

2019. 6. 20



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (6.19) 127,000 원

상승여력 25.9%

KOSPI 2,098.71pt

시가총액 108,525억원

발행주식수 8,569만주

유동주식비율 27.06%

외국인비중 25.04%

52주 최고/최저가 166,500원/91,800원

평균거래대금 286.2억원

주요주주(%)

방준혁 외 12 인 24.37

씨제이이엔엠 21.91

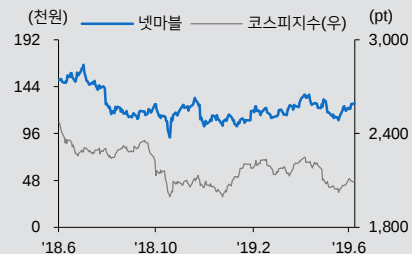
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.62

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 8.1 17.1 -14.2

상대주가 5.9 15.0 -2.8

주가그래프



넷마블 251270

Dream Glow, 이제 시작일뿐

- ✓ 신작 모멘텀 부활. 5월 9일 '킹오브파이터 올스타(한국)', 6월 4일 '일곱개의 대죄: Grand Cross(일본과 한국)', 그리고 26일 'BTS월드'까지 게임 흥행에 힘입은 실적과 기업가치 상승
- ✓ 6월 26일 'BTS월드'에 거는 기대. 아티스트 육성게임의 희소성, BTS OST 공개로 사전 기대감 고조. 출시 초기 글로벌 많은 국가에서 다운로드 순위 상위권 예상, 19년 일평균 매출액은 3.4억원 추정
- ✓ 투자의견 Buy 유지하나, 다만 멀티플 조정으로 적정주가는 16만원으로 소폭 하향

신작모멘텀 부활

동사의 강력한 신작 모멘텀이 부활하고 있다. 5월 9일 '킹오브파이터 올스타(한국)' 출시를 시작으로 6월 4일 '일곱개의 대죄:Grand Cross(일본과 한국)'까지 연이어 성공시켰다. '킹오브파이터 올스타'는 출시 이후 국내 매출 순위 구글 2위, 애플 1위까지 기록하며 선전하였으며 '일곱개의 대죄:Grand Cross'는 일본 매출순위 구글 4위, 애플 1위까지 기록하며 고무적인 성과 시현하였다. 6월 19일 현재 '일곱개의 대죄:Grand Cross'의 일평균 매출액은 15~20억원으로 매우 양호하다. 2분기 영업이익은 467억원으로 컨센서스(446억원) 대비 부합할 전망이다.

참고로 일곱개의 대죄는 2012년 연재 시작하여 18년 10월 누적 3,000만부 판매한 최근 일본시장에서 가장 인기있는 만화에 손꼽힌다. TV애니메이션으로 제작되어 2014년 10월부터 2018년 7월까지 방송되었으며 올해 가을부터 시즌4가 넷플릭스 통해 방영된다.

6월 26일 'BTS월드'에 거는 기대

6월 26일 BTS월드 출시를 앞두고 매주 금요일 세차레의 OST 공개 진행되고 있다. Dream Glow에 이어 A Brand New Day까지 국내 음원차트 30~40위권에 랭크되는 등 게임 OST로 이례적인 성과 기록 중이다. 2019년 예상 매출액은 644억원(일평균 3.4억원) 예상하며 초반 글로벌 다수의 국가에서 다운로드 순위 상위권 기록할 가능성 높다.

투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 16만원으로 조정

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 제시한다. 신작 사이클 본격화되는 2H19부터의 이익 레벨에 눈높이 맞춰져야 하며 Forward EPS 기준 적정 PER은 40.7배 수준이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	39.5	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018	2,021.3	241.7	189.6	2,227	-44.7	51,303	50.1	2.2	24.9	4.4	19.4
2019E	2,451.6	330.2	264.5	3,092	37.9	60,898	41.1	2.1	18.4	5.5	17.0
2020E	2,802.0	446.2	342.7	3,999	28.5	64,274	31.8	2.0	15.6	6.4	16.9
2021E	3,198.4	671.4	583.7	6,811	59.4	70,454	18.6	1.8	11.4	10.1	16.3

표1 2Q19 earnings preview- 기대치 부합 전망

(십억원)	2Q19E	2Q18	% YoY	1Q19	% QoQ	컨센서스	(% diff)
매출액	537.2	500.9	7.3%	477.6	12.5%	526.5	2.0%
리니지2레볼루션	64.4	140.2	-54.1%	71.6	-10.1%	-	-
모두의 마블	18.7	20.0	-6.6%	19.1	-2.1%	-	-
세븐나이트	17.6	19.5	-9.7%	19.1	-8.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	67.4	75.1	-10.3%	68.8	-2.0%	-	-
쿠키잼	32.7	35.1	-6.6%	33.4	-2.1%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	27.6	34.1	-19.0%	23.9	15.7%	-	-
블소레볼루션	73.6	-	-	76.4	-3.7%	-	-
일곱개의 대죄:Grand Cross	56.0	-	-	-	-	-	-
기타	179.1	176.8	13.0%	165.2	8.4%	-	-
영업이익	46.7	62.2	-24.9%	33.9	37.9%	44.6	4.8%
세전이익	58.7	87.7	-33.1%	58.6	0.1%	-	-
지배순이익	34.9	57.9	-39.8%	39.4	-11.5%	36.0	-3.1%
영업이익률	8.7%	12.4%	-3.7%	7.1%	1.6%	8.5%	0.2%
순이익률	6.5%	11.6%	-5.1%	8.2%	-1.8%	6.8%	-0.3%

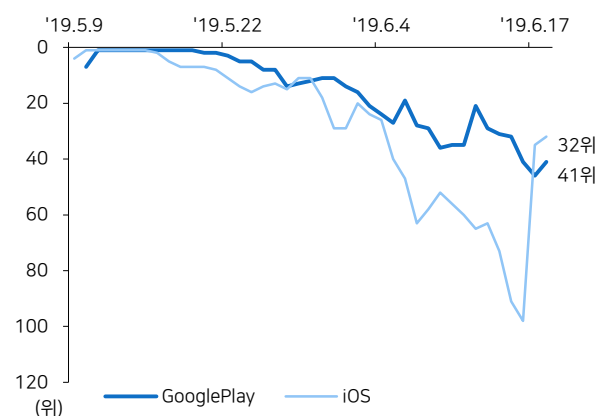
자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 넷마블 분기별 실적 - 2019년 정상화될 이익레벨

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	507.4	500.9	526.0	487.1	477.6	537.2	724.9	711.9	2,021.3	2,451.6	2,802.0
리니지2레볼루션	177.6	140.2	121.0	102.3	71.6	64.4	61.2	58.1	541.1	255.3	204.8
모두의 마블	30.4	20.0	18.4	19.5	19.1	18.7	18.3	18.0	88.4	74.1	68.4
세븐나이트	19.5	19.5	19.5	19.5	19.1	17.6	16.7	15.9	77.9	69.3	55.9
마블컨테스트오브챔피언	81.2	75.1	73.6	87.7	71.6	67.4	66.1	64.8	317.6	267.1	246.3
쿠키잼	35.5	35.1	36.8	34.1	33.4	32.7	32.1	31.4	141.5	129.7	119.6
해리포터 호그와트 미스터리	-	19.8	52.6	34.1	30.7	27.6	24.9	22.4	106.5	105.5	95.0
블소레볼루션	-	-	-	29.2	78.2	73.6	128.8	133.4	29.2	412.2	542.8
일곱개의 대죄:Grand Cross	-	-	-	-	-	56.0	138.0	92.0	-	286.0	324.2
BTS월드	-	-	-	-	-	-	36.8	27.6	-	64.4	79.1
세븐나이트2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	102.8	256.3
기타	163.2	191.1	204.1	160.7	153.8	179.1	202.1	248.4	719.1	685.2	809.5
영업비용	433.2	438.6	458.7	449.1	443.7	490.5	598.7	588.6	1,779.6	2,121.5	2,355.8
인건비	98.9	101.7	101.8	110.7	113.9	117.3	120.8	124.5	413.1	476.5	536.3
지급수수료	212.8	207.5	215.7	206.6	210.1	245.0	330.6	324.7	842.6	1,110.4	1,231.0
마케팅비	74.7	78.6	85.1	73.4	62.8	78.5	95.5	85.4	311.7	322.2	366.7
기타	46.8	50.8	56.2	58.4	56.9	49.7	51.8	54.1	212.2	212.4	221.7
영업이익	74.2	62.2	67.3	38.0	33.9	46.7	126.2	123.3	241.7	330.2	446.2
세전이익	105.0	87.7	71.8	26.0	58.6	58.7	138.5	135.9	290.4	391.6	499.6
지배순이익	73.9	57.9	44.2	13.6	39.4	34.9	96.1	94.1	189.6	264.4	342.7

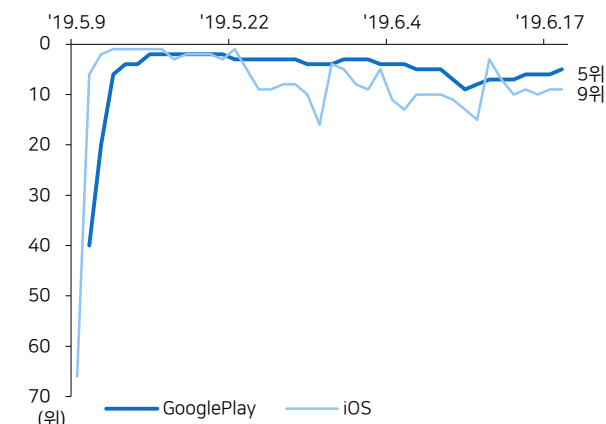
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 '킹오브파이터 올스타' (한국) 다운로드 순위



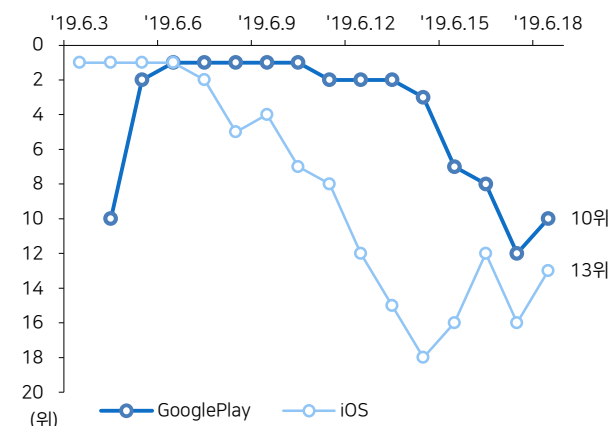
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 '킹오브파이터 올스타' (한국) 매출 순위



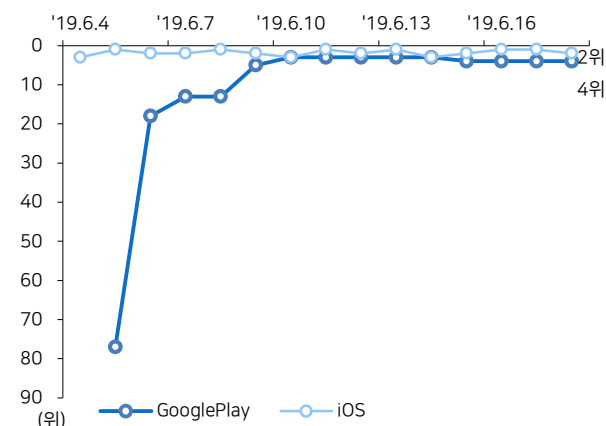
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (한국) 다운로드 순위



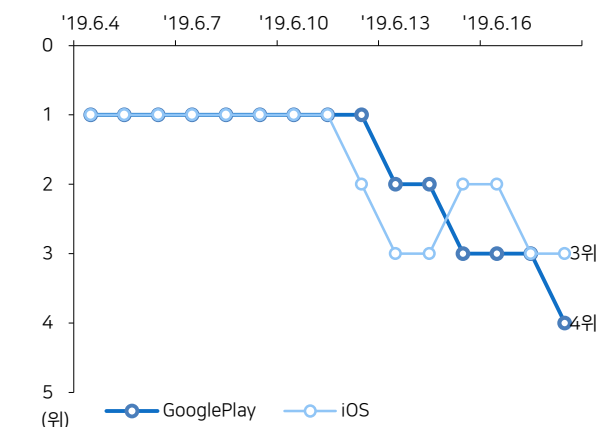
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (한국) 매출 순위



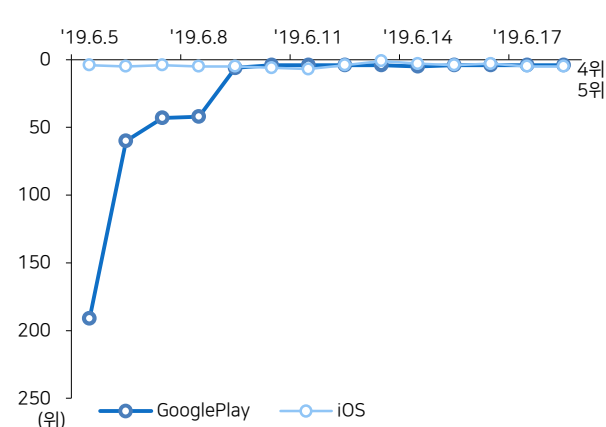
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (일본) 다운로드 순위



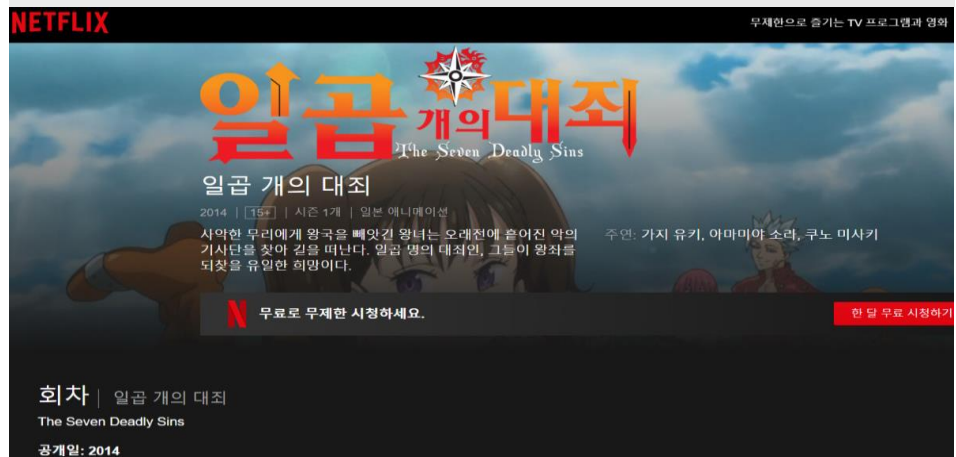
주: 2019.6.18 일본 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (일본) 매출 순위



주: 2019.6.18 일본 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 일곱개의 대죄, 넷플릭스에서도 방영



자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 일곱개의 대죄, 일본 인기 만화에 기반



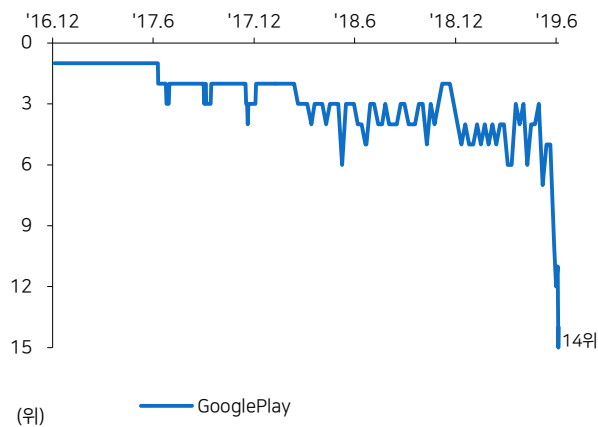
자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 일곱개의 대죄:Grand Cross 특징

구분	내용
개발	퍼니파우
퍼블리셔	넷마블
플랫폼/장르	모바일 / 수집형 RPG
출시 시기	2019년 6월 4일
게임 특징	- 누적 발행부수 3000만부 돌파한 인기 만화 활용 - 턴제 전투방식이나 스토리 진행시 필드형 RPG 플레이 - 스토리 진행 사이 '선택형 게임', '타이쿤 게임' 요소 배치 - AR촬영 및 자이로 모드(VR)를 통해 게임 캐릭터를 생동감 넘치게 만나볼 수 있음 - 턴제 형식의 느린 전투 플레이를 애니메이션과 화려한 스킬 구현으로 상쇄 - 높은 등급의 영웅을 뽑기 위한 '가차' 게임

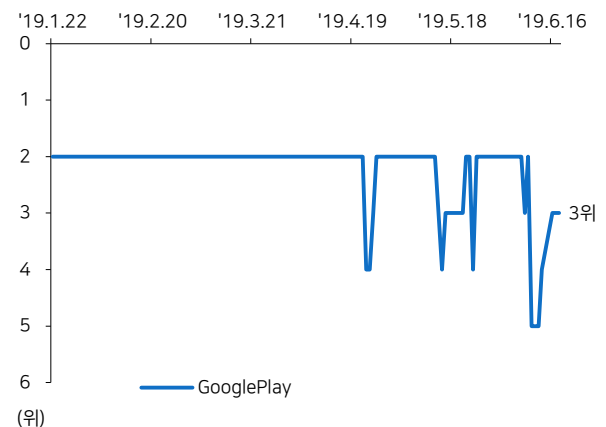
자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



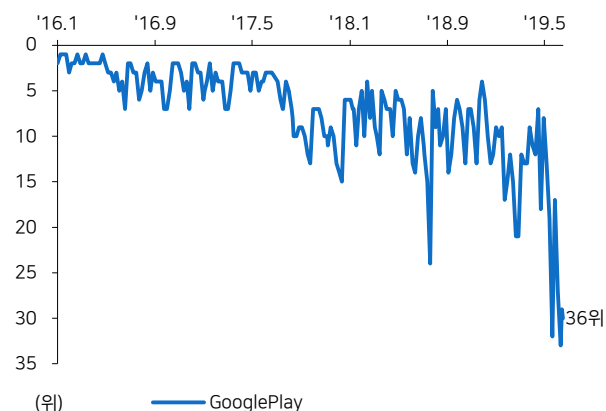
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 'B&S 레볼루션' (한국) 매출 순위



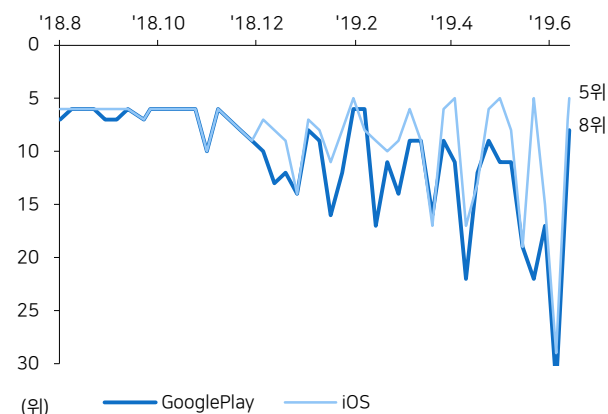
주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 '세븐나이트 for Kakao' (한국) 매출 순위



주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



주: 2019.6.18 한국 게임 순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 'BTS월드', 6월 26일 글로벌(중국 제외) 출시



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 BTS월드 OST 공개



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 넷마블 적정주가 산출내역

	단위	2019E	2020E
매출액	(십억원)	2,451.6	2,802.0
순이익률	(%)	12.14%	13.68%
순이익	(십억원)	297.7	383.2
EPS(a)	(원)	3,492	4,494
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	(%)	38.78%	38.78%
Target PEG		1.0	1.0
적정 PER(b)	(배)	39.6	39.6
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	138,111	177,757
적정시가총액	(십억원)	11,776.1	13,642.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 2019년 게임 라인업 - 신작 사이클 본격화

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
2Q19	킹오브파이터 올스타	넷마블네오	한국	5월 9일 출시, 13일 현재 구글플레이 매출순위 4위 기록
	일곱개의 대죄:Grand Cross	퍼니파우	일본, 한국	일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용 6월 4일 출시, 일본 내 애플 앱스토어 매출 1위 기록
	요괴워치 메달워즈	넷마블몬스터	일본	글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG 5월 14일 사전예약자수 200만명 돌파, 7월 출시 예정
	BTS월드	테이크원컴퍼니	글로벌	아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합 5월 10일 사전예약 개시, 6월 26일 출시 예정
2H19	세븐나이트2	넷마블넥서스	한국, 일본	자사 '세븐나이트' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG
	B&S레볼루션	넷마블	일본	일본으로 출시 지역 확장 론칭
	더킹오브파이터즈 올스타	넷마블네오	글로벌	글로벌 지역으로 확장 출시
	스톤에이지 M	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	캐치마인드	-	한국	PC게임 '캐치마인드'의 모바일 버전, 위치기반 시스템 도입
	A3 스틸 얼라이브	이데아게임즈	한국	PC게임 'A3' IP 활용한 핵앤슬래시 방식의 전투게임 배틀로얄, 암흑출몰 등 이용자간 경쟁 중심 MMORPG

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블(251270)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,451.6	2,802.0	3,198.4
매출액증가율 (%)	61.6	-16.6	21.3	14.3	14.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,451.6	2,802.0	3,198.4
판매비와관리비	1,915.0	1,779.6	2,121.5	2,355.8	2,526.9
영업이익	509.8	241.7	330.2	446.2	671.4
영업이익률 (%)	21.0	12.0	13.5	15.9	21.0
금융수익	11.6	76.6	80.4	56.4	88.6
종속/관계기업관련손익	-5.7	0.1	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-44.2	-27.9	-0.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	471.5	290.4	409.1	502.7	760.1
법인세비용	110.6	75.5	64.3	69.9	74.1
당기순이익	362.6	214.9	297.7	383.2	610.6
지배주주지분 순이익	309.8	189.6	264.5	342.7	583.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503.4	235.3	345.0	435.2	683.7
당기순이익(손실)	362.6	214.9	297.7	383.2	610.6
유형자산감가상각비	11.5	15.5	78.6	54.8	29.6
무형자산상각비	53.3	64.5	74.9	72.5	68.7
운전자본의 증감	-18.8	-37.4	-89.2	7.5	6.0
투자활동 현금흐름	-1,432.7	-505.3	-168.8	-284.7	-323.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-30.0	-23.0	-10.1	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-436.6	-295.1	47.1	-36.0	-37.8
재무활동 현금흐름	2,527.3	-99.2	371.3	373.6	376.1
차입금증감	-34.3	110.6	80.4	62.3	50.2
자본의증가	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가	1,635.1	-359.1	675.9	12.7	219.4
기초현금	272.7	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2
기말현금	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2	2,456.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,324.0	3,391.7	3,668.9
현금및현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,224.5	2,237.2	2,456.6
매출채권	291.4	182.3	144.2	114.0	90.2
재고자산	2.4	3.3	2.6	2.1	1.6
비유동자산	2,429.3	2,842.4	3,005.2	3,282.1	3,595.6
유형자산	145.4	174.3	183.0	192.2	201.8
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,517.4	1,745.0	1,229.0
투자자산	974.7	1,269.9	179.9	142.3	112.5
자산총계	5,347.7	5,433.1	6,329.3	6,673.8	7,264.4
유동부채	501.3	587.0	612.3	641.3	674.7
매입채무	120.6	81.3	64.3	50.9	40.3
단기차입금	4.0	8.3	11.5	11.5	11.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	381.2	294.5	309.2	324.7	340.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	85.3	149.2	149.2	149.2
부채총계	882.4	881.5	921.5	966.0	1,015.6
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	435.3	435.3	435.3
이익잉여금	602.9	761.0	999.9	1,299.9	1,841.0
비지배주주지분	135.8	177.1	189.2	200.0	211.4
자본총계	4,465.3	4,551.5	5,407.8	5,707.8	6,248.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	30,508	23,734	28,662	32,698	37,323
EPS(지배주주)	3,898	2,227	3,092	3,999	6,811
CFPS	7,387	4,023	4,887	5,435	7,721
EBITDAPS	7,228	3,777	5,654	6,693	8,982
BPS	50,920	51,303	60,898	64,274	70,454
DPS	360	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	48.4	50.1	41.1	31.8	18.6
PCR	25.5	27.7	26.0	23.4	16.4
PSR	6.2	4.7	4.4	3.9	3.4
PBR	3.7	2.2	2.1	2.0	1.8
EBITDA	574.5	321.7	483.6	573.6	769.7
EV/EBITDA	24.2	24.9	18.4	15.6	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	4.4	5.5	6.4	10.1
EBITDA 이익률	23.7	15.9	19.7	20.5	24.1
부채비율	19.8	19.4	17.0	16.9	16.3
금융비용부담률	0.6	0.0	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	37.8	417.0	53.2	72.0	112.7
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	15.0	21.7	31.3
재고자산회전율(x)	1,142.8	714.0	828.6	1,197.2	1,727.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.1	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-26.2	-9.3	
2018.05.02	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.4	-9.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.06	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-28.4	-9.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-31.4	-9.3	
2018.10.10	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-32.9	-9.3	
2018.11.08	1년 경과				-45.5	-44.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-35.6	-26.4	
2019.01.11	산업브리프	Buy	180,000	김동희	-34.3	-24.4	
2019.05.29	산업분석	Buy	180,000	김동희	-34.2	-24.4	
2019.06.20	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-	-	