

Morning Meeting Brief

산업 및 종목 분석

[게임] 게임 산업, 제3의 물결: 콘솔과 클라우드

- 게임 시장 성장 가속화. 그러나 모바일 게임 시장은 성숙기. 모바일 게임 시장 77% 차지하는 한중미일 4개국 유저 성향은 여전히 차이
- 차세대 콘솔과 클라우드로 게임 시장 성장 재점화 전망. 1) 콘솔. 마이크로소프트와 소니는 각각 Xbox Series와 PS5 출시 준비 중. 콘솔 시장 본격적인 성장 전망. 2) 클라우드. 글로벌 IT 업체들은 클라우드 게임 시장 선점 경쟁 중이며 경쟁 지속 전망. MS는 구독모델, 구글과 엔비디아는 구독+게임 유료 판매 모델, 아마존은 구독+ 유료 게임 채널 추가 구독 모델 채택
- 국내 게임 업체들의 콘솔과 클라우드 게임 시장 대응 행보 주목. 게임 업종 내 추천 종목은 넥슨, 컴투스, 네오위즈

이민아, mina.lee@daishin.com

[해외주식] 넥슨: 던파는 모바일로 카트라이더는 콘솔로

- 투자이건 매수, 목표주가 2,800원으로 분석 개시
- 근시일 내 '던파 모바일' 중국 출시 예정. '던전앤파이터' PC 게임이 지난 12년간 연평균 1조원 내외의 매출 기록 고려하면 상대적으로 유저 체류시간과 ARPU가 높은 '던파 모바일'은 그 이상 매출 충분히 달성 가능하다고 판단. 사전 예약자 수 6천만명도 주목할 점
- 이외 라인업 출시에도 주목. 최근 PC/콘솔용 게임 '카트라이더 드리프트' 개발 중. 다수의 인기 IP 보유하고 있는 만큼 향후 차세대 콘솔과 클라우드 게임 시장에 가장 잘 대응할 수 있는 회사라고 판단

이민아, mina.lee@daishin.com

[3Q20 Preview] 유통/의류업: 소비 형태 변화가 갈라놓은 3분기

- **백화점:** 해외 소비의 국내 이전 지속. 8월 중순부터 코로나19 확진자수 급증으로 잠시 위축됐던 백화점 소비는 9월부터 다시 가파르게 회복
- **면세점:** 9월부터 인천공항 입차로 방식이 판매 요율로 변경됨에 따라 전분기대비 손익 개선 예상
- **마트:** 이른 바, 언택트 수요 증가로 마트 온라인몰 수요도 꾸준히 증가. 오프라인 채널은 집에서 해먹는 수요가 다시 늘면서 3분기 기존점 성장률 회복추세
- **편의점:** 정상적인 등교가 불가능함에 따라 학교, 학원 주변 점포 부진. 그러나 각사별 비용 집행의 효율성에 따라 손익 개선 강도 정해질 듯
- **브랜드:** 국내 의류 브랜드는 8월 코로나19 확진자 수 급증으로 매출 부진. 이후 회복세 더뎜. 중국 소비와 관련된 브랜드 매출은 면세점 매출 급감으로 부진 지속
- **OEM:** 마스크, 방호복 등 코로나19로 수요가 급증한 품목 제조와 온라인 채널 판매 호조 등의 영향으로 예상보다 빠른 수주 회복
- Top Picks: GS리테일(007070), 화승엔터프라이즈(241590)

유정현, junghyun.yu@daishin.com

- **해외 음식료:** 상반기 코로나 19 확산에 따른 사재기 영향은 완화된 분위기이나 여전히 코로나19 영향권으로 가공식품의 판매 호조 지속 예상. 아시아푸드 선호도 증가로 해외 시장에서의 한국 제품 점유율 확대 기대
- **국내 음식료:** 3분기 역시도 내식 수요는 건조, 온라인 채널 비중이 확대된 품목과 오프라인 채널에서의 마케팅/프로모션 비용이 축소된 품목의 경우 손익 개선세 지속. 온라인 침투율 상승으로 판매 채널이 다양화되며 하반기 역시도 공급자 주도의 시장 흐름은 지속될 것으로 기대됨
- **브랜드 화장품:** 2020년 상반기를 저점으로 수출, 국내 면세 실적이 회복되는 추세. 연중 이어진 취약 채널의 구조조정 효과와 2020년 기저효과 기대
- **ODM/OEM 화장품:** 위생용품 판매 기여 지속. 건강/위생에 대한 의식이 제고되며 지속가능한 실적으로 판단됨. 수출, 면세점 채널 비중이 높은 중소 브랜드의 주문량 감소는 이어지나 일부 브랜드의 기여도 확대로 상반기 대비 긍정적 분위기
- 음식료 업종 최선후주/차선후주: CJ제일제당/하이트진로, 풀무원
- 화장품 업종 최선후주/차선후주: 코스맥스/LG생활건강

한유정, yujung.han@daishin.com

[Issue Comment] 넷마블: 투자자산 가치는 이미 반영된 주가

- 투자 의견 시장수익률 하회 유지, 목표주가 110,000원으로 상향
- 빅히트엔터 상장 이후 주가 흐름에 따라 단기 주가 변동성 확대될 가능성. 그러나 지분가치 모두 고려해도 현 주가에서 업사이드는 제한적
- MMORPG보다는 마블 IP 활용 게임, 닌텐도 스위치 게임 등에 주목. 최근 모바일 MMORPG는 장르 선호 국가가 국내로 제한적이고 국내 모바일 MMORPG 경쟁도 심화되는 추세. 장기적으로 콘솔, 클라우드 게임 시장에 접목할 수 있는 다양한 라인업 추가 기대
- 3분기 매출액 6,387억원(YoY 3%, QoQ -7%), 영업이익 782억원(YoY -7%, QoQ -4%) 예상. 영업이익은 컨센서스 799억원에 부합 전망. 특별한 신작 흥행이 없었고 기존 게임 매출은 자연감소 예상. 9월 24일 출시된 'BTS 유니버스 스토리'도 실적 기여 제한적

이민아, mina.lee@daishin.com

[Issue Comment] 펠어비스: 콘솔과 클라우드, 초석을 다지는 중

- 투자 의견 시장수익률 유지, 목표주가 19만원으로 소폭 하향
- 신작 출시는 아직 요원. 검은사막 매출에 따라 실적 등락 반복 전망. 2분기는 PC, 콘솔 게임 매출 호조에 양호한 실적 기록. 반면 3분기는 PC, 콘솔 게임 매출 반락, 모바일 게임 매출 감소세 지속 전망
- 3분기 매출액은 1,217억원(YoY -10%, QoQ 8%), 영업이익은 421억원(YoY 7%, QoQ -17%)으로 컨센서스 477억원 하회 전망
- 다만, 콘솔 출시 경험 및 클라우드 게임 플랫폼 게임 탑재 경험 등은 긍정적으로 평가. 특히 '붉은 사막'은 콘솔로 출시되는 MMORPG인 만큼 차세대 콘솔 시장 개화에 따른 수혜, 클라우드 게임 플랫폼 탑재 시 기기 최적화 문제 극복, 빠른 글로벌 확장 등이 기대됨

이민아, mina.lee@daishin.com

[Issue Comment] 네오위즈: 게임 업종 내 밸류에이션 매력 가장 높음

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 4만원으로 기존대비 10% 하향
- 3분기 매출액 732억원(YoY 20%, QoQ 1%), 영업이익 164억원(YoY 188%, QoQ -8%) 예상. 영업이익은 컨센서스 177억원 소폭 하회 전망. 웹보드 게임 부문 매출은 비수기 영향으로 전분기와 유사한 수준 추정
- 자회사 게임온은 '로스트아크(일본)', '블레스 언리쉬드' PS4 버전 출시 성과 4분기 확인 가능할 것으로 기대

이민아, mina.lee@daishin.com

[Issue Comment] 컴투스: 서머너즈워 매출 호조, 백년전쟁 출시 임박

- 투자 의견 매수, 목표주가 16만원 유지
- 서머너즈워 IP를 활용한 '서머너즈워: 백년전쟁(전략)', 21년 2월 출시 예정. '서머너즈워: 백년전쟁'의 흥행 성과가 양호하다면 이후 출시될 '서머너즈워: 크로니클'의 기대감도 동반 상승할 수 있다고 판단
- 3분기 매출액 1,340억원(YoY 15%, QoQ -9%), 영업이익 302억원(YoY -4%, QoQ -21%) 예상. 서머너즈워 매출은 비수기 영향으로 전분기대비 감소, 연결 자회사 증가(타이젠)로 인건비 증가 전망. 신작 CBT 앞두고 브랜드 마케팅 진행, 마케팅비 증가 추정

이민아, mina.lee@daishin.com

게임

게임 산업, 제3의 물결 : 콘솔과 클라우드



이민아

mina.lee@daishin.com

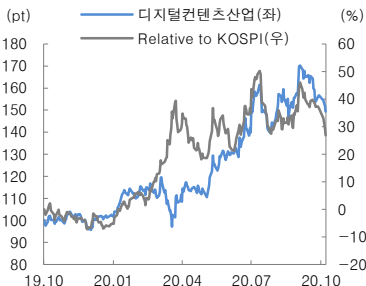
투자의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가		
[게임]				
Nexon	Buy	2,800엔		
엔씨소프트	Buy	950,000원		
넷마블	Underperform	110,000원		
펄버비스	Marketperform	190,000원		
컴투스	Buy	160,000원		
네오위즈	Buy	40,000원		
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-4.5	29.1	46.7
상대수익률	-10.7	-13.8	-2.5	25.5



게임 시장 성장 가속화. 그러나 모바일 게임 시장은 성숙기

- 코로나19 영향으로 각국 게임 이용 시간 증가
- 모바일 게임 시장 77% 차지하는 한중미일 4개국 유저 성향은 여전히 차이
- 중국 모바일 게임 흥행 장르는 RPG에서 FPS, AOS, 전략 등으로 다양화
- 미국, 일본은 흥행작 등장 빈도 현저히 감소
- 한국 모바일 게임 시장은 신규 흥행작 다수 등장. 그러나 매출 상위권 게임은 대부분 모바일 MMORPG. 모바일 MMORPG 역시 경쟁 심화로 hit ratio 하락 전망

차세대 콘솔과 클라우드로 게임 시장 성장 재점화 전망

- 마이크로소프트와 소니는 차세대 콘솔 출시 준비 중. Xbox Series와 PS5, 각각 11월 10일과 12일 출시 예정. 본격적인 경쟁과 함께 콘솔 시장 본격적인 성장 전망
- 글로벌 IT 업체들은 클라우드 게임 시장 선점 경쟁 중. 지배적 사업자 등장 전까지 플랫폼 선점 경쟁 지속 전망
- 클라우드 게임 시장 개화로 1) 게임 인구 증가, 2) 고사양 및 고용량 게임 이용 증가, 3) 보안 이슈 해결, 4) 패치 및 업그레이드 용이, 5) 게임 비즈니스 모델 다양화 전망
- MS는 구독 모델, 구글과 엔비디아는 '구독 + 게임 유료 판매' 모델, 아마존은 '구독 + 유료 게임 채널 추가 구독' 모델 채택. 게임 비즈니스 모델, 구독과 패키지 판매, 월정액 등으로 다양화 전망

국내 게임 업체들의 콘솔과 클라우드 게임 시장 대응 행보 주목

- 게임 업종 내 추천 종목은 넥슨과 컴투스, 네오위즈. 넥슨은 중국 '던파 모바일' 흥행과 PC/콘솔 게임 '카트라이더 드리프트' 등 기대. 컴투스는 양호한 실적 이어지는 가운데 21년 2월 '서머너즈워: 백년전쟁' 출시 예정. 네오위즈는 업종 내 밸류에이션 매력도 높음
- 엔씨소프트는 신작 출시 일정 확정 시 모멘텀 되살아날 전망. 넷마블은 밸류에이션 부담이 존재하고 펄버비스는 신작 공백기이나 두 회사의 콘솔 및 클라우드 게임 시장 대응 행보는 지켜볼 필요

Nexon

(3659 JP)

이민아

mina.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

목표주가(JPY)

2,800

신규

현재주가(JPY)

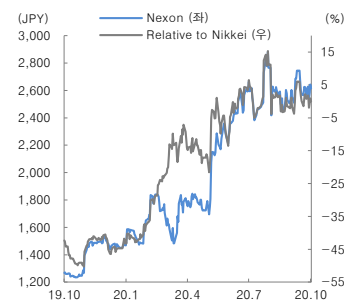
2,616

(20.10.12)

다산투자증권

기업명	Nexon
결산월	12월
거래소 국가	일본
상장 거래소	도쿄증권거래소
시가총액(조엔)	2,432
시가총액(조원)	26.44
발행주식수(백만주)	885.8
52주 최고가/최저가	2,904/1,225
주요주주	NXC Corporation 28.6%
	NXMH BV 18.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	-7.3	26.8	96.7
상대수익률	1.7	-3.8	21.3	87.6



던파는 모바일로 카트라이더는 콘솔로

투자의견 매수(BUY), 목표주가 2,800엔으로 분석 개시

- 2021년 순이익에 Target PER 20배를 적용하여 목표주가 2,800엔으로 제시
- Target PER은 글로벌 게임 peer 8개사의 2021년 PER 평균 20% 할인하여 적용. 던전앤파이터 모바일 흥행과 타 신작 라인업 추가로 밸류에이션 할인 점차 해소될 전망
- 엔씨소프트 역시 리니지M과 리니지2M의 연이은 흥행 후 밸류에이션 리레이팅. 동사에도 비슷한 패턴 나타날 가능성 높다는 판단

근시일 내 던파 모바일 중국 출시 예정

- 8월 12일 중국 출시가 예정됐던 '던전앤파이터'는 게임 내 과몰입 방지 시스템 미비로 출시 연기. 출시가 지연되기는 했지만, '던전앤파이터' PC 게임이 지난 12년간 연평균 1조원 내외의 매출을 기록했던 것을 고려하면 상대적으로 유저 체류시간과 ARPU가 높은 '던파 모바일'은 그 이상의 매출을 충분히 달성할 수 있다고 판단. 6천만명에 달하는 사전 예약자 수 역시 던파 모바일의 흥행 가능성을 높이는 요소
- 현재 동사 2021년 매출액 컨센서스는 3,409억엔, 영업이익은 1,591억엔. 던파 모바일 흥행 성과가 과도하게 반영된 컨센서스는 아니라고 판단. 따라서 던파 모바일이 기대치 이상의 흥행에 성공할 경우 추정치와 밸류에이션 모두 높아질 수 있다고 판단

이외 라인업 출시에도 주목

- 이외에도 기존 인기 PC IP를 활용한 다수의 게임 출시 준비 중. 특히 최근 6월에는 원더홀딩스와 신규 게임 개발 법인 2곳을 JV 형태로 설립하고 PC/콘솔용 게임 '카트라이더 드리프트' 개발을 위임하기도 함
- 다수의 인기 IP를 보유하고 있는 회사인 만큼 향후 차세대 콘솔과 클라우드 게임 시장에 가장 잘 대응할 수 있는 회사라고 판단. 밸류에이션 할인 점차 해소될 수 있을 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	253	248	296	341	354
영업이익	98	94	129	159	167
세전순이익	117	121	146	171	180
총당기순이익	107	115	117	139	141
지배지분순이익	107	115	117	139	141
EPS	121.0	129.3	131.8	156.6	159.5
PER	11.7	11.2	20.1	16.9	16.6
BPS	620.9	702.6	827.2	974.3	1132.3
PBR	2.3	2.1	3.5	3.2	2.7
ROE	211.0	197.0	172.0	171.9	149.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: Nexon, 다산증권 Research Center

유통/의류

유정현
이나연

junghyun.yu@daishin.com
rayeon.lee@daishin.com

투자이전

Overweight

유통업: 비중확대 유지
의류업: 비중확대 유지

종목명	투자이전	목표주가
호텔스마	BUY	90,000원(-)
신세계	BUY	270,000원(-)
이마트	BUY	170,000원(-)
롯데하이마트	BUY	44,000원(-)
GS리테일	BUY	48,000원(-)
화승엔터프라이즈	BUY	20,000원(-)
한세실업	BUY	20,000원(-)
영원무역	BUY	42,000원(-)
활리홀딩스	BUY	48,000원(-)
F&F	BUY	116,000원(-)
한섬	BUY	38,000원(▼)

소비 형태 변화가 갈라놓은 3분기

유통 채널별 3분기 현황

- **[백화점]** 2분기 이른 바 보복소비 기조로 화복세를 보이던 백화점 소비는 8월 중순에 코로나19 확산지수가 급증하고 사회적 거리두기가 2.5단계로 강화되면서 8월 하반기 매출이 두 자릿수 역 성장하는 양상을 보였다. 그러나 9월 중순부터 확산지수 증가세가 다시 안정세를 보이고 사회적 거리두기도 2단계로 완화되면서 9월 둘째주부터 백화점 매출액은 다시 급증하는 모습이다. 2분기 와 마찬가지로 3분기에도 매출 성장을 주도한 품목은 명품 및 가전, 가구와 같은 생활용품인데 3분기 명품과 생활용품 매출 성장률은 2분기 성장률 +30% 보다 더 큰 +40%의 성장세를 기록 한 것으로 보인다. 현재의 상황을 고려해볼 때, 당분간 국내 소비가 해외 소비의 대안으로서 작동 하는 현상이 지속될 가능성이 높아 백화점 매출 회복세도 계속 이어질 전망이다.
- **[면세점]** 서울 시내 면세점은 -20% 내외의 매출 역성장을 기록한 것으로 파악된다. 3분기는 4분 기 중국 소비관련 이벤트를 앞둔 수효로 인해 시내 면세점 매출액이 2분기 보다 회복세가 더 크 게 나타나고 있는 것으로 전해지고 있다. 3분기에도 인천공항 면세점의 부진은 지속되지만 9월 부터 매출액 대비 판매요율 방식으로 임차료 체계가 변경됨에 따라 공항 면세점 부진은 4분기부 터 크게 개선될 것으로 보인다.
- **[대형마트]** 8월 갑작스런 코로나19 상황이 되풀이 되면서 재료를 사다 집에서 식사를 준비하는 상황이 다시 연출되었고 이 때문에 오프라인 채널의 성장이 부각되었다. 이마트의 경우 7월에 -2.3%를 기록했던 기존점 성장률은 확산지수가 급증했던 8월에 -0.6%(휴일수 조정치 +2.6%)로 개선됐다. 온라인몰 성장률도 30% 수준에서 유지되며 코로나19 수혜가 부각되었다.
- **[편의점]** 8월 긴 장마에 여름 성수기 효과가 전무하면서 3분기 실적에 영향을 미친 것으로 파악 된다. 그러나 9월부터 편의점 매출에 우호적인 날씨가 계속되면서 매출이 빠르게 회복된 것으로 파악되며 4분기는 2-3분기에 비해 날씨, 학사 일정이 급변할 가능성이 낮아 추가적인 피해는 없 을 것으로 전망된다.

의류(브랜드/OEM) 3분기 현황

- **[브랜드]** 국내 의류 브랜드사들은 코로나19 상황에서 소비가 전반적으로 명품과 가전 등 고가품 으로 이동해 가면서 의류 소비가 크게 줄어드는 매우 부정적인 상황을 경험하고 있다. 올해 코로 나19로 보복소비가 유행이었다고 하지만 의류산업은 코로나19 이전부터 나타나던 극심한 양극 화가 중가 브랜드 시장의 전멸을 가져오는 양상이 지속되는 상황이다.
- **[OEM]** 3분기 의류 및 신발 OEM 산업은 주요 소비국인 미국과 유럽의 확산지수 급증에도 불구하고 경제 활동이 대부분 정상적으로 이뤄지고, 마스크와 방호복과 같은 코로나19 관련 특수 수 주가 추가되면서 실적이 예상보다 빠르게 회복되는 모습이다. 또한 주요 고객사들이 온라인 채널 에서 매출이 매우 큰 폭으로 증가하다 보니 이들로부터 러쉬 오더가 늘면서 9월 들어 매출과 수 주가 모두 크게 개선되기도 하였다. 아직 미국 소매 채널에 재고가 평년 수준에 비해 과다한건 맞지만 재고가 빠르게 감소하는 추세이고, 글로벌 OEM 산업이 코로나19로 구조조정 되는 기운 데서 국내 사업자들이 수혜를 누리고 있다고 판단된다. 우리나라 주요 OEM 업들의 실적은 올해 2-3분기를 저점으로 4분기부터 2021년까지 완전한 회복세가 이어질 것으로 전망된다.

Top Picks: GS리테일, 화승엔터프라이즈

- **GS리테일(007070):** 3분기 들어 개선되던 편의점 기존점 성장률은 8월 긴장마로 다시 부진 그 러나 9월부터 편의점 매출이 회복되면서 전체 실적에 미치는 부정적 영향은 다소 제한적이었을 것으로 판단. 슈퍼는 체인오퍼레이션 전환 작업으로 무난한 손익 달성 전망
- **화승엔터(241590):** 고객사가 4분기와 2021년 1분기를 대비한 신제품 출시 영향으로 동사의 수 주는 9월부터 빠르게 회복되며 산업이 저점을 통과했음을 확인

음식료/
화장품

한유정 yujung.han@daishin.com
노하재 heejae.roh@daishin.com

투자의견

[음식료]
Overweight
[화장품]
Overweight

음식료: 비중확대, 유지
화장품: 비중확대, 상향

종목명	투자의견	목표주가
CJ제일제당	BUY	600,000원(-)
오리온	Marketperform	160,000원(-)
하이트진로	BUY	60,000원(-)
동원F&B	BUY	260,000원(-)
LG생활건강	BUY	1,800,000원(-)
아모레퍼시픽	BUY	200,000원(-)
한국콜마	BUY	52,000원(-)

소비 형태 변화가 갈라놓은 3분기

[음식료] 이익 추정치 추가 상향 조정 기대

- 2020년 코로나19 확산으로 음식료 업종에는 긍정적 요인과 부정적 요인이 혼재했다. 내식 빈도 확대로 라면, HMR 수요는 급증한 반면 외식 단체급식향 B2B 제품 판매는 부진하였다.
- 이에 2Q19부터 온기 반영되기 시작한 CJ제일제당의 슈완스컴퍼니 실적을 제외한 대신증권 음식료 업종 커버리지 15개사의 2020년 1, 2분기 매출액 성장률은 각각 +4%, +1% yoy로 직전 4개 분기 성장률을 하회하였다. 하지만 상당 부분의 판매 증가가 온라인 채널을 통해 이뤄졌고, 식품 카테고리에 대한 인식 변화로 공급자 주도의 시장으로 분위기가 반전되며 마케팅 활동이 감소된 영향으로 2020년 1, 2분기 영업이익은 각각 +19%, +35% yoy를 기록하였다.
- 슈완스컴퍼니 실적을 제외한 3Q20 대신증권 음식료 업종 커버리지 15개사의 매출액, 영업이익 증가율은 각각 +2%, +16% yoy로 전망된다. 이익 증가율은 상반기 대비 둔화되나 여전히 견조한 두자리 수의 이익 증가율을 기록할 것으로 기대된다.
- 코로나19 확산 초기 비축 수요 증가로 음식료 품목의 소매 판매 금액이 급증했던 미국, 중국과 달리 새벽배송, 당일배송 등의 유통 구조가 체계적인 한국의 경우 평년 대비 음식료 품목의 소매 판매 금액 증가율은 1~3%p 상승에 불과했다. 또한 현재까지도 코로나19 영향권에 머물러 있어 2021년 이후에도 음식료 업종의 공급자 주도 시장 흐름은 유지될 가능성이 높다.
- 향후 이익 전망치의 추가 상향 조정이 기대되는 기업과 코로나19 사태를 기점으로 시장 지배력이 확대되고 있는 기업에 대한 지속적인 관심이 필요하다고 판단한다. 음식료업종에 대한 비중확대 의견을 유지하며 최선호주로 CJ제일제당, 차선호주로 하이트진로, 풀무원을 제시한다.

[화장품] 중국 현지 수요 V자 반등에 촉각을

- 2020년 3월 -12% yoy까지 하락했던 중국 화장품 소매 판매는 5, 6, 7, 8월 +13%, +21%, +9%, +19% yoy를 기록하며 어느 품목 보다도 가파른 회복세를 보이고 있다. 중국 현지 소비가 빠르게 반등하며 중국 대형 타이공들도 발빠르게 움직이고 있는 것으로 파악된다. 이에 3Q20 한국 면세점 매출액의 역성장 폭은 전분기(-51% yoy) 대비 축소 가능할 전망이다.
- 반면 2020년 1~8월 누적 중국 하이난 면세 매출액은 147억 위안(+77% yoy)을 기록했다. 지난 6월 중국 정부가 내수 소비 진작을 위해 하이난 면세 규제 완화 정책을 통해 구매 한도와 면세 품목을 상향한 이후 7월, 8월 하이난 면세 매출액은 각각 28억 위안(+273% yoy), 33억 위안(+236% yoy)을 기록하며 시장이 빠르게 성장하고 있다.
- 중국 면세 시장이 고속 성장하면서 한국 면세 채널의 의존도가 높은 한국 화장품 기업에 대한 우려가 불거지고 있다. 새로운 채널의 성장이 위협적이지만 새로운 비즈니스 기회를 모색할 수 있을 가능성도 상존한다.
- 우선 중국 정부는 내수 유통 체계 교란을 방지하기 위해 타이공에 대한 대대적인 세관 단속을 경고하고 있어 대형 타이공의 한국 면세 시장 선호 현상은 지속될 가능성이 높다. 이에 한국 면세 채널의 의존도가 높은 한국 화장품 기업들의 경우 2020년 상반기를 자점으로 회복될 가능성이 높다. 또한 하이난 면세 시장의 성장 지속 시 중국 면세 시장 육성 기조가 내륙으로도 확대될 시 중국 소비자의 럭셔리 품목 접근성 확대로 럭셔리 시장의 활황을 기대된다. 럭셔리 시장의 활황은 옷 가방보다 진입장벽이 낮은 럭셔리 화장품의 구매 욕구를 더욱 자극할 가능성이 높고 우호적 시장 환경 조성으로 한국 화장품 브랜드들의 ASP 상승 및 해외 면세 판매 증가를 기대해볼 수 있다.
- 화장품 업종에 대한 투자의견을 중립에서 비중확대로 상향하며 최선호주 코스맥스, 차선호주 LG생활건강을 제시한다.

넷마블
(251270)

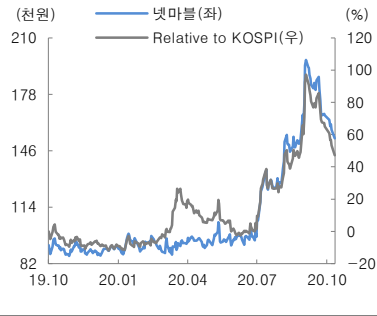
이민아 mina.lee@dashin.com

투자 의견 Underperform
시장수익률 하회, 유지
6개월 목표주가 110,000
상향
현재주가 (20.10.12) 153,000
디지털콘텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2403.73
시가총액	13,132십억원
시가총액비중	0.96%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	197,500원 / 86,400원
120일 평균거래대금	889억원
외국인지분율	22.53%
주요주주	방준혁 외 14 인 24.86% 씨제이엔엠 21.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.6	20.0	61.1	64.9
상대수익률	-16.9	7.3	24.7	40.2



투자자산 가치는 이미 반영된 주가

투자자의견 매도(Underperform) 유지, 목표주가 110,000원으로 상향

- 목표주가는 SoTP 방식으로 산출. 1) 영업자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 9개사의 12MF EV/EBITDA 평균 20% 할인, 13.1배 적용한 5.9조원. 2) 투자자산 가치: 빅히트엔터 적정가치 6.2조원에 지분율 26%와 할인을 20% 적용, 엔씨소프트와 코웨이 지분가치 각 1.5조원과 1.2조원, 카카오게임즈, 카카오뱅크 등 기타 투자자산 지분가치 4,099억원으로 가정
- 빅히트엔터 상장 이후 주가 흐름에 따라 단기 주가 변동성 확대될 가능성. 그러나 지분가치 모두 고려해도 현 주가에서 upside는 제한적

MMORPG보다는 마블 IP 활용 게임, 닌텐도 스위치 게임 등에 주목

- 4분기 '세븐나이츠2(MMORPG)', '마블 펠름 오브 챔피언스(액션 RPG)', '세븐나이츠 타임원더러(턴제 RPG)', 'A3: 스틸 얼라이브(MMORPG, 글로벌)' 등 출시 예정
- 최근의 모바일 MMORPG는 장르 선호 국가가 국내로 제한적이고 국내 모바일 MMORPG 경쟁도 심화되는 추세. '세븐나이츠2'보다는 마블 IP 활용 게임, 닌텐도 스위치로 출시되는 '세븐나이츠 타임원더러' 등에 기대
- 동사의 강점은 여러 장르 게임을 다작한다는 점. 장기적으로 콘솔, 클라우드 게임 시장에 접목할 수 있는 다양한 라인업 추가를 기대

3분기 영업이익 컨센서스 부합 전망

- 3분기 매출액 6,387억원(YoY 3%, QoQ -7%), 영업이익 782억원(YoY -7%, QoQ -4%) 예상. 영업이익은 컨센서스 799억원에 부합 전망
- 특별한 신작 흥행이 없었고 기존 게임 매출은 자연감소 예상. 9월 24일 출시된 'BTS 유니버스 스토리'도 실적 기여 제한적
- 신작 출시 부재로 마케팅비는 894억원(QoQ -28%)으로 감소 추정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,021	2,179	2,520	2,814	3,098
영업이익	242	203	258	365	649
세전순이익	290	218	317	412	697
총당기순이익	215	170	282	322	543
자배지분순이익	190	156	252	285	481
EPS	2,226	1,824	2,944	3,319	5,606
PER	50.1	50.7	52.0	46.1	27.3
BPS	51,364	54,036	58,211	63,215	70,925
PBR	2.2	1.7	2.6	2.4	2.2
ROE	4.4	3.5	5.3	5.5	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

펄어비스
(263750)

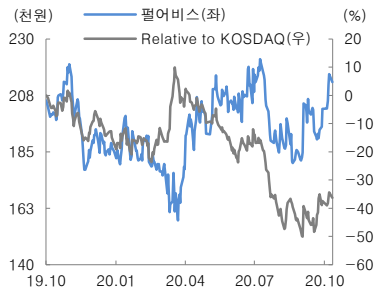
이민아 min.lee@daishin.com

투자이견	Marketperform
6개월	시장수익률, 유지
목표주가	190,000
현재주가	212,800
(20.10.12)	하향
	다지털엔터테인먼트

4차 산업혁명/안전등급 Neutral green

KOSPI	873.5
시가총액	2,783십억원
시가총액비중	1.09%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	222,000원 / 157,600원
120일 평균거래대금	131억원
외국인지분율	22.76%
주요주주	김대일 외 10 인 49.85% GIC Private Limited 6.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	-3.6	8.6	6.0
상대수익률	7.5	-14.7	-24.0	-23.2



콘솔과 클라우드,
초석을 다지는 중

투자이견 중립(Marketperform), 목표주가 19만원으로 소폭 하향

- 12MF 순이익에 Target PER 18.7배를 적용하여 목표주가를 19만원으로 산출. 기존 대비 5% 하향
- Target PER은 글로벌 게임 9개사 12MF PER 평균 30% 할인하여 적용
- 검은사막 IP의 플랫폼, 지역 확장 완료. 신규 기대작은 2021년 4분기부터 출시되어 신작 공백기. 검은사막의 콘솔 출시 경험 구축, 클라우드 게임 시장 진출을 위한 MS와의 협업 관계 구축 등은 긍정적으로 평가

신작 출시는 아직 요원. 검은사막 매출에 따라 실적 등락 반복 전망

- 동사 신작 출시는 2021년 4분기 '붉은 사막(콘솔, MMORPG)', 2022년 '도깨비(모바일, 오픈월드 MMO)', 2023년 '플랜8(PC, MMOFPS)'로 예정
- 11월 MS의 Xbox Series X와 소니의 PS5 출시에 맞춰 '붉은 사막'의 게임 정보가 추가로 공개될 가능성이 있으나, 출시가 2021년 말로 예정되어 있는 만큼 기대감을 선반영하기는 시기상조
- 당분간 실적은 검은사막 매출에 따라 등락 반복 전망. 2분기는 PC, 콘솔 게임 매출 호조에 양호한 실적 기록. 반면 3분기는 PC, 콘솔 게임 매출 반락, 모바일 게임 매출 감소세 지속 전망
- 3분기 매출액은 1,217억원(YoY -10%, QoQ 8%), 영업이익은 421억원(YoY 7%, QoQ -17%)으로 컨센서스 477억원 하회 전망
- 다만, 콘솔 출시 경험 및 클라우드 게임 플랫폼 게임 탑재 경험 등은 긍정적으로 평가. 특히 '붉은 사막'은 콘솔로 출시되는 MMORPG인 만큼 차세대 콘솔 시장 개화에 따른 수혜, 클라우드 게임 플랫폼 탑재 시 기기 최적화 문제 극복, 빠른 글로벌 확장 등이 기대됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	405	536	512	557	760
영업이익	168	151	182	190	307
세전순이익	175	162	192	187	303
총당기순이익	146	138	139	149	243
지배지분순이익	146	138	139	149	243
EPS	11,591	10,646	10,662	11,460	18,636
PER	17.9	17.4	20.0	18.6	11.4
BPS	32,295	42,015	52,625	64,082	82,716
PBR	6.4	4.4	4.0	3.3	2.6
ROE	42.9	29.0	22.5	19.6	25.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 펄어비스, 대신증권 Research Center

네오위즈

(095660)

이민아 min.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

하향

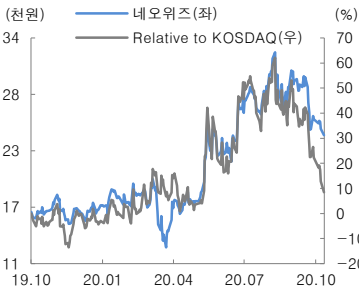
현재주가
(20.10.12)

24,100

디지털콘텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral green	
KOSPI	873.5
시가총액	528십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	32,550원 / 12,650원
120일 평균거래대금	162억원
외국인지분율	22.47%
주요주주	나성균 외 15 인 37.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.6	-16.0	50.2	49.7
상대수익률	-16.2	-25.7	5.1	8.5



게임 업종 내 밸류에이션 매력 가장 높음

투자의견 매수(BUY), 목표주가 40,000원으로 10% 하향

- 12MF 순이익에 Target PER 13배를 적용, 목표주가 40,000원으로 산출
- Target PER은 경호온라인과 미시의 12MF PER 평균을 20% 할인한 수준
- 현재 주가의 PER은 12MF 기준 8.2배, 2021년 기준 7배로 게임 업종 내 밸류에이션 매력 가장 높음
- 최근 다양한 게임으로 매출 다변화되어 실적 안정성 과거 대비 향상. 로스트아크(PC, 일본), 블레스 언리쉬드(PS4), 여신포퓁(모바일) 등 신작 흥행 시 강력한 주가 모멘텀 발생 전망

3분기 매출은 flat, 이익은 전분기대비 slowdown

- 3분기 매출액 732억원(YoY 20%, QoQ 1%), 영업이익 164억원(YoY 188%, QoQ -8%) 예상. 영업이익은 컨센서스 177억원 소폭 하회 전망
- 웹보드 게임 부문 매출은 비수기 영향으로 전분기와 유사한 수준 추정. 4분기는 성수기로 다시 매출 반등할 것으로 전망
- 게임온은 9월 23일 PC MMORPG ‘로스트아크’ 일본 정식 출시. 현재까지 성과는 건조한 것으로 파악되나, 3분기 실적에 반영되는 영업일수는 적은 반면 마케팅은 출시 전에 선집행 되어 마케팅 비용 증가 전망

4분기에도 게임 매출/플랫폼 다변화 지속 전망

- 10월 22일에는 ‘블레스 언리쉬드’의 PS4 버전 출시가 계획되어 있음. 상반기 스팀 얼리 액세스 버전으로 런칭됐던 PC 인디게임 ‘스칼’은 11~12월경 정식 런칭 전망. 중국에서는 ‘블레스’ IP를 활용한 모바일 게임 ‘여신포퓁’이 출시를 앞두고 있음
- 신작 흥행 성과는 아직 확인되지 않은 만큼 실적 추정치에 미미하게 반영. 그럼에도 밸류에이션은 업종 내 최저 수준. 따라서 기대 이상의 신작 흥행 시 강력한 실적 및 주가 모멘텀 발생 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	215	254	293	348	380
영업이익	23	33	63	89	103
세전순이익	37	28	66	90	105
총당기순이익	34	25	58	79	92
지배지분순이익	32	25	57	79	91
EPS	1,462	1,129	2,608	3,584	4,164
PER	8.4	15.0	9.2	6.7	5.8
BPS	13,619	14,861	17,564	21,227	25,456
PBR	0.9	1.1	1.4	1.1	0.9
ROE	11.4	7.9	16.1	18.5	17.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

컴투스
(078340)

이민아 mina.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

160,000

목표주가

유지

현재주가

119,000

(20.10.12)

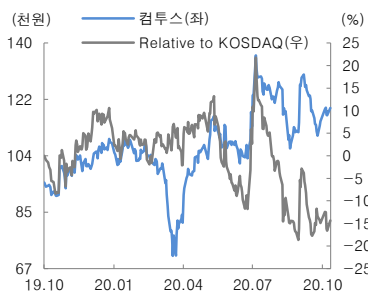
다지털콘텐츠업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral green

KOSPI	873.5
시가총액	1,531십억원
시가총액비중	0.60%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	136,000원 / 71,100원
120일 평균거래대금	99억원
외국인지분율	35.46%
주요주주	게임빌 외 4 인 29.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.6	-7.8	22.1	31.1
상대수익률	-2.9	-18.4	-14.6	-5.0



서머너즈워 매출 호조, 백년전쟁 출시 임박

투자의견 매수(BUY), 목표주가 16만원 유지

- 12MF 순이익에 Target PER 16.2배를 적용, 목표주가 16만원 유지
- Target PER은 경호온라인과 믹시의 12MF PER 평균 적용
- 4분기 서머너즈워 매출 역대 최고치 경신할 것으로 예상. 11월 '서머너즈워: 백년전쟁' CBT 진행과 함께 주가 모멘텀 강화 전망

서머너즈워 IP 활용 게임, 드디어 출시 임박

- 서머너즈워 IP를 활용한 '서머너즈워: 백년전쟁(전략)', 21년 2월 출시 예정
- 지난 수년간 동사 신작 흥행 성과는 부진. 대부분의 신작은 서머너즈워와 비슷한 시스템과 전략성을 탑재한 게임들로 제작되어 출시 전 기대감을 불러일으켰으나 흥행 성과는 좋지 않았음. 너무 높은 게임 난이도, 과도한 과금 시스템 등이 흥행 부진의 이유였다고 판단
- 글로벌 흥행작 서머너즈워 IP를 활용한 신작은 금번 출시가 처음. 동사는 그동안 서머너즈워 IP 프랜차이즈화를 위해 노력해왔음. 150년간의 세계관을 담은 서머너즈워 유니버스 바이블과 애니메이션 제작 등 IP 파워 확대에 총력. '서머너즈워: 백년전쟁'은 이러한 시도 이후 처음으로 출시되는 서머너즈워 IP 기반의 게임인 만큼 기대감을 가져봐도 좋을 것으로 판단
- '서머너즈워: 백년전쟁'의 흥행 성과가 양호하다면 이후 출시될 '서머너즈워: 크로니클'의 기대감도 동반 상승할 수 있다고 판단

3분기는 서머너즈워 비수기, 4분기 역대 최고 매출 경신 전망

- 3분기 매출액 1,340억원(YoY 15%, QoQ -9%), 영업이익 302억원(YoY -4%, QoQ -21%) 예상. 서머너즈워 매출은 비수기 영향으로 전분기대비 감소, 연결 자회사 증가(타이젠)로 인건비 증가 전망. 신작 CBT 앞두고 브랜드 마케팅 진행, 마케팅비 증가 추정
- 11월 '서머너즈워: 백년전쟁' CBT 예정. 서머너즈워 매출은 통상적으로 2분기 대비 4분기 가 좋은 만큼 4분기 역대 최고 매출 경신 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	482	469	531	669	897
영업이익	147	126	128	182	279
세전순이익	171	148	154	194	291
총당기순이익	130	110	116	151	227
지배지분순이익	130	110	116	151	227
EPS	10,075	8,521	8,985	11,766	17,652
PER	12.8	12.6	13.2	10.1	6.7
BPS	65,600	72,855	80,505	90,759	106,755
PBR	2.0	1.5	1.5	1.3	1.1
ROE	16.2	12.3	11.7	13.7	17.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 컴투스, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.