



Marketperform(Maintain)

목표주가: 97,000원

주가(5/13): 104,000원

시가총액: 89,224억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/13)	1,940.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	129,500원	84,600원
등락률	-19.7%	22.9%
수익률	절대	상대
1M	9.5%	3.0%
6M	17.1%	28.1%
1Y	-15.4%	-9.3%

Company Data

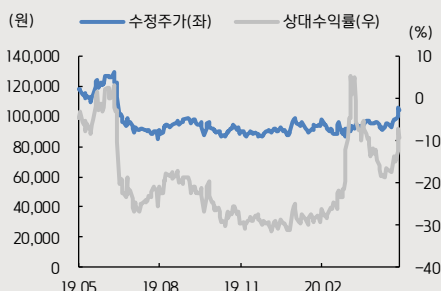
발행주식수	85,792천주
일평균 거래량(3M)	409천주
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(20E)	0.00%
BPS(20E)	56,384원
주요 주주	방준혁 외 14인 24.9%
	CJ ENM 21.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,349.2	2,553.8
영업이익	241.7	202.7	251.9	354.5
EBITDA	321.7	320.8	373.8	492.8
세전이익	290.4	218.4	329.8	415.2
순이익	214.9	169.8	257.2	323.9
지배주주지분순이익	189.6	156.0	236.4	297.6
EPS(원)	2,226	1,823	2,755	3,469
증감률(% YoY)	-42.9	-18.1	51.1	25.9
PER(배)	50.1	50.7	37.7	30.0
PBR(배)	2.17	1.78	1.84	1.69
EV/EBITDA(배)	24.1	19.9	24.5	17.9
영업이익률(%)	12.0	9.3	10.7	13.9
ROE(%)	4.4	3.5	5.1	5.9
순차입금비용(%)	-42.2	-37.0	0.0	-6.4

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

넷마블 (251270)

본격적인 성장세는 4Q부터



넷마블의 1Q실적은 매출액 5,329억원(QoQ, -4.0%), 영업이익 204억원(QoQ, -60.1%)을 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하였습니다. 일곱개의 대죄와 A3의 출시가 있었지만 1개월수준만 영향을 주었고 비수기시점에 따른 기존게임 매출감소가 있어 매출이 감소하였습니다. 비용에서는 신작 출시에 따른 마케팅비용 확대가 이익의 큰 감소로 이어졌습니다. 신작이 온기반영되는 2Q부터는 일정수준 실적회복이 가능하겠으나 본격적인 성장세는 대형신작이 출시되는 4Q이후가 될 전망입니다.

>>> 1Q Review: 마케팅비용 확대, 2Q부터는 정상화

넷마블의 1Q실적은 매출액 5,329억원(QoQ, -4.0%), 영업이익 204억원(QoQ, -60.1%)을 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하였다. 매출액은 좋은 성과를 낸 일곱개의 대죄의 글로벌버전과 A3의 반영이 한 달이 채 되지 않았고 기존 게임들이 비수기에 따른 자연감소가 있어 전반적인 매출 성과는 크지 않았다. 반면 신작들의 출시를 위한 마케팅비용 집행이 크게 발생하면서 마케팅비용이 전분기대비 28.9%증가하였고 이에 이익이 기대치를 하회하였다.

2Q실적은 일곱개의 대죄 글로벌과 A3가 온기반영됨에 따라 매출이 확대될 것으로 전망된다. 더불어 불소:레볼루션 아시아와 스톤에이지:월드가 일부 반영됨에 따라 매출이 확대될 것으로 전망된다. 마케팅비용도 실적발표에서 1Q 이후에는 큰 폭의 마케팅이 없다고 밝힘에 따라 감소할 것으로 전망된다.

>>> 대형신작게임의 출시는 4Q에 다수 몰려

당사에서 기대하고 있는 세븐나이츠2와 제2의나라 등 대형신작게임은 4Q에 다수 몰려있다. 신작의 출시가 2Q와 3Q에도 있었지만 기존작의 지역확장이기 때문에 기대치가 크지않다(불소:레볼루션은 아시아지역으로 Big3지역이 아님, A3는 국내 흥행수준에 비춰봤을 때 큰 성과는 거두기 어려움). 결국 4Q에 신작들이 대부분 출시된다는 가정아래 2021년이 되어야 본격적인 이익성장이 가능할 것으로 전망된다. 특히 2021년은 대작 MMORPG인 마블퓨처레볼루션 및 세븐나이츠:레볼루션이 출시될 예정이기에 기대수준이 2020년에 비해 높다고 할 수 있다.

>>> 투자의견 Marketperform, 목표주가 97,000원 유지

넷마블에 대한 투자의견 Marketperform과 목표주가 97,000원을 유지한다. 마케팅비용의 감소로 2Q부터는 이익이 반등을 하겠지만 본격적인 규모에 맞는 실적 성장은 4Q부터 이루어질 것으로 전망된다. 중국 판호에 대한 기대치는 존재하지만 불확실성 요소가 많기 때문에 정상회담 이후에 주목하는 것이 합당하다고 판단된다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,776	5,262	6,199	5,550	5,329	5,939	5,798	6,425	21,787	23,492	25,538
기존게임 매출	3,295	3,578	4,277	3,941	3,677	3,684	3,581	3,761	15,091	14,703	13,846
리니지 2:레볼루션	716	737	868	722	586	543	554	515	3,042	2,199	1,714
블소:레볼루션	764	526	372	389	426	437	423	396	2,051	1,682	1,570
일곱개의대죄		421	682	500	639	960	844	811	1,602	3,255	2,832
주요신작 매출						315	396	943		1,654	4,793
로열티 매출									0	0	783
영업비용	4,437	4,930	5,355	5,039	5,125	5,187	5,069	5,592	19,761	20,973	21,993
인건비	1,139	1,195	1,203	1,233	1,245	1,257	1,276	1,315	4,770	5,093	5,665
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,433	2,272	2,465	2,403	2,613	9,535	9,753	10,151
마케팅비	628	836	723	737	950	811	752	983	2,924	3,496	3,458
기타	569	607	720	636	658	653	638	681	2,532	2,630	2,720
영업이익	339	332	844	511	204	752	729	833	2,026	2,519	3,545
영업이익률	7.1%	6.3%	13.6%	9.2%	3.8%	12.7%	12.6%	13.0%	9.3%	10.7%	13.9%

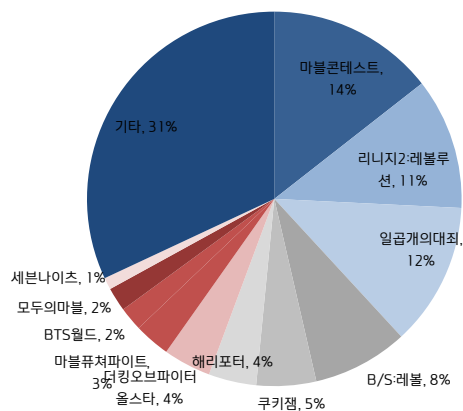
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
블소:레볼루션(아시아)	아시아	MMORPG	2Q
스톤에이지 월드	국내, 글로벌	MMORPG	2Q
BTS 유니버스 스토리	글로벌	육성시뮬레이션	3Q
A3:Still Alive	글로벌	MMORPG	3Q
마구마구 2020	국내	Sports	3Q
세븐나이트 2	국내	MORPG	4Q
세븐나이트타임원더러	글로벌(스위치)	RPG	4Q
마블헬름오브 챔피언스	글로벌	RPG	4Q
블소:레볼루션(글로벌)	글로벌	MMORPG	4Q
제 2 의나라	국내 및 일본	MMORPG	4Q
마블퓨처레볼루션	국내, 글로벌	MMORPG	2021 년

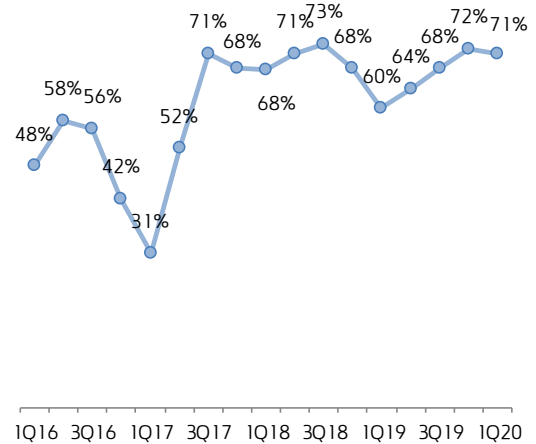
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

해외매출비중 추이



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,349.2	2,553.8	2,735.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,349.2	2,553.8	2,735.5
판매비	1,779.6	1,976.0	2,097.3	2,199.3	2,301.5
영업이익	241.7	202.7	251.9	354.5	434.0
EBITDA	321.7	320.8	373.8	492.8	583.0
영업외손익	48.8	15.7	77.9	60.7	69.0
이자수익	40.0	44.2	23.9	30.6	39.0
이자비용	0.6	8.8	12.6	12.6	12.6
외환관련이익	34.8	47.9	40.4	20.0	20.0
외환관련손실	18.6	34.7	16.5	20.0	20.0
중속 및 관계기업손익	0.1	12.9	88.0	88.0	88.0
기타	-6.9	-45.8	-45.3	-45.3	-45.4
법인세차감전이익	290.4	218.4	329.8	415.2	503.0
법인세비용	75.5	48.6	72.6	91.4	110.7
계속사업순이익	214.9	169.8	257.2	323.9	392.4
당기순이익	214.9	169.8	257.2	323.9	392.4
지배주주순이익	189.6	156.0	236.4	297.6	360.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-16.6	7.8	7.8	8.7	7.1
영업이익 증감율	-52.6	-16.1	24.3	40.7	22.4
EBITDA 증감율	-44.0	-0.3	16.5	31.8	18.3
지배주주순이익 증감율	-38.8	-17.7	51.5	25.9	21.1
EPS 증감율	-42.9	-18.1	51.1	25.9	21.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	12.0	9.3	10.7	13.9	15.9
EBITDA Margin(%)	15.9	14.7	15.9	19.3	21.3
지배주주순이익률(%)	9.4	7.2	10.1	11.7	13.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	1,497.1	1,870.0	2,323.6
현금 및 현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,069.4	1,377.0	1,755.1
단기금융자산	759.5	751.3	187.8	234.8	293.5
매출채권 및 기타채권	204.0	162.2	164.4	178.8	191.5
재고자산	3.3	5.1	5.5	6.0	6.4
기타유동자산	75.1	66.7	70.0	73.4	77.1
비유동자산	2,842.4	3,246.0	5,383.1	5,503.8	5,613.8
투자자산	1,269.9	1,467.9	3,555.9	3,643.9	3,731.9
유형자산	174.3	235.6	238.8	240.0	240.5
무형자산	1,319.5	1,383.8	1,429.8	1,461.3	1,482.8
기타비유동자산	78.7	158.7	158.6	158.6	158.6
자산총계	5,433.0	5,806.1	6,880.2	7,373.8	7,937.4
유동부채	587.0	664.6	1,382.3	1,402.8	1,424.9
매입채무 및 기타채무	165.8	149.0	166.8	187.2	209.3
단기금융부채	278.0	338.9	1,038.9	1,038.9	1,038.9
기타유동부채	143.2	176.7	176.6	176.7	176.7
비유동부채	294.5	493.2	443.2	443.2	443.2
장기금융부채	107.6	267.8	217.8	217.8	217.8
기타비유동부채	186.9	225.4	225.4	225.4	225.4
부채총계	881.5	1,157.7	1,825.5	1,845.9	1,868.0
지배지분	4,374.4	4,451.8	4,837.3	5,284.1	5,793.8
자본금	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,849.4	3,880.6	3,880.6	3,880.6	3,880.6
기타자본	-617.4	-873.9	-873.9	-873.9	-873.9
기타포괄손익누계액	372.8	522.1	671.3	820.5	969.7
이익잉여금	761.0	914.5	1,150.8	1,448.4	1,808.9
비지배지분	177.1	196.5	217.4	243.7	275.6
자본총계	4,551.5	4,648.3	5,054.8	5,527.8	6,069.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	235.3	381.3	295.4	368.8	451.1
당기순이익	214.9	169.8	257.2	323.9	392.4
비현금항목의 가감	127.7	163.8	75.8	104.2	125.9
유형자산감가상각비	15.5	36.0	37.9	39.7	40.5
무형자산감가상각비	64.5	82.1	84.0	98.5	108.5
지분법평가손익	-9.1	-12.9	-88.0	-88.0	-88.0
기타	56.8	58.6	41.9	54.0	64.9
영업활동자산부채증감	-37.4	44.9	11.8	2.2	5.3
매출채권및기타채권의감소	104.4	34.6	-2.2	-14.3	-12.7
재고자산의감소	-0.9	-2.5	-0.4	-0.5	-0.4
매입채무및기타채무의증가	-27.8	-31.4	17.7	20.5	22.1
기타	-113.1	44.2	-3.3	-3.5	-3.7
기타현금흐름	-69.9	2.8	-49.4	-61.5	-72.5
투자활동 현금흐름	-505.3	-247.3	-1,573.4	-183.8	-195.6
유형자산의 취득	-23.0	-79.7	-41.0	-41.0	-41.0
유형자산의 처분	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-17.3	-24.9	-130.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	-295.1	-185.2	-2,000.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-115.9	8.1	563.5	-47.0	-58.7
기타	-54.1	34.1	34.1	34.2	34.1
재무활동 현금흐름	-99.2	-106.9	716.8	16.8	16.8
차입금의 증가(감소)	89.4	121.7	700.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-159.9	-245.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-30.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	16.8	16.8	16.8	16.8
기타현금흐름	9.9	-0.8	55.8	105.8	105.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-359.1	26.2	-505.4	307.6	378.1
기초현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,069.4	1,377.0
기말현금 및 현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,069.4	1,377.0	1,755.1

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,226	1,823	2,755	3,469	4,202
BPS	51,303	51,919	56,384	61,592	67,533
CFPS	4,023	3,899	3,882	4,990	6,042
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	50.1	50.7	37.7	30.0	24.7
PER(최고)	85.8	75.7	39.0		
PER(최저)	40.6	45.8	29.0		
PBR	2.17	1.78	1.84	1.69	1.54
PBR(최고)	3.72	2.66	1.91		
PBR(최저)	1.76	1.61	1.42		
PSR	4.70	3.63	3.80	3.49	3.26
PCFR	27.7	23.7	26.8	20.8	17.2
EV/EBITDA	24.1	19.9	24.5	17.9	14.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.0	3.0	4.1	4.5	5.1
ROE	4.4	3.5	5.1	5.9	6.5
ROIC	13.8	12.2	12.0	16.5	19.9
매출채권회전율	8.0	11.9	14.4	14.9	14.8
재고자산회전율	714.0	516.9	441.1	442.8	439.7
부채비율	19.4	24.9	36.1	33.4	30.8
순차입금비용	-42.2	-37.0	0.0	-6.4	-13.0
이자보상배율	417.0	23.1	20.0	28.2	34.5
총차입금	385.7	606.7	1,256.7	1,256.7	1,256.7
순차입금	-1,922.5	-1,719.4	-0.5	-355.0	-791.9
NOPLAT	321.7	320.8	373.8	492.8	583.0
FCF	196.7	249.6	159.1	246.0	321.8

Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 현재 '넷마블' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

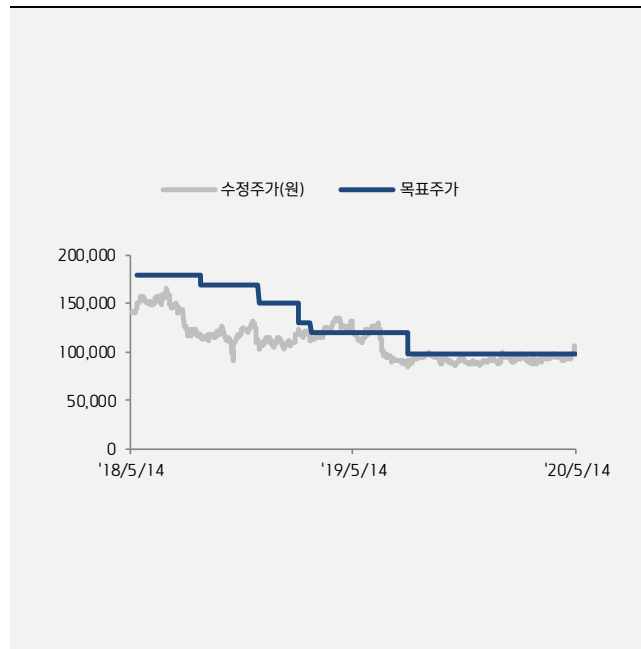
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2018/05/23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-15.91	-7.50
	2018/08/09	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-20.24	-7.50
	2018/09/05	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.43	-25.88
	2018/11/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-30.92	-22.06
	2018/12/10	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-26.29	-17.67
	2019/02/14	Marketperform (Downgrade)	130,000원	6개월	-8.79	-4.62
	2019/03/06	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월	3.25	13.33
	2019/05/15	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월	1.53	13.33
	2019/06/12	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월	-4.82	13.33
	2019/08/13	Marketperform (Maintain)	97,000원	6개월	-2.63	2.06
	2019/09/23	Marketperform (Maintain)	97,000원	6개월	-4.25	2.06
	2019/11/13	Marketperform (Maintain)	97,000원	6개월	-5.25	2.06
	2020/05/14	Marketperform (Maintain)	97,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%