

2020. 11. 24

Global Equity Team

황선명
Analyst
sm8.hwang@samsung.com
02 2020 7515

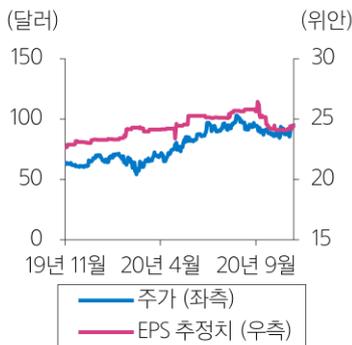
▶ AT A GLANCE

현재주가	94.8 USD
블룸버그 평균목표주가	107 USD
시가총액 (달러)	65.5 십억 달러
시가총액 (원)	72.9 조원
52 주 최저//최고	53.2 / 103.5 달러
90 일 평균거래대금	0.2 십억 달러
국가	CH
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Software
주요 주주	1. Ding Lei 44.7% 2. Orbis 5.1%

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
NetEase (%)	10.4	27.3	54.4
S&P 대비 (%pts)	7.2	6.3	39.4

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

네티즈 (NetEase) (NTES US, 9999 HK)

3Q20 review-게임산업 성장 사이클 도래

- 3Q 매출 186.6억 위안(+27.5% YoY), 순이익 30억 위안으로 컨센서스 상회
- 핵심인 모바일 게임 사업의 고성장, 교육/뮤직/이커머스 등 신사업 성장세 순항
- 게임산업 성장 사이클 도래에 주목, 긍정적 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY

3분기 실적 컨센서스 상회(11/20 발표): 매출 186.6억 위안(YoY+27.5%)으로 컨센서스 상회. 순이익 30억 위안(YoY-76.5%). 3Q 누적 매출 539억 위안(YoY+23.9%), 순이익 111억 위안(YoY-39%). 전년동기 대비 순이익 부진 사유는 환차손(알리바바 지분 투자 수익이 일정 부분 상쇄), 전년도 왕이 카오라(이커머스) 매각 차익 등 일회성 요인에서 비롯. 비경상 손익 제외 순이익은 컨센서스 부합

1) 모바일 게임, 산업 성장 사이클 도래: 매출 138.6억 위안(YoY+20.2%), 그 중 모바일 게임이 100.8억 위안(YoY+23%), PC 게임 37.8억 위안(YoY+13%)으로 모바일 비중 증가. 자체 개발 대작인 몽환서유/대화서유/음양사/나이브즈 아웃 등과 퍼블리싱을 담당하는 블리자드(워크래프트, 디아블로), 마이크로소프트(마인크래프트) 게임의 성공으로 실적 호조. 일본 중심의 해외 수출 증가도 성장 동력으로 작용

2) YouDao, 온라인 교육시장 선점: 매출 8.96억 위안(YoY+159%), 매출비중 4.8%로 증가. 공격적 마케팅/브랜드 이미지 강화로 온라인 교육 관련 Gross billings는 전년대비 228% 증가. 특히 K-12 과정이 유료 등록 학생 수 49.9만 명으로 빠르게 성장. 온라인 교육시장 선점을 위한 공격적 마케팅으로 비용 부담이 증가하나, 사용자 증가 등 성과 가시화는 긍정적

3) 신사업, 클라우드 뮤직 & 이커머스 성장 순항: 네티즈 클라우드 뮤직, 온라인 소설 및 라이브 스트리밍, 왕이업선, 이메일 등 혁신 비즈니스 매출 39억 위안(YoY+41.6%) 달성. 네티즈 뮤직은 알리바바와 협력, UMG/BMG와 IP 협력 등으로 사용자 8억명 상회, C2M 모델의 왕이업선 이커머스 매출 증가 등이 신사업 매출 성장 동력으로 작용

밸류에이션 및 투자의견- 게임산업 성장 사이클 도래에 주목: 12개월 Forward P/E는 22배로 최근 5년 평균과 유사. 향후 1)10여개 신규게임 파이프라인 출시 모멘텀, 2)YouDao 경쟁력 강화, 3)중국 인터넷 플랫폼 대비 낮은 밸류에이션을 근거로, 중장기 관점에서 긍정적 투자의견 유지

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
매출액 (십억 위안)	51.2	59.2	73.2	86.1
순이익 (십억 위안)	6.2	21.2	16.3	18.9
EPS (adj) (위안)	9.5	32.7	24.4	28.6
EPS (adj) growth (%)	(26.9)	60.8	(25.3)	17.2
EBITDA margin (%)	24.0	26.9	24.7	24.6
ROE (%)	13.5	39.8	18.8	18.2
P/E (adj) (배)	25.6	20.8	25.6	21.8
P/B (배)	4.7	4.6	4.8	4.2
EV/EBITDA (배)	14.9	14.9	23.0	18.4
Dividend yield (%)	2.4	2.4	1.3	1.7

자료: 블룸버그(IFRS 기준), ADR 기준, 삼성증권

그림 1. 넷이즈 주요 사업 영역

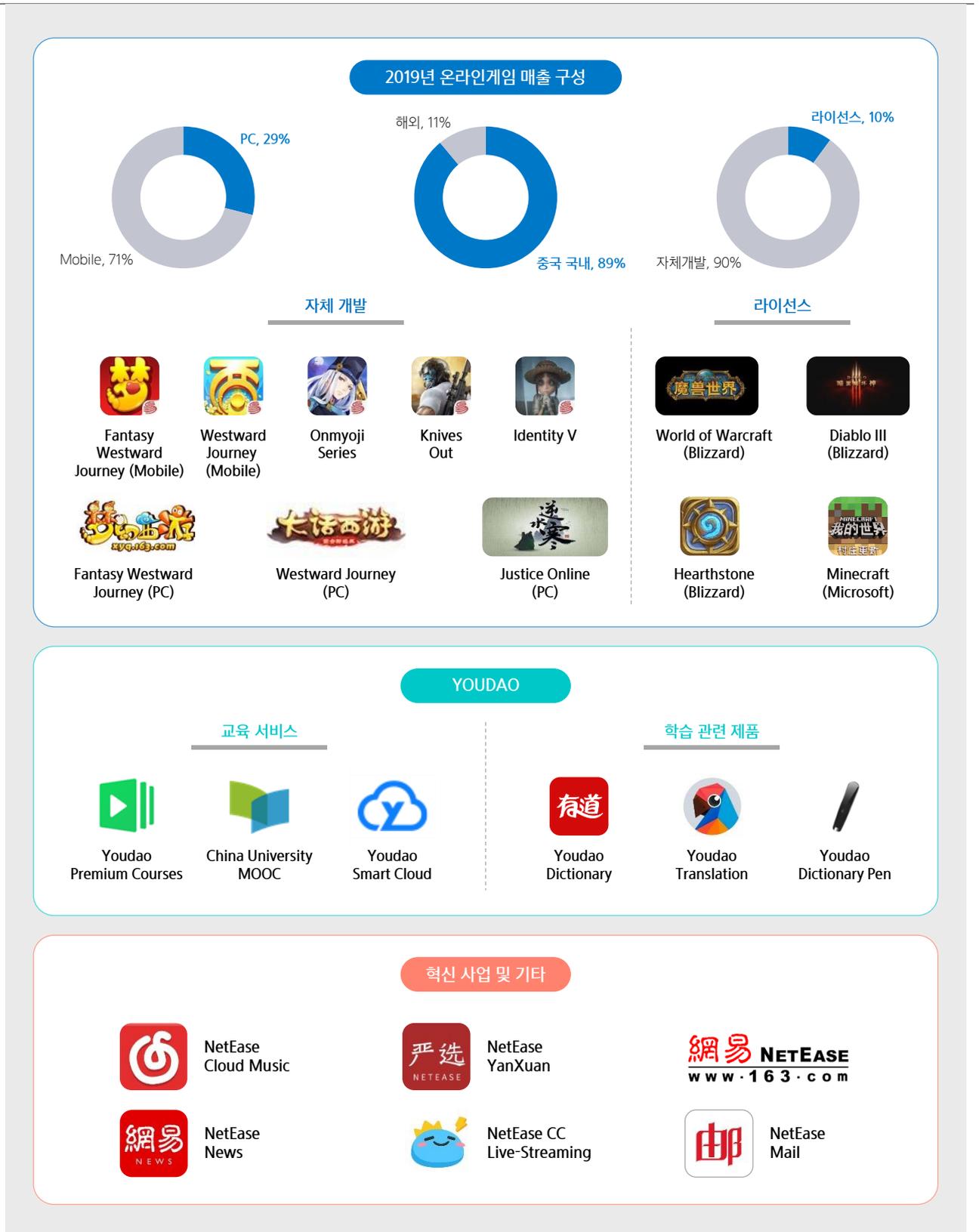
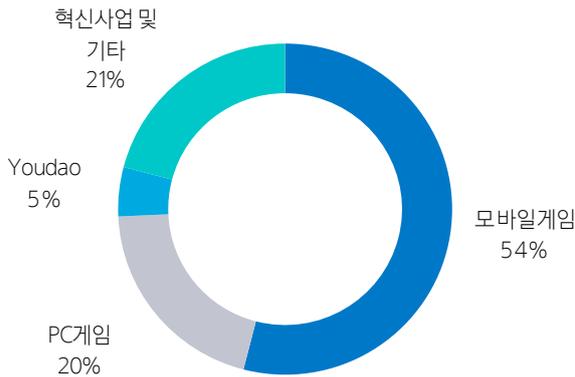


표 1. 넷이즈 매출 Breakdown

(백만원)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	12,478	14,608	14,173	16,284	13,160	14,405	14,422	14,448	14,636	15,735	17,062	18,184	18,658
Online Game	8,112	8,004	8,761	10,061	10,348	11,020	11,850	11,433	11,535	11,604	13,518	13,828	13,862
(YoY, %)	23.5	(10.7)	(18.4)	6.7	27.6	37.7	35.3	13.6	11.5	5.3	14.1	20.9	20.2
Mobile Game	5,516	5,443	6,291	7,515	7,037	7,681	8,544	8,255	8,190	8,169	9,503	9,998	10,078
(YoY, %)	47.3	(5.1)	(19.7)	10.1	27.6	41.1	35.8	9.8	16.4	6.4	11.2	21.1	23.1
PC Game	2,596	2,561	2,471	2,545	3,311	3,339	3,306	3,178	3,345	3,435	4,015	3,830	3,784
(YoY, %)	(8.1)	(20.6)	(14.8)	(2.2)	27.6	30.4	33.8	24.9	1.0	2.9	21.4	20.0	13.1
Youdao (온라인 교육 플랫폼)	-	-	-	-	174	230	226	323	346	410	541	623	896
(YoY, %)	-	-	-	-	-	-	-	-	98.4	78.4	139.8	92.9	159.0
Innovative Business and Others (Cloud Music, Yanxuan, E-Mail)	1,067	1,213	1,217	1,223	2,637	3,156	2,346	2,692	2,755	3,720	3,003	3,734	3,900
(YoY, %)	-	54.8	102.0	42.5	147.1	160.1	92.8	120.0	4.5	17.9	28.0	38.7	41.6
E-commerce	2,667	4,654	3,732	4,366	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Advertising	631	737	462	634	-	-	-	-	-	-	-	-	-

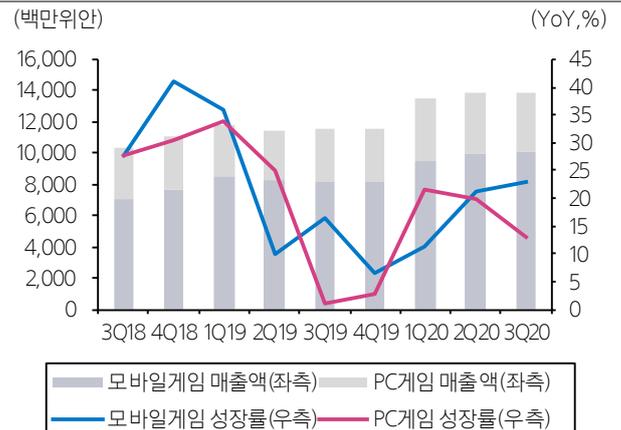
자료: NetEase, 삼성증권

그림 2. 사업부문 별 매출액 비중 (3Q2020)



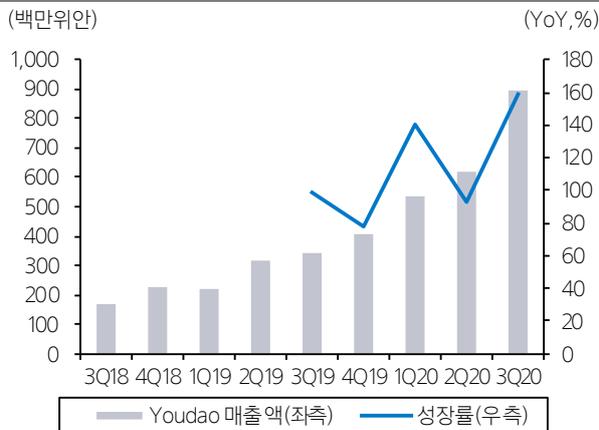
자료: NetEase, 삼성증권

그림 3. 온라인 게임(모바일+PC) 부문 매출액 및 성장률 추이



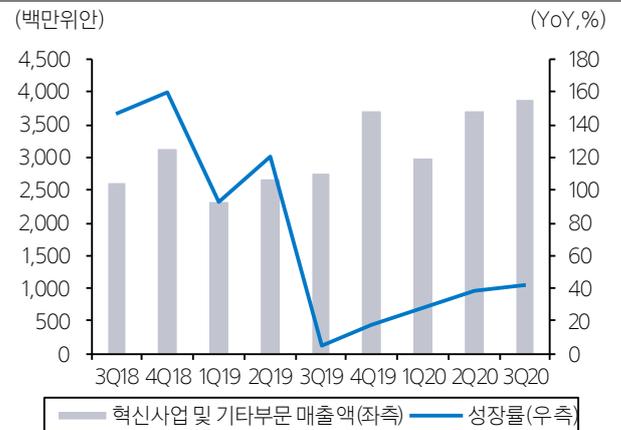
자료: NetEase, 삼성증권

그림 4. Youdao 매출액 및 성장률 추이



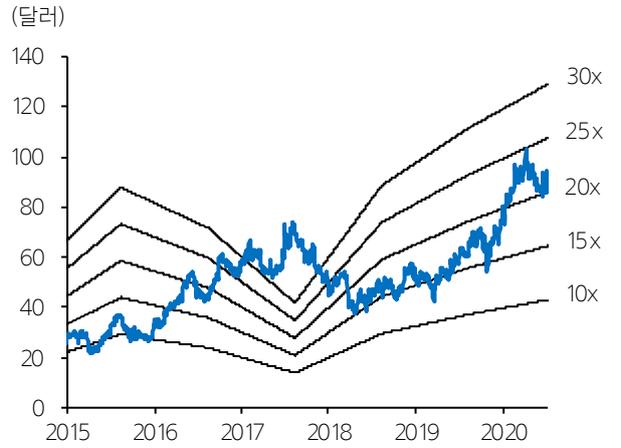
자료: NetEase, 삼성증권

그림 5. 혁신사업 및 기타부문 매출액 및 성장률 추이



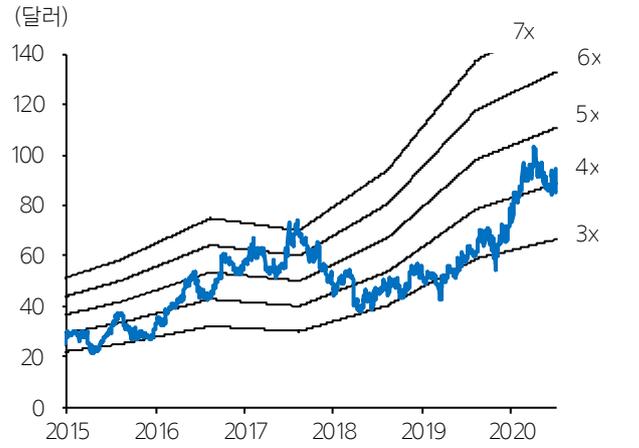
자료: NetEase, 삼성증권

그림 6. 12개월 FWD P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 7. 12개월 FWD P/B 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	22,803	38,179	44,437	51,179	59,241
매출원가	9,399	16,515	19,394	23,832	27,686
매출총이익	13,404	21,664	25,043	27,346	31,555
판매관리비	3,973	5,988	7,886	9,990	9,351
R&D비용	2,159	3,047	4,162	7,378	8,413
기타영업비용	0	0	0	0	0
EBITDA	7,455	12,956	13,787	12,286	15,948
유무형자산상각비	182	328	792	2,308	1,862
영업이익	7,272	12,629	12,995	9,977	13,791
영업외손실	(838)	(1,266)	(845)	(1,099)	(2,593)
세전이익 (조정)	8,116	13,929	13,894	11,022	16,468
비경상손실	6	34	54	(55)	84
세전이익 (GAAP)	8,110	13,895	13,840	11,077	16,383
법인세비용	1,273	2,102	2,156	2,461	2,915
비지배지분귀속 수익	102	188	141	325	194
당기순이익 (GAAP)	6,735	11,605	10,708	6,152	21,238
EPS (GAAP, 위안)	10.3	17.7	16.3	9.5	33.0
수정 EPS (위안)*	10.2	17.5	16.1	9.5	32.7

현금흐름표

12월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	8,077	15,488	11,889	13,416	17,216
당기순이익	6,735	11,605	10,708	6,152	21,238
감가상각비&무형자산상각비	182	328	792	2,308	1,862
비현금항목	3,164	3,795	1,866	2,389	2,132
비현금 운전자본 변동	(2,005)	(239)	665	1,672	(358)
투자활동에서의 현금흐름	(2,537)	(14,002)	(12,855)	(13,570)	(22,137)
고정&무형자산 변동	(1,029)	(1,138)	(2,448)	(6,831)	(3,268)
인수&사업매각	0	0	(3,296)	(1,890)	9,031
기타	(328)	(12,932)	(10,562)	(6,279)	(27,474)
재무활동에서의 현금흐름	(1,633)	(2,251)	(1,303)	1,587	1,083
배당금	(1,468)	(2,546)	(3,258)	(1,440)	(8,841)
차입금의 증가(감소)	87	1,495	3,105	6,210	2,972
자본금의 증가(감소)	(132)	(1,199)	(2,062)	(7,517)	11
기타	(120)	0	912	4,335	6,941
현금증감	4,050	(632)	(2,282)	1,515	(3,809)
기초현금	2,021	6,071	10,973	8,691	10,207
기말현금	6,071	5,439	2,764	4,977	3,246
Free cash flow	7,211	14,353	10,235	11,246	16,007

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	34,409	49,383	61,948	68,716	85,105
현금 및 현금성자산	25,678	36,383	43,110	49,552	72,046
매출채권	2,614	4,251	3,620	4,002	4,169
재고자산	818	1,578	5,475	1,066	651
비유동자산 총계	6,749	8,648	9,084	18,252	27,019
순 유형자산	2,092	2,420	3,769	4,672	5,085
기타 비유동자산	2,892	4,259	2,630	8,335	12,640
자산 총계	41,157	58,032	71,031	86,968	112,124
유동부채 총계	11,667	19,176	23,750	35,109	38,243
매입채권	4,576	7,830	10,889	11,266	12,619
단기차입금	2,273	3,816	6,624	13,659	17,020
기타 유동부채	4,819	7,531	6,238	10,184	8,604
비유동부채 총계	166	392	231	447	840
장기차입금	0	0	0	0	280
기타 비유동부채	166	392	231	447	560
부채 총계	11,834	19,569	23,982	35,556	39,083
보통주자본금/주식발행초과금	1,782	1,641	1,756	3	3,916
이익잉여금	26,420	35,329	42,733	43,997	56,394
자본 총계	29,324	38,463	47,050	51,412	73,041
부채 및 자본 총계	41,157	58,032	71,031	86,968	112,124

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	148.0	67.4	16.4	15.2	15.8
영업이익	67.1	73.7	2.9	(23.2)	38.2
순이익	51.6	72.3	(7.7)	(42.5)	245.2
희석 EPS	49.3	72.2	(8.0)	(41.5)	245.7
주당지표					
희석 EPS	10.2	17.5	16.1	9.5	32.7
BPS	43.6	58.2	69.6	68.9	93.6
DPS (보통주)	2.2	4.5	4.3	2.4	14.6
Valuations (배)					
P/E*	23.1	17.0	25.7	25.6	20.8
P/B*	5.4	5.1	6.4	4.7	4.6
EV/EBITDA	18.0	12.7	18.8	14.9	14.9
비율					
ROE (%)	25.5	34.4	25.5	13.5	39.8
ROA (%)	18.8	23.4	16.6	7.8	21.3
ROIC (%)	20.9	28.1	22.3	12.8	14.2
배당성향 (%)	21.8	25.2	23.0	18.4	70.6
배당수익률 (보통주, %)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM