



△ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr
RA 강다예
02. 6454-4884
Daye.kang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	160,000 원
현재주가 (8.12)	149,500 원
상승여력	7.0%
KOSPI	2,432.35pt
시가총액	128,272억원
발행주식수	8,580만주
유동주식비율	24.28%
외국인비중	22.95%
52주 최고/최저가	155,000원/84,600원
평균거래대금	653.7억원
주요주주(%)	
방준혁 외 14 인	24.86
씨제이이앤엠	21.82
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.55
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.3 57.5 65.7
상대주가	3.7 45.0 32.3

주가그래프



넷마블 251270

오랜만에 호실적에 '방긋'

- ✓ 2Q20 실적, 예상치 상회하는 호실적. 3월 출시된 '일곱개의 대죄', 'A3:스틸 얼라이브'의 온기반영. 인건비/마케팅비 증가했으나 해외 매출 호조로 서프라이즈 달성
- ✓ 3분기 'BTS 유니버스 스토리' 출시 기대. 샌드박스형 스토리게임으로 글로벌 방탄소년단 팬층 타겟한 롤플레이 컨텐츠
- ✓ 하반기 '빅히트엔터테인먼트'와 '카카오게임즈' 상장 진행되며 지분가치 부각될 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 영업/투자자산 가치 상향으로 16만원으로 상향 제시

2Q20 실적, 예상치 상회

2Q20 매출액과 영업이익은 각각 6,857억원(+30.3% YoY), 817억원(+146.1% YoY) 기록하며 컨센서스(매출액 5,946억원, 영업이익 639억원)를 상회하는 호실적을 달성하였다. 1분기 출시작이었던 '일곱개의 대죄'와 'A3:스틸 얼라이브'의 매출 온기반영 효과와 2분기 출시된 '블소레볼루션(아시아)', '스톤에이지월드(글로벌)' 등의 매출 기여가 있었다. '일곱개의 대죄: 그랜드 크로스(글로벌)' 흥행으로 북미 및 유럽 매출 비중 전분기 대비 각각 3%p, 2%p 증가한 36%, 12%를 기록하였다. 영업이익률은 11.9%로 Top Line 증가로 5.6% YoY 개선되었으며 당기순이익은 852억원(+124.2% YoY)으로 코웨이 지분법이익이 반영되었다.

3분기 매출액과 영업이익은 각각 6,541억원(+5.5% YoY), 751억원(-11.1% YoY)으로 추정, 개선된 이익체력이 지속된다. 외형성장이 해외 스튜디오 인력 채용, 해외 프로모션 증가로 인한 영업비용 증가를 충분히 상쇄하는 실적 달성이 가능하다.

3Q 'BTS 유니버스 스토리' 출시 기대

3분기 출시 예정인 'BTS 유니버스 스토리'는 방탄소년단 IP의 샌드박스형 스토리 게임으로 19년 'BTS월드'보다 개선된 흥행 성과를 기대한다. 4분기에도 '세븐나이츠2(한국)', '세븐나이츠-타임월더러(닌텐도 스위치)', '마블 레报仇 오브 챔피언스 (글로벌)', 'A3: 스틸 얼라이브 (글로벌)' 등의 신작이 출시된다. 한편 넷마블의 주요 투자자산 중에서 빅히트엔터테인먼트(25.04%)와 카카오게임즈(5.64%)의 상장이 임박해있어 IPO 이후 지분가치 상승이 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 상향

적정주가는 영업/투자자산 가치 상향으로 16만원으로 상향 제시한다(p.3 참고)

(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	2,606.7	274.1	308.1	3,591	93.1	64,967	41.6	2.3	30.8	6.1	27.2
2021E	2,965.5	394.6	399.1	4,652	41.2	68,953	32.1	2.2	23.6	6.9	27.4
2022E	3,107.5	445.3	455.8	5,312	-1.8	73,539	28.1	2.0	21.5	7.5	27.6

표1 넷마블 2Q20 실적 - 예상치 상회

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	당사 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	685.7	526.2	30.3%	532.9	28.7%	598.6	14.5%	594.6	15.3%
리니지2레볼루션	42.6	73.7	-42.1%	58.6	-27.3%	64.7	-34.1%	-	-
마블컨테스트오브챔피언	69.3	78.9	-12.2%	74.6	-7.1%	73.1	-5.2%	-	-
마블퓨처파이트	26.6	42.1	-36.7%	16.0	66.7%	14.4	85.2%	-	-
쿠키잼	21.3	31.6	-32.5%	26.6	-20.0%	26.5	-19.6%	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	21.3	21.0	1.3%	21.3	0.0%	19.2	11.1%	-	-
블소래볼루션	48.0	52.6	-8.9%	42.6	12.5%	28.8	66.7%	-	-
일곱개의 대죄	111.9	42.1	165.8%	63.9	75.0%	103.0	8.6%	-	-
A3:스틸얼라이브	32.0	-	-	16.0	100.0%	46.0	-30.5%	-	-
기타	312.7	184.2	69.8%	213.2	46.7%	222.9	40.3%	-	-
영업이익	81.7	33.2	145.9%	20.4	299.7%	62.9	29.9%	63.9	27.9%
세전이익	84.6	39.4	114.7%	54.1	56.4%	97.0	-12.8%	-	-
지배순이익	75.3	38.5	95.3%	53.9	39.8%	71.1	5.9%	70.2	7.3%
영업이익률(%)	11.9%	6.3%	5.6%p	3.8%	8.1%p	10.5%	1.4%p	10.7%	1.2%p
순이익률(%)	11.0%	7.3%	3.7%p	10.1%	0.9%p	11.9%	-0.9%p	11.8%	-0.8%p

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	477.6	526.2	619.9	555.0	532.9	685.7	654.1	734.0	2,178.7	2,606.8	2,965.5
리니지2레볼루션	73.9	73.7	86.8	71.7	58.6	42.6	40.5	38.5	306.0	180.2	135.6
마블컨테스트오브챔피언	72.1	78.9	86.8	93.8	74.6	69.3	67.9	66.5	331.6	278.3	253.1
마블퓨처파이트	28.2	42.1	31.0	22.1	16.0	26.6	24.0	21.6	123.4	88.2	66.8
쿠키잼	32.8	31.6	31.0	27.6	26.6	21.3	20.9	20.5	123.0	89.3	77.9
해리포터 호그와트 미스터리	25.4	21.0	24.8	22.1	21.3	21.3	19.2	17.3	93.3	79.1	89.5
블소래볼루션	78.1	52.6	37.2	38.6	42.6	48.0	60.0	46.0	206.5	196.6	175.0
일곱개의 대죄: Grand Cross	-	42.1	68.2	49.7	63.9	111.9	87.4	82.8	159.9	346.1	294.5
A3:스틸얼라이브	-	-	-	-	16.0	32.0	30.4	62.8	-	141.2	239.0
기타	167.1	184.2	254.1	229.4	213.2	312.7	303.9	378.1	834.8	1,207.8	1,634.1
영업비용	443.7	493.0	535.5	503.9	512.5	604.0	579.0	637.1	1,976.0	2,332.7	2,570.9
인건비	98.9	119.5	120.3	123.3	124.4	131.2	127.7	130.3	462.0	513.6	586.5
지급수수료	228.2	229.2	270.9	243.3	227.2	287.7	269.0	301.8	971.6	1,085.7	1,200.6
마케팅비	62.8	83.6	72.3	73.7	95.0	124.9	114.5	135.5	292.4	469.9	487.0
기타	53.8	60.7	72.0	63.6	65.9	60.2	67.9	69.6	250.0	263.5	296.8
영업이익	33.9	33.2	84.4	51.1	20.4	81.7	75.1	96.9	202.7	274.1	394.6
세전이익	58.6	39.4	110.9	9.5	54.1	84.6	109.7	132.0	218.4	380.4	537.0
지배순이익	39.4	38.5	79.2	-1.2	53.9	75.3	80.9	98.0	156.0	308.1	399.1

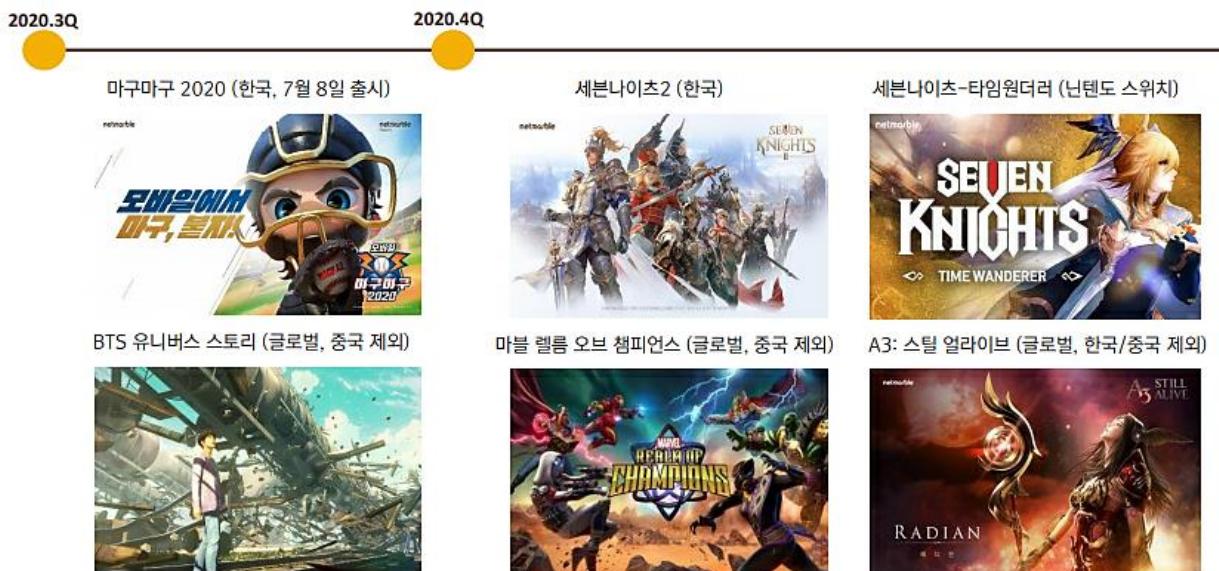
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표3 넷마블 Valuation

(십억원)	2020E
게임사업 가치 (A)	9,103.4
2020E EBITDA	395.8
Target EV/EBITDA multiple (배)	23.0
투자자산 가치 (B)	4,589.9
코웨이 (지분율 25.5%)	1,587.1
빅히트 (지분율 25.0%, 기업가치 4조원 반영)	1,001.6
엔씨소프트 (지분율 8.9%)	1,627.8
기타 (카카오게임즈, 뱅크 등)	373.4
총 기업가치 (A+B)	13,693.3
12개월 적정주가 (원)	160,000

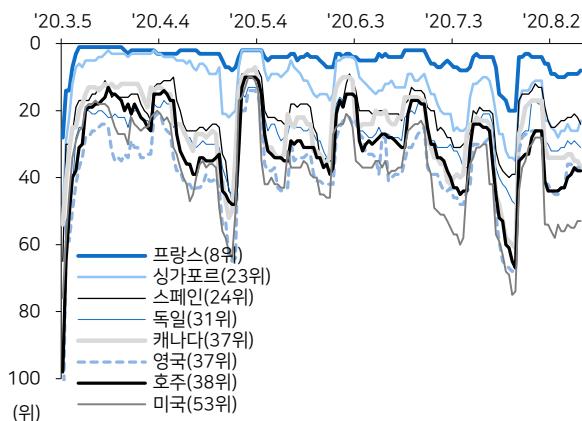
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2020년 하반기 주요게임 라인업



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

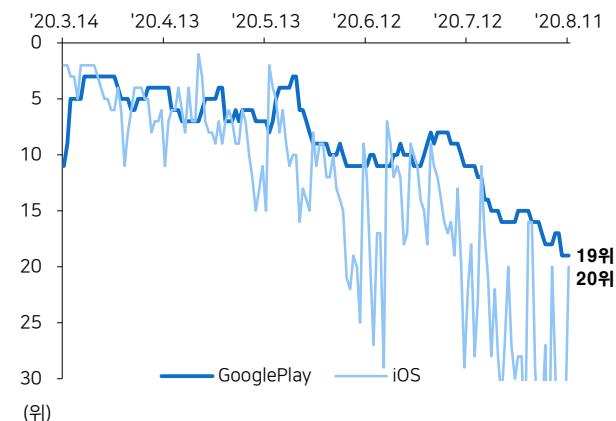
그림2 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)



주: 2020.8.11 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

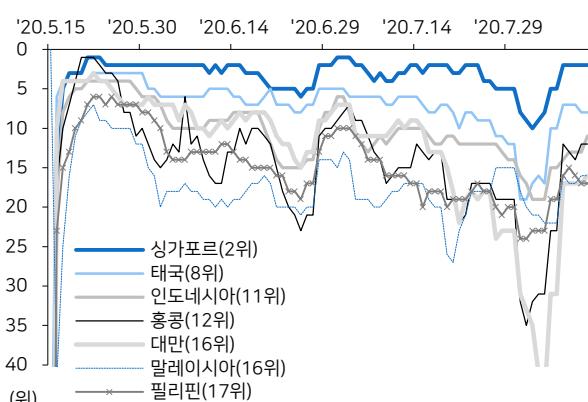
그림3 'A3:스틸 얼라이브' 매출 순위 (한국)



주: 2020.8.11 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

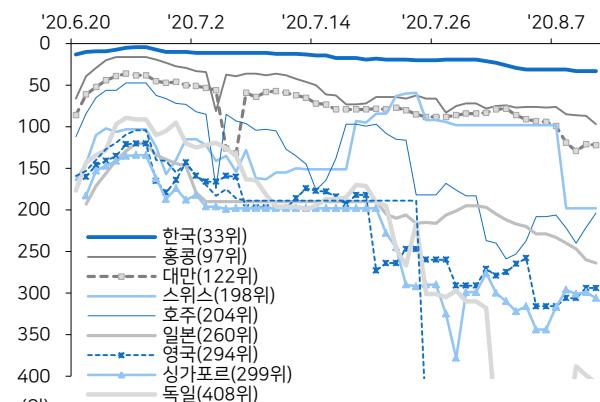
그림4 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (아시아)



주: 2020.8.11 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

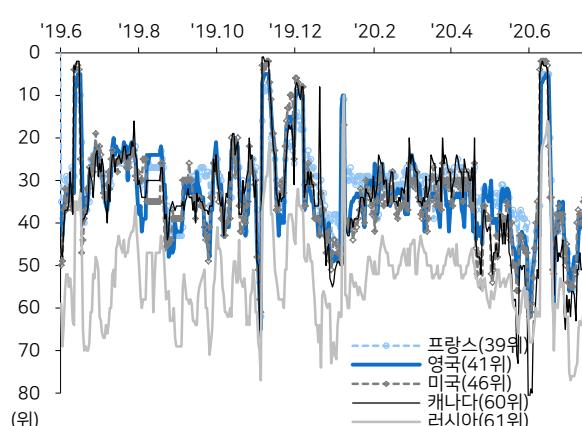
그림5 '스톤에이지 월드' 매출 순위 (글로벌)



주: 2020.8.11 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

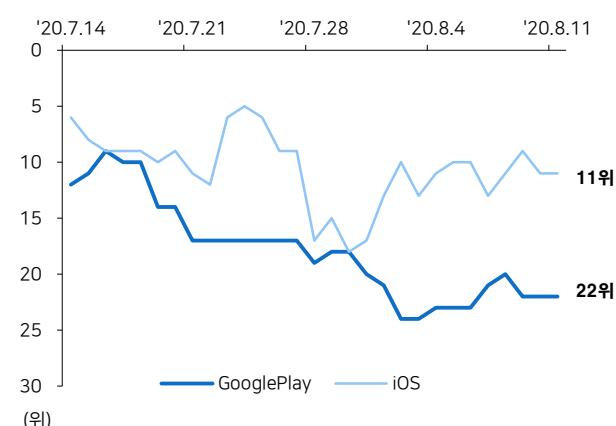
그림6 '마블컨테스트 오브 챔피언스' 매출 순위 (글로벌)



주: 2020.8.11 구글플레이 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

그림7 '마구마구2020' 매출 순위 (한국)



주: 2020.8.11 게임 매출순위 기준

자료: 앱애니, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 컨퍼런스콜 Q&A

Q 3분기 기존 게임들의 트래픽과 매출 전망?

A ■ '일곱개의 대죄'와 'A3' 매출이 3분기에 이어질 것인지, 론칭 효과는 제거되었으나 소폭의 하락 예상되며 큰 변화는 없을 것임

Q 하반기 대형 신작 출시 예정인데 마케팅비 가이던스?

A ■ 3분기에 '마구마구2020' 출시했고, 'BTS유니버스 스토리' 출시 예정인데 2분기 대비 크게 증가할 요인은 없음. 마케팅비는 유지 혹은 소폭 감소 전망

Q '일곱개의 대죄' 지역별 매출 breakdown, 3분기 소폭 하락 되나?

A ■ 3분기 매출 소폭 감소에 '일곱개의 대죄'도 포함. 국가별로 자세하게 breakdown 해서 말씀드릴 수 없음. 글로벌 빌드(한국, 일본 제외)에서 미국과 유럽 매출 비중이 70% 정도의 비중 차지하고 있음

Q 'BTS 유니버스 스토리' 자체개발 게임인지, 19년 'BTS월드'와의 차이점?

A ■ 넷마블몬스터에서 개발하는 샌드박스형 스토리 게임. BTS팬들이 쉽게 재미있게 즐길 수 있도록 준비. BTS 팬들의 호응 좋을 것으로 기대

Q COVID19로 인해 변화된 유저와 매출 상황 등 게임 비즈니스 변화 현황? 코로나 이후 CPI 감소세, 마케팅 전략의 변화?

A ■ 게임도 언택트 비즈니스로 현재 상황이 유리하게 작용한 것은 사실. 마케팅 할 때 신작과 라이브게임 나눠서 진행하는데 운영하는 게임에 대한 마케팅에 있어서는 공격적으로 예산 증대시킨 게임이 있었고, 전체적으로 마케팅 할 때는 마케팅 지출에 대한 투자수익률 지표 보면서 집행하기 때문에 방식이 바뀌진 않음. 마케팅 대비 매출에 대해서는 적정 수준의 마케팅비를 집행하고 있으며 그 선에서 투자수익이 빨리 나오면 조금 더 증대시키는 경우 발생하고 있음

Q 보유 투자자산 중에서 빅히트와 카카오게임즈의 상장이 임박, 구주매출 진행여부?

A ■ 상장 이후 구주매출은 검토하지 않고 있음

Q 코로나로 인해서 하반기 신규게임 출시 일정의 변화?

A ■ 코로나로 인해서 개발 일정이 크게 바뀌진 않았음. 특정 시장에서 일본에서 성우 녹음 등이 지연된다는 일이 있기는 했지만, 일부 지연일 뿐 제작/개발로 인해서 연기되는 경우는 없음

Q 2분기 법인세 마이너스인 부분, 유효 법인세율 가이던스?

A ▶ 과거분에 대한 경정 청구권 반영된 일시적 현상. 3~4분기에는 어느 정도 정상화 될 것으로 예상됨

Q '제2의 나라'와 '세븐나이츠 레볼루션' 개발 현황과 예상 출시 시점?

A ▶ '제2의 나라'는 한국, 일본 대만 동시 출시 준비중. 21년 1분기 출시 예상. '세븐나이츠 레볼루션'은 21년 상반기 출시 목표로 준비하고 있음. 일부 지역에서 성우 더빙 등의 문제 있어서 한국과 일본 동시 출비 하고 있어서 21년 상반기까지 출시는 가능할 것으로 예상

▪ 추가 신작 여러 개 준비하고 있는데 기회가 없어서 공개 못하고 있으며 시점을 봐서 공개하는 별도의 자리 가질 것

넷마블(251270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021.3	2,178.7	2,606.7	2,965.5	3,107.5
매출액증가율 (%)	-16.6	7.8	19.6	13.8	4.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,021.3	2,178.7	2,448.6	2,965.5	3,107.5
판매관리비	1,779.6	1,976.0	2,294.6	2,493.4	2,662.2
영업이익	241.7	202.7	274.1	394.6	445.3
영업이익률	12.0	9.3	10.5	13.3	14.3
금융손익	76.6	37.2	61.9	1.1	1.2
증속/관계기업손익	0.1	12.9	71.7	73.2	74.6
기타영업외손익	-27.9	-34.4	-3.3	-5.4	-5.3
세전계속사업이익	290.4	218.4	380.4	537.0	527.4
법인세비용	75.5	48.6	51.6	72.9	71.6
당기순이익	214.9	169.8	328.8	464.1	455.8
지배주주지분 순이익	189.6	156.0	308.1	399.1	455.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	235.3	381.3	767.9	550.6	623.0
당기순이익(손실)	214.9	169.8	328.8	464.1	455.8
유형자산상각비	15.5	36.0	37.1	38.2	39.4
무형자산상각비	64.5	82.1	84.6	87.1	89.8
운전자본의 증감	-37.4	44.9	-14.6	50.4	57.4
투자활동 현금흐름	-505.3	-247.3	-1,667.9	-482.5	-543.8
유형자산의증가(CAPEX)	-23.0	-79.7	-82.1	-84.6	-87.1
투자자산의감소(증가)	-295.1	-185.2	-190.7	-196.4	-202.3
재무활동 현금흐름	-99.2	-106.9	-347.1	-346.4	-345.7
차입금의 증감	110.6	221.1	227.7	234.5	241.5
자본의 증가	7.4	31.2	32.1	33.1	34.1
현금의 증가(감소)	-359.1	26.2	-157.6	-66.3	-58.2
기초현금	1,907.8	1,548.7	1,574.8	1,417.2	1,350.9
기말현금	1,548.7	1,574.8	1,417.2	1,350.9	1,292.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,590.6	2,560.1	2,339.1	2,318.9	2,309.1
현금및현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,417.2	1,350.9	1,292.7
매출채권	182.3	147.1	170.3	178.9	187.8
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
자산총계	5,433.1	5,806.1	7,364.4	7,829.5	8,364.9
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	717.4	717.4	717.4
유동성장기부채	0.0	15.5	0.0	0.0	0.0
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	107.9	107.9	107.9
부채총계	881.5	1,157.8	1,577.0	1,685.8	1,808.2
자본금	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,849.4	3,880.6	3,882.6	3,882.6	3,882.6
기타포괄이익누계액	372.8	522.1	522.1	522.1	522.1
이익잉여금	761.0	914.5	1,179.7	1,535.9	1,948.9
비지배주주지분	177.1	196.5	213.5	227.7	247.1
자본총계	4,551.5	4,648.3	5,787.5	6,143.7	6,556.6

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	23,734	25,464	30,386	34,564	36,219
EPS(지배주주)	2,227	1,823	3,591	4,652	5,312
CFPS	4,023	3,899	5,923	7,314	6,880
EBITDAPS	3,777	3,750	4,614	6,060	6,695
BPS	51,303	51,919	64,967	68,953	73,539
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(Valuation(Multiple))					
PER	50.1	50.7	41.6	32.1	28.1
PCR	27.7	23.7	25.2	20.4	21.7
PSR	4.7	3.6	4.9	4.3	4.1
PBR	2.2	1.8	2.3	2.2	2.0
EBITDA	321.7	320.8	395.8	520.0	574.5
EV/EBITDA	24.1	19.9	30.8	23.6	21.5
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.5	6.1	6.9	7.5
EBITDA 이익률	15.9	14.7	15.2	17.5	18.5
부채비율	19.4	24.9	27.2	27.4	27.6
금융비용부담률	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	417.0	23.1	30.3	42.4	46.5
매출채권회전율(X)	8.5	13.2	16.4	17.0	17.0
재고자산회전율(X)	714.0	516.9	475.5	474.8	436.6

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 간접 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

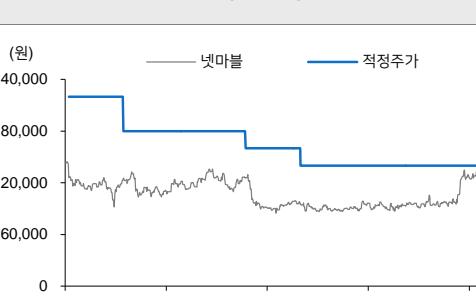
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.09	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-47.0	-42.3	
2018.11.14	산업분석	Buy	180,000	김동희	-34.2	-24.4	
2019.06.20	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-39.5	-19.1	
2019.09.26	기업브리프	Buy	140,000	김동희	-30.0	10.7	
2020.08.13	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-	-	