

# 넷마블

**BUY(상향)**

251270 기업분석 |

목표주가(상향)	160,000원	현재주가(01/26)	127,500원	Up/Downside	+25.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2021. 01. 27

## 본업 호조 + 지분 가치 상승 => 매수 추천

### ● Update

**세븐나이츠2 순항 중:** 20년 11월 출시된 세븐나이츠2가 국내 구글플레이 매출순위 3위를 유지하며 순항하고 있다. 이에 힘입어 기존 게임들의 매출 감소에도 불구하고 4Q20 외형은 6,627억원 (+2%QoQ, +19%YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상되나 영업이익은 740억원(-22%QoQ, +11%YoY)으로 시장기대치 866억원을 하회할 것으로 보인다. 이는 A3:Still Alive 글로벌, 세나2, 마블 렐름 오브 챔피언스 글로벌 등 신작 출시에 따른 마케팅비 확대에 따른 것으로 보인다.

### ● Comment

**본업 호조 + 지분 가치 상승:** 세븐나이츠2의 흥행이 이어지고 있는 가운데 1분기 블레이드앤소울:레볼루션(글로벌), 상반기 중 제2의 나라((지브리 애니메이션 활용, 한국/일본/대만), 세븐나이츠:레볼루션(한국/일본)이 출시 예정이다. 그리고 연내 3개 이상의 IP 활용 신규 게임의 론칭 가능성이 있어 신작/실적 기대감이 이어지면서 21년 매출액/영업이익은 YoY 9%/55% 증가할 것으로 전망된다. 이와 더불어 최근 빅히트/엔씨소프트의 주가 상승 및 카카오뱅크 기업가치 상승으로 동사 보유 지분의 가치가 부각되고 있는 상황이다.

### ● Action

**매수 추천:** 투자의견을 Buy로, 목표주가는 16만원으로 상향한다. 목표주가는 21년 게임 사업 세후 영업이익에 게임 Peer 평균 PER 27배를 적용한 사업가치에 엔씨소프트, 코웨이, 빅히트, 카카오뱅크/게임즈 지분가치를 반영하여 산정했다. 동사는 그간 벌류에이션 부담이 있었으나 올해 본업 호조 및 지분 가치 상승에 따라 현 주가는 충분히 접근 가능한 수준으로 판단되며 매수를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고 87,000/197,500원
<b>매출액</b>	2,021	2,179	2,532	2,767	2,967	KOSDAQ /KOSPI 994/3,140pt
(증가율)	-16.6	7.8	16.2	9.3	7.2	시가총액 109,494억원
영업이익	242	203	272	378	471	60일-평균거래량 408,468
(증가율)	-52.6	-16.1	34.0	39.2	24.7	외국인지분율 23.2%
자배주주순이익	190	156	266	324	386	60일-외국인지분율변동추이 +0.1%p
EPS	2,226	1,823	3,097	3,778	4,500	주요주주 방준혁 외 13 인 24.9%
PER (H/L)	85.8/40.6	75.7/45.8	42.5	34.4	28.9	(천원) (pt)
PBR (H/L)	3.7/1.8	2.7/1.6	2.4	2.2	2.1	500 넷마블(좌) KOSPI지수대비(우) 0 500
EV/EBITDA (H/L)	44.4/18.9	31.4/17.9	28.3	22.1	18.8	0 20/01 20/05 20/08 20/11 0
영업이익률	12.0	9.3	10.7	13.7	15.9	주가상승률 1M 3M 12M
ROE	4.4	3.5	5.8	6.6	7.4	절대기준 2.0 4.9 32.3
						상대기준 -8.8 -21.7 -5.4

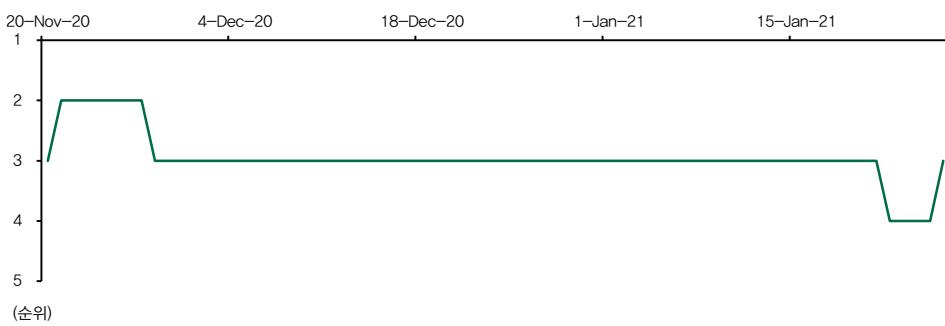
도표 1. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>5,329</b>	<b>6,857</b>	<b>6,503</b>	<b>6,628</b>	<b>6,686</b>	<b>6,938</b>	<b>7,085</b>	<b>6,963</b>	<b>21,787</b>	<b>25,317</b>	<b>27,672</b>
YoY	11.6	30.3	4.9	19.4	25.5	1.2	9.0	5.1	7.8	16.2	9.3
리니지2:레볼루션	586	549	578	545	514	493	518	499	3,043	2,258	2,024
마블콘테스트오브챔피언	746	891	963	915	897	1,032	928	882	3,316	3,516	3,739
쿠키잼	266	274	257	236	228	234	221	205	1,237	1,034	887
해리포터	213	274	321	315	301	287	313	278	919	1,123	1,179
마블퓨처파이트	213	206	128	121	119	138	123	116	1,172	669	496
B&S 레볼루션	426	617	514	483	558	494	653	685	2,051	2,040	2,390
모두의마블	107	137	128	116	112	141	133	122	584	489	508
세븐나이츠	53	69	64	57	43	49	48	45	584	244	186
세븐나이츠2	0	0	0	317	534	417	318	347	0	317	1,615
세븐나이츠:레볼루션	0	0	0	0	0	120	288	233	0	0	641
A3 스플얼라이브	160	411	580	674	644	641	601	574	0	1,825	2,460
7개의 대죄	640	1,440	1,092	819	696	745	688	633	1,603	3,990	2,762
킹오파 올스타	213	206	128	139	136	139	136	140	727	686	551
기타	1,368	1,290	1,295	1,282	1,269	1,257	1,382	1,520	5,079	5,235	5,428
<b>영업비용</b>	<b>5,124</b>	<b>6,040</b>	<b>5,549</b>	<b>5,888</b>	<b>5,834</b>	<b>5,982</b>	<b>6,047</b>	<b>6,028</b>	<b>19,738</b>	<b>22,601</b>	<b>23,892</b>
지급수수료	2,272	2,877	2,638	2,707	2,720	2,816	2,833	2,758	9,522	10,494	11,127
인건비	1,244	1,312	1,378	1,400	1,431	1,456	1,488	1,527	4,758	5,334	5,902
마케팅비	950	1,249	857	1,140	1,050	1,075	1,098	1,114	2,926	4,196	4,337
기타	658	602	676	641	634	635	628	629	2,532	2,577	2,526
<b>영업이익</b>	<b>205</b>	<b>817</b>	<b>954</b>	<b>740</b>	<b>851</b>	<b>956</b>	<b>1,038</b>	<b>936</b>	<b>2,049</b>	<b>2,716</b>	<b>3,780</b>
YoY	3.9	11.9	14.7	11.2	12.7	13.8	14.7	13.4	-15.2	32.5	54.6
영업이익률	3.9	11.9	14.7	11.2	12.7	13.8	14.7	13.4	9.4	10.7	13.7
순이익	576	852	1,005	635	899	1,072	1,075	850	1,697	3,068	3,896
YoY	36.1	124.3	18.7	1,244.6	56.2	25.8	6.9	33.9	-21.0	80.8	27.0
순이익률	10.8	12.4	15.5	9.6	13.4	15.5	15.2	12.2	7.8	12.1	14.1

자료: 넷마블, DB 금융투자

도표 2. 세븐나이츠2 국내 구글플레이 매출 순위 추이



자료: 앱애니, DB금융투자

도표 3. 넷마블 목표주가 산정 내역

(단위: 억원, 배, 주, %)

구분	내용	비고
<b>지분가치 1)</b>	<b>56,907</b>	
엔씨소프트 지분가치	18,579	
엔씨소프트 시가총액	209,222	1/26 종가 기준
넷마블 엔씨소프트 보유 지분율	8.9	
코웨이 지분가치	13,894	
코웨이 시가총액	54,464	1/26 종가 기준
넷마블 코웨이 보유 지분율	25.5	
빅히트엔터테인먼트 지분가치	18,777	
빅히트엔터테인먼트 시가총액	74,988	1/26 종가 기준
넷마블 빅히트 보유 지분율	25.0	
카카오뱅크 지분가치	4,066	
카카오뱅크 예상 기업가치	107,000	증권사 컨센서스 평균
넷마블 카뱅 보유 지분율	3.8	
카카오게임즈 지분가치	1,591	
카카오게임즈 시가총액	36,169	1/26 종가 기준
넷마블 게임즈 보유 지분율	4.40	
<b>게임부문 영업가치 2)</b>	<b>76,545</b>	
21년 예상 NOPLAT	2,835	
게임 Peer 평균 PER	27	
<b>적정가치 1)+2)</b>	<b>133,452</b>	
발행주식수	85,827,667	
적정주가	155,488	
<b>목표주가</b>	<b>160,000</b>	

자료: DB 금융투자

도표 4. 21년 넷마블 주요 신작 출시 일정

게임명	장르	구분	지역	출시일정
블소:레볼루션	MMORPG(엔씨소프트 IP_	자체개발	글로벌	1Q21
세븐나이츠:레볼루션	MMORPG	자체개발	한국/dlfqhs	1H21
제 2의 나라	기타(지브리 애니메이션 활용)	자체개발	한국/일본/대만	1H21
마블 퓨쳐: 레볼루션	MMORPG	자체개발	미정	미정

자료: 넷마블, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,591	2,560	1,542	1,934	2,329
현금및현금성자산	1,549	1,575	454	792	1,115
매출채권및기타채권	204	162	226	237	263
재고자산	3	5	3	4	4
비유동자산	2,842	3,246	5,061	5,111	5,202
유형자산	174	236	213	182	162
무형자산	1,319	1,384	1,302	1,245	1,206
투자자산	1,270	1,468	3,388	3,525	3,677
자산총계	5,433	5,806	6,678	7,120	7,607
유동부채	587	665	1,229	1,282	1,305
매입채무및기타채무	166	149	195	241	254
단기应付 및 당기차지	8	16	566	546	526
유동성장기부채	0	16	16	16	16
비유동부채	295	493	493	493	493
사채및장기차입금	85	201	201	201	201
부채총계	882	1,158	1,722	1,776	1,798
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,849	3,881	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	761	914	1,180	1,505	1,891
비자본주자분	177	197	238	303	380
자본총계	4,552	4,648	4,955	5,345	5,809

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	235	381	351	534	534
당기순이익	215	170	307	390	464
현금유동이없는비용및수익	128	164	150	228	223
유형및무형자산상각비	80	118	134	120	97
영업관련자산부채변동	-37	45	-65	43	-3
매출채권및기타채권의감소	104	35	-64	-11	-26
재고자산의감소	-1	-2	2	-1	0
매입채무및기타채무의증가	-28	-31	46	45	13
투자활동현금흐름	-505	-247	-1,947	-169	-182
CAPEX	-23	-80	-29	-32	-37
투자자산의순증	-295	-185	-1,920	-138	-151
재무활동현금흐름	-99	-107	542	-28	-28
사채및자본증가의증가	111	221	565	-5	-5
자본금및자본잉여금의증가	7	31	0	0	0
배당금지급	-31	0	0	0	0
기타현금흐름	10	-1	-67	0	0
현금의증가	-359	26	-1,120	338	323
기초현금	1,908	1,549	1,575	454	792
기말현금	1,549	1,575	454	792	1,115

자료: 넷마블, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,021	2,179	2,532	2,767	2,967
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,021	2,179	2,532	2,767	2,967
판관비	1,780	1,976	2,260	2,389	2,496
영업이익	242	203	272	378	471
EBITDA	322	321	405	498	569
영업외손익	49	16	76	137	143
금융순익	77	37	6	0	0
투자순익	0	13	92	176	180
기타영업외손익	-28	-34	-22	-39	-37
세전이익	290	218	347	516	615
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	170	307	390	464
자비주주지분순이익	190	156	266	324	386
비자비주주지분순이익	25	14	41	65	78
총포괄이익	292	319	307	390	464
증감률(%YoY)					
매출액	-16.6	7.8	16.2	9.3	7.2
영업이익	-52.6	-16.1	34.0	39.2	24.7
EPS	-42.9	-18.1	69.9	22.0	19.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,226	1,823	3,097	3,778	4,500
BPS	51,303	51,919	54,954	58,712	63,212
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	50.1	50.7	42.5	34.4	28.9
P/B	2.2	1.8	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	24.1	19.9	28.3	22.1	18.8
수익성(%)					
영업이익률	12.0	9.3	10.7	13.7	15.9
EBITDA마진	15.9	14.7	16.0	18.0	19.2
순이익률	10.6	7.8	12.1	14.1	15.6
ROE	4.4	3.5	5.8	6.6	7.4
ROA	4.0	3.0	4.9	5.6	6.3
ROI	11.6	9.3	15.0	18.8	25.0
안정성및기타					
부채비율(%)	19.4	24.9	34.8	33.2	31.0
이자보상배율(배)	417.0	23.1	11.9	16.6	20.7
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

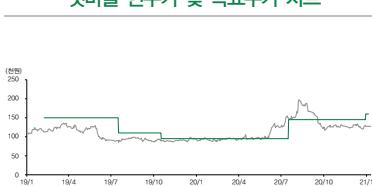
## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에는 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임
Buy: 초과 상승률 10%p 이상	Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
Hold: 초과 상승률 -10~10%p	Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 넷마블 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	평균	최고/최저
19/03/06	Buy	150,000	-24.1	-9.3	
19/08/13	Buy	110,000	-15.4	-10.0	
19/11/13	Hold	95,000	4.4	63.2	
20/08/13	Hold	145,000	-2.2	36.2	
21/01/27	Buy	160,000	-	-	