



# 넷마블 (251270)

추가 신작 성과에 달린 주가 방향성

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 105,000원

현재 주가(4/10)	95,000원
상승여력	▲10.5%
시가총액	81,500억원
발행주식수	85,789천주
52 주 최고가 / 최저가	136,000 / 84,600원
90 일 일평균 거래대금	323.58억원
외국인 지분율	23.3%

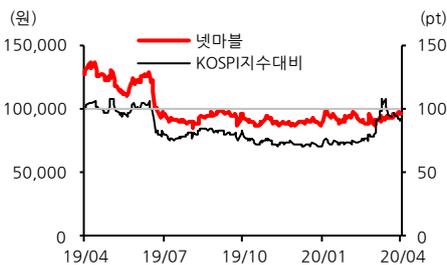
주주 구성	
방준혁 (외 16 인)	71.1%
자사주 (외 1 인)	4.7%
설창환 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	5.9	-1.2	-25.8
상대수익률(KOSPI)	9.7	21.6	7.0	-9.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,021	2,179	2,441	2,566
영업이익	242	203	288	311
EBITDA	322	321	379	402
지배주주순이익	190	156	291	324
EPS	2,227	1,819	3,397	3,779
순차입금	-1,922	-1,543	-1,596	-1,875
PER	50.1	50.8	28.0	25.1
PBR	2.2	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	23.6	19.9	17.3	15.6
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	4.4	3.5	6.4	6.8

주가 추이



넷마블의 1 분기 실적은 컨센서스에 부합할 것으로 추정합니다. 다만, 주력 게임들의 매출 하락세가 지속되고 있어 추가적인 신작의 흥행이 가시화될 때, 투자 매력이 높아질 것으로 판단합니다.

**1분기 실적은 시장 기대치 부합할 것으로 전망**

동사의 1분기 실적은 매출액 5603억 원, 영업이익 482억 원을 기록하며 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. <리니지2레볼>, <킹오파울스타> 등 기존 게임들의 매출은 하락했을 것으로 파악되지만, 3월 출시된 신작 두개가 예상을 상회하는 성과를 나타냈다. 글로벌 170여 개국에서 출시된 <일곱개의대죄>는 홍콩, 대만 등 아시아 국가와 미국, 프랑스 등 서구권 국가에서도 매출 순위 상위권을 기록했다. 하지만, 마케팅비는 신작 출시로 인해 전분기 대비 10% 증가하면서, 매출 상승에도 불구하고 영업이익은 전분기 대비 4% 감소했을 것으로 추정한다.

**신작 성과가 온기 반영되는 2분기 실적과 하반기 라인업 기대**

신작 두개의 성과가 온기로 반영되는 2분기 실적은 매출액과 영업이익이 전분기 대비 각각 7%, 59% 증가할 것으로 전망한다. 올해 출시될 신작으로는 지난 달 사전예약을 시작한 <블&소 레볼루션, 아시아>를 시작으로, <마블 랠름 오브 챔피언>, <세븐나이트IP> 등이 예정되어 있다. 지난해 지연된 신작들이 많아 연내 신작 라인업은 풍부하지만, L2R 이나 MCoC 등 기존 게임의 흥행이 장기화되지 못하는 점은 아쉬운 부분이다. 단기적인 흥행 게임보다는 IP 확장 비즈니스가 가능한 자체 IP 기반의 게임 성공 경험이 필요하다고 판단한다.

**투자의견 BUY 목표주가 10만 5천 원 유지**

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 신작 흥행으로 인해 올해 예상 영업이익 전망치를 기존대비 5% 상향했지만, 코웨이의 주가 하락으로 지분 가치는 감소했다. 코웨이 인수 이후 이익 수준은 다소 높아졌지만, 동사의 현재 밸류에이션은 올해 예상 실적 기준 PER 28배 수준으로 국내외 경쟁사들 대비 여전히 투자 매력이 높지 않다고 판단한다. 주력 게임들의 매출 감소 추세를 상쇄시킬 만한 신작이 나와야만 의미 있는 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

[표1] 넷마블의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	478	526	620	552	560	602	626	653	2,425	2,021	2,176	2,441
YoY (%)	(5.9)	5.1	17.9	13.3	17.3	14.4	1.0	18.3	61.7	(16.6)	7.6	12.2
국내	190	187	197	153	159	160	166	174	1,107	610	726	660
해외	288	339	423	399	401	442	460	479	1,318	1,412	1,449	1,782
리니지 2 레볼	716	737	868	717	646	581	552	524		5,411	3,038	2,303
MCoC	716	789	868	938	891	899	909	900		3,176	3,312	3,599
블&소 레볼	764	526	372	386	348	369	368	361		292	2,049	1,445
일곱개의대죄		421	682	497	720	1,080	864	691			1,599	3,356
킹오파울스타		263	186	276	248	262	255	259			725	1,024
영업비용	444	493	536	502	512	525	543	573	1,915	1,780	1,974	2,154
YoY (%)	2.4	12.4	16.7	11.7	15.4	6.6	1.4	14.2	58.9	(7.1)	10.9	9.1
지급수수료	210	229	271	242	246	264	275	286	1,006	843	952	1,071
인건비	114	120	120	122	121	121	123	135	364	413	476	499
광고선전비	63	84	72	74	81	72	75	78	381	312	293	307
기타	31	32	38	35	34	36	38	39	99	132	135	146
감가상각비	26	29	35	28	30	32	33	35	65	80	118	130
영업이익	33.9	33.2	84.4	50.2	48.2	76.8	82.8	79.9	509.7	241.7	201.7	287.8
YoY (%)	(54.3)	(46.6)	25.4	32.1	42.2	131.4	(1.9)	59.3	73.0	(52.6)	(16.5)	42.7
영업이익률 (%)	7.1	6.3	13.6	9.1	8.6	12.8	13.2	12.2	21.0	12.0	9.3	11.8
당기순이익	42.3	38.0	84.7	4.7	45.9	82.4	90.2	85.0	309.8	189.6	169.8	303.4
YoY (%)	(36.7)	(42.5)	61.2	251.5	23.0	102.3	1.5	48.5	78.1	(38.8)	5.1	34.7
순이익률 (%)	9.8	6.3	11.5	8.7	10.3	11.2	11.6	10.9	12.8	9.4	9.5	11.4

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,425	2,021	2,179	2,441	2,566
매출총이익	2,425	2,021	2,179	2,441	2,566
영업이익	510	242	203	288	311
EBITDA	574	322	321	379	402
순이자손익	16	54	47	49	51
외화관련손익	-13	16	13	0	0
지분법손익	-8	9	13	74	87
세전계속사업손익	471	290	218	410	456
당기순이익	361	215	170	303	338
지배주주순이익	310	190	156	291	324
<b>증가율(%)</b>					
매출액	61.6	-16.6	7.8	12.1	5.1
영업이익	73.0	-52.6	-16.1	42.0	8.1
EBITDA	76.6	-44.0	-0.3	18.2	6.0
순이익	72.5	-40.4	-21.0	78.7	11.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.0	12.0	9.3	11.8	12.1
EBITDA 이익률	23.7	15.9	14.7	15.5	15.7
세전이익률	19.4	14.4	10.0	16.8	17.8
순이익률	14.9	10.6	7.8	12.4	13.2

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	503	235	381	118	335
당기순이익	361	215	170	303	338
자산상각비	65	80	118	91	91
운전자본증감	-19	-37	45	-51	-2
매출채권 감소(증가)	-18	104	35	-74	-2
재고자산 감소(증가)	0	-1	-2	-1	0
매입채무 증가(감소)	-3	-28	-31	25	1
투자현금흐름	-1,433	-505	-247	-89	-80
유형자산처분(취득)	-30	-23	-79	-28	-29
무형자산 감소(증가)	-1	-17	-25	-45	-45
투자자산 감소(증가)	-368	-169	-4	-23	-24
재무현금흐름	2,527	-99	-107	0	0
차입금의 증가(감소)	-93	135	104	0	0
자본의 증가(감소)	2,635	-31	0	0	0
배당금의 지급	0	31	0	0	0
총현금흐름	585	343	334	169	337
(-)운전자본증가(감소)	-83	67	111	51	2
(-)설비투자	30	23	80	28	29
(+)자산매각	-1	-17	-25	-45	-45
Free Cash Flow	637	236	118	45	260
(-)기타투자	1,134	267	-16	-8	-19
잉여현금	-498	-31	135	53	279
NOPLAT	390	179	158	213	230
(+) Dep	65	80	118	91	91
(-)운전자본투자	-83	67	111	51	2
(-)Capex	30	23	80	28	29
OpFCF	508	169	85	226	290

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,918	2,591	2,560	2,698	2,990
현금성자산	2,551	2,308	2,150	2,203	2,481
매출채권	294	187	154	228	230
재고자산	2	3	5	6	6
비유동자산	2,429	2,842	3,246	3,294	3,346
투자자산	1,047	1,349	1,627	1,693	1,761
유형자산	145	174	236	240	245
무형자산	1,237	1,319	1,384	1,361	1,340
<b>자산총계</b>	<b>5,348</b>	<b>5,433</b>	<b>5,806</b>	<b>5,991</b>	<b>6,335</b>
유동부채	501	587	665	699	710
매입채무	159	115	100	125	127
유동성이자부채	41	278	339	339	339
비유동부채	381	295	493	502	511
비유동이자부채	234	108	268	268	268
<b>부채총계</b>	<b>882</b>	<b>882</b>	<b>1,158</b>	<b>1,201</b>	<b>1,221</b>
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,849	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	603	761	914	1,206	1,530
자본조정	-124	-245	-352	-501	-501
자기주식	0	-160	-405	-405	-405
<b>자본총계</b>	<b>4,465</b>	<b>4,552</b>	<b>4,648</b>	<b>4,790</b>	<b>5,114</b>

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,645	2,227	1,819	3,397	3,779
BPS	50,919	51,303	51,919	53,576	57,355
DPS	360	0	0	0	0
CFPS	6,887	4,023	3,891	1,966	3,928
ROA(%)	8.5	3.5	2.8	4.9	5.3
ROE(%)	11.2	4.4	3.5	6.4	6.8
ROIC(%)	40.8	13.6	10.3	12.6	13.5
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	51.7	50.1	50.8	28.0	25.1
PBR	3.7	2.2	1.8	1.8	1.7
PSR	6.6	4.7	3.6	3.3	3.2
PCR	27.4	27.7	23.7	48.3	24.2
EV/EBITDA	23.9	23.6	19.9	17.3	15.6
배당수익률	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	19.8	19.4	24.9	25.1	23.9
Net debt/Equity	-51.0	-42.2	-33.2	-33.3	-36.7
Net debt/EBITDA	-396.2	-597.6	-481.1	-420.8	-466.5
유동비율	582.2	441.3	385.2	385.9	421.2
이자보상배율(배)	37.8	417.0	23.1	30.6	33.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	25.7	27.5	30.7	30.5	28.5
현금+투자자산	74.3	72.5	69.3	69.5	71.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	5.8	7.8	11.5	11.2	10.6
자기자본	94.2	92.2	88.5	88.8	89.4

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 04월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 컴투스의 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2019.11.25	2020.01.13	2020.04.13		
투자 의견	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	105,000	105,000	105,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.25	Buy	105,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2019년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%