

# 넷마블 (251270/KS | 중립(유지) | T.P 136,000원(유지))

## 신작 성과 장기 유지 여부가 관건

### ● 투자포인트

- ① 11/18 국내 출시된 수집형 MMORPG 세븐나이츠2 출시 4일만에 Google Play 게임 매출 리니지2M 제치고 2위, 1일만에 아이폰 App Store 게임 매출 1위 차지하며 순항 중. 과금 요소 상당히 많은 편으로 주요 타겟은 고과금 유저
- ② 초반 흥행과 리니지2M 매출 감소세 맞물려 초기 일매출 10억원 이상 유지되고 있는 것으로 추정되나 초반 흥행 성공에도 게임성이나 BM 측면에서 큰 차별화는 보이지 않는다는 평이 주. 길드전, 길드레이드 등 신규 콘텐츠 업데이트 통한 흥행 유지 가능 여부가 주가 결정 요소
- ③ 세븐나이츠 레볼루션, 마블 렐름 오브 챔피언스, 마블 퓨처 레볼루션 등 내년 주요 신작 다수 존재. 하지만 12MF PER 30배에 가까운 높은 밸류에이션 정당화 위해서는 과금 모델에 의존한 단기 성과보다는 장기 흥행할 수 있는 신작 자체제작 가능 여부가 입증되어야 한다 판단

### ● 투자의견 중립, 목표주가 13.6만원 유지

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	86 억원	주가(20/11/27)	128,500 원		
발행주식수	8,584 만주	KOSPI	2633.45 pt		
자사주	402 만주	52주 Beta	0.58		
액면가	100 원	52주 최고가	197,500 원		
시가총액	110,310 억원	52주 최저가	86,500 원		
주요주주		60일 평균 거래대금	1,121 억원		
방준혁(외16)	71.11%				
외국인지분률	22.60%				
배당수익률	0.00%				

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	24,248	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
yoy	%	61.7	-16.6	7.8	17.1	20.1	6.6
영업이익	억원	5,098	2,417	2,027	2,668	4,481	4,996
yoy	%	73.0	-52.6	-16.1	31.7	67.9	11.5
EBITDA	억원	5,745	3,217	3,208	3,771	5,639	6,249
세전이익	억원	4,715	2,904	2,184	3,232	5,502	6,170
순이익(지배주주)	억원	3,098	1,896	1,560	2,582	3,885	4,386
영업이익률%	%	21.0	12.0	9.3	10.5	14.6	15.3
EBITDA%	%	23.7	15.9	14.7	14.8	18.4	19.2
순이익률	%	14.9	10.6	7.8	11.2	13.5	14.2
EPS(계속사업)	원	3,900	2,227	1,823	3,010	4,528	5,112
PER	배	48.3	50.1	50.7	42.7	28.4	25.1
PBR	배	3.7	2.2	1.8	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	24.2	24.2	20.6	30.4	19.7	16.9
ROE	%	11.2	4.4	3.5	5.3	6.7	6.4
순차입금	억원	-22,761	-19,224	-15,433	1,756	-2,117	-7,755
부채비율	%	24,248	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632

# 넷마블 (251270/KS | 중립(유지) | T.P 136,000원(유지))

Company Analysis

## 넷마블 실적 추정

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>4,776</b>	<b>5,262</b>	<b>6,199</b>	<b>5,550</b>	<b>5,329</b>	<b>6,857</b>	<b>6,423</b>	<b>6,901</b>	<b>7,537</b>	<b>7,564</b>	<b>7,867</b>	<b>7,657</b>	<b>21,787</b>	<b>25,510</b>	<b>30,625</b>
리니지2 레볼루션	739	730	854	718	605	549	578	549	516	501	486	481	3,041	2,281	1,983
블소 레볼루션	781	506	380	406	414	635	514	418	355	386	343	327	2,073	1,981	1,411
마블 콘테스트	721	814	843	953	762	891	963	905	845	847	915	887	3,332	3,523	3,494
일곱개의 대죄	0	416	678	466	653	1,401	1,092	1,019	922	879	839	793	1,559	4,163	3,433
기타	2,536	2,796	3,443	3,007	2,895	3,382	3,276	4,010	4,900	4,951	5,284	5,169	11,781	13,562	20,303
<b>영업비용</b>	<b>4,437</b>	<b>4,930</b>	<b>5,355</b>	<b>5,039</b>	<b>5,125</b>	<b>6,040</b>	<b>5,549</b>	<b>6,129</b>	<b>6,336</b>	<b>6,545</b>	<b>6,609</b>	<b>6,653</b>	<b>19,761</b>	<b>22,843</b>	<b>26,143</b>
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,433	2,272	2,877	2,638	2,947	3,195	3,207	3,327	3,238	9,535	10,734	12,968
인건비	1,139	1,195	1,203	1,233	1,245	1,312	1,378	1,419	1,469	1,506	1,543	1,590	4,770	5,354	6,108
마케팅비	628	836	723	737	950	1,249	857	1,071	964	1,109	998	1,068	2,924	4,127	4,138
감가상각비	264	291	345	281	280	278	270	275	281	287	292	298	1,181	1,103	1,158
기타(감가상각비제외)	305	316	375	355	378	324	406	416	427	437	448	459	1,351	1,524	1,771
<b>영업이익</b>	<b>339</b>	<b>332</b>	<b>844</b>	<b>511</b>	<b>204</b>	<b>817</b>	<b>874</b>	<b>773</b>	<b>1,201</b>	<b>1,019</b>	<b>1,258</b>	<b>1,003</b>	<b>2,026</b>	<b>2,668</b>	<b>4,481</b>
영업이익률	7.1%	6.3%	13.6%	9.2%	3.8%	11.9%	13.6%	11.2%	15.9%	13.5%	16.0%	13.1%	9.3%	10.5%	14.6%
<b>EBITDA</b>	<b>603</b>	<b>623</b>	<b>1,189</b>	<b>792</b>	<b>484</b>	<b>1,095</b>	<b>1,144</b>	<b>1,048</b>	<b>1,482</b>	<b>1,305</b>	<b>1,550</b>	<b>1,302</b>	<b>3,207</b>	<b>3,771</b>	<b>5,639</b>
EBITDA 마진	12.6%	11.8%	19.2%	14.3%	9.1%	16.0%	17.8%	15.2%	19.7%	17.3%	19.7%	17.0%	14.7%	14.8%	18.4%
<b>지배주주순이익</b>	<b>394</b>	<b>385</b>	<b>792</b>	<b>106</b>	<b>539</b>	<b>753</b>	<b>837</b>	<b>453</b>	<b>1,178</b>	<b>904</b>	<b>1,146</b>	<b>657</b>	<b>1,677</b>	<b>2,582</b>	<b>3,885</b>
지배주주순이익률	8.2%	7.3%	12.8%	1.9%	10.1%	11.0%	13.0%	6.6%	15.6%	12.0%	14.6%	8.6%	7.7%	10.1%	12.7%

자료: 넷마블, SK증권

# 넷마블 (251270/KS | 중립(유지) | T.P 136,000원(유지))

## 재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	25,906	25,601	16,152	20,583	27,132
현금및현금성자산	15,487	15,748	6,756	10,628	16,267
매출채권및기타채권	1,871	1,536	1,910	2,119	2,460
재고자산	33	51	64	71	82
비유동자산	28,424	32,460	59,606	68,069	75,205
장기금융자산	10,448	12,239	19,049	19,049	19,049
유형자산	1,743	2,356	3,541	4,565	4,060
무형자산	13,195	13,838	13,716	13,213	12,737
자산총계	54,330	58,061	75,758	88,652	102,337
유동부채	5,870	6,646	16,407	16,850	17,573
단기금융부채	2,780	3,389	12,357	12,357	12,357
매입채무 및 기타채무	1,154	1,000	1,244	1,380	1,602
단기충당부채	434	541	672	746	865
비유동부채	2,945	4,932	4,512	6,363	8,223
장기금융부채	1,076	2,678	451	451	451
장기매입채무 및 기타채무	148	90	44	53	62
장기충당부채	54	67	79	86	97
부채총계	8,815	11,577	20,919	23,212	25,796
지배주주지분	43,744	44,518	52,525	62,857	73,691
자본금	85	86	86	86	86
자본잉여금	38,494	38,806	38,832	38,832	38,832
기타자본구성요소	-6,174	-8,739	-9,788	-9,788	-9,788
자기주식	-1,601	-4,054	-4,054	-4,054	-4,054
이익잉여금	7,610	9,145	11,727	15,612	19,998
비지배주주지분	1,771	1,965	2,314	2,582	2,851
자본총계	45,515	46,483	54,839	65,439	76,541
부채와자본총계	54,330	58,061	75,758	88,652	102,337

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	20,213	21,787	25,510	30,625	32,632
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	17,796	19,760	22,842	26,143	27,636
영업이익	2,417	2,027	2,668	4,481	4,996
영업이익률 (%)	12.0	9.3	10.5	14.6	15.3
비영업손익	488	157	564	1,021	1,174
순금융비용	-394	-355	33	45	-27
외환관련손익	162	133	-105	-105	-105
관계기업투자등 관련손익	86	129	400	397	397
세전계속사업이익	2,904	2,184	3,232	5,502	6,170
세전계속사업이익률 (%)	14.4	10.0	12.7	18.0	18.9
계속사업법인세	755	486	366	1,376	1,543
계속사업이익	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628
순이익률 (%)	10.6	7.8	11.2	13.5	14.2
지배주주	1,896	1,560	2,582	3,885	4,386
지배주주귀속 순이익률(%)	9.38	7.16	10.12	12.69	13.44
비지배주주	253	138	284	242	242
총포괄이익	2,921	3,190	9,340	10,601	11,102
지배주주	2,646	3,028	9,029	10,332	10,833
비지배주주	275	162	310	268	268
EBITDA	3,217	3,208	3,771	5,639	6,249

# 넷마블 (251270/KS | 중립(유지) | T.P 136,000원(유지))

현금흐름표						주요투자지표					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
월 결산(억원)						월 결산(억원)					
영업활동현금흐름	1,403	3,095	1,549	5,733	6,022	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	2,149	1,698	2,866	4,127	4,628	매출액	-16.6	7.8	17.1	20.1	6.6
비현금성항목등	1,277	1,638	1,159	1,512	1,622	영업이익	-52.6	-16.1	31.7	67.9	11.5
유형자산감가상각비	155	360	307	381	505	세전계속사업이익	-38.4	-24.8	48.0	70.3	12.2
무형자산상각비	645	821	796	777	748	EBITDA	-44.0	-0.3	17.6	49.5	10.8
기타	494	809	-117	-774	-855	EPS(계속사업)	-42.9	-18.1	65.1	50.5	12.9
운전자본감소(증가)	-862	329	-2,024	-229	-384	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,044	346	-414	-209	-341	ROE	4.4	3.5	5.3	6.7	6.4
재고자산감소(증가)	-9	-25	-17	-7	-11	ROA	4.0	3.0	4.3	5.0	4.9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-278	-314	305	136	222	EBITDA마진	15.9	14.7	14.8	18.4	19.2
기타	-1,618	322	-1,898	-150	-254	안정성 (%)					
법인세납부	-1,161	-570	-451	324	157	유동비율	441.3	385.2	98.5	122.2	154.4
투자활동현금흐름	-4,508	-1,711	-15,923	-1,601	-124	부채비율	19.4	24.9	38.2	35.5	33.7
금융자산감소(증가)	-1,696	-49	3,037	0	0	순차입금/자기자본	-42.2	-33.2	3.2	-3.2	-10.1
유형자산감소(증가)	-229	-794	-1,405	-1,405	0	EBITDA/이자비용(배)	555.1	36.6	15.9	21.0	23.2
무형자산감소(증가)	-173	-249	-273	-273	-273	주당지표 (원)					
기타	-2,411	-618	-17,281	77	149	EPS(계속사업)	2,227	1,823	3,010	4,528	5,112
재무활동현금흐름	-543	-1,112	5,270	-260	-260	BPS	51,303	51,919	61,187	73,224	85,844
단기금융부채증가(감소)	494	34	5,302	0	0	CFPS	3,166	3,204	4,295	5,878	6,573
장기금융부채증가(감소)	852	1,004	212	0	0	주당 현금배당금	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-1,538	-2,149	27	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-306	-1	0	0	0	PER(최고)	84.7	74.6	65.6	43.6	38.6
기타	-45	-1	-271	-260	-260	PER(최저)	41.2	46.4	28.9	19.2	17.0
현금의 증가(감소)	-3,591	262	-8,992	3,872	5,638	PBR(최고)	3.7	2.6	3.2	2.7	2.3
기초현금	19,078	15,487	15,748	6,756	10,628	PBR(최저)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
기말현금	15,487	15,748	6,756	10,628	16,267	PCR	35.2	28.8	29.9	21.9	19.6
FCF	1,464	63	1,303	2,596	4,327	EV/EBITDA(최고)	44.5	32.1	46.1	30.2	26.4
						EV/EBITDA(최저)	19.0	18.5	20.9	13.4	11.2

자료: 넷마블, SK증권 추정

# Compliance Notice

## 넷마블(251270/KS)

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.30	중립	136,000원	6개월		
2020.11.12	중립	136,000원	6개월	-7.44%	-3.68%
2020.10.23	중립	136,000원	6개월	-8.56%	-4.78%
2020.08.13	중립	160,000원	6개월	2.15%	23.44%
2020.07.30	중립	120,000원	6개월	16.25%	29.17%
2020.05.15	중립	103,000원	6개월	3.87%	31.07%
2020.04.29	매수	110,000원	6개월	-14.78%	-4.09%
2020.02.14	매수	110,000원	6개월	-15.38%	-11.18%
2020.02.03	매수	110,000원	6개월	-15.41%	-13.73%
2019.11.13	중립	104,000원	6개월	-13.01%	-4.90%
2019.05.15	매수	140,000원	6개월	-23.51%	-2.86%
2019.02.19	매수	140,000원	6개월	-12.33%	-2.86%

