

2021. 5. 17



## ▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희

02. 6454-4869

donghee.kim@meritz.co.kr

RA 강다예

02. 6454-4884

daye.kang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 180,000 원

현재주가 (5.14) 127,500 원

상승여력 41.2%

KOSPI 3,153.32pt

시가총액 109,591억원

발행주식수 8,595만주

유동주식비율 31.14%

외국인비중 23.69%

52주 최고/최저가 197,500원/92,300원

평균거래대금 378.2억원

## 주요주주(%)

방준혁 외 12 인 24.88

씨제이이엔엠 21.78

HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -9.9 1.2 34.6

상대주가 -9.1 -20.0 -17.8

## 주가그래프



## 넷마블 251270

## ‘제 2 의 나라’로 도약할까?

- ✓ 1Q21 실적, 예상치 하회. 1분기 신작 효과 미미했고 20년 11월 출시된 ‘세븐나이츠2’ 매출액이 초반대비 빠르게 하향 안정화되며 매출 기여 크지 않았음
- ✓ 영업이익률은 9.5%로 3분기만에 다시 수익성 악화. 임직원 연봉 인상과 신작 관련 개발 인력 총원 등으로 인건비 증가
- ✓ 6월 10일 올해 기대작인 ‘제2의 나라’ 출시하며 성공 여부에 따라 넷마블 기업가치 회복 가능할 전망. 넷마블네오와 카카오뱅크의 IPO에 따른 지분가치 재평가

## 1Q21 실적, 예상치 하회

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,704억원(+7.0% YoY), 542억원(+165.7% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,474억원, 영업이익 869억원)대비 하회했다. 1분기 대형 신작 효과 부재했고 기존게임들의 자연감소, 20년 11월 출시된 ‘세븐나이츠2’도 초반대비 매출이 빠르게 감소하여 기여 효과 크지 않았다. 주요 게임별 매출액은 ‘일곱개의 대죄’ 856억원(일평균 9.4억원), ‘마블 콘테스트 오브 챔피언스’ 685억원(일평균 7.5억원), ‘세븐나이츠2’ 627억원(일평균 6.9억원), ‘리니지2 레볼루션’ 456억원(일평균 5.0억원) 순이다. 지배순이익은 564억원(+4.6% YoY)으로 지분법이익 223억원, 배당금수익 167억원 등이 반영되었다.

## 6월 10일 ‘제2의 나라’로 도약할까?

넷마블 올해 기대작인 ‘제2의 나라’가 6월 10일 출시된다. 당사가 추정하는 2021년 ‘제2의 나라’ 매출액은 1,810억원, 일평균 8.8억원으로 추정한다. ‘제2의 나라’는 가상 현실게임 소울 다이버스를 통해 또 다른 나라를 만난다는 이야기, 높은 수준의 게임 그래픽과 지브리 음악감독이 직접 참여한 BGM 등으로 주목받고 있다. 그 밖에도 ‘마블 퓨처 레볼루션’(중국 제외한 글로벌), ‘세븐나이츠 레볼루션’(한국, 일본 동시 출시), ‘BTS드림’(중국 제외 글로벌), ‘머지 쿼아 아일랜드’(중국 제외 글로벌) 출시 준비 중으로 다양한 IP에 기반한 신작라인업이 준비되고 있다.

## 넷마블네오, 카카오뱅크 등 지분가치 재평가

넷마블의 게임개발 자회사 넷마블네오의 기업공개가 ‘제2의 나라’ 성공 유무에 따라 기대감 고조될 가능성 존재한다. 또한 매도가능증권인 카카오뱅크(지분율 4%)도 기업공개 준비 중으로 자회사 혹은 투자자산 가치 재평가가 지속된다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019  | 2,178.7 | 202.7 | 156.0         | 1,823             | -21.4      | 51,919     | 50.7       | 1.8        | 19.9             | 3.5        | 24.9        |
| 2020  | 2,484.8 | 272.1 | 313.0         | 3,647             | 98.6       | 62,986     | 36.1       | 2.1        | 30.3             | 6.3        | 45.5        |
| 2021E | 2,663.5 | 324.3 | 350.5         | 4,079             | 6.8        | 78,134     | 31.3       | 1.6        | 23.5             | 5.8        | 38.6        |
| 2022E | 3,245.8 | 468.4 | 460.0         | 5,352             | 30.2       | 82,874     | 23.8       | 1.5        | 17.4             | 6.6        | 38.1        |
| 2023E | 3,515.4 | 654.5 | 622.3         | 7,241             | 34.0       | 89,482     | 17.6       | 1.4        | 12.8             | 8.4        | 36.9        |

표1 넷마블 1Q21 Review – 예상치 하회

| (십억원)          | 1Q21P        | 1Q20         | (% YoY)       | 4Q20         | (% QoQ)       | 메리츠          | (% diff.)     | 컨센서스         | (% diff.)     |
|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>매출액</b>     | <b>570.4</b> | <b>532.9</b> | <b>7.0%</b>   | <b>623.8</b> | <b>-8.6%</b>  | <b>636.3</b> | <b>-10.4%</b> | <b>647.4</b> | <b>-11.9%</b> |
| 리니지2레볼루션       | 45.6         | 58.6         | -22.2%        | 49.9         | -8.6%         | 48.9         | -6.7%         | -            | -             |
| 마블컨테스트오브챔피언    | 68.4         | 74.6         | -8.3%         | 93.6         | -26.9%        | 91.7         | -25.4%        | -            | -             |
| 마블퓨처파이트        | 17.1         | 16.0         | 7.0%          | 18.7         | -8.6%         | 18.3         | -6.7%         | -            | -             |
| 쿠키잼            | 22.8         | 26.6         | -14.4%        | 25.0         | -8.6%         | 25.8         | -11.6%        | -            | -             |
| 해리포터 호그와트 미스터리 | 28.5         | 21.3         | 33.8%         | 31.2         | -8.6%         | 30.6         | -6.7%         | -            | -             |
| 블소레볼루션         | 34.2         | 42.6         | -19.7%        | 31.2         | 9.7%          | 30.6         | 11.9%         | -            | -             |
| 일곱개의 대죄        | 85.6         | 63.9         | 33.8%         | 74.9         | 14.3%         | 71.1         | 20.3%         | -            | -             |
| 세븐나이츠2         | 62.7         | -            | -             | 74.9         | -16.2%        | 110.4        | -43.2%        | -            | -             |
| 기타             | 174.8        | 213.2        | -18.0%        | 193.4        | -9.6%         | 178.2        | -1.9%         | -            | -             |
| <b>영업이익</b>    | <b>54.2</b>  | <b>20.4</b>  | <b>165.2%</b> | <b>87.3</b>  | <b>-37.9%</b> | <b>76.3</b>  | <b>-29.0%</b> | <b>86.9</b>  | <b>-37.6%</b> |
| <b>세전이익</b>    | <b>94.6</b>  | <b>54.1</b>  | <b>74.9%</b>  | <b>116.0</b> | <b>-18.4%</b> | <b>111.2</b> | <b>-14.9%</b> | <b>-</b>     | <b>-</b>      |
| <b>지배순이익</b>   | <b>56.4</b>  | <b>53.9</b>  | <b>4.7%</b>   | <b>83.7</b>  | <b>-32.6%</b> | <b>82.8</b>  | <b>-31.9%</b> | <b>86.5</b>  | <b>-34.8%</b> |
| 영업이익률(%)       | 9.5%         | 3.8%         | 5.7%p         | 14.0%        | -4.5%p        | 10.5%        | -1.0%p        | 13.4%        | -3.9%p        |
| 순이익률(%)        | 9.9%         | 10.1%        | -0.2%p        | 13.4%        | -3.5%p        | 11.9%        | -2.0%p        | 13.4%        | -3.5%p        |

자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷마블 분기별 실적 전망

| (십억원)                | 1Q20         | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20         | 1Q21P        | 2Q21E        | 3Q21E        | 4Q21E        | 2019           | 2020           | 2021E          |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>           | <b>532.9</b> | <b>685.7</b> | <b>642.3</b> | <b>623.8</b> | <b>570.4</b> | <b>608.2</b> | <b>731.8</b> | <b>753.0</b> | <b>2,178.7</b> | <b>2,484.8</b> | <b>2,663.5</b> |
| 리니지2레볼루션             | 58.6         | 54.9         | 57.8         | 49.9         | 45.6         | 44.7         | 43.8         | 42.9         | 304.3          | 221.2          | 177.1          |
| 마블 컨테스트 오브 챔피언스      | 74.6         | 89.1         | 96.3         | 93.6         | 68.4         | 67.8         | 66.4         | 65.1         | 331.7          | 353.7          | 267.7          |
| 마블퓨처파이트              | 16.0         | 34.3         | 19.3         | 18.7         | 17.1         | 16.8         | 16.4         | 16.1         | 123.5          | 88.3           | 66.4           |
| 쿠키잼                  | 26.6         | 27.4         | 25.7         | 25.0         | 22.8         | 25.3         | 24.8         | 24.3         | 123.8          | 104.7          | 97.2           |
| 해리포터 호그와트 미스터리       | 21.3         | 27.4         | 32.1         | 31.2         | 28.5         | 27.9         | 27.4         | 26.8         | 93.5           | 112.1          | 110.7          |
| 블소레볼루션               | 42.6         | 61.7         | 51.4         | 31.2         | 34.2         | 30.0         | 29.4         | 28.8         | 206.7          | 186.9          | 122.3          |
| 일곱개의 대죄: Grand Cross | 63.9         | 144.0        | 109.2        | 74.9         | 85.6         | 81.3         | 79.7         | 78.1         | 160.2          | 392.0          | 324.6          |
| A3:스틸얼라이브            | 16.0         | 41.1         | 19.3         | 31.2         | 30.6         | 29.0         | 28.5         | 27.9         | -              | 107.6          | 116.0          |
| 세븐나이츠2               | -            | -            | -            | 74.9         | 62.7         | 57.7         | 52.0         | 46.8         | -              | 74.9           | 219.2          |
| 제2의나라                | -            | -            | -            | -            | -            | 20.0         | 82.8         | 78.2         | -              | -              | 181.0          |
| 기타                   | 213.2        | 205.7        | 231.2        | 193.4        | 174.8        | 207.7        | 280.8        | 318.1        | 835.0          | 843.5          | 981.4          |
| <b>영업비용</b>          | <b>512.5</b> | <b>604.0</b> | <b>554.9</b> | <b>541.3</b> | <b>516.2</b> | <b>547.1</b> | <b>623.2</b> | <b>652.6</b> | <b>1,976.0</b> | <b>2,212.7</b> | <b>2,339.1</b> |
| 인건비                  | 124.4        | 131.2        | 137.8        | 137.8        | 143.4        | 147.7        | 152.1        | 156.7        | 462.0          | 531.2          | 599.9          |
| 지급수수료                | 227.2        | 287.7        | 263.8        | 246.4        | 234.2        | 249.7        | 300.5        | 309.2        | 971.6          | 1,025.1        | 1,093.6        |
| 마케팅비                 | 95.0         | 124.9        | 85.7         | 86.8         | 77.6         | 88.0         | 95.0         | 112.0        | 292.4          | 392.5          | 372.6          |
| 기타                   | 65.9         | 60.2         | 67.6         | 70.3         | 61.0         | 61.7         | 75.6         | 74.7         | 250.0          | 264.0          | 273.0          |
| <b>영업이익</b>          | <b>20.4</b>  | <b>81.7</b>  | <b>87.3</b>  | <b>82.5</b>  | <b>54.2</b>  | <b>61.1</b>  | <b>108.6</b> | <b>100.5</b> | <b>202.7</b>   | <b>272.1</b>   | <b>324.3</b>   |
| <b>세전이익</b>          | <b>54.1</b>  | <b>84.6</b>  | <b>116.0</b> | <b>220.0</b> | <b>94.6</b>  | <b>100.4</b> | <b>152.8</b> | <b>150.1</b> | <b>218.4</b>   | <b>474.6</b>   | <b>498.0</b>   |
| <b>지배순이익</b>         | <b>53.9</b>  | <b>75.3</b>  | <b>83.7</b>  | <b>100.0</b> | <b>56.4</b>  | <b>72.5</b>  | <b>111.8</b> | <b>109.8</b> | <b>156.0</b>   | <b>313.0</b>   | <b>350.5</b>   |

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표3 신규 게임 라인업

| 시기        | 게임명          | 장르     | 출시국가                        | 개발사     | 내용                                                                                                                                                                                |
|-----------|--------------|--------|-----------------------------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021.3.4  | 블레이드&소울 레볼루션 | MMORPG | 글로벌<br>(한국, 일본, 중국, 동남아 제외) | 체리벅스    | <ul style="list-style-type: none"> <li>원작 PC게임 '블레이드 앤 소울' IP 재해석</li> <li>직업을 선택하여 즐기는 방대한 세계관과 무공 액션</li> </ul>                                                                 |
| 2021.4.7  | NBA 볼스타즈     | 스포츠    | 글로벌<br>(중국 제외)              | 넷마블     | <ul style="list-style-type: none"> <li>미국프로농구(NBA), 미국프로농구선수협회(NBPA) IP를 활용한 모바일 게임</li> </ul>                                                                                    |
| 2021.6.10 | 제2의 나라       | MMORPG | 한국, 일본, 대만                  | 넷마블 네오  | <ul style="list-style-type: none"> <li>레벨5-스튜디오 지브리 합작 '니노쿠니' IP, 히사이시조 음원 상당수 사용</li> <li>지브리 애니메이션의 그래픽과 음악을 활용한 카툰 렌더링 3D 그래픽</li> <li>4월 14일 사전예약 개시. 6월 10일 출시 전망</li> </ul> |
| 2H21      | 세븐나이츠 레볼루션   | MMORPG | 한국, 일본                      | 넷마블 넥서스 | <ul style="list-style-type: none"> <li>나만의 전투 커스터마이징으로 영웅, 무기 변화에 따라 전투스타일 변화</li> <li>'세븐나이츠2'와 비교했을 때 비주얼 스타일과 유저의 아바타 유무가 차별점</li> </ul>                                       |
|           | 마블 퓨처 볼루션    | RPG    | 글로벌<br>(중국 제외)              | 넷마블 몬스터 | <ul style="list-style-type: none"> <li>마블코믹스 작가가 시나리오 작성. 슈퍼 빌런에 대항하는 3D 액션 게임</li> <li>글로벌 팬층 타겟으로 팩스 이스트 2020에서 공개</li> </ul>                                                   |
|           | BTS드림        | RPG    | 글로벌<br>(중국 제외)              | 넷마블 네오  | <ul style="list-style-type: none"> <li>리듬액션과 하우징 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 '타이니탄'을 활용한 리듬액션 게임과 드림하우스를 꾸며가는 게임</li> </ul>                                                           |
|           | 머지 쿼아 아일랜드   | 머지     | 글로벌<br>(중국 제외)              | 넷마블 엔투  | <ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌에서 인기있는 머지류 장르로 다양한 오브젝트를 합쳐 새로운 오브젝트를 만들고 활용하여 섬을 꾸며나가는 게임</li> <li>'쿵야' IP에서 세계관을 확대하여 신규캐릭터 '쿼아' IP 기반의 감성적 게임</li> </ul>            |

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

그림1 '제2의 나라', 6월 10일 출시



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표4 넷마블네오 손익계산서 추이

| (십억원)   | 2016   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 영업수익    | 51.7   | 303.1 | 144.9 | 105.8 | 88.1  |
| (% YoY) | 677.0  | 486.4 | -52.2 | -27.0 | -16.7 |
| 영업이익    | 32.7   | 245.4 | 95.7  | 55.1  | 43.2  |
| (% YoY) | 흑전     | 650.3 | -61.0 | -42.4 | -21.6 |
| OPM (%) | 63.3   | 80.9  | 66.1  | 52.1  | 49.0  |
| 당기순이익   | 31.2   | 191.1 | 72.8  | 47.3  | 38.6  |
| (% YoY) | -750.7 | 513.1 | -61.9 | -35.0 | -18.3 |
| NPM (%) | 60.3   | 63.0  | 50.2  | 44.7  | 43.8  |

자료: 넷마블네오, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '일곱개의 대죄' 매출 순위 (글로벌)

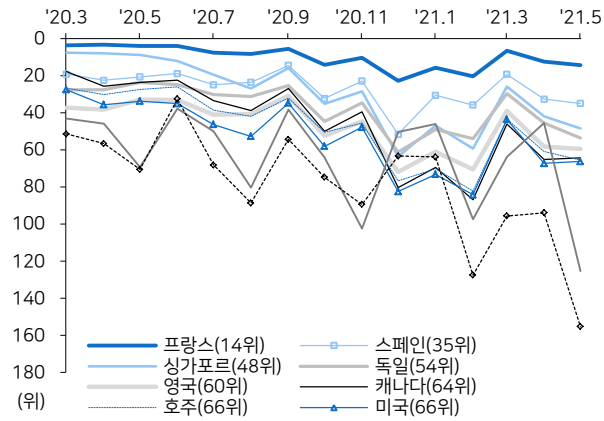


그림3 '마블 콘테스트 오브 챔피언스' 매출 순위 (글로벌)

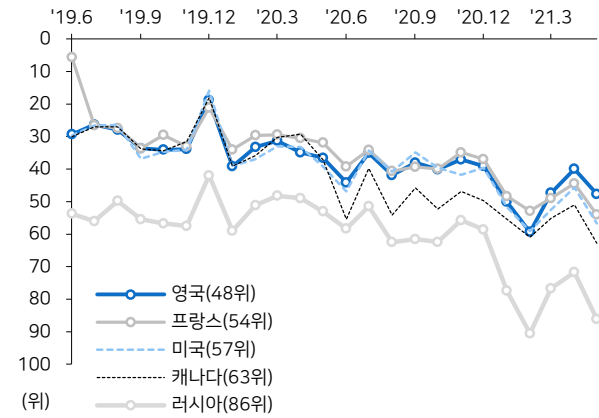


그림4 '블레이드앤소울 레볼루션' 매출 순위 (글로벌)

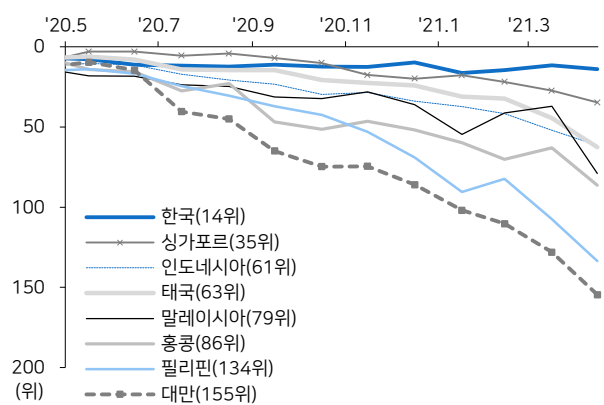
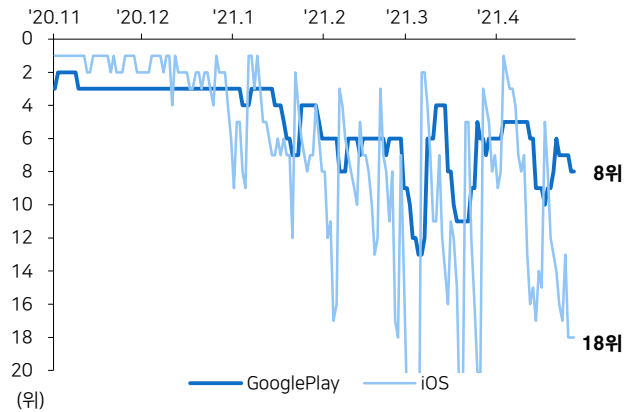


그림5 '세븐나이츠2' 매출 순위 (한국)



## 넷마블 Q&A

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스 콜 내용입니다

### Q '마블 콘테스트 오브 챔피언스'와 '세븐나이츠2' 일매출 감소 이유, 2분기 전망?

A ■ '마블 콘테스트 오브 챔피언스'는 통상적인 비수기 영향. 4월부터 원래 수준으로 복귀. 주요 지표 견조해서 예년과 유사하거나 소폭 증가 전망. '세븐나이츠2'는 론칭 초기 효과 제거. 2~3월은 유지와 소통하며 약속한 게임 안정성 및 부족한 콘텐츠 업데이트에 집중했음. DAU 유지되고 있어 4월부터 매출 관련 요소 업데이트해서 매출 상승하고 있는 상황

**Q '제2의 나라' 사전예약 지표 공개 여부, 출시 일정과 내부 기대 수준?**

- A**
- 사전예약 수치는 예상대로 긍정적이나 공개하지 않음. 출시 일정은 6월 10일 예상. 일정에 차질 없이 준비 중임
  - 게임 주요 BM은 미디어대상 쇼케이스 자료를 참고 바람. 내부적/외부적으로 많은 관심 받고 있는 상황임

**Q 'BTS드림', '머지 쿠파 아일랜드' 외 하반기 신작 라인업?**

- A**
- 올해 출시 기준으로 보면 기존 발표한 대작 3종과 오늘 처음 발표한 'BTS드림', '머지 쿠파 아일랜드' 준비 중임. 추가적으로 북미 스튜디오, 국내 여러 스튜디오에서 게임 개발하고 있는데 올해 출시 미확정이어서 추후 기회가 있으면 공개할 것

**Q 영업이익률 하락, 2분기 이후 전망?**

- A**
- 1분기는 신작 부재와 인건비 상승으로 이익률 하락. 6월 '제2의 나라' 오픈을 시작으로 2분기에는 '제2의 나라' 실적 일부 반영. 마케팅비 초기 반영되어서 2분기는 한계, 하반기부터는 상당한 수준의 개선 있을 것으로 예상

**Q 인건비 증가가 게임업체들 전반적인 실적에 영향, 올해 인건비 가이드선스?**

- A**
- 예년대비 인건비 상승으로 인건비 비중 자체 높아짐. 하반기부터 실적 개선되어서 인건비 비중 역시 전년과 비슷한 수준으로 유지될 수 있을 것으로 예상

**Q 1분기말 기준 연결 인원수?**

- A**
- 6,360명 규모. 신작 개발 계속 추가해서 넷마블 자체로는 인원 증가 가능성 제한적이나 개발사 추가 인수, 신작 준비하면서 인력 충원 등으로 예측하기 어려움. 매년 개발 인력 증가하는 수준으로 증가할 것으로 예상

**Q 신작 관련 추가 내용?**

- A**
- 'BTS드림'은 넷마블네오에서 개발, 리듬액션에 하우징을 결합한 하이브리드 장르. 방탄소년단 캐릭터 타이니탄 캐릭터를 활용해서, 그 세계관 기반으로 개발. 타이니탄 활용한 리듬액션 게임과 그를 꾸며가는 게임. '머지 쿠파 아일랜드'는 넷마블엔투에서 개발하고 있고 글로벌에서 머지류가 장르 부각받고 있어 다양한 오브젝트 합쳐서 새로운 오브젝트 만들어내고 그걸 기반으로 섬을 꾸며가는 내용임. '쿠파' IP에서 세계관 확대해서 감성적인 게임을 개발해나가고 있음

**Q '제2의 나라' 기대감 큰데, 준비하는 다른 유명 IP?**

- A**
- IP는 회사 내부 혹은 외부 스튜디오를 통해 다양하게 개발 준비중이나 게임 출시 시점과 맞물려 공개할 것으로 아직 공개하기 어려움

**Q 현재 회사에서 준비하는 ESG 경영?**

- A**
- 넷마블은 설립초기부터 각종 공헌 활동들 지속 전개. 넷마블 문화재단 통해서 지역사회 공동체 활동. 신사옥에서도 빗물을 조경수로 활용하고 다시 청소용수로 활용. 태양광 신재생에너지 설비 설치 등으로 온실가스 감축하는 친환경 건물로 건설되었음. 하반기에 이사회 산하에 ESG 위원회 설치할 예정임

## 넷마블 (251270)

## Income Statement

| (십억원)      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 2,178.7 | 2,484.8 | 2,663.5 | 3,245.8 | 3,515.4 |
| 매출액증가율 (%) | 7.8     | 14.0    | 7.2     | 21.9    | 8.3     |
| 매출원가       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출총이익      | 2,178.7 | 2,484.8 | 2,855.0 | 3,305.8 | 3,858.3 |
| 판매관리비      | 1,976.0 | 2,212.7 | 2,339.1 | 2,690.7 | 2,860.9 |
| 영업이익       | 202.7   | 272.1   | 324.3   | 468.4   | 654.5   |
| 영업이익률      | 9.3     | 10.9    | 12.2    | 14.4    | 18.6    |
| 금융손익       | 37.2    | 11.7    | 28.9    | 30.5    | 32.0    |
| 종속/관계기업손익  | 12.9    | 192.0   | 199.7   | 207.7   | 216.0   |
| 기타영업외손익    | -34.4   | -1.1    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전계속사업이익   | 218.4   | 474.6   | 498.0   | 628.3   | 829.7   |
| 법인세비용      | 48.6    | 136.6   | 133.5   | 157.1   | 207.4   |
| 당기순이익      | 169.8   | 338.1   | 361.7   | 471.2   | 631.3   |
| 지배주주지분 순이익 | 156.0   | 313.0   | 350.5   | 460.0   | 622.3   |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E    | 2023E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 유동자산      | 2,560.1 | 1,820.7 | 2,827.0 | 2,979.4  | 3,276.5  |
| 현금및현금성자산  | 1,574.8 | 1,257.5 | 2,235.6 | 2,358.5  | 2,624.5  |
| 매출채권      | 147.1   | 181.8   | 226.5   | 237.8    | 249.7    |
| 재고자산      | 5.1     | 4.6     | 5.2     | 5.8      | 6.6      |
| 비유동자산     | 3,246.0 | 6,402.7 | 6,826.9 | 7,214.1  | 7,628.1  |
| 유형자산      | 235.6   | 423.1   | 444.3   | 466.5    | 489.8    |
| 무형자산      | 1,383.8 | 1,291.8 | 1,485.5 | 1,634.1  | 1,797.5  |
| 투자자산      | 1,467.9 | 4,536.2 | 4,737.9 | 4,946.4  | 5,165.3  |
| 자산총계      | 5,806.1 | 8,223.4 | 9,653.9 | 10,193.5 | 10,904.6 |
| 유동부채      | 664.6   | 1,633.5 | 1,700.8 | 1,774.1  | 1,854.1  |
| 매입채무      | 52.7    | 70.5    | 201.8   | 232.1    | 266.9    |
| 단기차입금     | 16.1    | 807.5   | 807.5   | 807.5    | 807.5    |
| 유동성장기부채   | 15.5    | 12.2    | 12.2    | 12.2     | 12.2     |
| 비유동부채     | 493.2   | 939.3   | 986.3   | 1,035.6  | 1,087.4  |
| 사채        | 0.0     | 159.5   | 159.5   | 159.5    | 159.5    |
| 장기차입금     | 201.1   | 161.9   | 161.9   | 161.9    | 161.9    |
| 부채총계      | 1,157.8 | 2,572.8 | 2,687.1 | 2,809.7  | 2,941.5  |
| 자본금       | 8.6     | 8.6     | 8.6     | 8.6      | 8.6      |
| 자본잉여금     | 3,880.6 | 3,886.7 | 3,886.7 | 3,886.7  | 3,886.7  |
| 기타포괄이익누계액 | 522.1   | 1,294.1 | 1,294.1 | 1,294.1  | 1,294.1  |
| 이익잉여금     | 914.5   | 1,226.2 | 1,533.8 | 1,950.9  | 2,530.2  |
| 비지배주주지분   | 196.5   | 243.5   | 251.9   | 261.6    | 273.0    |
| 자본총계      | 4,648.3 | 5,650.6 | 6,966.8 | 7,383.8  | 7,963.1  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2019    | 2020     | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | 381.3   | 372.3    | 483.4   | 602.1   | 774.5   |
| 당기순이익(손실)      | 169.8   | 338.1    | 361.7   | 471.2   | 631.3   |
| 유형자산상각비        | 36.0    | 39.2     | 40.3    | 41.5    | 42.8    |
| 무형자산상각비        | 82.1    | 72.6     | 74.7    | 77.0    | 79.3    |
| 운전자본의 증감       | 44.9    | -27.1    | 83.4    | 93.8    | 105.4   |
| 투자활동 현금흐름      | -247.3  | -1,529.1 | 725.1   | 761.6   | 734.3   |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -79.7   | -210.5   | -216.8  | -223.3  | -230.0  |
| 투자자산의감소(증가)    | -185.2  | -2,876.2 | -245.0  | -257.3  | -270.1  |
| 재무활동 현금흐름      | -106.9  | 866.7    | -120.0  | -99.0   | -98.0   |
| 차입금의 증감        | 221.1   | 988.7    | -103.2  | -108.4  | -113.8  |
| 자본의 증가         | 31.2    | 6.2      | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증가(감소)     | 26.2    | -317.3   | 978.1   | 122.9   | 266.0   |
| 기초현금           | 1,548.7 | 1,574.8  | 1,257.5 | 2,235.6 | 2,358.5 |
| 기말현금           | 1,574.8 | 1,257.5  | 2,235.6 | 2,358.5 | 2,624.5 |

## Key Financial Data

|                        | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 25,464 | 28,959 | 30,996 | 37,768 | 40,905 |
| EPS(지배주주)              | 1,823  | 3,647  | 4,079  | 5,352  | 7,241  |
| CFPS                   | 3,899  | 4,928  | 5,756  | 7,279  | 9,408  |
| EBITDAPS               | 3,750  | 4,473  | 5,114  | 6,829  | 9,036  |
| BPS                    | 51,919 | 62,986 | 78,134 | 82,874 | 89,482 |
| DPS                    | 0      | 767    | 767    | 767    | 767    |
| 배당수익률(%)               | 0.0    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 50.7   | 36.1   | 31.3   | 23.8   | 17.6   |
| PCR                    | 23.7   | 26.7   | 22.2   | 17.5   | 13.6   |
| PSR                    | 3.6    | 4.5    | 4.1    | 3.4    | 3.1    |
| PBR                    | 1.8    | 2.1    | 1.6    | 1.5    | 1.4    |
| EBITDA                 | 320.8  | 383.8  | 439.4  | 586.9  | 776.6  |
| EV/EBITDA              | 19.9   | 30.3   | 23.5   | 17.4   | 12.8   |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 3.5    | 6.3    | 5.8    | 6.6    | 8.4    |
| EBITDA 이익률             | 14.7   | 15.4   | 16.5   | 18.1   | 22.1   |
| 부채비율                   | 24.9   | 45.5   | 38.6   | 38.1   | 36.9   |
| 금융비용부담률                | 0.4    | 0.9    | 0.9    | 0.7    | 0.7    |
| 이자보상배율(x)              | 23.1   | 11.8   | 14.2   | 19.7   | 26.2   |
| 매출채권회전율(x)             | 13.2   | 15.1   | 13.0   | 14.0   | 14.4   |
| 재고자산회전율(x)             | 516.9  | 509.8  | 542.4  | 588.0  | 566.5  |

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

## 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 83.8% |
| 중립   | 16.3% |
| 매도   | 0.0%  |

2021년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 괴리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2019.01.11 | 산업브리프 | Buy  | 180,000     | 김동희 | -33.6   | -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 | 5.4     | 23.4   |                |
| 2020.10.13 | 산업브리프 | Buy  | 180,000     | 김동희 | -       | -      |                |