

2020. 5. 14



▲ 인터넷/게임

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

Buy

**적정주가 (12개월) 140,000 원**

**현재주가 (5.13) 104,000 원**

**상승여력 34.6%**

KOSPI	1,940.42pt
시가총액	89,224억원
발행주식수	8,579만주
유통주식비율	24.27%
외국인비중	23.31%
52주 최고/최저가	129,500원/84,600원
평균거래대금	386.6억원

주요주주(%)

방준혁 외 13 인	24.87
씨제이이엔엠	21.82
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.55

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	17.1	-19.4
상대주가	3.0	28.1	-13.6

주가그래프



# 넷마블 251270

## 1Q, 어닝의 바텀 확인

- ✓ 1Q20 실적, 예상치 하회. 외형은 기대치 충족했으나 이익은 마케팅비 초과 집행으로 하회. 2Q20E 영업이익은 541억원(+62.8% YoY)으로 3월 출시한 신작들의 매출 운기 반영과 마케팅비 정상화로 이익 레버리지 확대 가능
- ✓ 신작 출시 일정 점검. 2Q 'B&S레볼루션(아시아)', '스톤에이지 월드(국내, 글로벌)', 3Q 'BTS 유니버스 스토리(글로벌)', 'A3:스틸얼라이브(글로벌)', '마구마구 2020(국내)' 계획
- ✓ 올해 게임사업의 가치 회복 염두에 둔 긍정적 관점 유효

### 1Q20 실적, 예상치 하회 전망

1Q20 매출액과 영업이익은 각각 5,329억원(+11.6% YoY), 204억원(-39.9% YoY)로, 당사 추정치(매출액 5,514억원, 영업이익 443억원)대비 각각 3.3%, 53.9% 하회하였다. 1분기 출시 게임이 주로 3월에 집중되었고 마케팅비는 카밤의 중국 'Shop Titan' 론칭으로 예상보다 초과 집행되었다. 게임별로는 '일곱개의 대죄(글로벌)'과 'A3:스틸얼라이브'의 매출액은 각각 639억원, 160억원으로 일평균 6.9억원, 8.4억원 수준이었다. 영업이익률은 3.8%로 3.3%p YoY 하락하였다. 세전이익은 541억원으로 배당금수익 102억원, 지분법손익 179억원 반영(코웨이 지분법 이익 계상)되었다. 2Q20E 영업이익은 541억원(+62.8% YoY)으로 3월 출시한 신작들의 매출 운기반영과 마케팅비 정상화로 이익 레버리지 확대가 가능하다.

### 신작 출시 일정점검

2Q 'B&S레볼루션(아시아)', '스톤에이지 월드(국내, 글로벌)', 3Q 'BTS 유니버스 스토리(글로벌)', 'A3:스틸얼라이브(글로벌)', '마구마구 2020(국내)', 4Q '세븐나이츠2(국내)', '세븐나이츠 타임원더러(스위치)', '제2의 나라(국내/일본)', '마블렐름오브챔피언스(글로벌)', '블레이드앤소울 레볼루션(글로벌)' 출시를 준비중이다. 매분기 1~2개 이상의 타이틀이 신규 혹은 지역 확장을 통한 성장 도모한다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 14만원 유지

올해 게임사업의 가치 회복을 염두에 둔 긍정적 관점 유효하다. 적정 기업가치는 게임사업 가치 8.6조원+투자자산의 가치 3.6조원을 합산하여 산출, 게임사업 가치는 실적이 정상화되는 2021년 기준, 적정 PER은 게임업종 평균대비 30% 프리미엄 부여(IP 다각화와 높은 해외매출 비중 근거)하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,021.3	241.7	189.6	2,227	-44.4	51,303	50.1	2.2	24.1	4.4	19.4
2019	2,178.7	202.7	156.0	1,823	-21.4	51,919	50.7	1.8	19.9	3.5	24.9
2020E	2,392.3	241.6	264.1	3,078	63.6	61,054	33.8	1.7	31.5	5.5	27.5
2021E	2,673.3	339.7	314.7	3,668	25.3	60,201	28.4	1.7	24.6	6.1	28.0
2022E	2,942.8	389.3	391.8	4,567	12.3	59,739	22.8	1.7	23.2	7.6	28.4

표1 넷마블 1Q20 실적 - 예상치 하회

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>532.9</b>	<b>477.6</b>	<b>11.6%</b>	<b>555.0</b>	<b>-4.0%</b>	<b>551.4</b>	<b>-3.3%</b>	<b>558.1</b>	<b>-4.5%</b>
리니지2레볼루션	58.6	73.9	-20.6%	71.7	-18.3%	76.6	-23.4%	-	-
모두의 마블	10.7	17.7	-39.9%	11.0	-3.4%	12.2	-12.3%	-	-
세븐나이트	5.3	18.4	-71.1%	11.0	-51.7%	11.8	-54.8%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	74.6	72.1	3.4%	93.8	-20.5%	103.3	-27.8%	-	-
마블퓨처파이트	16.0	28.2	-	22.1	-	15.0	6.6%	-	-
쿠키잼	26.6	32.8	-18.8%	27.6	-3.4%	30.4	-12.3%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	25.4	-16.1%	22.1	-3.4%	22.3	-4.5%	-	-
블소레볼루션	42.6	78.1	-45.4%	38.6	10.4%	30.9	37.9%	-	-
일곱개의 대죄	63.9	-	-	49.7	28.8%	71.8	-10.9%	-	-
A3:스틸얼라이브	16.0	-	-	-	-	17.3	-7.6%	-	-
킹오파울스타	21.3	-	-	16.6	28.8%	18.2	17.0%	-	-
BTS월드	10.7	-	-	11.0	-3.4%	9.2	15.8%	-	-
기타	165.2	131.0	26.1%	179.8	-8.1%	132.5	24.7%	-	-
<b>영업이익</b>	<b>20.4</b>	<b>33.9</b>	<b>-39.9%</b>	<b>51.1</b>	<b>-60.1%</b>	<b>44.3</b>	<b>-53.9%</b>	<b>49.3</b>	<b>-58.6%</b>
<b>세전이익</b>	<b>54.1</b>	<b>58.6</b>	<b>-7.7%</b>	<b>9.5</b>	<b>468.9%</b>	<b>56.3</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>지배순이익</b>	<b>53.9</b>	<b>39.4</b>	<b>36.9%</b>	<b>-1.2</b>	<b>흑전</b>	<b>33.3</b>	<b>62.1%</b>	<b>52.1</b>	<b>3.5%</b>
영업이익률(%)	3.8%	7.1%	-3.3%p	9.2%	-5.4%p	8.7%	-4.9%p	8.8%	-5.0%p
순이익률(%)	10.1%	8.2%	1.9%p	-0.2%	10.3%p	6.5%	3.6%p	9.3%	0.8%p

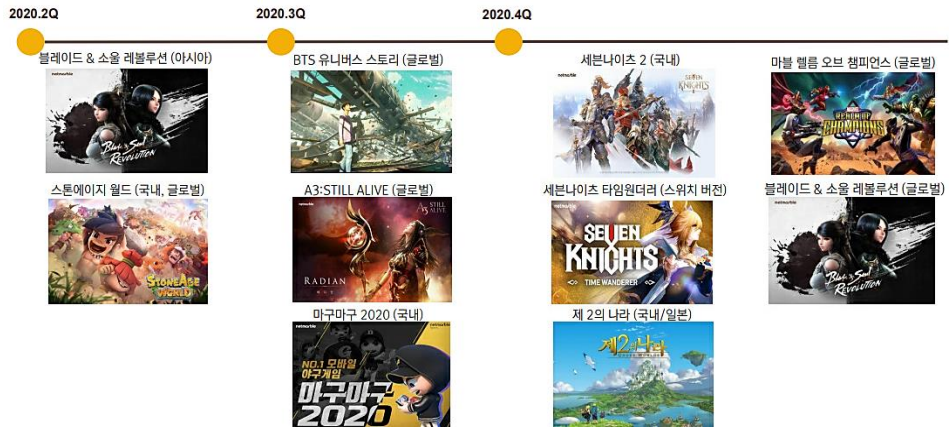
자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 분기별 실적 - 게임사업의 성장성 회복이 관건

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>477.6</b>	<b>526.2</b>	<b>619.9</b>	<b>555.0</b>	<b>532.9</b>	<b>573.1</b>	<b>596.3</b>	<b>690.0</b>	<b>2,178.7</b>	<b>2,392.3</b>	<b>2,673.3</b>
리니지2레볼루션	73.9	73.7	86.8	71.7	58.6	64.7	61.5	58.4	306.0	243.3	205.9
모두의 마블	17.7	15.8	12.4	11.0	10.7	10.6	10.4	10.2	56.9	41.8	38.7
세븐나이트	18.4	15.8	12.4	11.0	5.3	5.5	5.2	5.0	57.6	21.1	17.6
마블컨테스트오브챔피언	72.1	78.9	86.8	93.8	74.6	73.1	71.7	70.2	331.6	289.6	267.1
마블퓨처파이트	28.2	42.1	31.0	22.1	16.0	14.4	12.9	11.7	123.4	55.0	36.1
쿠키잼	32.8	31.6	31.0	27.6	26.6	26.5	26.0	25.4	123.0	104.6	96.8
해리포터 호그와트 미스터리	25.4	21.0	24.8	22.1	21.3	19.2	17.3	15.5	93.3	89.2	87.4
블소레볼루션	78.1	52.6	37.2	38.6	42.6	28.8	26.7	25.6	206.5	123.7	95.1
일곱개의 대죄: Grand Cross	-	42.1	68.2	49.7	63.9	92.9	69.0	67.6	159.9	293.5	301.3
A3:스틸얼라이브	-	-	-	-	16.0	46.0	43.7	62.8	-	168.5	239.0
킹오파울스타	-	26.3	18.6	16.6	21.3	20.9	20.5	20.1	61.5	82.7	76.3
BTS월드	-	-	24.8	11.0	10.7	9.2	8.3	7.4	35.8	35.5	25.8
기타	131.0	126.3	185.9	179.8	165.2	161.3	223.2	310.1	623.0	843.8	1,186.2
<b>영업비용</b>	<b>443.7</b>	<b>493.0</b>	<b>535.5</b>	<b>503.9</b>	<b>512.5</b>	<b>519.0</b>	<b>531.3</b>	<b>587.9</b>	<b>1,976.0</b>	<b>2,150.7</b>	<b>2,333.6</b>
인건비	113.9	119.5	120.3	122.1	124.5	127.0	129.5	132.1	475.8	513.1	575.1
지급수수료	228.2	248.6	293.6	263.4	227.2	244.3	249.1	288.3	1,033.8	1,009.0	1,100.0
마케팅비	62.8	83.6	72.3	73.7	95.0	80.2	83.5	96.6	292.4	355.3	356.0
기타	38.8	41.3	49.2	44.7	65.8	67.4	69.1	70.9	174.0	273.3	302.5
<b>영업이익</b>	<b>33.9</b>	<b>33.2</b>	<b>84.4</b>	<b>51.1</b>	<b>20.4</b>	<b>54.1</b>	<b>65.0</b>	<b>102.1</b>	<b>202.7</b>	<b>241.6</b>	<b>339.7</b>
<b>세전이익</b>	<b>58.6</b>	<b>39.4</b>	<b>110.9</b>	<b>9.5</b>	<b>54.1</b>	<b>76.0</b>	<b>86.9</b>	<b>124.0</b>	<b>218.4</b>	<b>341.1</b>	<b>427.4</b>
<b>지배순이익</b>	<b>39.4</b>	<b>38.5</b>	<b>79.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>53.9</b>	<b>54.9</b>	<b>63.3</b>	<b>91.9</b>	<b>156.0</b>	<b>264.1</b>	<b>314.7</b>

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2020년 주요 라인업



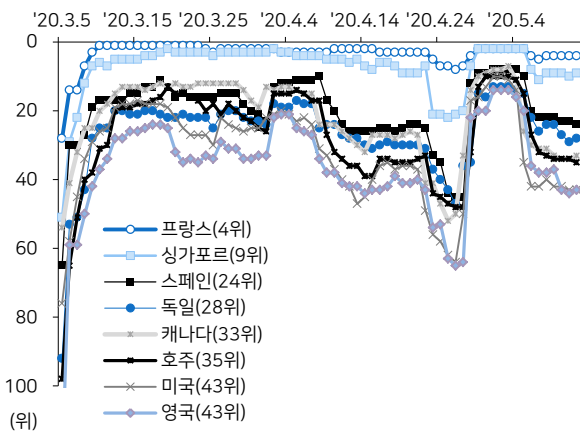
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 Valuation

구분	단위	2021E
<b>게임사업 가치(A)</b>	<b>십억원</b>	<b>8,591</b>
2021E 순이익	%	315
Target PER	십억원	27.3
<b>투자자산 가치(B)</b>	<b>십억원</b>	<b>3,587.3</b>
코웨이	십억원	1,127.2
빅히트	십억원	752.4
엔씨소프트	십억원	1,456.3
기타	십억원	251.4
<b>총 기업가치(A+B)</b>	<b>십억원</b>	<b>12,178.7</b>
<b>12개월 적정주가</b>	<b>원</b>	<b>140,000</b>

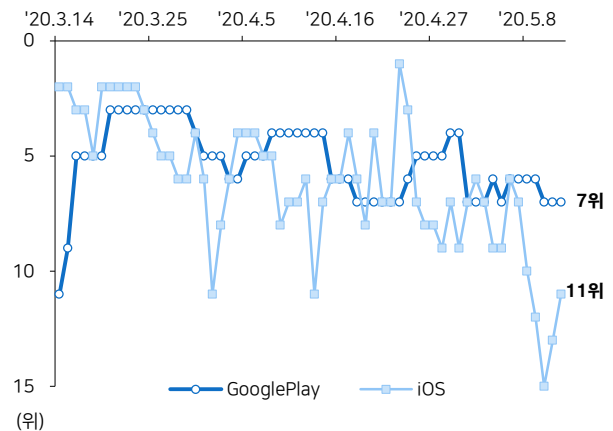
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 '일곱개의 대죄' 글로벌 주요 국가 매출 순위



주: 2020.5.12 구글플레이 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 'A3' 한국 매출 순위(앱스토어, 구글플레이)



주: 2020.5.12 게임 매출순위 기준  
 자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

## 넷마블 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 올해 NTP 개최 시점과 방법에 대해서 결정된 부분 있으면 공유?

**A** ▪ 원래 2분기에 진행하려고 했는데 현재로선 어려워 보임. 올해 코로나19 영향에서 벗어나는 시점에 바로 진행할 계획임. 방식은 기존과 동일할 것임

**Q** '일곱개의 대죄', 중국 출시 계획 및 가능성?

**A** ▪ '일곱개의 대죄' 뿐만 아니라 다른 게임에 대해서도 중국 서비스 관련해서는 특별히 시기나 일정에 대해서 말씀드릴 수 없음

**Q** '세나2', '세븐나이츠 타임원더러'의 게임성과 특징, '세나레볼루션'과의 차이점?

**A** ▪ '세븐나이츠 타임원더러'는 스위치 플랫폼이어서 많이 차별화. '세븐나이츠레볼루션'은 정통 MMO 장르이며 '세븐나이츠2'는 CCG(캐릭터 수집형) MO 액션RPG임. 상당부분 캐릭터는 유사하나 실제 게임 내용은 캐릭터, 스토리 등이 많이 다름. 각 게임간의 카니발라이제이션은 우려하지 않아도 됨

**Q** 2분기 이후 마케팅비 등의 비용 가이드선?

**A** ▪ 1분기 마케팅비용이 많이 지출한 상황이었음. 국내 '일곱개의 대죄'와 'A3' 출시, 중국 카밤에서 과도하게 마케팅 지출되었고 2분기 이후 줄어들 것으로 예상

**Q** 3Q 'BTS 유니버스 스토리'와 4Q '마블퓨처레볼루션' 게임 내용과 출시 일정?

**A** ▪ 3분기 출시 목표이며 장르는 따로 공개 예정. '마블퓨처레볼루션'은 글로벌향 마블 팬층 타겟이며 장르는 MMORPG임. 출시 일정은 마블과 조율 필요한데 2021년 내에 론칭하는 것으로 계획하고 있음

**Q** '일곱개의 대죄' 글로벌 성과의 코로나 영향, 마블 IP 게임 현황 및 신작 지연 이유?

**A** ▪ '일곱개의 대죄' 글로벌은 3월에 론칭했기 때문에 코로나와 어떤 영향 있는지 평가할 방법은 없음. '마블컨테스트오브챔피언스'는 전년동기대비 성장했고 사업계획보다도 상회하는 실적 달성. '마블렐름오브챔피언스'는 상반기 마블 영화 개봉과 맞춰서 글로벌 출시하는 걸로 계획했는데 영화가 하반기 11-12월로 출시 지연되어서 그에 맞춰서 진행할 것이고 남은 기간 개발완성도 높일 것

**Q** 2분기 실적 전망?

**A** ▪ 1분기 신작 효과가 2분기에 온기 반영. 마케팅비는 1분기 대비 증가하지는 않을 거임. 2분기 영업이익은 상당한 수준으로 턴어라운드 기대

넷마블(251270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,392.3	2,673.3	2,942.8
매출액증가율 (%)	-16.6	7.8	9.8	11.7	10.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,392.3	2,673.3	2,942.8
판매관리비	1,779.6	1,976.0	2,150.7	2,371.0	2,553.5
<b>영업이익</b>	<b>241.7</b>	<b>202.7</b>	<b>241.6</b>	<b>339.7</b>	<b>389.3</b>
영업이익률	12.0	9.3	10.1	12.7	13.2
금융손익	76.6	37.2	8.2	1.1	1.2
중속/관계기업손익	0.1	12.9	83.7	85.4	87.1
기타영업외손익	-27.9	-34.4	-35.4	-36.4	-37.5
세전계속사업이익	290.4	218.4	341.1	427.4	479.9
법인세비용	75.5	48.6	62.6	78.5	88.1
<b>당기순이익</b>	<b>214.9</b>	<b>169.8</b>	<b>278.5</b>	<b>349.0</b>	<b>391.8</b>
지배주주지분 순이익	189.6	156.0	264.1	314.7	391.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>235.3</b>	<b>381.3</b>	<b>723.9</b>	<b>466.2</b>	<b>559.0</b>
당기순이익(손실)	214.9	169.8	278.5	349.0	391.8
유형자산상각비	15.5	36.0	10.2	8.5	7.2
무형자산상각비	64.5	82.1	13.5	12.8	12.1
운전자본의 증감	-37.4	44.9	44.2	50.4	57.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-505.3</b>	<b>-247.3</b>	<b>-1,667.9</b>	<b>-482.5</b>	<b>-543.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-23.0	-79.7	-82.1	-84.6	-87.1
투자자산의감소(증가)	-295.1	-185.2	-552.1	-75.9	-76.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-99.2</b>	<b>-106.9</b>	<b>-347.1</b>	<b>-346.4</b>	<b>-345.7</b>
차입금의 증감	110.6	221.1	42.8	48.8	55.6
자본의 증가	7.4	31.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-359.1	26.2	-201.7	-150.7	-122.2
기초현금	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,373.2	1,222.5
기말현금	1,548.7	1,574.8	1,373.2	1,222.5	1,100.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	2,295.1	2,190.5	2,116.7
현금및현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,373.2	1,222.5	1,100.3
매출채권	182.3	147.1	167.6	190.9	217.6
재고자산	3.3	5.1	5.8	6.7	7.6
비유동자산	2,842.4	3,246.0	5,025.3	5,510.6	6,055.7
유형자산	174.3	235.6	247.4	259.8	272.8
무형자산	1,319.5	1,383.8	2,591.4	2,980.1	3,427.1
투자자산	1,269.9	1,467.9	2,020.0	2,095.9	2,172.3
<b>자산총계</b>	<b>5,433.1</b>	<b>5,806.1</b>	<b>7,320.4</b>	<b>7,701.1</b>	<b>8,172.4</b>
유동부채	587.0	664.6	1,059.1	1,142.1	1,237.3
매입채무	81.3	52.7	60.1	68.4	78.0
단기차입금	8.3	16.1	16.1	16.1	16.1
유동성장기부채	0.0	15.5	15.5	15.5	15.5
비유동부채	294.5	493.2	517.8	543.7	570.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	85.3	201.1	201.1	201.1	201.1
<b>부채총계</b>	<b>881.5</b>	<b>1,157.8</b>	<b>1,577.0</b>	<b>1,685.8</b>	<b>1,808.2</b>
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
기타포괄이익누계액	372.8	522.1	522.1	522.1	522.1
이익잉여금	761.0	914.5	1,135.7	1,407.5	1,756.4
비지배주주지분	177.1	196.5	505.7	850.7	1,239.3
<b>자본총계</b>	<b>4,551.5</b>	<b>4,648.3</b>	<b>5,743.5</b>	<b>6,015.3</b>	<b>6,364.2</b>

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,734	25,464	27,888	31,161	34,303
EPS(지배주주)	2,227	1,823	3,078	3,668	4,567
CFPS	4,023	3,899	4,470	5,395	6,001
EBITDAPS	3,777	3,750	3,092	4,208	4,763
BPS	51,303	51,919	61,054	60,201	59,739
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	50.1	50.7	33.8	28.4	22.8
PCR	27.7	23.7	23.3	19.3	17.3
PSR	4.7	3.6	3.7	3.3	3.0
PBR	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7
EBITDA	321.7	320.8	265.2	361.0	408.6
EV/EBITDA	24.1	19.9	31.5	24.6	23.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.5	5.5	6.1	7.6
EBITDA 이익률	15.9	14.7	11.1	13.5	13.9
부채비율	19.4	24.9	27.5	28.0	28.4
금융비용부담률	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	417.0	23.1	26.7	36.5	40.6
매출채권회전율(x)	8.5	13.2	15.2	14.9	14.4
재고자산회전율(x)	714.0	516.9	436.4	428.0	413.5

**Compliance Notice**

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 하시기 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

