

2019. 9. 26



▲ 인터넷/게임

Analyst **김동희**
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **140,000 원**

현재주가 (9.25) **95,100 원**

상승여력 **47.2%**

KOSPI	2,073.39pt
시가총액	81,539억원
발행주식수	8,574만주
유통주식비율	24.33%
외국인비중	23.63%
52주 최고/최저가	136,000원/84,600원
평균거래대금	277.1억원

주요주주(%)

방준혁 외 13 인	24.92
씨제이이엔엠	21.83
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.56

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-17.3	-20.1
상대주가	-5.1	-14.5	-9.8

주가그래프



넷마블 251270

미워도 다시한번

- ✓ 3분기 실적부터 이익 정상화. 신규게임(일곱개의 대죄, 킹오파울스타, BTS월드)의 성과가 온전히 반영되는 첫 분기
- ✓ 신작 라인업 중간점검. 4Q B&S레볼루션(일본), A3(국내), 프로즌어드벤처스(글로벌, 디즈니IP), 세븐나이츠2(국내) 등 다양한 라인업 보유. 한편 11월 지스타에서 2020년 이후 선보일 완전히 새로운 신작 4종 공개 예정
- ✓ 투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 14만원으로 소폭 하향. 적용 PEG 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32배 적용

3Q19 실적부터 이익 정상화

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,926억원(+12.7% YoY), 752억원(+11.9% YoY)으로 추정. 컨센서스(매출액 6,130억원, 영업이익 809억원)에 부합할 전망이다. 기존게임들의 노후화 진행되나 올해 출시된 신작게임들의 성과가 온기 반영되는 첫 분기이다. 신작 게임별 매출액은 일곱개의 대죄: Grand Cross(6월 4일 한국/일본 출시) 920억원(일평균 10억원), BTS월드 276억원(6월 26일 글로벌 출시, 일평균 4.1억원), 킹오파울스타 263억원(5월 9일 한국 출시, 일평균 2.9억원)으로 추정한다.

기존게임 매출 역시 리니지2레볼루션, B&S레볼루션 등이 꾸준한 성과 내고 있어 긍정적이다. 3분기 국내 모바일게임 경쟁심화에도 불구하고 신작들의 성과 두드러졌다. 리니지2 레볼루션은 7월말 신규종족 '카마엘' 업데이트 반응 양호하였고 불소레볼루션 역시 8월 '이계' 업데이트로 매출 반등에 성공하였다. 영업이익률은 12.7%로 외형 확대로 6.3%p QoQ 개선된다. 참고로 주요 영업비용은 인건비 1,208억원(+3.0% QoQ), 마케팅비 955억원(+14.2% QoQ), 지급수수료 2,452억원(+7.0% QoQ) 순이다.

신작 라인업 중간점검

올해 동사는 4Q B&S레볼루션(일본), 프로즌어드벤처스(글로벌, 디즈니IP), 세븐나이츠2(국내), 프로즌어드벤처스(글로벌 11위) 등 출시 준비중이며 곧 사전예약 및 일정 구체화된다. 또한 11월 국내 최대게임쇼 '지스타'에서 완전히 새로운 신작 4종 공개를 준비하고 있어 2020년 성장에 대한 가시성 확보 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 14만원 제시

투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 14만원으로 소폭 하향한다. 적용 PEG 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32.5배 적용하였다. 넷마블의 밸류에이션 부담은 3분기 실적부터 분기 1,000억원 내외의 수준의 이익창출 능력 가시화되며 축소될 전망이다.

(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	24.1	4.4	19.4
2019E	2,223.8	227.2	199.5	2,332	2.9	60,210	40.8	1.6	18.8	4.2	17.2
2020E	2,607.3	426.5	327.6	3,820	65.3	63,555	24.9	1.5	11.4	6.2	17.2
2021E	2,960.7	525.3	471.6	5,500	35.4	68,578	17.3	1.4	9.3	8.3	16.8

넷마블, 미워도 다시한번

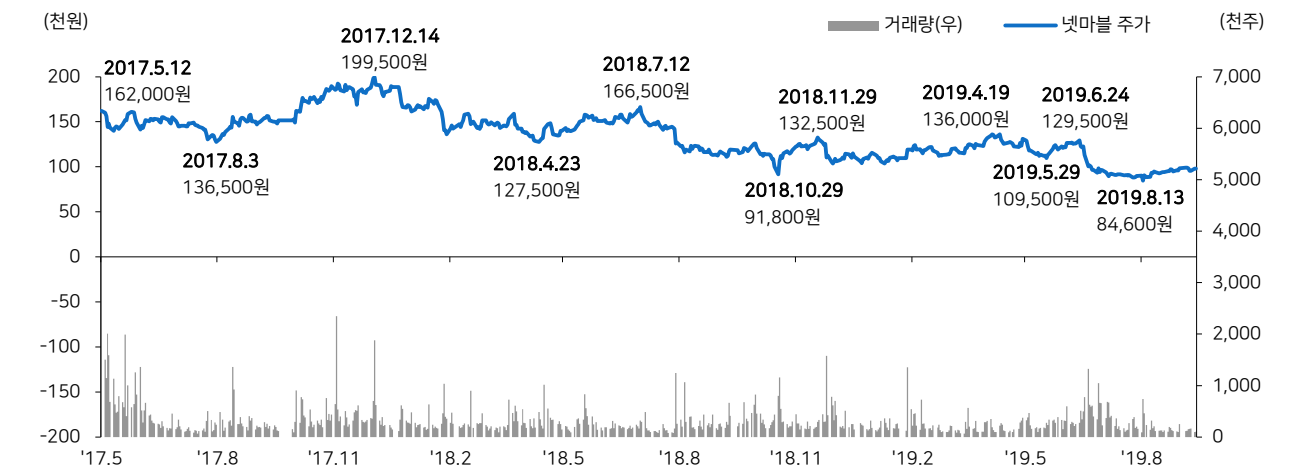
상장 이후 De-rating 마무리

넷마블의 기업가치는 상장 이후 41.3% 하락, 2019년에도 10.3% 하락, KOSPI 대비 13.4%p Underperform하였다. 주가 부진의 이유는 1) 얇아진 이익체력, 18년~19년 상반기 외형성장이 인건비/마케팅비 증가를 충분히 상쇄하지 못했다는 점, 2) 경쟁사대비 오리지널 IP(Intellectual Property)가 부족하다는 점, 3) 높은 밸류에이션 부담 등에 기인한다.

3분기 이후 기업가치 반등 기대

그러나 3분기 이후 기업가치 반등을 기대하는데 1) 정상화될 이익레벨과, 2) 현금성자산과 지분가치 제외한 Forward PER multiple은 12배에 불과하다는 점 등에 기인한다. 동사의 3분기 영업이익은 전분기, 전년동기대비 크게 회복될 것으로 판단하는데 킹오파 올스타, 일곱개의 대죄, BTS월드 등 신규게임의 성과가 온기 반영되는 첫 분기, 2017~2018년 공격적 인력충원 마무리되어 인건비 증가세 축소되고 있어 이익레버리지 본격화되기 때문이다.

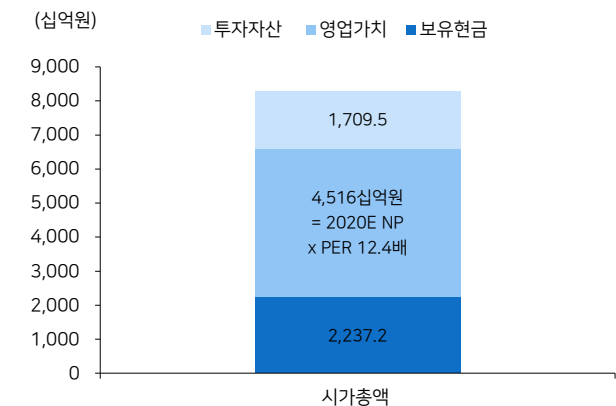
그림1 넷마블 주가 및 거래량 - 19년 10.3% 하락



주: 9월 25일 종가기준

자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 넷마블 영업가치는 2020E NP 기준 12배 수준



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 메인 투자자산 보유내역

(억원)	지분율 (%)	장부금액	시가평가
빅히트엔터테인먼트	28.8	2,085.7	6,934.8
엔씨소프트	8.9	-	10,160.2

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

3Q19 실적, 기대치 부합 예상

오랜만에 양호한 실적

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,926억원(+12.7% YoY), 752억원(+11.9% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 6,130억원, 영업이익 809억원)에 부합할 전망이다. 기존게임들의 노후화 진행되거나 올해 출시된 신작게임들의 성과가 온기 반영되는 첫 분기이다. 신작 게임별 매출액은 일곱개의 대죄: Grand Cross(6월 4일 한국/일본 출시) 920억원(일평균 10억원), BTS월드 276억원(6월 26일 글로벌 출시, 일평균 4.1억원), 킹오파울스타 263억원(5월 9일 한국 출시, 일평균 2.9억원)으로 추정한다. 한편 스톤에이지M이 7월 10일 중국 앱스토어 출시되며 최고 순위 7위 기록하는 등 10~20위권 유지하고 있는데 앱스토어 시장의 한계에도 불구하고 오랜만의 중국 게임시장에서 좋은 성과라는 점에서 고무적이다.

기존게임 매출 역시 리니지2 레볼루션, B&S레볼루션 등이 꾸준한 성과 내고 있어 긍정적이다. 3분기 국내 모바일게임 시장은 로한, 에오스레드 등 신작들의 성과 두드러졌음에도 불구하고 리니지2레볼루션은 7월말 신규종족 '카마엘' 업데이트 반응 양호하였고 블소레볼루션 역시 8월 '이계' 업데이트로 매출 반등에 성공하였다. 참고로 3Q19 동사 게임들의 국내 평균 매출 순위는 리니지2레볼루션 4.1위, B&S레볼루션 3.9위, 모두의 마블 23.7위, 세븐나이츠 23.4위, 킹오파울스타 15.0위, BTS월드 44.3위였다.

영업이익률은 12.7%로 외형 확대로 6.3%p QoQ 개선된다. 참고로 주요 영업비용은 인건비 1,208억원(+3.0% QoQ), 마케팅비 955억원(+14.2% QoQ), 지급수수료 2,452억원(+7.0% QoQ)으로 추정한다.

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	592.6	526.0	12.7%	526.2	12.6%	613.0	-3.3%
리니지2레볼루션	63.5	121.0	-47.5%	66.9	-5.0%	-	-
모두의 마블	14.0	18.4	-23.7%	14.3	-2.0%	-	-
세븐나이츠	13.6	19.5	-30.1%	14.3	-5.0%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	67.4	73.6	-8.4%	68.8	-2.0%	-	-
쿠키잼	28.1	36.8	-23.7%	28.7	-2.0%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	17.2	52.6	-67.3%	19.1	-10.0%	-	-
블소레볼루션	46.0	-	-	47.8	-3.7%	-	-
일곱개의 대죄	92.0	-	-	38.2	140.8%	-	-
킹오파울스타	26.3	-	-	23.9	10.0%	-	-
BTS월드	27.6	-	-	-	-	-	-
기타	196.9	204.1	-3.5%	266.4	-26.1%	-	-
영업이익	75.2	67.3	11.9%	33.9	122.0%	80.9	-7.0%
세전이익	87.5	71.8	21.9%	58.6	49.3%	-	-
지배순이익	57.0	44.2	28.8%	39.4	44.6%	67.8	-15.9%
영업이익률(%)	12.7%	12.8%	-0.1%	6.4%	6.3%	13.2%	-0.5%
순이익률(%)	9.6%	8.4%	1.2%	7.5%	2.1%	11.1%	-1.4%

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 리니지2레볼루션, 7월 신종족 '카마엘' 추가



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 B&S레볼루션, 8월 '이계' 업데이트



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 넷마블 분기별 실적 - 3Q19 정상화될 이익레벨

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	477.6	526.2	592.6	627.3	665.4	644.3	631.3	666.4	2,021.3	2,223.8	2,607.3
리니지2레볼루션	71.6	66.9	63.5	60.3	57.3	54.5	51.7	49.2	541.1	262.4	212.7
모두의 마블	19.1	14.3	14.0	13.8	13.5	13.2	13.0	12.7	88.4	61.2	52.3
세븐나이츠	19.1	14.3	13.6	12.9	12.3	11.7	11.1	10.5	77.9	60.0	45.6
마블컨테스트오브챔피언	68.8	68.8	67.4	66.1	64.8	63.5	62.2	60.9	298.7	271.1	251.4
쿠키잼	33.4	28.7	28.1	27.5	27.0	26.4	25.9	25.4	141.5	117.7	104.7
해리포터 호그와트 미스터리	23.9	19.1	17.2	15.5	13.9	12.5	11.3	10.2	106.5	75.7	65.7
블소레볼루션	76.4	47.8	46.0	94.3	82.9	76.2	74.3	72.4	29.2	264.5	305.8
일곱개의 대죄: Grand Cross	-	38.2	92.0	82.8	73.6	69.0	64.4	55.2	-	213.0	262.2
킹오파울스타	-	-	26.3	34.1	33.5	32.8	32.1	31.5	-	84.3	129.9
BTS월드	-	-	27.6	18.4	16.6	12.0	9.2	9.2	-	46.0	46.9
세븐나이츠2	-	-	-	-	46.0	41.4	37.3	33.5	-	-	158.2
기타	165.2	228.1	196.9	201.6	224.1	231.1	238.9	295.7	737.9	767.9	972.0
영업비용	443.7	493.0	517.4	542.5	550.9	549.2	536.2	544.6	1,779.6	1,996.6	2,180.8
인건비	113.9	117.3	120.8	124.5	128.2	132.0	136.0	140.1	413.1	476.5	536.3
지급수수료	210.1	229.2	245.2	259.6	275.3	266.6	248.2	248.9	842.6	944.1	1,039.0
마케팅비	62.8	83.6	95.5	100.2	88.5	91.2	92.0	95.0	311.7	342.1	366.7
기타	56.9	62.9	55.9	58.2	58.8	59.4	60.0	60.6	212.2	233.9	238.9
영업이익	33.9	33.2	75.2	84.8	114.5	95.1	95.1	121.8	241.7	227.2	426.5
세전이익	58.6	45.1	87.5	97.4	127.3	108.2	108.6	135.7	290.4	288.6	479.9
지배순이익	39.4	38.5	57.0	64.6	87.5	72.9	73.2	94.0	189.6	199.5	327.6

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 8월 8일 쿵야캐치마인드 출시



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 9월 19일 BTS월드 챕터8 업데이트



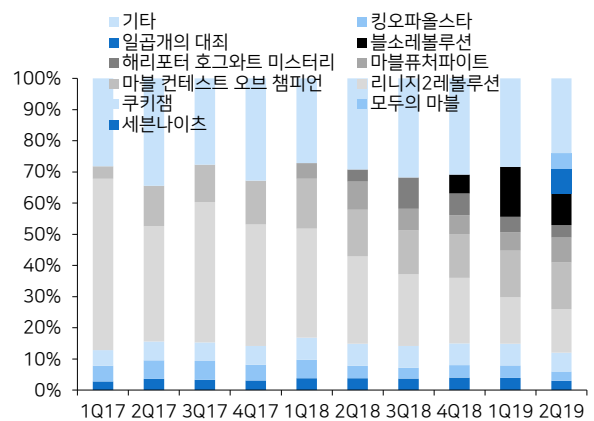
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 스톤에이지M, 중국 앱스토어에서 양호한 성과



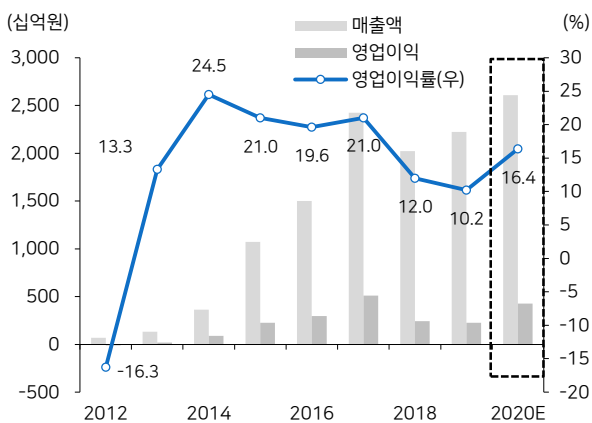
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 IP 집중도도 다각화 진행 중



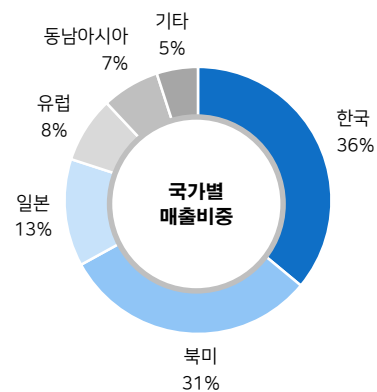
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 넷마블의 이익창출능력, 2020년 회복 기대



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 국가별 매출 비중, 고르게 분포



주: 2Q19 기준
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

신작 라인업 점검

4분기 신작모멘텀 풍부

4분기 넷마블의 신작 라인업은 B&S레볼루션(일본), 일곱개의 대죄와 킹오파울스타(글로벌), A3(한국), 세븐나이츠2(한국), 프로젝트M(글로벌), 프로즌 어드벤처스(글로벌) 등으로 다양하고 풍부하다. 신작라인업이 정상 가동될 경우 올해 4분기~2020년 상반기 안정적 이익창출 능력 제고된다. 또한 2019년 G스타(11월 14일~16일)에서 2020년 이후의 라인업을 공개하며 그동안 시장에 오픈되지 않은 완전히 새로운 게임이 될 전망이다.

IP포트폴리오 다각화 노력

넷마블의 자체 IP는 모두의 마블, 세븐나이츠, 스톤에이지, 마구마구 등으로 캐주얼 콘텐츠가 많이 치중되어 있었다. 따라서 외부 IP 투자/제휴를 통해 마블, 디즈니, BTS, 리니지2, 블레이드앤소울 등으로 다양한 장르의 게임을 개발, 서비스하고 있다. 2020년에도 풍부한 현금성 자산에 기반하여 M&A 노력 지속된다. 참고로 2018년 11월 넷마블 북미 자회사 잼시티는 캐나다의 유켄 게임즈(빙고팝)를 인수한바 있으며 2019년 넥슨 M&A는 매각 불발 되었다.

그림11 A3 - 3Q 사내 FGT에서 양호한 반응, 4Q 출시 기대



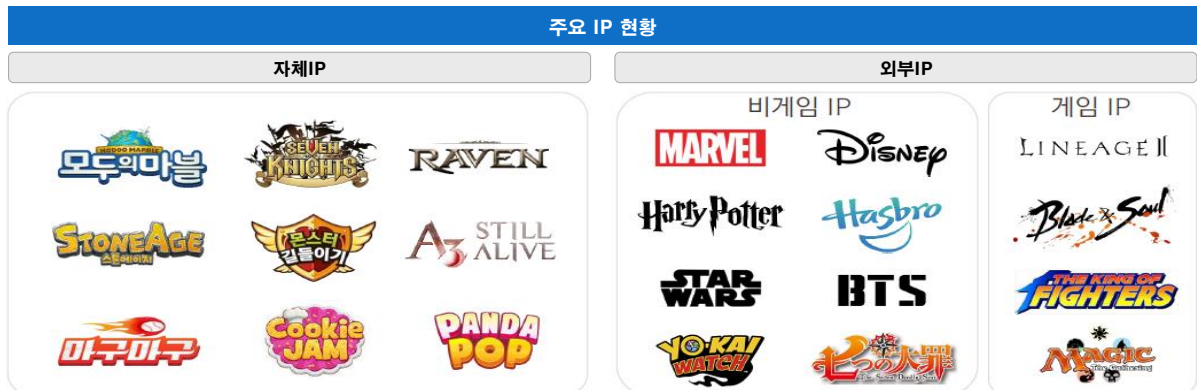
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 11월 '프로즌 어드벤처스' 출시(자회사 잼시티 개발)



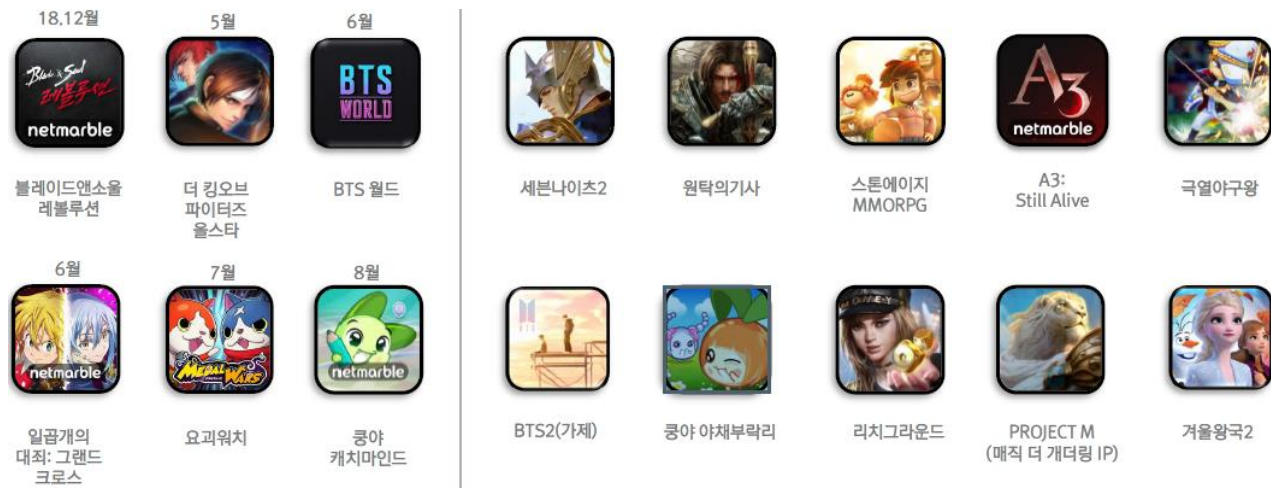
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 넷마블 포트폴리오 - 자체 및 외부 IP가 밸런스 된 포트폴리오



자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 넷마블 주요 라인업 - 2019 지스타에 추가 4종의 신작 기대



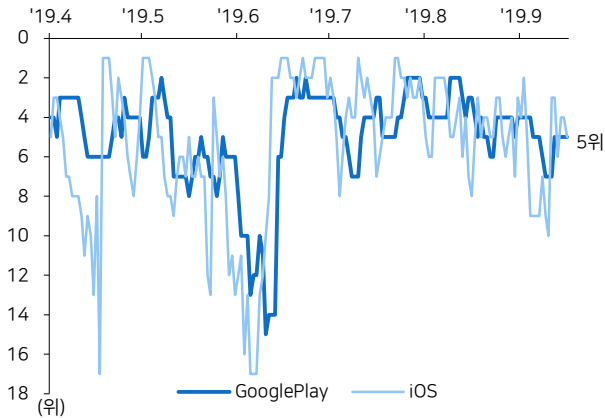
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표4 2019년 넷마블 게임 라인업 - 신작 사이클 본격화

출시시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
2Q19	더킹오브파이터 올스타	넷마블네오	한국	5월 9일 출시
	일곱개의 대죄: Grand Cross	퍼니파우	일본, 한국	6월 4일 출시, 일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용
	BTS월드	테이크원컴퍼니	글로벌	6월 26일 출시, 아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합
3Q19	스톤에이지 M (石器时代M: 官方正版手游)	넷마블엔투	중국	7월 10일 출시, 글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	요괴워치 메달워즈	넷마블몬스터	일본	7월 30일 출시, 글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG
	콩야 캐치마인드	넷마블엔투	한국	8월 8일 출시
4Q19	프로즌 어드벤처스	잼시티	글로벌	11월 영화 겨울왕국2 개봉에 맞춰 디즈니 협업으로 겨울왕국 후속스토리 소재의 게임 출시예정
	B&S레볼루션	체리벅스	일본	4Q 일본으로 출시 지역 확장 출시
	더킹오브파이터즈 올스타	넷마블네오	글로벌	4Q 글로벌 지역으로 확장 출시
	A3: Still Alive	이데아게임즈	한국	4Q PC게임 'A3' IP 활용한 핵앤슬래시 방식의 전투게임 배틀로얄, 암흑출몰 등 이용자간 경쟁 중심 MMORPG
	세븐나이츠2	넷마블넥스	한국, 일본	4Q 자사 '세븐나이츠' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG
	일곱개의 대죄: Grand Cross	퍼니파우	글로벌	글로벌 지역으로 확장 출시
	테라 오리진	스콜	일본	PC 온라인 게임 '테라' 기반 모바일 MMORPG
	콩야 야채부락리	넷마블엔투	미정	콩야 캐치마인드 후속작
	극열 마구마구	넷마블엔파크	미정	야구게임 RPG
	리치그라운드	넷마블엔투	글로벌	모두의 마블 글로벌버전
PROJECT M: 매직 더 개더링	넷마블몬스터	한국	연말 전략시뮬레이션, TCG 장르의 선구자 매직 더 개더링 IP 출시예정	
원탁의기사	-	미정	유저와 상호작용하는 오픈월드 MMORPG	
2020	BTS2(가제)	넷마블몬스터	미정	BTS월드 후속작

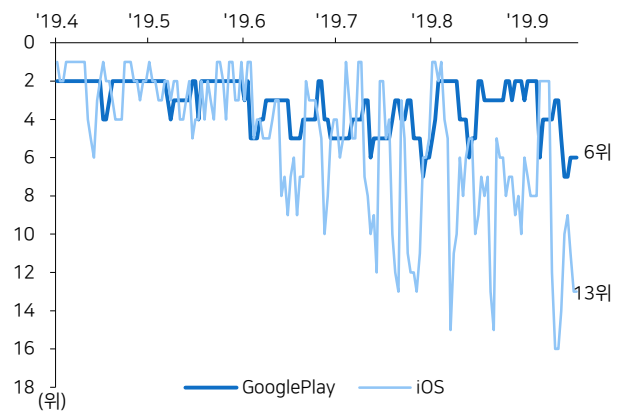
자료: 넷마블, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림15 '리니지2레볼루션' (한국) 매출 순위



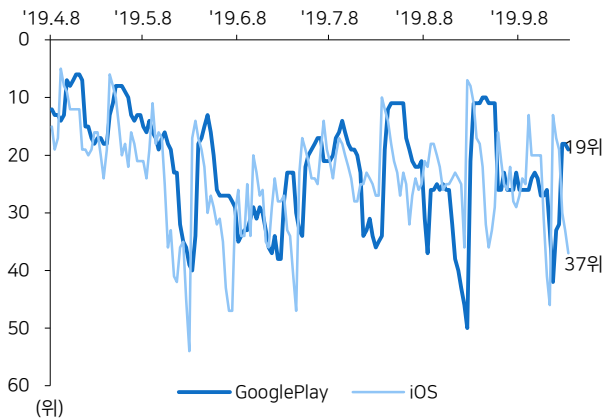
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 'B&S 레볼루션' (한국) 매출 순위



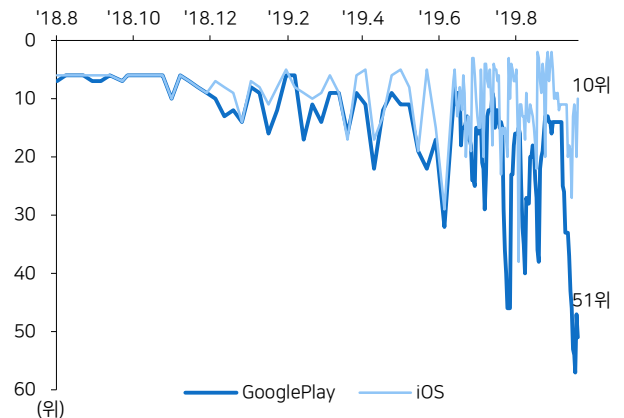
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 '세븐나이츠 for Kakao' (한국) 매출 순위



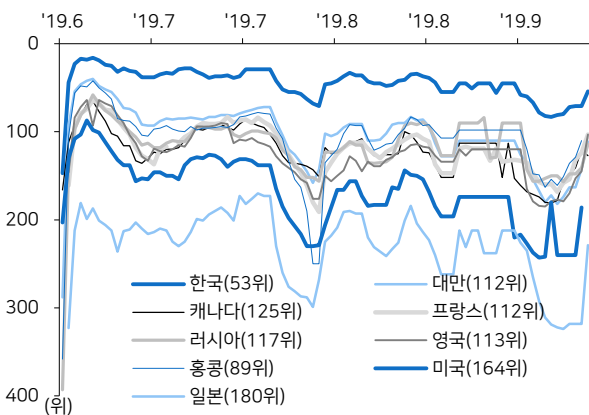
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 '모두의 마블 for Kakao' (한국) 매출 순위



주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 'BTS World' 글로벌 매출 순위



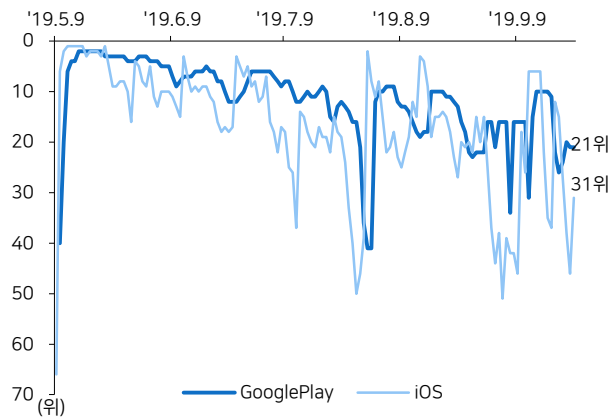
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준(미국과 캐나다는 2019.9.23 기준)
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 BTS 2 - 아티저 영상 공개



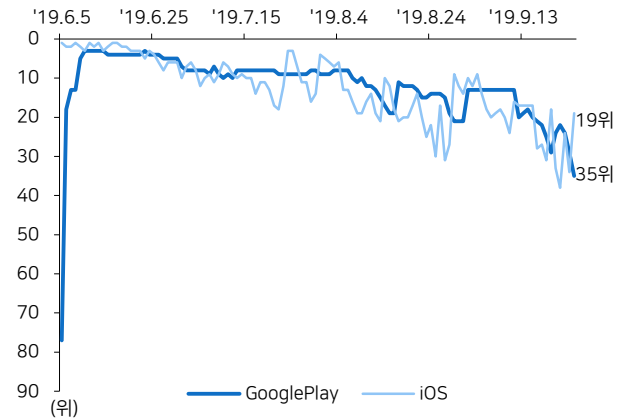
자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 '킹오브파이터 올스타' (한국) 매출 순위



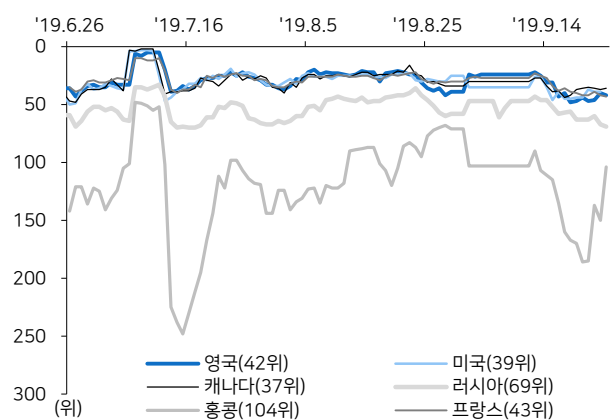
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (한국) 매출 순위



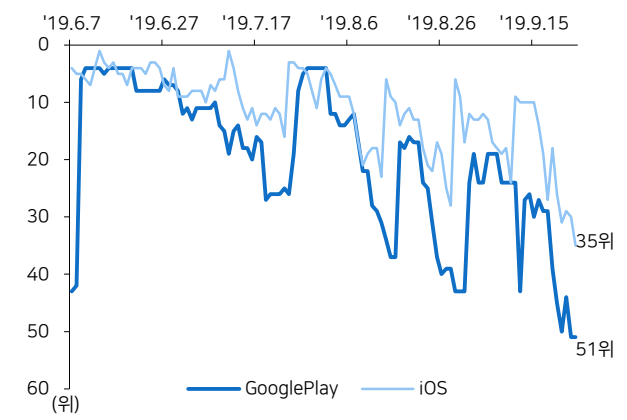
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 '마블콘테스트오브챔피언' 글로벌 매출 순위



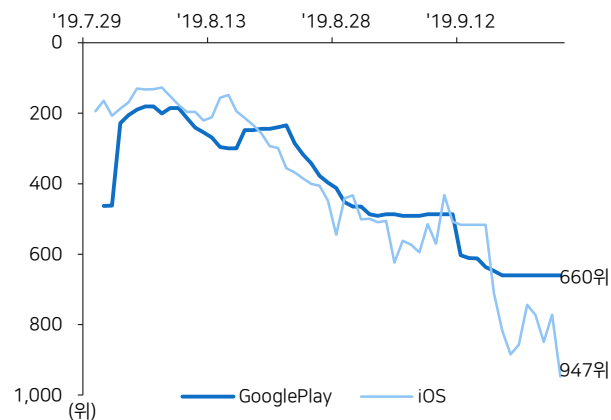
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준(미국과 캐나다는 2019.9.23 기준)
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 '일곱개의 대죄:Grand Cross' (일본) 매출 순위



주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 '요괴워치 메달워즈' (일본) 매출 순위



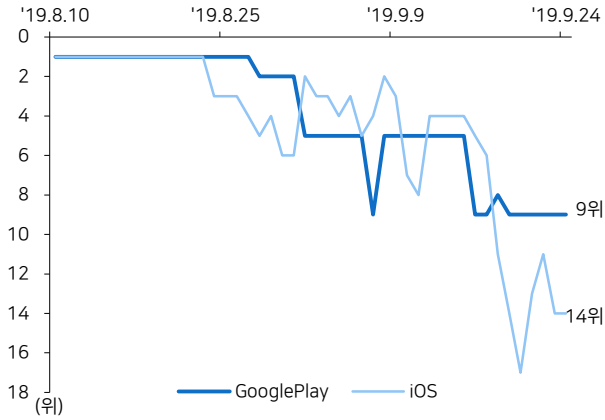
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 '스톤에이지M(石器时代:官方正版手游)' (중국) 매출 순위



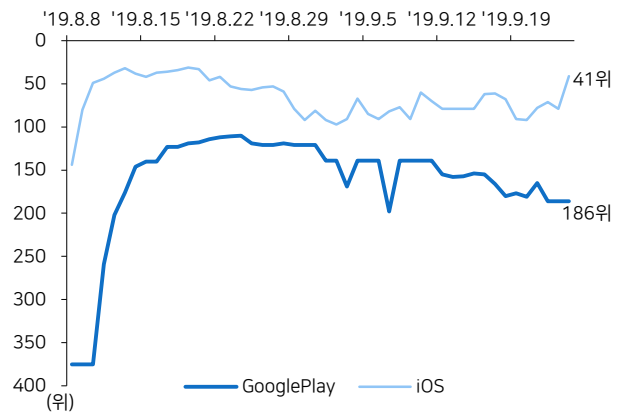
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 '콩야캐치마인드' (한국) 다운로드 순위



주: 2019.9.24 게임 다운로드순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 '콩야캐치마인드' (한국) 매출 순위



주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
 자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

Valuation

투자의견 Buy,
적정주가 14만원 하향

투자의견 Buy 유지하나 적정주가는 14만원으로 소폭 하향한다. 적정주가 산출은 적용 PEG를 기존 대비 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32.5 배 적용하였다. 넷마블의 밸류에이션 부담은 3분기 실적부터 2017년 하반기 수준의 이익창출 능력 가시화될 경우 빠르게 해소될 전망이다.

표5 넷마블 Valuation

	단위	2020E
매출액	(십억원)	2,607.3
순이익률	(%)	14.12%
순이익	(십억원)	368.1
EPS(a)	(원)	4,316
3yrs EPS CAGR ('19~'22)	(%)	52.49%
Target PEG	(배)	0.6
적정 PER(b)	(배)	32.5
12개월 적정주가 (a*b)	(원)	140,480
적정시가총액	(십억원)	13,642.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Global Peer Valuation

구분	회사	주가(9.25) (달러)	PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		PEG(x) 2019E	3yrs EPS CAGR (%)
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E		
국내	넷마블	79.3	36.7	26.9	1.7	1.6	14.3	10.8	1.9	19.4
	엔씨소프트	435.0	26.0	14.9	4.1	3.4	18.3	10.1	1.0	27.3
	웹젠	14.0	13.7	10.7	1.6	1.4	8.8	7.1	3.3	4.1
	게임빌	25.8	10.9	7.0	0.8	0.7	-	35.2	0.0	-
	펄어비스	164.3	16.3	11.2	4.4	3.2	10.9	7.9	0.8	20.5
	네오위즈	13.1	9.7	9.0	1.0	0.9	5.8	5.3	1.2	8.1
	선데이토즈	12.8	19.4	7.6	1.0	0.9	6.2	2.3	0.8	25.8
	더블유게임즈	46.2	8.6	7.5	1.5	1.3	6.3	5.5	0.5	16.1
	컴투스	78.5	9.6	8.5	1.3	1.1	3.9	3.2	1.7	5.7
미국	Blizzard	54.0	24.6	21.3	3.2	3.0	17.9	15.1	2.6	9.5
	EA	97.4	24.8	21.2	5.6	4.4	16.2	14.1	1.4	17.3
	Netease	263.1	20.4	19.1	4.3	4.2	14.0	12.5	0.6	31.5
	Zynga	6.0	27.0	22.4	2.6	2.2	19.3	15.9	0.2	157.7
중국	Tencent	41.9	30.0	24.7	6.7	5.4	21.7	18.2	1.5	20.7
	Youzu	2.2	11.7	9.9	2.5	2.1	11.2	9.6	0.7	17.3
	Wuhu	2.6	19.5	16.8	5.1	4.2	14.8	12.7	1.2	15.9
일본	GREE	4.7	29.0	28.9	1.0	1.0	6.0	5.4	7.6	3.8
	Square Enix	45.0	30.5	28.4	2.8	2.6	14.5	12.6	5.9	5.2
	Nintendo	377.7	25.7	21.6	3.4	3.2	16.0	13.1	0.9	28.1
	Bandai Namco	61.1	24.2	21.7	3.4	3.1	11.8	10.8	1.6	15.3
	Nexon	12.5	12.8	12.9	1.9	1.6	6.4	5.7	-21.2	-0.6
	Gungho Online	22.6	7.9	10.5	1.9	1.6	4.7	5.9	-1.8	-4.5
Global Average			20.0	16.5	2.8	2.4	11.9	10.9	0.6	21.2

주: 미국기업은 9월 24일 종가 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,223.8	2,607.3	2,960.7
매출액증가율 (%)	61.6	-16.6	10.0	17.2	13.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,223.8	2,607.3	2,960.7
판매관리비	1,915.0	1,779.6	1,996.6	2,180.8	2,435.4
영업이익	509.8	241.7	227.2	426.5	525.3
영업이익률	21.0	12.0	10.2	16.4	17.7
금융손익	11.6	76.6	80.4	56.4	88.6
종속/관계기업손익	-5.7	0.1	2.1	2.1	2.1
기타영업외손익	-44.2	-27.9	-29.2	-30.7	-32.2
세전계속사업이익	471.5	290.4	288.6	479.9	614.8
법인세비용	110.6	75.5	69.9	111.8	143.3
당기순이익	362.6	214.9	222.1	368.1	498.5
지배주주지분 순이익	309.8	189.6	199.5	327.6	471.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,218.4	3,257.4	3,408.2
현금및현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,159.5	2,157.1	2,264.4
매출채권	291.4	182.3	219.6	230.6	242.1
재고자산	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3
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	2,006.8
투자자산	974.7	1,269.9	1,251.9	1,214.4	1,184.6
자산총계	5,347.7	5,433.1	6,264.3	6,593.7	7,072.2
유동부채	501.3	587.0	612.3	641.3	674.7
매입채무	120.6	81.3	85.4	89.7	94.2
단기차입금	4.0	8.3	8.7	9.1	9.6
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	89.5	94.0	98.7
부채총계	882.4	881.5	921.5	966.0	1,015.6
자본금	8.5	8.5	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	372.8	372.8	372.8
이익잉여금	602.9	761.0	934.9	1,219.8	1,648.7
비지배주주지분	135.8	177.1	180.3	178.5	176.7
자본총계	4,465.3	4,551.5	5,342.8	5,627.7	6,056.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	280.1	420.1	571.6
당기순이익(손실)	362.6	214.9	222.1	368.1	498.5
유형자산상각비	11.5	15.5	16.3	17.1	17.9
무형자산상각비	53.3	64.5	67.8	71.1	74.7
운전자본의 증감	-18.8	-37.4	-72.8	-35.3	-27.9
투자활동 현금흐름	-1,432.7	-505.3	-168.8	-284.7	-323.3
유형자산의증가(CAPEX)	-30.0	-23.0	-24.2	-25.4	-26.6
투자자산의감소(증가)	-436.6	-295.1	-309.8	-325.3	-341.6
재무활동 현금흐름	2,527.3	-99.2	37.1	37.4	37.6
차입금의 증감	-34.3	110.6	54.7	19.1	20.0
자본의 증가	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,635.1	-359.1	610.9	-2.4	107.3
기초현금	272.7	1,907.8	1,548.7	2,159.5	2,157.1
기말현금	1,907.8	1,548.7	2,159.5	2,157.1	2,264.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	30,508	23,734	25,992	30,410	34,531
EPS(지배주주)	3,898	2,227	2,332	3,820	5,500
CFPS	7,387	4,023	3,960	5,449	6,803
EBITDAPS	7,228	3,777	3,637	6,004	7,207
BPS	50,920	51,303	60,210	63,555	68,578
DPS	360	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	48.4	50.1	40.8	24.9	17.3
PCR	25.5	27.7	24.0	17.5	14.0
PSR	6.2	4.7	3.7	3.1	2.8
PBR	3.7	2.2	1.6	1.5	1.4
EBITDA	574.5	321.7	311.2	514.7	617.9
EV/EBITDA	24.2	24.1	18.8	11.4	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	4.4	4.2	6.2	8.3
EBITDA 이익률	23.7	15.9	14.0	19.7	20.9
부채비율	19.8	19.4	17.2	17.2	16.8
금융비용부담률	0.6	0.0	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	37.8	417.0	30.3	56.3	71.1
매출채권회전율(x)	9.1	8.5	11.1	11.6	12.5
재고자산회전율(x)	1,142.8	714.0	673.0	789.1	896.1

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 넷마블의 자기주식 관련 위탁 업무를 수행하고 있습니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

