

[2024 하반기]

인터넷/게임 Overweight

결실을 맺는 한 해



[인터넷/게임] 윤예지 2122-9180 yj.yoon@hi-ib.com

CONTENTS

[산업분석]

I . Summary

II . 인터넷 2H24 전망

III . 게임 2H24 전망

[기업분석]

카카오(035720)

넷마블(251270)

크래프톤(259960)

디앤씨미디어(263720)

Summary

하반기 대형주 투자 시나리오: 시프트업, 넷마블 그리고 크래프톤

- 하반기 인터넷게임 섹터에서는 게임 위주의 대응을 추천. 1분기 인터넷 기업들은 컨센에 부합, 게임 기업들은 대체적으로 컨센을 상회하는 실적 기록. 매출 서프로 인한 컨센 상회(크래프톤, 위메이드), 비용 통제를 통한 컨센 상회(넷마블, 엔씨소프트) 등 작년부터 시작된 비용 효율화가 본격적으로 실적에 기여를 하는 것으로 판단. 2분기에는 비용 통제 효과가 더 선명해질 것
- 하반기 섹터 전체에 영향을 줄 이벤트는 ① 웹툰 엔터테인먼트 상장, ② 시프트업 상장, ③ 중국 커머스 플랫폼의 공습, ④ 네이버의 A홀딩스 지분 매각이 있음. 웹툰 엔터테인먼트의 상장은 단기적으로는 네이버보다 카카오, 리디와 같이 글로벌 플랫폼을 보유하고 있으나, 상장에 대한 기대감이 기업가치에 상대적으로 적게 반영된 기업들에 더 큰 영향을 줄 것으로 예상. 시프트업 상장은 20년 카카오게임즈, 21년 크래프톤 상장 이후 최대 규모 게임 기업 상장으로, 해당 이벤트를 전후로 게임 대형주들간의 수급 조정이 있을 것으로 판단. 중국 커머스의 공습은 카카오보다는 네이버에 큰 영향을 줄 것으로 예상. 네이버의 A 홀딩스 지분 매각 가능성은 소강 상태로 접어들 것으로 예상. 추후 실제 매각이 이루어질 시 조 단위 현금의 투자처가 핵심
- 6월 예정된 시프트업 IPO 흥행 성공이 예상되는 만큼, 공모 참여 추천. 시프트업 예상 시가총액은 3.6조원으로 T12M 기준 33배, FY24F 기준 27배로 피어 대비 일부 프리미엄 있으나, 성장성 고려 시 합리적인 밸류. 25년 <니케>의 중국 출시 및 <스텔라 블레이드> PC 판매량 증대 기대
- 2분기 실적 발표 전에는 실적 서프라이즈가 기대되는 넷마블 매수 추천. 넷마블은 2분기 <나 혼자만 레벨업: ARISE> 매출 5,040억 원 예상. 비용 단에서는 인건비가 전년 대비 5% 하락할 것으로 예상하며, 나혼렙 게임 매출 비중 확대로 지급수수료율 2%p 하락 예상
- 4분기에는 본격적인 신작 모멘텀을 받을 수 있는 크래프톤 매력도 높음. 주요 신작인 <프로젝트 인조이>와 <블랙버짓> 25년 상반기 출시 예정

하반기 중소형주 투자 시나리오: 웹툰 엔터테인먼트 상장으로 웹툰 중소형주 바스켓 매수 추천

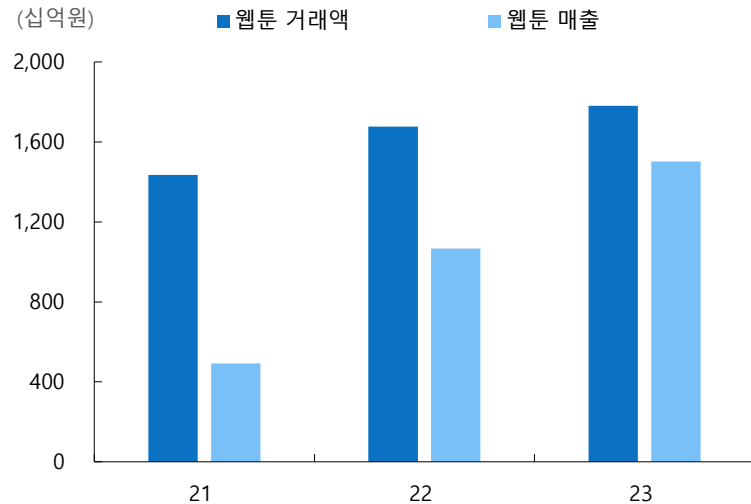
- 웹툰 엔터테인먼트는 올해 하반기 상장 예상. 라인 사태를 두고 IPO 연기에 대한 우려가 시장에 존재. 웹툰 엔터테인먼트는 네이버가 지분 70%를 확보해 지배력 보유. 라인 입장에서 IPO를 연기할 이유가 없다고 판단. 하반기 상장 가시화될 시, 현재 시장에서 소외된 웹툰 중소형주 수혜 가능하다고 판단
- 웹툰 엔터의 적정 시가총액은 언론에 발표된 30억~40억 달러 밴드에서 상단에 가까우며, 이는 국내 콘텐츠 단일 기업 중 최대 규모임. 웹툰엔터의 단기적인 영업이익률 타겟이 10%임을 가정했을 때, NOPLAT에 30배를 부여하면 5조 원의 기업가치 산출
- 이번 상장은 픽코마, 리디, 카카오 엔터테인먼트 등 웹툰 관련 기업들의 연쇄 IPO로 이어질 것으로 전망. 1차적인 수혜주는 네이버, 카카오가 될 것임은 분명하나, 엿지있는 중소형 플랫폼을 운영하는 키다리스튜디오, 탑코미디어에도 지속적인 관심이 필요하다고 판단

웹툰 엔터테인먼트 하반기 상장

웹툰, 섹터 탄생의 시그널

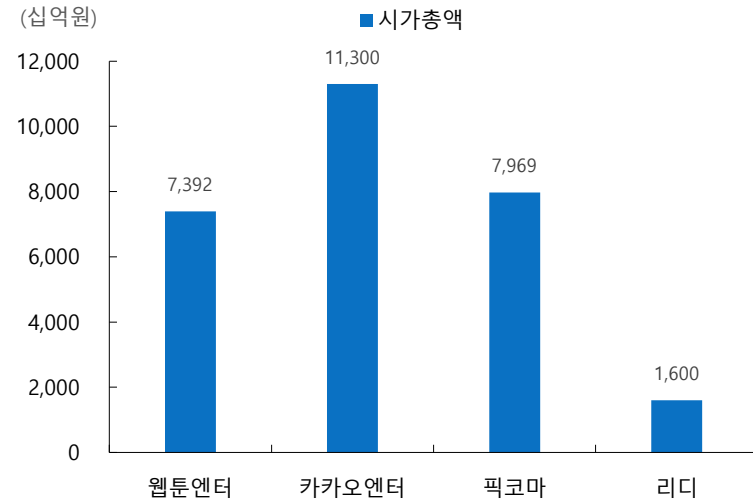
- 웹툰 엔터테인먼트 연내 상장 예상
- 적정 시가총액은 5조 원 이상. 언론에서 보도된 예상 기업가치 밴드는 4~5조 원으로, 피어 밸류에이션 기준 적정 가치는 밴드 상단. 기업가치에서는 서프라이즈가 없으며, 네이버 주가에는 상장 직후 주가 흐름이 관건
- 웹툰 엔터테인먼트의 성공적인 상장은 네이버보다는 **픽코마, 리디** 등 글로벌 웹툰 플랫폼의 연쇄 상장으로 이어질 것으로 전망. **웹툰 관련 중소형주들** 역시 상장 시기를 전후해서 높은 변동성을 보일 것

<그림> 최근 3개년 네이버 웹툰사업부 GMV 및 매출 추이



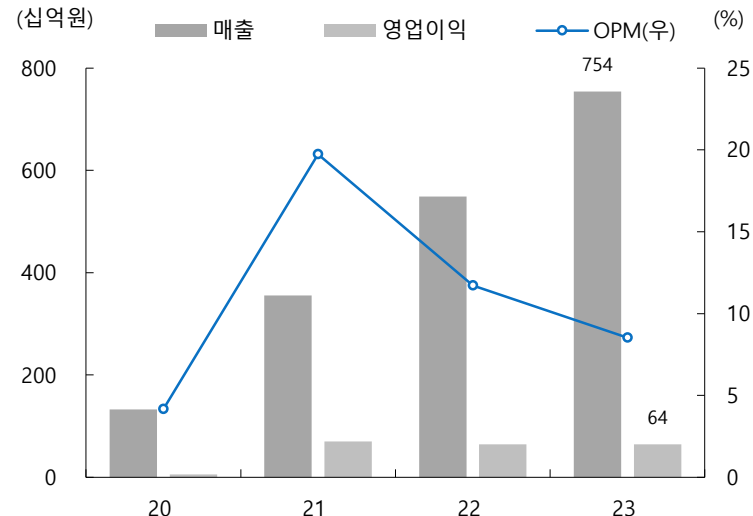
자료: NAVER, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 국내 비상장 스토리 플랫폼 업체 직전 투자 밸류 정리



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치본부
주: 카카오엔터테인먼트는 미디어, 뮤직 사업부 합산 값

<그림> 한국 네이버웹툰 재무 성과 추이



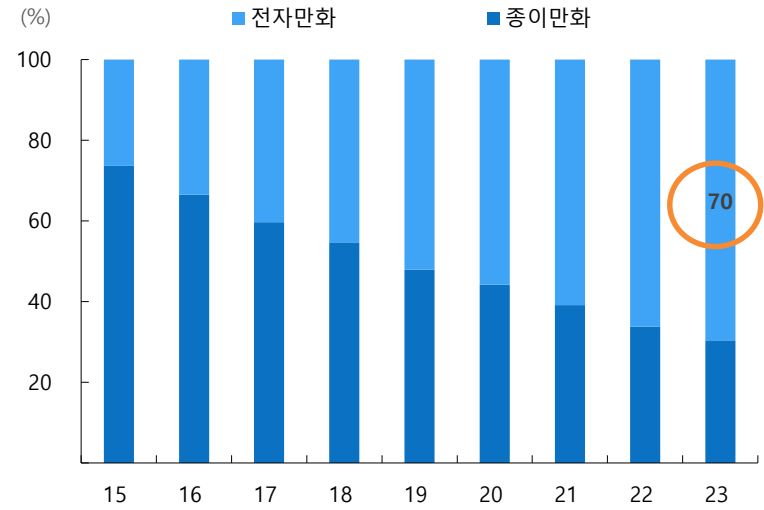
자료: NAVER, 하이투자증권 리서치본부

웹툰 성장 여력은 많이 남아있다

지금의 일본 시장은 한국의 2015년, 아직 많이 남았다

- 온라인화 진행 속도를 기준으로 삼았을 때, 일본 시장의 현재는 한국의 2015년도에 해당
- 일본 만화 시장은 20년도 코로나 시기 20% 넘는 성장을 기록한 후 꾸준히 외형이 확대되고 있음. 시장 확대의 이유는 크게 1) 넷플릭스를 통한 일본 애니메이션의 글로벌 보급, 2) 네이버, 카카오 등의 글로벌 플랫폼을 통한 콘텐츠 글로벌 공급망 개선
- 일본 만화 시장은 온라인 매출의 성장을 기반으로 꾸준한 성장이 가능할 것으로 전망. 라인망가의 현재 과금 전환율(PUR)은 한국(26%)을 큰 폭으로 하회하는 8%에 불과

<그림> 일본 만화 시장 규모 및 온라인 비중 추이



자료: 출판과학연구소, 하이투자증권 리서치본부

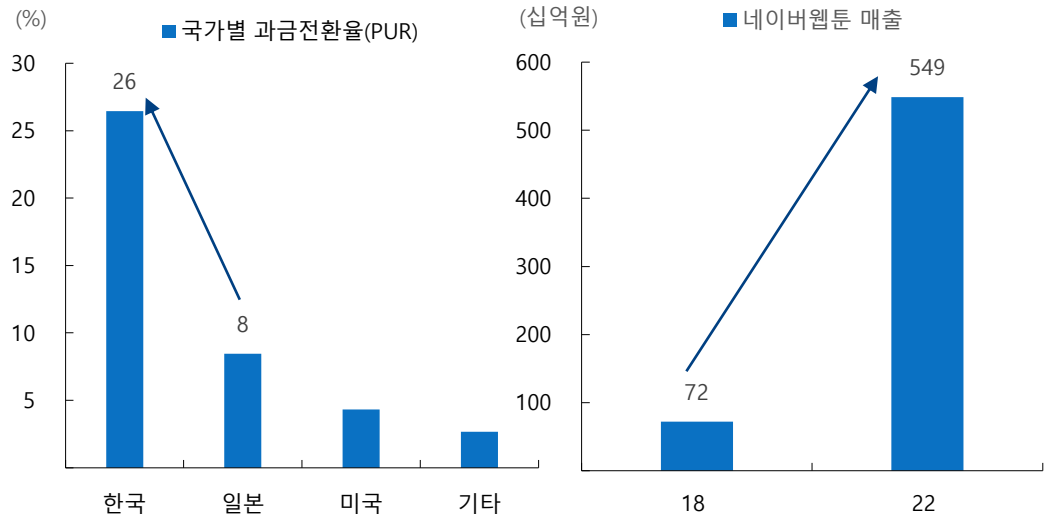
<그림> 한국 2015년도 만화 온/오프라인 소비 행태

온라인 · 출판만화 이용 비중 연도별 변화 추이 1



자료: 2015만화산업백서, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 웹툰엔터테인먼트 국가별 과금전환율



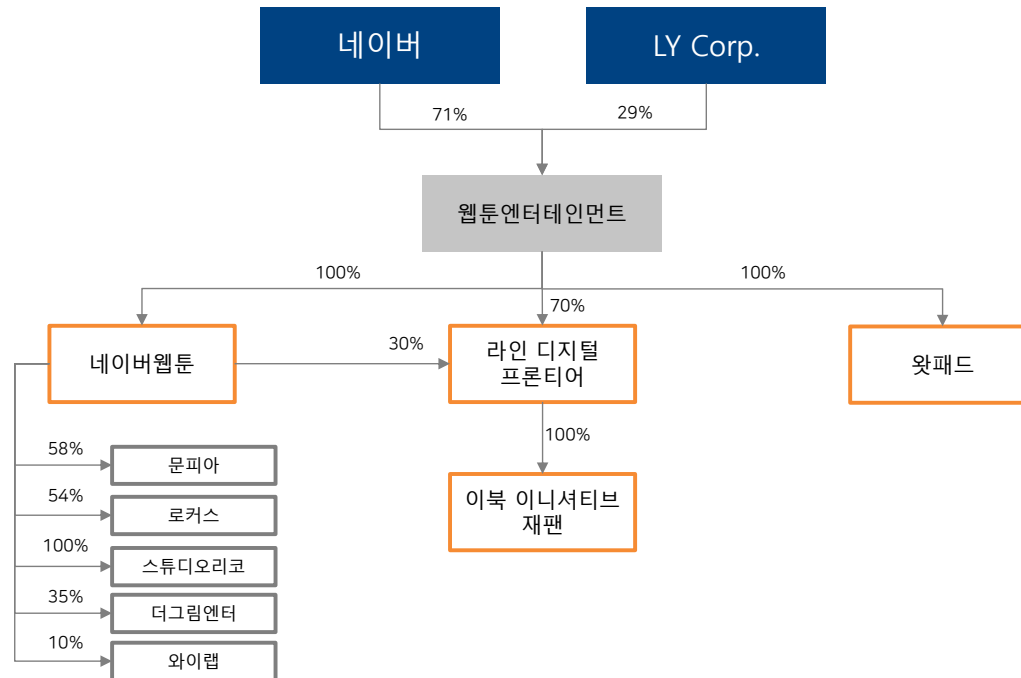
자료: 네이버, 하이투자증권 리서치본부
주:

라인 이슈와 무관하게 상장 진행될 것

깔끔한 지배구조, 낮은 유통 주식 비율

- 라인야후 관련 논란은 두 회사가 같은 지분을 보유하고 있기 때문. 웹툰 엔터테인먼트에 대해서는 네이버가 압도적으로 많은 71% 지분 보유. 라인야후는 라인망가와 이북재팬의 지분을 양도하는 과정에서 발생한 지분 29% 보유
- FI가 전혀 없는 상황에서 IPO가 진행되는 만큼 **상장 후 유통 주식 비율은 매우 낮을 것으로 추정함**. 네이버는 물론이고, 라인야후는 지분을 매각을 서두를 이유가 없음

<그림> 웹툰엔터테인먼트 기업 지배구조



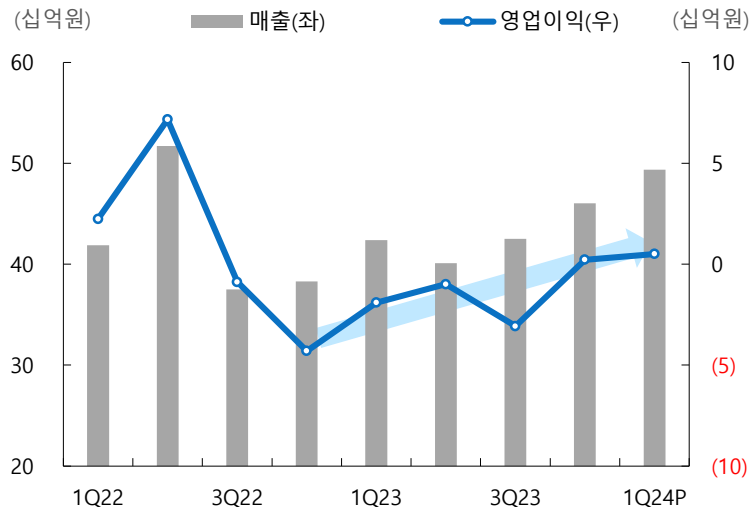
자료: NAVER, 하이투자증권 리서치본부

웹툰 중소형주 바스켓 매수 추천

디앤씨미디어, 키다리스튜디오, 탑코미디어

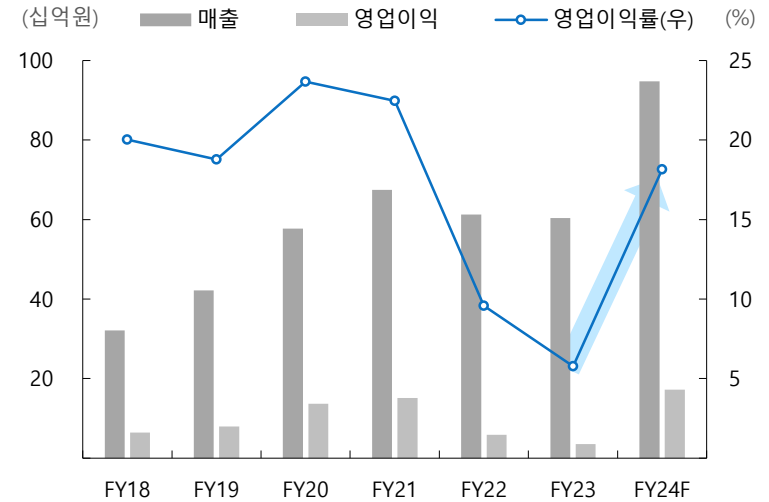
- 대형주 상장은 섹터 전체 상승 동력이 될 것. 웹툰 중소형주 바스켓 매수
- 디앤씨미디어 1분기 애니메이션 방영 효과로 웹툰/웹소설 전자책 매출이 폭발적으로 성장. 3분기 로열티 매출이 추가될 경우 역대 최대 실적 예상
- 키다리스튜디오는 2개 분기 연속 흑자 시현. 1분기 굿즈 매출 62억원으로 역대 최고치 기록. 중국 진출 모멘텀 보유
- 탑툰JP 1분기 QQ 25% 성장 전환. 남성향 성인 웹툰은 웹툰 장르 중 일본 시장 내 점유율이 가장 높음

<그림> 키다리스튜디오 이익 개선세



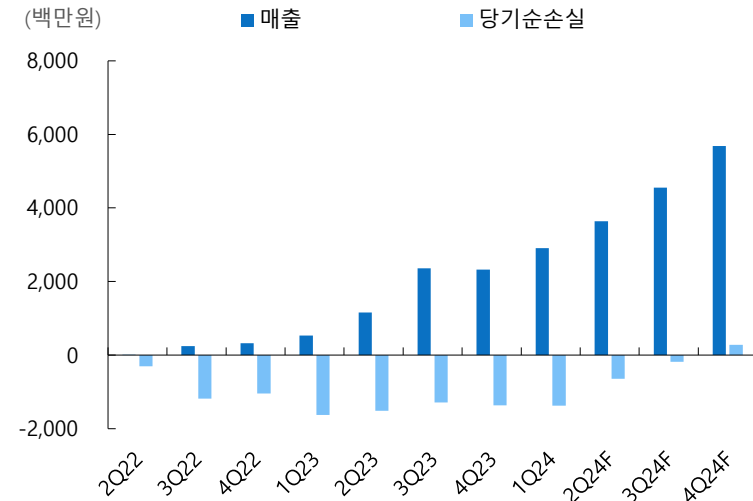
자료: 키다리스튜디오, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 디앤씨미디어 연간 매출 추정



자료: 디앤씨미디어, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 탑코미디어 일본 자회사 '탑툰JP' 분기 실적 추이 및 전망



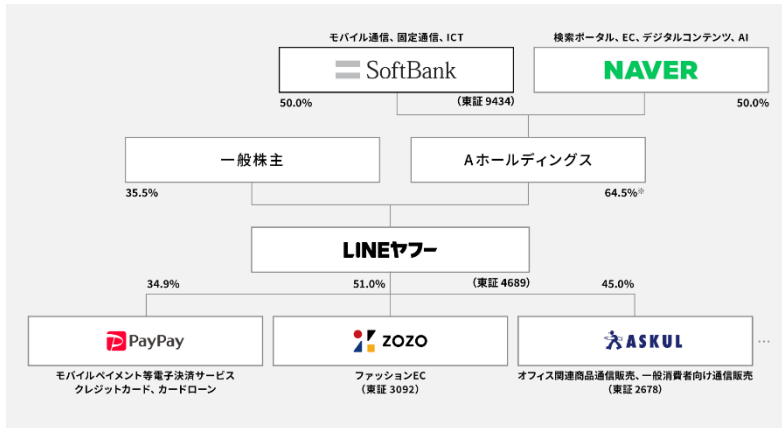
자료: 탑코미디어, 하이투자증권 리서치본부

A 홀딩스 지분 매각은 수면 아래로

잠시 수면 아래로

- 일부 언론에서 네이버 라인야후 지분 매각에 대한 가능성 보도. 정치권 이슈로 번지면서 당분간 소강 사태로 접어들 것으로 예상
- 만약 실제 매각으로 이어진다면, 네이버는 일부 지분 매각으로도 조 단위의 현금 확보 예상. 해당 금액은 SI향으로 투자할 확률이 높다고 판단
- 네이버의 향후 글로벌 경쟁력 확보를 위한 3축은 콘텐츠/커머스/AI. 콘텐츠는 웹툰엔터 상장으로 자체 투자 금액 확보했으며, 커머스는 23년 포시마크 인수하며 대규모 M&A 진행한 지 얼마 되지 않음

<그림> 라인야후 주주 구성



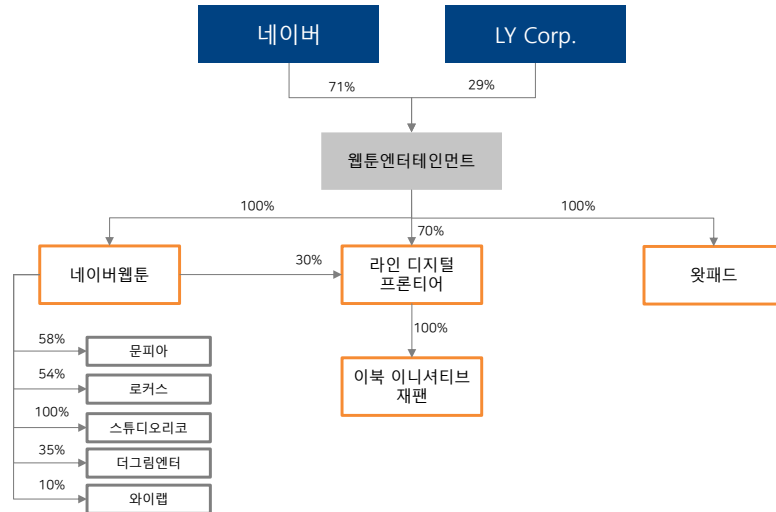
자료: LY corp., 하이투자증권 리서치본부

<그림> LY corp. 주가 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

<그림> 웹툰엔터테인먼트 주주 구성



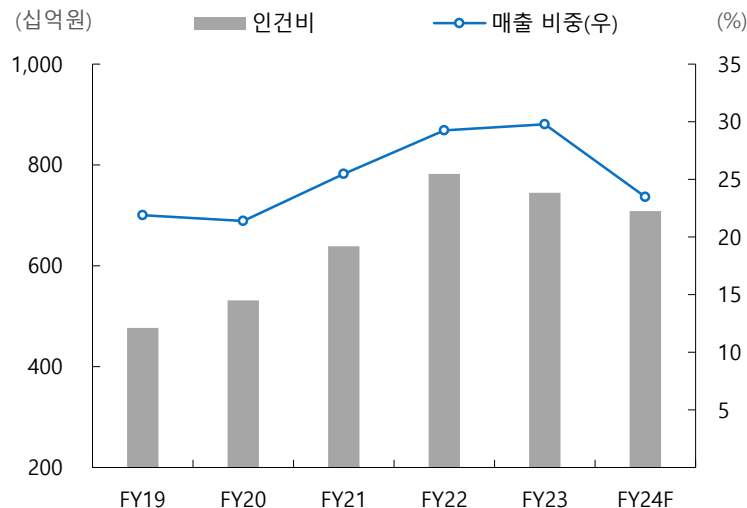
자료: 네이버, 하이투자증권 리서치본부

하반기 비용 절감은 더 선명하게

넷마블로 확인하는 비용 절감 효과

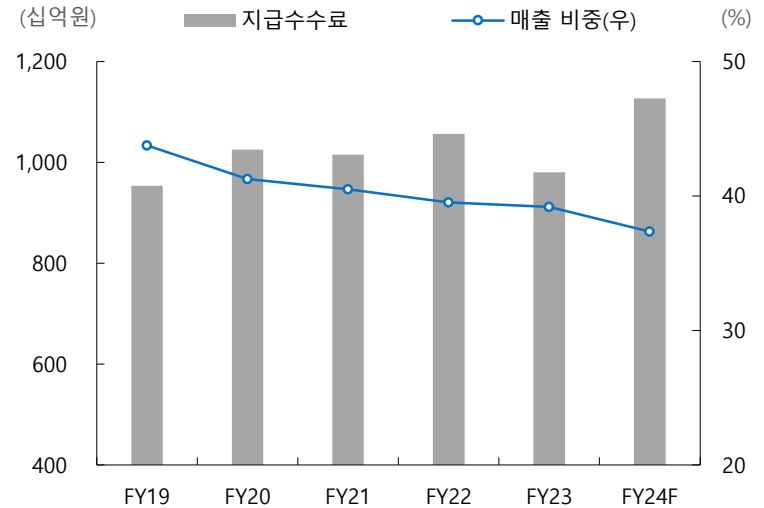
- 게임사들은 작년 마케팅비에서 보여준 비용 절감 의지를 고정비인 인건비와 지급수수료에서 보여줄 것
- 넷마블은 작년 단행한 인력 효율화의 효과로 올해 1분기 인건비가 전년 동기 대비 4% 하락. 1분기 수치를 경상 인건비로 계산할 시 2분기 인건비 감소율은 7%로 확대될 것으로 예상. 믹스 개선 효과로 연간 지급수수료율은 전년 대비 2%p 하락 예상
- 위메이드는 수익성 개선을 위해 블록체인 사업을 위믹스플레이와 위퍼블릭 두 플랫폼을 중심으로 재편하면서, 작년 440억 원 발생했던 외주개발비가 올해는 대부분 절감될 것으로 예상
- 엔씨소프트는 올해 전체 인력의 10% 구조조정 계획 발표. 마케팅비와 다르게 인건비 감소는 인력 감축 시점에서 1년 정도 래깅이 발생. 비용 감축 효과는 내년도부터 확인할 수 있을 것으로 예상

<그림> 넷마블 인건비 추이 및 추정



자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 넷마블 지급수수료 추이 및 추정



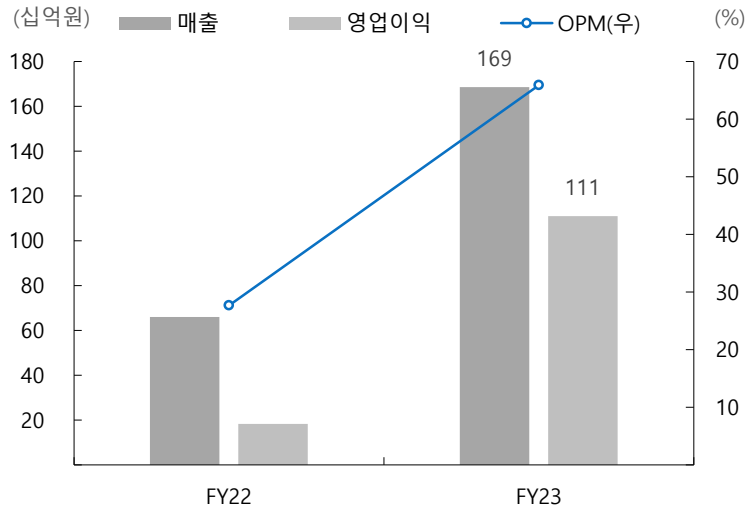
자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

6월 시프트업 상장

밴드 상단 시가총액 3.6조 원, 6월 상장 예정

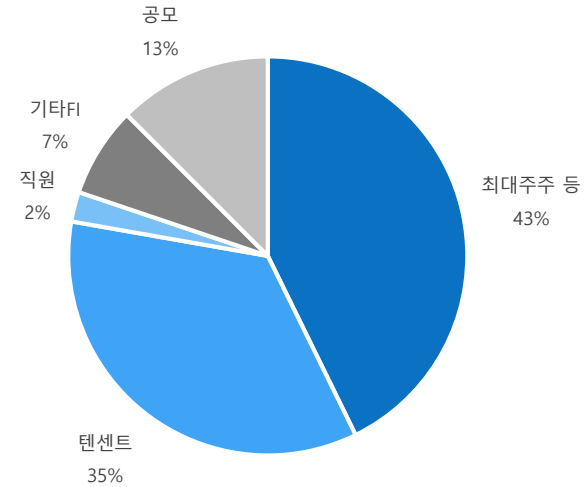
- 시프트업 상장 전후로 대형 게임주 사이 수급 조정이 있을 것으로 예상
- 23년 연간으로 매출 1,690억 원(YoY +155%), 영업이익 1,110억 원(YoY +508%, OPM 66%) 원 기록. 1분기 매출 374억 원(YoY -17%), 영업이익 259억 원(YoY -13%, OPM 69%) 기록하며 안정적인 매출 유지
- 밴드 상단 기준 시가총액은 3.6조 원으로, T12M 당기순이익 기준 PER 33배를 부여하여 산출
- 4월 26일 콘솔 오픈월드 액션 어드벤처 장르 신작 <스텔라 블레이드> 출시. 국내 유일 소니의 세컨드 파티 작품으로 연내 200만 장 판매 예상

<그림> 시프트업 2년간 재무 성과



자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 공모 후 시프트업 주주 구성



자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 콘솔 신작 <스텔라 블레이드>



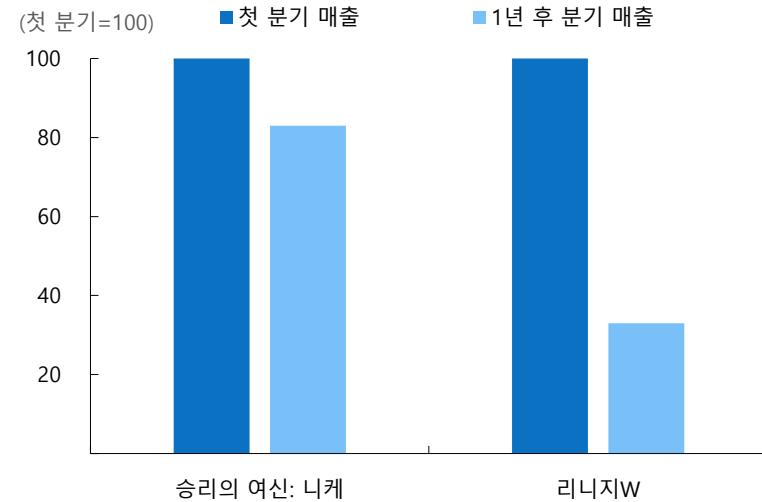
자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

시프트업 In-depth ①

니케를 통해 확인한 긴 PLC

- 스토리, 캐릭터 기반의 서브컬처 게임은 출시 직후 급격한 매출액 감소를 겪는 MMORPG 장르와 달리 매출 안정화 곡선이 완만함을 보여줌
- 1분기 매출 374억원(YoY -17%), 영업이익 259억원(YoY -13%, OPM 69%) 기록. 매출은 전년 동기 대비 10%대 하락에 그침. MAU등 유저 지표 역시 안정적으로 유지
- 올해와 내년 <승리의 여신:니케>중국 출시 기대감 유효. 중국 매출 규모는 글로벌 매출과 유사할 것. 니케는 문화적으로 논란이 없는 장르이자, 글로벌 퍼블리셔가 텐센트인 만큼 판호 발급 결격 사유 없음.

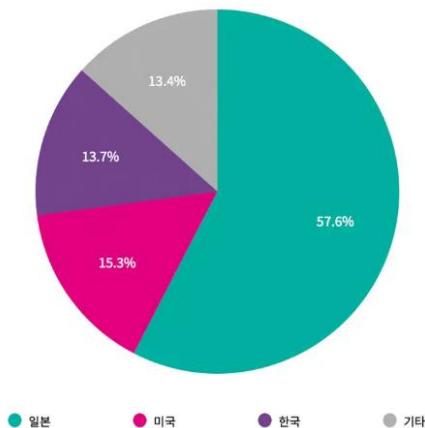
<그림> 1Q24 매출 1Q23과 비교



자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

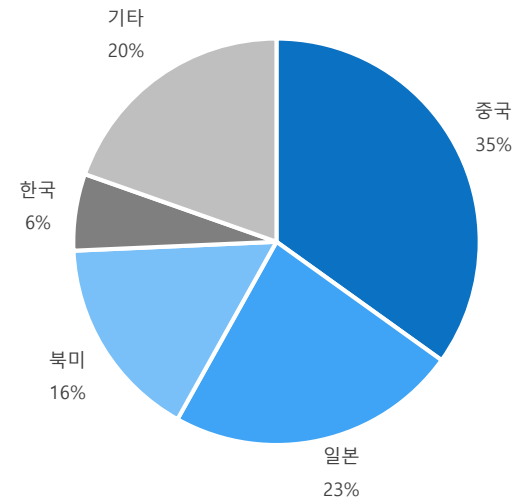
<그림> 니케 국가별 매출 비중

《승리의 여신: 니케》 전 세계 누적 매출에서 국가별 비중
- Google Play & iOS
(2022년 11월 4일 - 2024년 1월 25일)



자료: 센서타워, 하이투자증권 리서치본부

<그림> <원신> 지역별 매출 비중



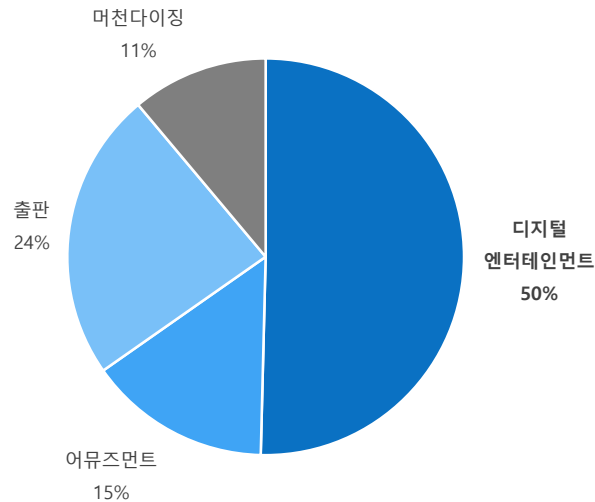
자료: 센서타워, 하이투자증권 리서치본부
주1: 2020년 9월~2023년 1월 누적 데이터
주2: 안드로이드 서드파티 매출은 제외. 실제 중국 매출 비중은 더 높을 것으로 판단

시프트업 In-depth ②

피어 기업 선정에서 알 수 있는 향후 지향점

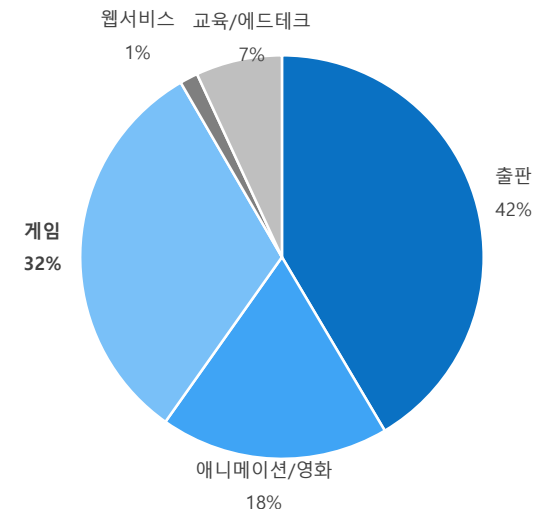
- 피어그룹 선정에서 시프트업의 정체성과 향후 지향성을 파악할 수 있음. 시프트업은 게임 일반도 기업보다는, 스토리 IP를 기반으로 게임, 애니메이션 등으로 매체를 확장해가며 종합적인 콘텐츠사가 되는 것을 추구하는 것으로 판단. 이러한 사업 신작 게임의 출시만을 모멘텀으로 주가가 움직이는 게임사들과 달리, 게임의 공백기를 다른 콘텐츠들이 메워줄 수 있다는 점에서 더 높은 밸류에이션 배수를 부여받을 수 있다는 의미
- 피어그룹으로 선정된 기업은 스퀘어에닉스, 사이버에이전트, 카도카와로 모두 일본 기업. 국내에 자체 서브컬처 IP를 갖고 영업수익을 내거나, 대형 콘솔 IP를 보유한 회사가 없기 때문. 스퀘어에닉스는 <파이널판타지>와 <니어 오토마타>, 카도카와는 게임 개발 자회사인 '프롬 소프트웨어'를 통해 <엘드링> 등 소울류 콘솔 IP를 확보. 사이버에이전트는 모바일 게임 개발사로, 일본 최대 육성형 서브컬처 게임인 <우마무스메>와 서브컬처 리듬 게임인 <프로젝트 세카이: 컬러풀 스테이지!>의 개발사
- IT 대기업인 사이버에이전트는 제외하고. 스퀘어에닉스와 카도카와의 공통점은 출판 사업을 영위한다는 것. 스퀘어에닉스는 대형 웹툰 플랫폼인 <망가UP!>을 운영하고 있음. 3월 마감한 24년 회계연도 기준 비게임 사업부 영업이익 비중이 절반. 카도카와는 일본을 대표하는 라이트노벨 출판사

<그림> 스퀘어에닉스 FY24 영업이익 사업부별 비중



자료: 스퀘어에닉스, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 카도카와 FY24 영업이익 사업부별 비중



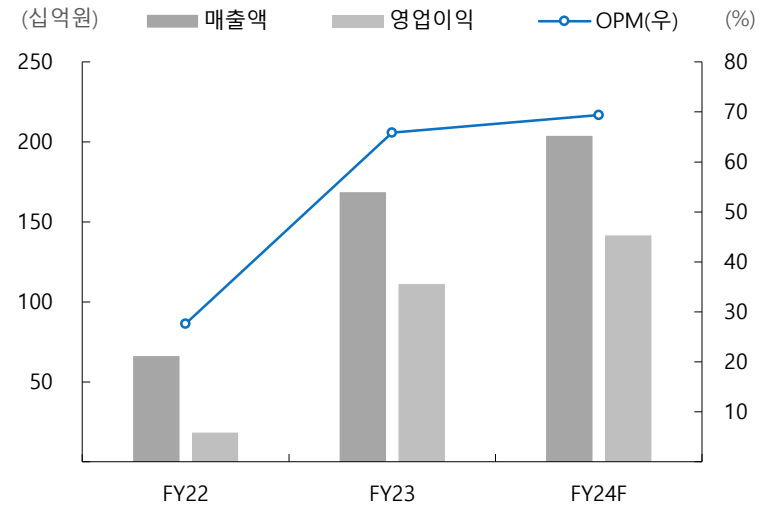
자료: 카도카와, 하이투자증권 리서치본부

시프트업 In-depth ③

24년 영업이익 1,415억 원(YoY +27%) 예상

- 시프트업 올해 연간 매출액 2,039억원(YoY +21%), 영업이익 1,415억원(YoY +27%)로 고성장을 지속할 것으로 전망
- 24년도 추정에는 <니케>의 매출 하향 안정화와 <스텔라 블레이드> 180만 장 판매 가정. 공모가 밴드 상단은 FY24F PER 기준 27배로 국내 게임사 대비 일부 프리미엄이나 정당화되는 수준
- 시프트업 추가에는 <니케> 판호 발급이 가장 주요. 25년에는 <니케> 중국 출시와 <스텔라 블레이드> 독점 해제에 따른 PC 매출 예상. <원신>의 사례에서 볼 수 있듯이, 서브컬처 장르에서 중국은 중국 외 글로벌을 전체 합친 것만큼 큰 시장

<그림> 시프트업 연간 매출 및 영업이익 추이



자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 시프트업 실적 추정

	FY22	FY23	FY24F	1Q23	1Q24
매출액	66,073	168,594	203,909	44,900	37,376
게임	65,501	167,516	202,830		36,471
데스티니 차일드	10,271	3,979	0		
승리의 여신: 니케	55,230	163,537	130,830		36,471
스텔라 블레이드			72,000		
기타	572	1,079	1,079		905
영업이익	18,264	111,063	141,491	29,840	25,935
OPM(%)	28	66	69	66	69

자료: 시프트업, 하이투자증권 리서치본부

주요 게임 신작 라인업 정리

〈그림〉 주요 신작 게임 라인업						
	기업명	게임명	개발사	장르	플랫폼	국가
1H24	크래프톤	다크앤다커 모바일	블루홀스튜디오	던전 PvPvE	모바일	한국 포함 일부 국가
	엔씨소프트	BSS	엔씨소프트	수집형RPG	모바일	글로벌
		블레이드앤소울2	엔씨소프트	MMORPG	모바일/PC	중국
	위메이드	레전드 오브 이미르	위메이드엑스알	MMORPG	모바일/PC	한국
		미르4 or 미르M	위메이드	MMORPG	모바일/PC	중국
카카오게임즈	가디언오더	로드컴플릿	액션RPG	모바일	글로벌	
FY25	크래프톤	인조이★	크래프톤	라이프시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌
		프로젝트 블랙버짓★	펍시스튜디오	익스트랙션 슈터	PC/콘솔	글로벌
		서브노티카 후속작	언노운월즈	오픈월드 생존게임	PC/콘솔	글로벌
	넷마블	일곱개의 대죄 오리진★	넷마블F&C	오픈월드RPG	모바일	글로벌
		나 혼자만 레벨업: ARISE	넷마블네오	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
	엔씨소프트	아이온2★	엔씨소프트	MMORPG	모바일/PC/콘솔	미정
	시프트업	승리의 여신: 니케★	시프트업	수집형RPG	모바일	중국
	펄어비스	붉은사막★	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌
	위메이드	미르5	위메이드넥스트	오픈월드 MMORPG	PC/콘솔	미정
		디스민즈워	디스민즈워	FPS	PC/콘솔	글로벌
	카카오게임즈	아키에이지2★	엑스엘게임즈	오픈월드 MMORPG	PC/콘솔	글로벌
		프로젝트Q	라이온하트스튜디오	MMORPG	모바일/PC	국내

자료: 각 사, 하이투자증권 리서치본부

[기업분석]

카카오(035720)

넷마블(251270)

크래프톤(259960)

디앤씨미디어(263720)

카카오(035720)

앞으로 나아질 일만 남았다

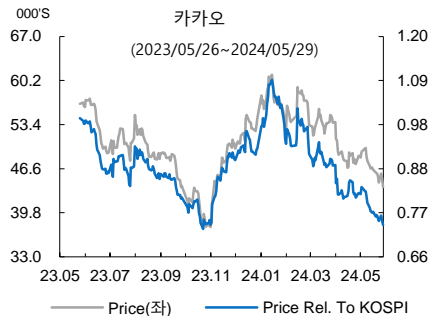
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	75,000원(유지)
증가(2024.05.29)	43,750원
상승여력	71.4 %

Stock Indicator

자본금	45십억원
발행주식수	44,333만주
시가총액	19,396십억원
외국인지분율	27.4%
52주 주가	37,600~61,100원
60일평균거래량	1,251,580주
60일평균거래대금	62.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	-17.9	-13.4	-22.7
상대수익률	-9.4	-19.2	-19.6	-27.3



[투자포인트]

- 목표주가 75,000원으로 유지. 인터넷 섹터 최선호주로 제시. 신규 광고 지면은 가격과 소진율 동반 상승 국면. 본업이 건조한 상황에서 주요 적자 자회사들 이익 전환 추세 이어질 것
- 1분기 실적 컨센서스 부합. 특비즈(YoY +8%, QoQ -3%)는 광고 P, Q 동시 상승으로 전년 동기 대비 18% 성장 기록. 커머스는 작년 직매입으로 인한 역기저로 5% 성장에 그침. 콘텐츠(YoY +38%, QoQ +3%)는 SM 인수 효과 제외 시 전년 대비 5% 성장. 픽코마는 인기 IP 애니메이션 방영 및 마케팅 활성화로 전년, 전분기 대비 성장세 지속
- 픽코마는 웹툰엔터테인먼트 상장 수혜 예상. 픽코마는 글로벌 최대 시장인 일본의 1위 모바일 만화 플랫폼. 두 자릿 수 이상 영업이익률 유지하고 있는 것으로 추정. 일본 제외 글로벌은 '타파스', '래디시', '우시아 월드'로 파편화되었던 서비스를 타파스 중심으로 재정비. 이상적인 상장 시기는 타파스가 글로벌 플랫폼인 FI 투자 밸류를 고려 시 8조 원 이상의 기업가치가 확보되어야 함. 웹툰엔터테인먼트 상장 이후 주가 흐름에 가장 큰 영향을 받을 것

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,557	8,255	9,146	10,061
영업이익(십억원)	461	675	1,121	1,913
순이익(십억원)	-1,013	610	438	1,278
EPS(원)	-2,276	1,375	989	2,883
BPS(원)	21,948	23,573	24,732	27,786
PER(배)		31.8	44.2	15.2
PBR(배)	2.5	1.9	1.8	1.6
ROE(%)	-10.3	6.0	4.1	11.0
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	15.4	12.1	8.3	4.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<그림> 카카오 재무 추정											
(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출	6,799	7,557	8,255	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	1,993	2,112	2,162
플랫폼	3,463	3,505	3,867	848	869	880	957	955	927	938	1,047
특비즈	1,902	1,933	2,092	485	480	479	538	522	496	494	580
포털비즈	424	344	349	84	89	83	88	85	91	84	89
플랫폼 기타	1,137	1,228	1,426	280	300	317	331	348	341	359	378
콘텐츠	3,336	4,003	4,388	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,065	1,174	1,114
게임	1,110	1,010	1,103	247	269	262	232	243	270	295	294
뮤직	894	1,724	2,005	232	481	513	498	468	495	529	513
스토리	921	922	915	229	231	249	213	227	229	247	212
미디어	412	347	364	68	73	107	99	95	71	103	95
영업비용	6,230	7,096	7,579	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,838	1,931	1,942
매출연동비	2,654	2,986	3,295	642	780	849	714	820	787	834	854
인건비	1,701	1,860	1,910	448	472	468	472	479	461	479	491
마케팅	417	406	371	97	100	105	104	89	89	95	97
상각비	580	751	833	150	192	198	210	198	219	223	194
외주/인프라	684	835	840	174	205	199	257	202	203	215	220
기타	192	258	331	50	60	69	80	80	80	85	87
영업이익	569	461	675	63	113	124	161	120	154	181	219
OPM(%)	8.4	6.1	8.2	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	7.7	8.6	10.1
지배순이익	1,358	(676)	610	76	55	28	(836)	74	152	176	209
NPM(%)	20.0	(8.9)	7.4	4.7	2.9	1.4	(41.8)	3.7	7.6	8.3	9.7

자료: 카카오, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		8,943	9,405	10,265	12,695
현금 및 현금성자산		5,389	5,633	6,238	8,404
단기금융자산		1,884	1,965	2,049	2,137
매출채권		1,171	1,276	1,410	1,547
재고자산		139	151	168	185
비유동자산		15,090	15,005	14,903	14,829
유형자산		1,322	1,409	1,456	1,512
무형자산		5,689	5,503	5,341	5,198
자산총계		25,180	25,557	26,315	28,671
유동부채		6,245	6,036	5,982	6,020
매입채무		242	264	293	322
단기차입금		1,053	853	693	565
유동성장기부채		-	-	-	-
비유동부채		3,737	3,687	3,637	3,587
사채		-	-	-	-
장기차입금		846	796	746	696
부채총계		11,321	11,063	10,959	10,946
지배주주지분		9,764	10,449	10,963	12,317
자본금		45	44	44	44
자본잉여금		8,840	8,840	8,840	8,840
이익잉여금		1,922	2,506	2,918	4,169
기타자본항목		-1,043	-941	-839	-736
비지배주주지분		4,095	4,045	4,393	5,408
자본총계		13,859	14,494	15,356	17,725

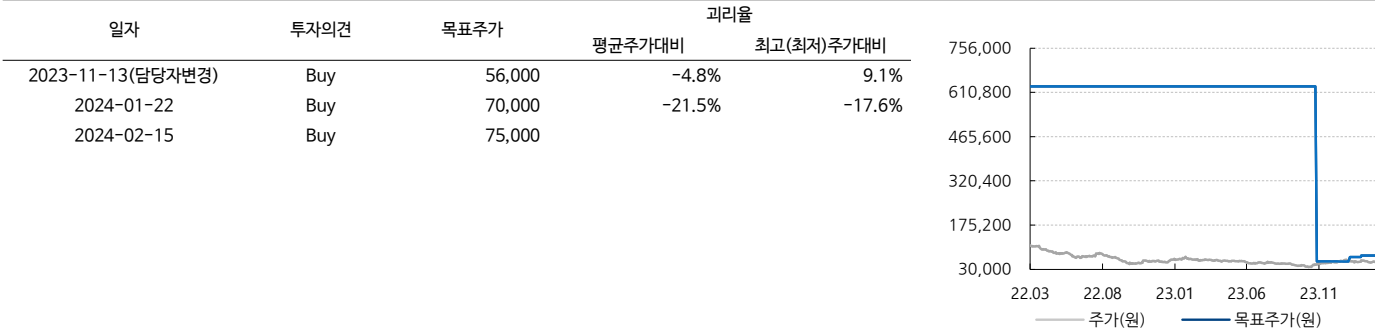
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		1,341	1,179	1,343	2,817
당기순이익		-1,817	560	786	2,293
유형자산감가상각비		489	153	143	134
무형자산상각비		271	285	253	224
지분법관련손실(이익)		4	4	4	4
투자활동 현금흐름		-1,780	-941	-884	-879
유형자산의 처분(취득)		-561	-240	-190	-190
무형자산의 처분(취득)		-135	-100	-90	-81
금융상품의 증감		-495	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름		1,020	457	597	679
단기금융부채의증감		-59	-400	-260	-178
장기금융부채의증감		199	-50	-50	-50
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-55	-27	-27	-27
현금및현금성자산의증감		553	244	605	2,166
기초현금및현금성자산		4,836	5,389	5,633	6,238
기말현금및현금성자산		5,389	5,633	6,238	8,404

자료 : 카카오, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		7,557	8,255	9,146	10,061
증가율(%)		11.2	9.2	10.8	10.0
매출원가		-	-	-	-
매출총이익		7,557	8,255	9,146	10,061
판매비와관리비		7,096	7,579	8,025	8,148
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		461	675	1,121	1,913
증가율(%)		-19.1	46.5	66.1	70.6
영업이익률(%)		6.1	8.2	12.3	19.0
이자수익		190	199	217	276
이자비용		163	146	135	127
지분법이익(손실)		4	4	4	4
기타영업외손익		-2,122	-85	-76	-5
세전계속사업이익		-1,648	756	1,087	2,081
법인세비용		168	196	301	-213
세전계속이익률(%)		-21.8	9.2	11.9	20.7
당기순이익		-1,817	560	786	2,293
순이익률(%)		-24.0	6.8	8.6	22.8
지배주주귀속 순이익		-1,013	610	438	1,278
기타포괄이익		102	102	102	102
총포괄이익		-1,715	662	889	2,395
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-2,276	1,375	989	2,883
BPS		21,948	23,573	24,732	27,786
CFPS		-566	2,363	1,880	3,691
DPS		61	61	61	61
Valuation(배)					
PER		-	31.8	44.2	15.2
PBR		2.5	1.9	1.8	1.6
PCR		-95.9	18.5	23.3	11.9
EV/EBITDA		15.4	12.1	8.3	4.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-10.3	6.0	4.1	11.0
EBITDA이익률		16.2	13.5	16.6	22.6
부채비율		81.7	76.3	71.4	61.8
순부채비율		-38.8	-41.1	-44.6	-52.4
매출채권회전율(x)		7.6	6.7	6.8	6.8
재고자산회전율(x)		50.6	56.9	57.3	57.1

카카오 투자의견 및 목표주가 변동추이



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-mail등을 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.			
[투자의견] 종목추천 투자등급 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		산업추천 투자등급 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral (중립) · Underweight(비중축소)	
[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]			
매수	92.1%	중립(보유)	7.9%
		매도	-

넷마블(251270)

2분기 더 큰 서프라이즈를 위한 준비

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	95,000원(유지)
증가(2024.05.29)	66,000원
상승여력	43.9 %

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	8,595만주
시가총액	5,673십억원
외국인지분율	24.6%
52주 주가	37,200~69,400원
60일평균거래량	178,632주
60일평균거래대금	11.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.9	7.0	12.1	16.4
상대수익률	19.3	5.6	5.8	11.8



[투자포인트]

- 목표주가 95,000원으로 유지, 게임주 Top Pick으로 유지
- 나혼렘 게임 연간 매출 추정치를 기존의 2,400억 원에서 5,040억 원으로 상향. 게임 출시 하루 만에 DAU 500만 명 이상, 일 매출 140억 원 이상을 기록. 넷마블은 20년도 만화 IP 기반 게임인 <일곱 개의 대죄: 그랜드 크로스>로 매출 3,920억 원을 기록한 바 있음. 매출은 액션 RPG 특성상 콘텐츠 고갈에 따라 3분기에는 전 분기 대비 하락할 것으로 예상하나, 4분기 애니메이션 2기 방영과 스팀 출시로 반등 예상
- 나혼렘은 소니가 크런치를 오리지널로 방영하기 위해 전략적으로 투자한 IP이며, 향후 소니와의 협력을 통한 지속적인 IP 개발 기대
- 인력 효율화의 효과는 올해부터 온기 반영. 1분기 인건비가 경상 인건비. 2분기 인건비는 전년 대비 7% 하락 예상. 플랫폼 다양화와 자체 IP 비중 증가로 올해 수수료율은 전년 대비 1.8%p 하락할 것으로 전망. 자체 IP 또는 개발 초기 단계의 IP는 레거시 IP 대비 수수료율이 낮음. 자체 런처를 활용한 PC 매출의 확대는 플랫폼 수수료 절감으로 이어질 것. <아스달 연대기>는 PC 매출이 과반 이상, 나혼렘 게임도 PC 매출이 높을 것으로 예상

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,502	3,016	3,318	3,650
영업이익(십억원)	-68	263	427	614
순이익(십억원)	-256	169	488	595
EPS(원)	-2,975	1,964	5,675	6,925
BPS(원)	57,933	56,569	58,915	62,513
PER(배)		33.6	11.6	9.5
PBR(배)	1.0	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	-4.9	3.4	9.8	11.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	53.4	15.4	10.5	7.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

인터넷/게임 2H24 전망



<그림> 넷마블 재무 추정											
(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출	2,673	2,501	3,016	603	603	631	665	585	820	756	854
마블 CoC	289	269	248	54	72	63	80	47	63	61	77
잭팟월드	214	237	239	60	60	57	60	59	62	58	61
캐시프렌지	220	205	196	54	54	50	47	53	52	48	44
랏차슬롯	208	206	203	54	48	50	53	53	48	50	53
칠대죄:그랜드크로스	180	150	145	42	36	32	40	41	35	31	39
세븐나이트 키우기		85	101			32	53	29	26	24	21
나 혼자만 레벨업			504						189	135	180
기타	908	957	1,033	217	229	259	253	228	261	274	270
중국 합산(순매출)		47	86			20	27	20	22	23	21
영업비용	2,782	2,571	2,754	631	641	652	647	582	775	670	727
지급수수료	1,056	980	1,127	247	240	239	254	227	304	280	316
인건비	782	745	709	188	193	181	183	180	180	173	176
마케팅비	524	487	596	100	113	146	128	102	205	136	154
상각비	232	185	158	48	48	46	43	39	39	40	40
기타 비용	187	174	163	48	46	41	40	34	47	41	41
영업이익	-109	-70	263	-28	-37	-22	18	4	46	86	127
OPM(%)			9				3	1	6	11	15
지배순이익	-819	-267	169	-38	-27	-19	-183	0	29	56	84
NPM(%)			6						4	7	10

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산		6,440	6,028	6,341	6,878
현금 및 현금성자산		2,724	1,715	1,416	1,190
단기금융자산		1,986	2,184	2,403	2,643
매출채권		1,588	1,855	2,036	2,212
재고자산		9	10	11	12
비유동자산		27,459	28,872	28,461	27,998
유형자산		2,458	2,398	2,283	2,140
무형자산		1,481	3,302	3,355	3,383
자산총계		33,899	34,901	34,802	34,875
유동부채		5,481	5,939	5,842	5,777
매입채무		-	-	-	-
단기차입금		1,381	1,681	1,381	1,081
유동성장기부채		-	-	-	-
비유동부채		4,968	5,613	5,350	5,087
사채		1,705	1,505	1,305	1,105
장기차입금		328	1,136	1,036	936
부채총계		10,449	11,552	11,192	10,864
지배주주지분		22,744	22,666	22,977	23,427
자본금		16	16	16	16
자본잉여금		1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금		23,646	24,495	25,733	27,109
기타자본항목		-2,475	-3,401	-4,328	-5,255
비지배주주지분		706	682	633	584
자본총계		23,450	23,349	23,610	24,011

현금흐름표	(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름		1,453	1,155	1,929	1,953
당기순이익		673	988	1,360	1,508
유형자산감가상각비		519	414	399	370
무형자산상각비		42	73	71	72
지분법관련손실(이익)		97	97	97	97
투자활동 현금흐름		-1,216	-4,145	-2,324	-2,267
유형자산의 처분(취득)		-689	-354	-283	-227
무형자산의 처분(취득)		-55	-1,894	-123	-101
금융상품의 증감		2,368	445	445	445
재무활동 현금흐름		-339	1,108	-776	-784
단기금융부채의증감		-219	550	-400	-400
장기금융부채의증감		6	608	-300	-300
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-213	-137	-163	-172
현금및현금성자산의증감		-57	-1,009	-299	-226
기초현금및현금성자산		2,781	2,724	1,715	1,416
기말현금및현금성자산		2,724	1,715	1,416	1,190

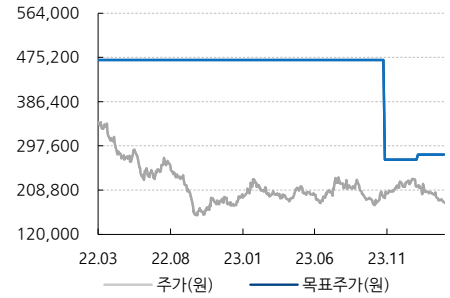
자료 : NAVER, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액		8,220	9,671	10,652	11,605
증가율(%)		20.6	17.6	10.2	8.9
매출원가		-	-	-	-
매출총이익		8,220	9,671	10,652	11,605
판매비와관리비		6,915	8,182	8,873	9,518
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,305	1,489	1,780	2,086
증가율(%)		-1.6	14.1	19.5	17.2
영업이익률(%)		15.9	15.4	16.7	18.0
이자수익		59	49	48	48
이자비용		72	88	77	65
지분법이익(손실)		97	97	97	97
기타영업외손익		-65	-186	-279	-251
세전계속사업이익		1,084	1,486	1,943	2,154
법인세비용		411	498	583	646
세전계속이익률(%)		13.2	15.4	18.2	18.6
당기순이익		673	988	1,360	1,508
순이익률(%)		8.2	10.2	12.8	13.0
지배주주귀속 순이익		760	1,013	1,409	1,557
기타포괄이익		-1,388	-927	-927	-927
총포괄이익		-715	62	433	581
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS		4,634	6,182	8,677	9,585
BPS		138,642	139,565	141,479	144,249
CFPS		8,054	9,151	11,567	12,307
DPS		1,828	2,194	2,304	2,418
Valuation(배)					
PER		38.3	29.5	21.0	19.0
PBR		1.3	1.3	1.3	1.3
PCR		22.0	20.0	15.8	14.8
EV/EBITDA		14.9	15.2	13.1	11.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		3.3	4.5	6.2	6.7
EBITDA이익률		22.7	20.4	21.1	21.8
부채비율		44.6	49.5	47.4	45.2
순부채비율		-5.5	1.8	-0.4	-3.0
매출채권회전율(x)		5.6	5.6	5.5	5.5
재고자산회전율(x)		1,111.4	1,027.1	996.0	990.7

NAVER 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13(담당자변경)	Buy	270,000	-19.9%	-14.3%
2024-01-22	Buy	280,000		



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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. · 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. · 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.			
[투자의견] 종목추천 투자등급 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		산업추천 투자등급 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral (중립) · Underweight(비중축소)	
[하이투자증권투자비용등급공시2024-03-31 기준]			
매수	92.1%	중립(보유)	7.9%
		매도	-

크래프톤(259960)

진짜 상승은 신작 모멘텀

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	350,000원(유지)
증가(2024.05.29)	244,000원
상승여력	43.4 %

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	4,837만주
시가총액	11,801십억원
외국인지분율	37.2%
52주 주가	146,500~263,500원
60일평균거래량	158,428주
60일평균거래대금	38.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	7.5	13.0	31.7
상대수익률	2.0	6.2	6.7	27.1



[투자포인트]

- 목표주가 350,000원으로 유지, 게임주 차선호주로 지속 제시. PUBG PC/모바일 매출 추정치 상향으로 목표주가를 기존의 290,000원에서 350,000원으로 상향. 목표주가는 24년 예상 EPS에 PER 20배를 부여해서 산출
- 신작 출시 일정이 밀리면서 향후 주가는 실적 시즌에 변동성이 커질 것으로 예상하며, 3분기 <프로젝트 인조이>의 글로벌 게임쇼 출품이 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 예상. 당초 상반기 출시가 예정되었던 다크앤다커는 하반기로 출시 일정이 연기되었으며, 연말 출시 예정이던 <프로젝트 인조이>와 <블랙버짓>은 25년도 초 출시될 것으로 예상. PUBG가 무료 전환 이후 기록했던 최고 수준의 MAU를 회복한 만큼 PUBG IP 활용에 역량이 집중될 것으로 예상
- 다크앤다커는 3분기 국내 소프트웨어 런칭을 시작으로 4분기 말까지 글로벌 전역으로 출시될 것으로 예상. 4월 진행한 한국 CBT 예약자 수는 5만 명을 기록. 3분기 한국부터 OBT를 통해 BM을 점검하면서 점진적으로 국가를 확장해 나갈 계획인 만큼 올해 매출 기여도는 낮을 것. 연간 매출액 추정치를 기존의 500억 원에서 300억 원으로 하향 조정

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,911	2,265	2,901	3,046
영업이익(십억원)	768	862	1,089	1,180
순이익(십억원)	595	787	957	789
EPS(원)	12,221	16,269	19,785	16,304
BPS(원)	114,849	131,091	150,853	167,135
PER(배)	15.8	15.0	12.3	15.0
PBR(배)	1.7	1.9	1.6	1.5
ROE(%)	11.2	13.2	14.0	10.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.1	8.8	6.7	5.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

인터넷/게임 2H24 전망



<그림> 크래프톤 재무 추정											
(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출	1,854	1,911	2,265	539	387	450	535	666	502	528	569
PC	465	584	774	178	117	121	167	244	184	163	182
모바일	1,253	1,245	1,406	348	245	309	343	402	294	343	367
콘솔	104	56	54	7	19	12	17	11	17	13	12
기타	32	26	32	5	6	8	7	8	7	9	8
영업비용	1,102	1,143	1,403	256	256	261	370	355	315	341	392
인건비	365	427	546	101	103	102	121	121	129	135	160
앱수수료/매출원가	207	227	294	47	32	60	88	86	65	69	74
지급수수료	325	259	259	62	71	65	62	61	60	63	74
광고선전비	130	66	120	5	9	18	34	12	25	37	46
주식보상비용	(64)	28	72	10	9	(20)	28	42	10	10	10
기타	32	26	32	5	6	8	7	8	7	9	8
영업이익	752	768	862	283	131	189	164	311	188	187	177
OPM(%)	41	40	38	53	34	42	31	47	37	35	31
지배순이익	500	595	787	267	129	212	(13)	350	148	148	140
NPM(%)	40	48	56	77	53	69	(4)	87	50	43	38

자료: 크래프톤, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		3,964	4,476	5,169	5,702
현금 및 현금성자산		721	975	1,298	1,639
단기금융자산		2,470	2,594	2,724	2,860
매출채권		718	851	1,090	1,145
재고자산		-	-	-	-
비유동자산		2,476	2,715	2,948	3,176
유형자산		257	270	275	273
무형자산		608	584	563	544
자산총계		6,440	7,191	8,117	8,878
유동부채		521	511	506	502
매입채무		0	0	0	0
단기차입금		7	7	7	7
유동성장기부채		-	-	-	-
비유동부채		361	341	321	301
사채		-	-	-	-
장기차입금		-	-	-	-
부채총계		882	852	827	803
지배주주지분		5,554	6,340	7,296	8,083
자본금		5	5	5	5
자본잉여금		1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금		3,895	4,682	5,639	6,427
기타자본항목		183	181	180	179
비지배주주지분		4	-1	-7	-8
자본총계		5,559	6,339	7,289	8,075

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		662	666	731	750
당기순이익		594	781	951	787
유형자산감가상각비		77	47	50	50
무형자산상각비		31	23	21	19
지분법관련손실(이익)		-44	-44	-44	-44
투자활동 현금흐름		-394	-729	-729	-730
유형자산의 처분(취득)		-34	-60	-54	-49
무형자산의 처분(취득)		25	-	-	-
금융상품의 증감		-269	-294	-294	-294
재무활동 현금흐름		-225	-57	-57	-57
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		46	254	323	341
기초현금및현금성자산		675	721	975	1,298
기말현금및현금성자산		721	975	1,298	1,639

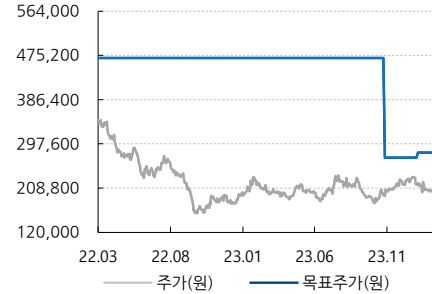
자료 : 크래프톤, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		1,911	2,265	2,901	3,046
증가율(%)		3.1	18.6	28.1	5.0
매출원가		-	-	-	-
매출총이익		1,911	2,265	2,901	3,046
판매비와관리비		1,143	1,403	1,812	1,866
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		768	862	1,089	1,180
증가율(%)		2.2	12.3	26.3	8.3
영업이익률(%)		40.2	38.1	37.5	38.7
이자수익		38	42	47	53
이자비용		9	8	7	6
지분법이익(손실)		-44	-44	-44	-44
기타영업외손익		76	154	154	-85
세전계속사업이익		829	1,043	1,270	1,098
법인세비용		235	262	318	311
세전계속이익률(%)		43.4	46.0	43.8	36.0
당기순이익		594	781	951	787
순이익률(%)		31.1	34.5	32.8	25.8
지배주주귀속 순이익		595	787	957	789
기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
총포괄이익		593	780	950	786
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		12,221	16,269	19,785	16,304
BPS		114,849	131,091	150,853	167,135
CFPS		14,438	17,721	21,247	17,745
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		15.8	15.0	12.3	15.0
PBR		1.7	1.9	1.6	1.5
PCR		13.4	13.8	11.5	13.8
EV/EBITDA		7.1	8.8	6.7	5.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.2	13.2	14.0	10.3
EBITDA이익률		45.9	41.2	40.0	41.0
부채비율		15.9	13.4	11.4	9.9
순부채비율		-57.3	-56.2	-55.1	-55.6
매출채권회전율(x)		3.0	2.9	3.0	2.7
재고자산회전율(x)		-	-	-	-

NAVER 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13(담당자변경)	Buy	270,000	-19.9%	-14.3%
2024-01-22	Buy	280,000		



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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권투자비용등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

디앤씨미디어(263720)

아직 끝나지 않은 레벨업

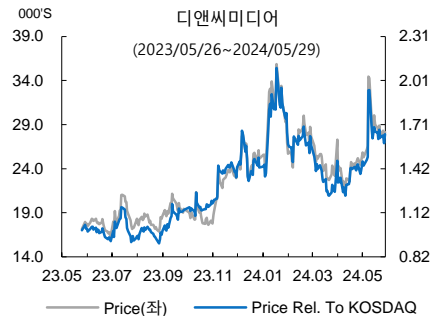
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000원(상향)
증가(2024.05.29)	28,150원
상승여력	24.3 %

Stock Indicator

자본금	6십억원
발행주식수	1,252만주
시가총액	353십억원
외국인지분율	0.9%
52주 주가	16,350~35,850원
60일평균거래량	251,827주
60일평균거래대금	7.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	1.8	20.3	64.0
상대수익률	18.7	4.6	18.4	64.6



[투자포인트]

- 추정치 상향에 따라 목표주가를 기존의 29,000원에서 35,000원으로 상향
- 디앤씨미디어 24년도 연간 매출 948억원(YoY +57%), 영업이익 172억원(YoY +394%, OPM 18%)로 추정. 1분기 실적 서프라이즈를 기점으로 기존 추정치(매출 700억원, 영업이익 140억원) 대폭 상향. 1분기 매출 199억원(YoY +23%, QoQ +45%), 영업이익 25억원(YoY +186%, QoQ +753%)로 1분기 애니메이션 방영 효과로 웹툰/웹소설 전자책 매출이 폭발적으로 성장. 본업에서도 성장이 보이는 만큼 빠르면 3분기 게임/애니메이션 로열티 매출이 추가될 경우 역대 최대 매출
- 넷마블 개발 액션RPG <나 혼자만 레벨업: ARISE> 5월 8일 출시. 올해 매출 5,000억원으로 추정. 디앤씨미디어의 수익 쉐어율은 2%로 가정. 하반기엔 PC(스팀) 버전 출시와 애니메이션 2기 방영, 내년에는 콘솔 버전 출시가 예정되어 있어 액션 RPG의 짧은 PLC에 대한 우려 해소
- 주가는 당분간 나혼렙 관련 이슈와 네이버의 웹툰 사업부 상장이 모멘텀이 될 것. 애니메이션 관련 1) 하반기 TVA 2기 출시 일정 확정 및 2) TVA 3기 혹은 OVA(극장판) 출시 관련 뉴스가 있음. 게임 관련 1) PC(스팀) 출시 일정 확정 및 2) 콘솔 버전 출시 일정 및 파트너사 선정 뉴스가 예정되어 있음

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	60	95	104	115
영업이익(십억원)	3	17	23	29
순이익(십억원)	4	14	19	25
EPS(원)	326	1,151	1,493	1,965
BPS(원)	6,418	7,551	9,044	11,009
PER(배)	77.1	24.5	18.8	14.3
PBR(배)	3.9	3.7	3.1	2.6
ROE(%)	5.2	16.5	18.0	19.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	47.4	15.7	11.7	8.5

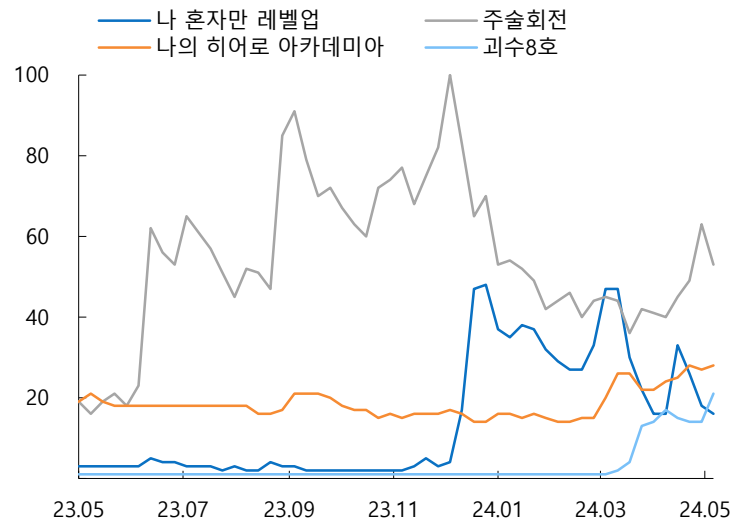
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<그림> 디앤씨미디어 재무 추정

(십억원)	FY22	FY23	FY24F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출	61	60	95	16	15	15	14	20	23	26	25
웹소설	22	20	23	5	5	5	5	6	7	5	5
웹툰	38	36	58	10	10	9	7	13	16	15	14
상품 및 기타	2	4	14	1	1	1	1	0	0	7	6
영업비용	55	57	78	15	14	14	13	17	20	20	20
지급수수료	38	36	59	10	10	9	8	13	15	16	15
인건비	10	12	13	3	3	3	3	3	3	3	3
영업이익	6	3	17	1	1	1	0	3	3	6	6
OPM(%)	10	6	18	5	8	8	2	13	15	22	22
지배순이익	6	4	14	1	1	1	1	2	3	5	5
NPM(%)	10	7	15	6	7	7	7	11	12	18	18

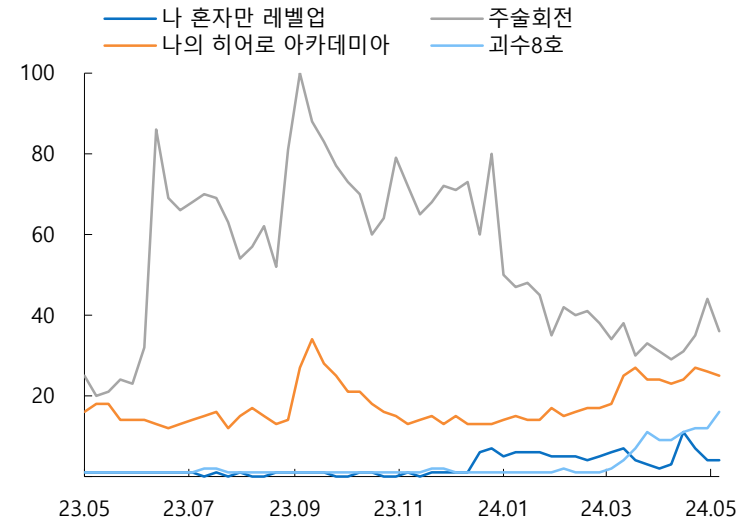
자료: 디앤씨미디어, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 한일 주요 만화 IP 글로벌 구글 웹 검색량 비교



자료: 구글, 하이투자증권 리서치본부

<그림> 한일 주요 만화 IP 일본 구글 웹 검색량 비교



자료: 구글, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		61	77	96	121
현금 및 현금성자산		10	15	27	43
단기금융자산		39	45	51	59
매출채권		8	13	14	15
재고자산		1	2	2	2
비유동자산		38	36	36	35
유형자산		4	3	3	2
무형자산		21	20	20	19
자산총계		99	113	132	157
유동부채		16	17	17	17
매입채무		0	0	0	0
단기차입금		1	1	1	1
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		1	1	1	1
사채		-	-	-	-
장기차입금		1	1	1	1
부채총계		18	18	18	18
지배주주지분		80	95	113	138
자본금		6	6	6	6
자본잉여금		22	22	22	22
이익잉여금		56	71	89	114
기타자본항목		-4	-4	-4	-4
비지배주주지분		1	1	1	0
자본총계		81	95	114	138

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		5	11	18	23
당기순이익		4	14	19	24
유형자산감가상각비		1	1	0	0
무형자산상각비		1	1	0	0
지분법관련손실(이익)		-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름		-5	-7	-8	-9
유형자산의 처분(취득)		0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)		0	-	-	-
금융상품의 증감		0	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름		0	0	0	0
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		0	-	-	-
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-1	6	12	16
기초현금및현금성자산		10	10	15	27
기말현금및현금성자산		10	15	27	43

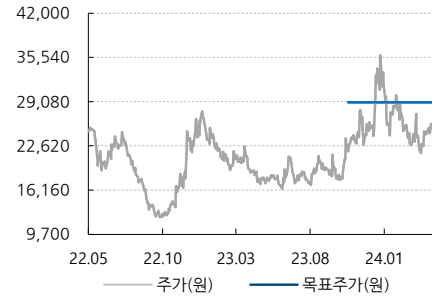
자료 : 디앤씨미디어, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		60	95	104	115
증가율(%)		-1.4	57.0	10.0	10.0
매출원가		-	-	-	-
매출총이익		60	95	104	115
판매비와관리비		57	78	81	86
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		3	17	23	29
증가율(%)		-40.5	393.6	32.5	27.9
영업이익률(%)		5.8	18.2	21.9	25.4
이자수익		2	2	3	4
이자비용		0	0	0	0
지분법이익(손실)		-1	-1	-1	-1
기타영업외손익		0	0	0	0
세전계속사업이익		4	18	23	30
법인세비용		0	3	4	6
세전계속이익률(%)		6.8	18.5	21.8	26.1
당기순이익		4	14	19	24
순이익률(%)		6.6	15.1	17.8	21.2
지배주주귀속 순이익		4	14	19	25
기타포괄이익		-	-	-	-
총포괄이익		4	14	19	24
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		326	1,151	1,493	1,965
BPS		6,418	7,551	9,044	11,009
CFPS		500	1,273	1,556	1,999
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		77.1	24.5	18.8	14.3
PBR		3.9	3.7	3.1	2.6
PCR		50.2	22.1	18.1	14.1
EV/EBITDA		47.4	15.7	11.7	8.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		5.2	16.5	18.0	19.6
EBITDA이익률		9.3	19.8	22.6	25.8
부채비율		21.8	18.8	15.9	13.2
순부채비율		-57.3	-60.7	-67.1	-72.4
매출채권회전율(x)		8.3	9.1	7.9	7.9
재고자산회전율(x)		56.4	70.1	60.1	60.1

디앤씨미디어 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-13(담당자변경)	Buy	29,000	-9.2%	23.6%
2024-05-29	Buy	35,000		



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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권투자비용등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-