



BUY(Maintain)

목표주가: 191,000원

주가(7/9): 133,500원

시가총액: 114,748억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/9)		3,217.95pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	197,500원	117,000원
등락률	-32.4%	14.1%
수익률	절대	상대
	1M	-3.6%
	6M	-0.4%
	1Y	0.0%
		-32.1%

Company Data

발행주식수	85,792천주
일평균 거래량(3M)	346천주
외국인 지분율	23.0%
배당수익률(21E)	0.6%
BPS(21E)	75,537원
주요 주주	방준혁 외 12인 24.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,178.7	2,484.8	2,871.6	3,385.5
영업이익	202.7	272.0	379.6	609.2
EBITDA	320.8	383.8	473.6	726.3
세전이익	218.4	474.6	578.5	818.7
순이익	169.8	338.0	412.0	583.1
지배주주지분순이익	156.0	313.0	381.5	539.8
EPS(원)	1,823	3,647	4,439	6,280
증감률(% YoY)	-18.1	100.1	21.7	41.5
PER(배)	50.7	36.1	30.1	21.3
PBR(배)	1.78	2.09	1.77	1.48
EV/EBITDA(배)	19.9	30.3	23.3	13.9
영업이익률(%)	9.3	10.9	13.2	18.0
ROE(%)	3.5	6.3	6.4	7.6
순차입금비율(%)	-37.0	1.4	-10.9	-21.5

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업브리프

넷마블 (251270)

일정 수준 이상의 흥행도 능력



넷마블의 2Q실적은 매출액 6,282억원(QoQ, +10.1%), 영업이익 439억원(QoQ, -18.9%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 제2의나라가 흥행하였지만 기존 게임의 매출이 하락추세에 있었기 때문입니다. 비용에서는 신작 출시에 따른 마케팅비용 확대가 예상됩니다. 제2의나라가 안정적 흐름을 이어가고 있어 온기반영되는 하반기에는 신작효과와 더불어 실적개선이 빠르게 나타날 것으로 기대됩니다.

>>> 2Q Preview: 일부만 반영된 제2의나라, 비용은 확대

넷마블의 2Q실적은 매출액 6,282억원(QoQ, +10.1%), 영업이익 439억원(QoQ, -18.9%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다. 신작 제2의나라가 20일정도 반영되고 마블콘테스트챔피언이 반등하지만 기존 게임들은 자연 감소가 있어 전반적인 매출은 소폭 성장에 그칠 것으로 전망된다. 비용적인 측면에서는 일괄인상에 따른 영향으로 인건비가 전분기대비 상승할 것으로 전망되며 제2의나라와 관련된 마케팅비용이 크게 발생됨에 따라 이익은 전분기대비 소폭 감소할 것으로 전망된다.

>>> 꾸준한 성과에 대한 능력은 독보적

2019년부터 이어져 온 신작 출시의 성과를 살펴보면 정도의 차이는 있겠지만 일정수준 이상의 성과는 꾸준히 지속해왔다. 이에 매년 10% 내외의 매출액 성장세를 보여주고 있다. 기존 게임들의 매출이 지속적으로 하향안정화되는 가운데 신작들의 성과가 나타나고 있다는 것으로 신작 출시 및 운영에 대한 노하우가 동사에게 분명히 존재하고 있다. 시장의 기대를 뛰어넘는 대규모 흥행작이 없다는 점은 아쉬운 대목이나 글로벌까지 포함한 안정적 성과는 경쟁 업체들에 비해 비교우위에 있다고 볼 수 있다. 최근 동사의 전략은 글로벌IP와 동아시아지역IP를 나눠서 출시 전략을 꺾고 있으며 장르적 다양성을 시도하고 있어 장기적 관점에서 유저풀이 지속적으로 확대될 것으로 전망된다.

>>> 제2의나라 온기반영+신작효과로 하반기 실적 개선

하반기부터는 실적 회복이 큰 폭으로 나타날 것으로 전망된다. 제2의나라가 안정화 단계에 들어선 상황에서 온기반영 될 것으로 전망되며 사전예약을 시작한 마블퓨처레볼루션의 글로벌 출시, 세븐나이츠:레볼루션의 한국/일본 출시가 예정되어 있어 비용확대로 부진했던 1Q를 딛고 회복할 것으로 전망된다. 더불어 중국 외자판호에서 지속적으로 한국개발게임이 포함되고 있는 만큼 동사의 라인업이 포함된다면 추가적인 모멘텀이 발생할 수 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 191,000원 유지

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,329	6,857	6,423	6,239	5,704	6,282	7,621	9,110	24,848	28,716	33,855
기존게임 매출	3,677	4,251	4,239	3,918	3,422	3,667	3,526	3,314	16,086	13,930	10,796
리니지 2:레볼루션	586	549	578	499	456	438	399	359	2,212	1,652	1,101
블소:레볼루션	426	617	514	312	342	294	212	166	1,869	1,014	965
일곱개의대죄	639	1,440	1,092	761	856	779	748	710	3,933	3,092	2,179
세븐나이츠 2				749	627	533	907	1,100	749	3,167	4,978
제 2 의 나라						570	1,380	1,104		3,054	4,839
신작							450	2,357		2,807	8,997
영업비용	5,125	6,040	5,549	5,414	5,162	5,842	6,469	7,446	22,128	24,920	27,763
인건비	1,244	1,312	1,378	1,378	1,434	1,477	1,499	1,559	5,312	5,969	6,568
지급수수료	2,272	2,877	2,638	2,464	2,342	2,630	3,205	3,847	10,251	12,024	13,803
마케팅비	950	1,249	857	868	776	1,120	1,063	1,275	3,924	4,234	4,408
기타	658	602	676	704	610	616	701	765	2,640	2,692	2,985
영업이익	204	817	873	825	542	439	1,152	1,663	2,720	3,796	6,092
영업이익률	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	7.0%	15.1%	18.3%	10.9%	13.2%	18.0%

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
마블퓨처레볼루션	글로벌(중국, 베트남 제외)	MMORPG	하반기
세븐나이츠레볼루션	한국, 일본	MMORPG	하반기
BTS 드림	글로벌(중국 제외)	하이브리드(리듬액션+퍼미기)	하반기
머지큐아일랜드	글로벌(중국 제외)	시뮬레이션	하반기
제 2 의 나라	글로벌(기출시 국가, 중국 제외)	MMORPG	2022년

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,178.7	2,484.8	2,871.6	3,385.5	3,617.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,178.7	2,484.8	2,871.6	3,385.5	3,617.0
판매비	1,976.0	2,212.7	2,492.0	2,776.3	2,961.5
영업이익	202.7	272.0	379.6	609.2	655.5
EBITDA	320.8	383.8	473.6	726.3	788.1
영업외손익	15.7	202.6	198.9	209.5	222.5
이자수익	44.2	16.0	24.6	35.2	48.2
이자비용	8.8	23.1	23.1	23.1	23.1
외환관련이익	47.9	41.4	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	34.7	28.9	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	12.9	192.0	192.0	192.0	192.0
기타	-45.8	5.2	5.4	5.4	5.4
법인세차감전이익	218.4	474.6	578.5	818.7	878.0
법인세비용	48.6	136.6	166.5	235.6	252.7
계속사업순이익	169.8	338.0	412.0	583.1	625.4
당기순이익	169.8	338.0	412.0	583.1	625.4
지배주주순이익	156.0	313.0	381.5	539.8	578.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.8	14.0	15.6	17.9	6.8
영업이익 증감율	-16.1	34.2	39.6	60.5	7.6
EBITDA 증감율	-0.3	19.6	23.4	53.4	8.5
지배주주순이익 증감율	-17.7	100.6	21.9	41.5	7.2
EPS 증감율	-18.1	100.1	21.7	41.5	7.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	9.3	10.9	13.2	18.0	18.1
EBITDA Margin(%)	14.7	15.4	16.5	21.5	21.8
지배주주순이익률(%)	7.2	12.6	13.3	15.9	16.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,560.1	1,820.7	2,693.3	3,764.3	5,057.1
현금 및 현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,008.2	2,923.9	4,058.2
단기금융자산	751.3	258.3	322.8	403.5	504.4
매출채권 및 기타채권	162.2	215.7	249.3	293.9	314.0
재고자산	5.1	4.6	5.3	6.3	6.7
기타유동자산	66.7	84.6	107.7	136.7	173.8
비유동자산	3,246.0	6,402.7	6,666.8	6,907.7	6,962.2
투자자산	1,467.9	4,536.2	4,723.3	4,910.3	5,097.4
유형자산	235.6	423.1	429.1	431.4	391.2
무형자산	1,383.8	1,291.8	1,362.7	1,414.4	1,321.9
기타비유동자산	158.7	151.6	151.7	151.6	151.7
자산총계	5,806.1	8,223.4	9,360.1	10,672.0	12,019.3
유동부채	664.6	1,633.5	1,653.8	1,678.6	1,696.3
매입채무 및 기타채무	149.0	175.5	195.8	220.6	238.3
단기금융부채	338.9	1,234.0	1,234.0	1,234.0	1,234.0
기타유동부채	176.7	224.0	224.0	224.0	224.0
비유동부채	493.2	939.3	939.3	939.3	939.3
장기금융부채	267.8	361.4	361.4	361.4	361.4
기타비유동부채	225.4	577.9	577.9	577.9	577.9
부채총계	1,157.7	2,572.8	2,593.2	2,618.0	2,635.6
지배지분	4,451.8	5,407.1	6,492.7	7,736.7	9,019.8
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
기타자본	-873.9	-1,008.6	-1,008.6	-1,008.6	-1,008.6
기타포괄손익누계액	522.1	1,294.1	2,061.1	2,828.2	3,595.2
이익잉여금	914.5	1,226.2	1,544.9	2,021.8	2,537.9
비지배지분	196.5	243.5	274.1	317.4	363.8
자본총계	4,648.3	5,650.6	6,766.8	8,054.1	9,383.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	381.3	372.3	278.4	459.5	527.3
당기순이익	169.8	338.0	412.0	583.1	625.4
비현금항목의 가감	163.8	84.8	58.1	139.7	159.2
유형자산감가상각비	36.0	39.2	35.0	38.7	40.1
무형자산감가상각비	82.1	72.6	59.0	78.4	92.5
지분법평가손익	-12.9	-195.8	-192.0	-192.0	-192.0
기타	58.6	168.8	156.1	214.6	218.6
영업활동자산부채증감	44.9	-27.1	-37.0	-49.9	-39.9
매출채권및기타채권의감소	34.6	-110.0	-33.6	-44.6	-20.1
재고자산의감소	-2.5	-0.2	-0.7	-1.0	-0.4
매입채무및기타채무의증가	-31.4	21.2	20.3	24.8	17.7
기타	44.2	61.9	-23.0	-29.1	-37.1
기타현금흐름	2.8	-23.4	-154.7	-213.4	-217.4
투자활동 현금흐름	-247.3	-1,529.1	860.7	844.6	995.4
유형자산의 취득	-79.7	-210.4	-41.0	-41.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-24.9	-26.9	-130.0	-130.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-185.2	-2,876.2	5.0	5.0	5.0
단기금융자산의감소(증가)	8.1	493.1	-64.6	-80.7	-100.9
기타	34.1	1,091.2	1,091.3	1,091.3	1,091.3
재무활동 현금흐름	-106.9	866.7	-114.2	-114.3	-114.3
차입금의 증가(감소)	121.7	918.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-245.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.1	0.0	-62.8	-62.8	-62.8
기타	16.8	-51.5	-51.4	-51.5	-51.5
기타현금흐름	-0.8	-27.3	-274.2	-274.2	-274.2
현금 및 현금성자산의 순증가	26.2	-317.3	750.7	915.7	1,134.3
기초현금 및 현금성자산	1,548.7	1,574.8	1,257.5	2,008.2	2,923.9
기말현금 및 현금성자산	1,574.8	1,257.5	2,008.2	2,923.9	4,058.2

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	1,823	3,647	4,439	6,280	6,735
BPS	51,919	62,986	75,537	90,010	104,938
CFPS	3,899	4,928	5,470	8,409	9,128
DPS	0	767	767	767	767
주가배수(배)					
PER	50.7	36.1	30.1	21.3	19.8
PER(최고)	75.7	56.1	34.0		
PER(최저)	45.8	21.9	26.4		
PBR	1.78	2.09	1.77	1.48	1.27
PBR(최고)	2.66	3.25	2.00		
PBR(최저)	1.61	1.27	1.55		
PSR	3.63	4.54	4.00	3.39	3.17
PCFR	23.7	26.7	24.4	15.9	14.6
EV/EBITDA	19.9	30.3	23.3	13.9	11.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	18.6	15.3	10.8	10.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA	3.0	4.8	4.7	5.8	5.5
ROE	3.5	6.3	6.4	7.6	6.9
ROIC	12.2	32.5	15.4	23.3	25.0
매출채권회전율	11.9	13.1	12.4	12.5	11.9
재고자산회전율	516.9	509.8	576.2	581.5	555.1
부채비율	24.9	45.5	38.3	32.5	28.1
순차입금비용	-37.0	1.4	-10.9	-21.5	-31.6
이자보상배율	23.1	11.8	16.4	26.3	28.3
총차입금	606.7	1,595.4	1,595.4	1,595.4	1,595.4
순차입금	-1,719.4	79.6	-735.7	-1,732.1	-2,967.3
NOPLAT	320.8	383.8	473.6	726.3	788.1
FCF	249.6	386.7	156.4	330.1	559.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 9일 현재 '넷마블' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

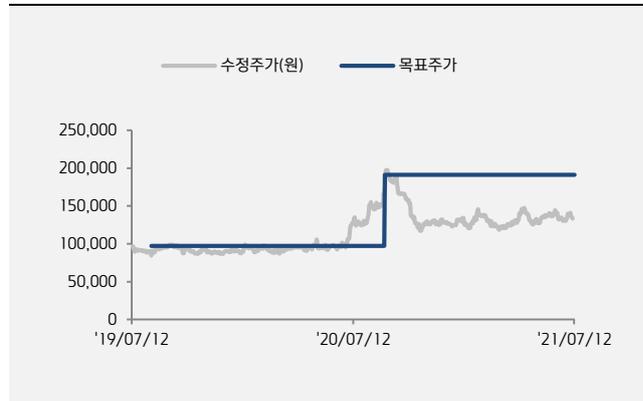
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	괴리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블	2019/08/13	Marketperform (Maintain)	97,000 원	6개월	-2.63	2.06
(251270)	2019/09/23	Marketperform (Maintain)	97,000 원	6개월	-4.25	2.06
	2019/11/13	Marketperform (Maintain)	97,000 원	6개월	-5.25	2.06
	2020/05/14	Marketperform (Maintain)	97,000 원	6개월	22.10	71.65
	2020/09/02	Outperform (Upgrade)	191,000 원	6개월	-25.18	3.40
	2021/01/13	BUY (Upgrade)	191,000 원	6개월	-26.86	3.40
	2021/07/12	BUY (Maintain)	191,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%