	19.1	16.0	11.3	16.6	12.5	10.1	11.1
기타	0.8	0.1	0.0	0.6	0.5	0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
영업이익	-9.3	-12.8	32.6	-7.3	2.8	0.2	-5.1	3.2	-3.0	-9.6	-3.4
세전이익	-9.7	-8.2	34.6	-4.9	2.8	2.5	-10.1	11.5	-4.3	-11.1	-4.4
당기순이익	-29.0	-13.3	26.3	-7.2	-0.1	-0.5	-21.2	7.9	-5.0	-11.5	-4.7
성장률 (YoY %)											
매출액	-10.6	5.9	60.3	-24.0	22.0	-8.9	-25.5	15.5	-26.0	-18.0	68.7
모바일	-1.6	35.4	123.6	67.3	29.5	-41.0	-12.3	-6.4	-26.7	3.6	191.9
온라인	7.8	13.1	-1.1	5.7	5.8	8.6	10.6	16.5	22.1	11.3	4.1
라이선스	-18.7	-13.8	20.7	-52.1	22.3	23.1	-37.4	38.1	-34.2	-37.0	-2.0
기타	-44.9	-84.4	-90.8	258.3	18.8	-77.1	적전	-78.9	n/a	-97.7	흑전
영업이익	적지	적지	흑전	적전	3,249.5	흑전	적지	흑전	적전	적전	적지
세전이익	적지	적지	흑전	적전	-57.3	흑전	적지	흑전	적전	적전	적지
당기순이익	적지	적지	흑전	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
이익률 (%)											
영업이익률	-8.2	-10.6	16.9	-27.2	8.2	0.8	-21.0	10.5	-12.1	-40.4	-8.4
세전이익률	-8.5	-6.8	17.9	-18.4	8.3	8.6	-41.7	37.4	-17.0	-46.7	-10.8
순이익률	-25.5	-11.0	13.6	-27.0	-0.3	-1.7	-87.7	25.6	-19.8	-48.5	-11.6

자료: 위메이드, 하이투자증권 리서치

주: 연결기준

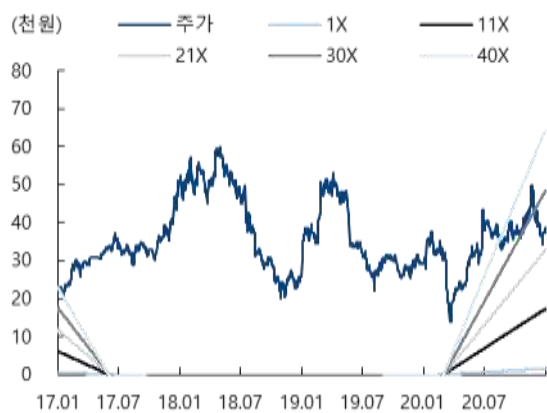
그림31. '미르 4'의 구글&iOS 합산 기준 일매출 추이

(단위: 백만원)



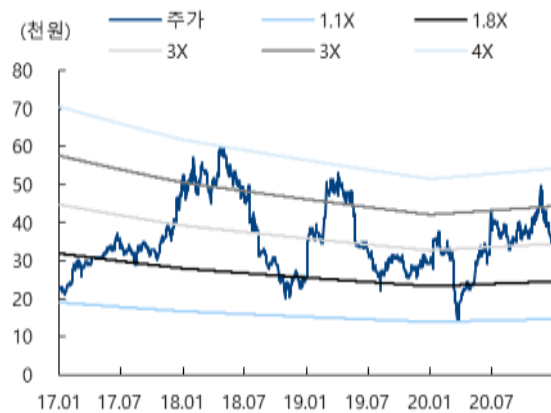
자료: 하이투자증권 리서치

그림32. 위메이드 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

그림33. 위메이드 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	127	102	116	143
현금 및 현금성자산	38	8	2	26
단기금융자산	41	43	35	24
매출채권	41	43	69	84
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	170	166	163	160
유형자산	48	45	43	42
무형자산	9	7	6	5
자산총계	296	268	279	303
유동부채	61	61	61	61
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	62	62	62	62
자배주주지분	237	216	228	253
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	164	164	164	164
이익잉여금	94	79	96	126
기타자본항목	-17	-17	-17	-17
비자배주주지분	-2	-10	-11	-11
자본총계	235	206	217	242

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	114	120	193	235
증가율(%)	-10.6	5.9	60.3	22.0
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	114	120	193	235
판매비와관리비	123	133	160	186
연구개발비	16	17	27	16
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-9	-13	33	50
증가율(%)	-74.2	37.3	-354.2	52.6
영업이익률(%)	-8.2	-10.6	16.9	21.1
이자수익	2	1	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-2	5	2	3
세전계속사업이익	-10	-8	35	53
법인세비용	18	5	8	13
세전계속이익률(%)	-9.2	-6.8	17.9	22.4
당기순이익	-29	-13	26	40
순이익률(%)	-25.3	-11.0	13.6	17.0
지배주주귀속 순이익	-10	-5	27	40
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	-34	-19	21	35
지배주주귀속총포괄이익	-34	-19	21	34

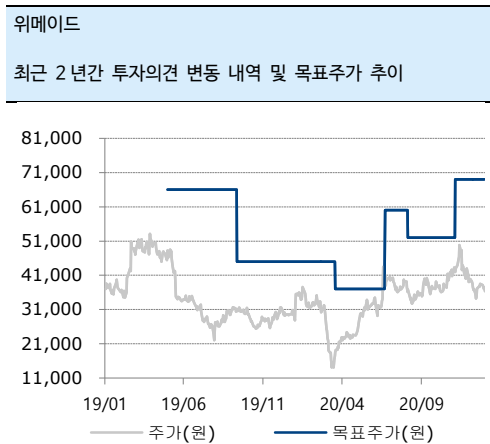
현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-43	-10	5	31
당기순이익	-29	-13	26	40
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	34	-11	-1	2
유형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	42	-2	8	11
재무활동 현금흐름	-10	-10	-10	-10
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	-19	-31	-5	24
기초현금및현금성자산	57	38	8	2
기말현금및현금성자산	38	8	2	26

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	-595	-326	1,595	2,384
BPS	14,108	12,872	13,558	15,031
CFPS	-334	-101	1,781	2,540
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER			23.4	15.7
PBR	2.1	2.9	2.8	2.5
PCR	-87.8	-369.0	21.0	14.7
EV/EBITDA	-	-	16.6	11.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-4.0	-2.4	12.1	16.7
EBITDA 이익률	-4.3	-7.5	18.5	22.2
부채비율	26.2	29.9	28.4	25.5
순부채비율	-33.8	-24.6	-17.2	-20.7
매출채권회전율(x)	3.2	2.9	3.5	3.1
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 위메이드, 하이투자증권 리서치본부



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-05-08(담당자변경)	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	-35.9%	-32.4%
2020-08-13	Buy	52,000	1년	-27.8%	-16.7%
2020-11-12	Buy	69,000	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) 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-