

꾸준한 신작 출시와 흥행 스코어

매수
(유지)목표가: 170,000원
상승여력: 23.2%

김창권 changkwon.kim@miraeeasset.com

임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

4분기 실적은 컨센서스 하회

세븐나이츠2, A3 신작 효과, 해외 매출 부진

- 4분기 매출과 영업이익은 전년비 각각 12%, 61% 증가한 6,239억원, 825억원 기록
- 매출비중은 RPG 33%, MMORPG 31%, 캐주얼 24%로 안정적인 포트폴리오 유지
- 당사 전망치와 시장 컨센서스 전망치 6,785억원과 860억원 하회
- 세븐나이츠2의 흥행 호조로 국내 매출은 양호했지만 해외 매출은 전분기대비 감소
- 4분기 순이익은 1,033억원으로 YoY +2,098%, 빅히트 상장 효과로 지분법이익 증가

2021년에도 이어지는 기대작 출시 일정

2021년 2분기 제2의 나라 출시 등 다양한 신작 출시 기대

- 2021년 1분기 '블레이드&소울 레볼루션' 글로벌과 'NBA 볼스타즈' 글로벌 출시 예정
- 2021년 2분기 '제2의 나라' 한국, 일본, 대만 동시 출시 계획
- 하반기 '세븐나이츠 레볼루션' 한국, 일본 동시 출시
- 하반기 '마블 퓨처 레볼루션' 글로벌 출시 예정

보유 지분 가치 상승 중

매수 투자자의견과 목표주가 17만원 유지

- 4분기 실적 발표와 새롭게 확인된 신작 출시 일정 등을 고려하여 2021년과 2022년 영업이익 전망치를 각각 0.5%, 2.6% 상향 조정
- 엔씨소프트, 카카오뱅크/게임즈, 빅히트, 코웨이의 지분 가치 상승 중
- 해마다 안정적인 신작 출시 일정을 유지하고 매년 하나 이상의 신작 흥행을 기록 중, 이러한 안정적인 콘텐츠 개발 능력에 대한 시장 프리미엄 가능

Key data



현재주가(21/2/10, 원)	138,000	시가총액(십억원)	11,851
영업이익(20F, 십억원)	272	발행주식수(백만주)	86
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	275	유동주식비율(%)	24.3
EPS 성장률(20F, %)	100.1	외국인 보유비중(%)	23.9
P/E(20F, x)	36.0	베타(12M) 일간수익률	0.41
MKT P/E(20F, x)	21.5	52주 최저가(원)	87,000
KOSPI	3,100.58	52주 최고가(원)	197,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-11.0	47.0
상대주가	4.7	-31.5	4.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	2,425	2,021	2,179	2,485	3,018	3,253
영업이익 (십억원)	510	242	203	272	405	512
영업이익률 (%)	21.0	12.0	9.3	10.9	13.4	15.7
순이익 (십억원)	310	190	156	313	359	421
EPS (원)	3,898	2,226	1,823	3,649	4,185	4,907
ROE (%)	11.2	4.4	3.5	6.8	7.3	7.9
P/E (배)	48.4	50.1	50.7	36.0	33.0	28.1
P/B (배)	3.7	2.1	1.6	2.2	2.1	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	533	686	642	624	679	721	755	863	2,179	2,485	3,018
국내	155	171	164	204	222	171	203	204	726	694	800
해외	378	514	479	420	457	514	552	659	1,453	1,791	2,183
모바일게임	510	663	619	601	656	698	732	840	2,084	2,393	2,926
MMORPG	133	171	148	193	212	180	168	203	585	646	763
RPG	197	281	257	206	244	295	272	285	811	941	1,097
Casual	144	171	161	150	170	180	189	216	550	626	754
기타	35	39	54	52	30	42	103	137	138	180	312
온라인게임	8	8	7	7	7	6	6	6	37	30	24
게임 외 매출	15	15	16	16	16	17	17	17	57	62	67
영업이익	20	82	87	83	94	110	102	100	203	272	405
영업이익률	3.8	11.9	13.6	13.2	13.8	15.2	13.5	11.5	9.3	10.9	13.4
순이익	58	85	93	103	85	85	95	126	170	339	391
순이익률	10.8	12.4	14.4	16.6	12.5	11.8	12.5	14.6	7.8	13.6	13.0
YoY 성장률											
매출액	11.6	30.3	3.6	12.4	27.4	5.1	17.6	38.3	7.8	14.0	21.5
국내	-18.2	-8.5	-16.7	33.4	43.2	0.0	24.0	0.0	19.4	-4.4	15.3
해외	31.2	51.7	13.1	4.5	21.0	0.0	15.4	56.9	2.8	23.3	21.9
모바일게임	12.3	31.9	3.8	13.0	28.7	5.3	18.2	39.8	8.4	14.8	22.3
MMORPG	-12.8	35.7	-11.7	39.4	59.0	5.1	13.8	4.9	-1.4	10.3	18.2
RPG	37.6	30.3	9.1	-4.9	24.0	5.1	5.8	38.3	26.5	16.0	16.5
Casual	15.9	35.7	-0.4	7.9	18.0	5.1	17.6	44.1	0.2	13.7	20.6
기타	6.0	12.9	67.3	37.6	-15.0	8.5	91.1	163.2	-1.1	30.7	73.3
영업이익	-39.8	146.1	3.6	61.4	359.4	34.1	16.7	20.7	-16.2	34.3	48.9
순이익	35.9	124.2	9.2	2097.9	48.1	0.0	2.3	22.4	-21.0	99.4	15.6

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. 넷마블의 2021~2022년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	3,006	3,240	3,018	3,253	0.4	0.4	
영업이익	403	499	405	512	0.5	2.6	
순이익	390	410	391	459	0.3	12.0	
영업이익률	13.4	15.4	13.4	15.7	-	-	
순이익률	13.0	12.7	13.0	14.1	-	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,179	2,485	3,018	3,253
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,179	2,485	3,018	3,253
판매비와관리비	1,976	2,213	2,613	2,741
조정영업이익	203	272	405	512
영업이익	203	272	405	512
비영업손익	15	203	104	97
금융손익	35	36	41	47
관계기업등 투자손익	13	-28	-40	-40
세전계속사업손익	218	475	509	609
계속사업법인세비용	49	137	118	151
계속사업이익	170	339	391	459
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	170	339	391	459
지배주주	156	313	359	421
비지배주주	14	25	32	37
총포괄이익	319	339	391	459
지배주주	303	321	371	435
비지배주주	16	17	20	23
EBITDA	321	393	531	642
FCF	302	494	595	623
EBITDA 마진율 (%)	14.7	15.8	17.6	19.7
영업이익률 (%)	9.3	10.9	13.4	15.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.2	12.6	11.9	12.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,560	2,861	3,287	3,702
현금 및 현금성자산	1,575	1,738	1,924	2,232
매출채권 및 기타채권	154	174	212	228
재고자산	5	6	7	8
기타유동자산	826	943	1,144	1,234
비유동자산	3,246	3,389	3,564	3,701
관계기업투자등	233	265	322	347
유형자산	236	238	240	241
무형자산	1,384	1,490	1,602	1,711
자산총계	5,806	6,250	6,851	7,402
유동부채	665	738	893	961
매입채무 및 기타채무	100	114	139	149
단기금융부채	339	367	442	475
기타유동부채	226	257	312	337
비유동부채	493	525	580	604
장기금융부채	268	268	268	268
기타비유동부채	225	257	312	336
부채총계	1,158	1,263	1,473	1,565
지배주주지분	4,451	4,765	5,124	5,546
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,881	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	914	1,228	1,587	2,008
비지배주주지분	197	222	254	291
자본총계	4,648	4,987	5,378	5,837

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	381	534	635	663
당기순이익	170	339	391	459
비현금수익비용가감	164	238	231	261
유형자산감가상각비	36	37	38	39
무형자산상각비	82	84	88	91
기타	46	117	105	131
영업활동으로인한자산및부채의변동	45	45	78	34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	35	-21	-36	-16
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-31	7	13	6
법인세납부	-57	-137	-118	-151
투자활동으로 인한 현금흐름	-247	-338	-427	-323
유형자산처분(취득)	-79	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	-25	-190	-200	-200
장단기금융자산의 감소(증가)	-250	-108	-187	-83
기타투자활동	107	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-107	28	75	33
장단기금융부채의 증가(감소)	221	28	75	33
자본의 증가(감소)	31	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-359	0	0	0
현금의 증가	26	163	186	308
기초현금	1,549	1,575	1,738	1,924
기말현금	1,575	1,738	1,924	2,232

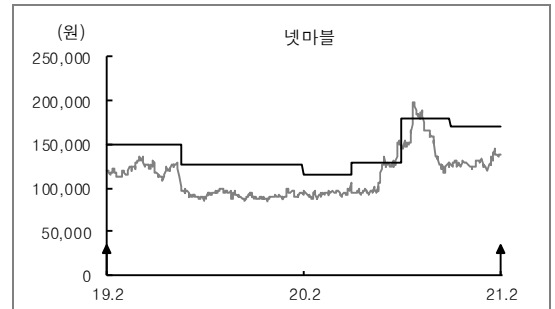
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	50.7	36.0	33.0	28.1
P/CF (x)	23.7	19.6	19.0	16.5
P/B (x)	1.6	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	20.0	24.3	18.5	14.9
EPS (원)	1,823	3,649	4,185	4,907
CFPS (원)	3,899	6,724	7,245	8,380
BPS (원)	56,648	60,228	64,390	69,297
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.8	14.0	21.4	7.8
EBITDA증가율 (%)	-0.3	22.4	35.1	20.9
조정영업이익증가율 (%)	-16.1	34.0	48.9	26.4
EPS증가율 (%)	-18.1	100.2	14.7	17.3
매출채권 회전율 (회)	13.2	15.8	16.2	15.4
재고자산 회전율 (회)	516.9	453.0	466.3	441.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.0	5.6	6.0	6.4
ROE (%)	3.5	6.8	7.3	7.9
ROIC (%)	10.1	13.1	20.2	21.7
부채비율 (%)	24.9	25.3	27.4	26.8
유동비율 (%)	385.2	387.6	368.2	385.1
순차입금/자기자본 (%)	-37.0	-39.3	-41.9	-44.7
조정영업이익/금융비용 (x)	23.1	24.8	34.1	39.9

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)				
2020.11.12	매수	170,000	-	-
2020.08.13	매수	180,000	-14.22	9.72
2020.05.14	매수	130,000	-13.80	19.23
2020.02.13	매수	115,000	-18.40	-8.26
2019.07.02	매수	127,000	-27.60	-21.26
2019.02.13	매수	149,000	-18.56	-8.72



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.