

## ‘제2의 나라’ 일본 흥행 예상

매수  
(유지)목표가: 170,000원  
상승여력: 25.0%

김창권 changkwon.kim@miraesasset.com

## 1분기 기대치 하회한 실적

## 1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,704억원과 542억원

- 1분기 매출액과 영업이익은 전년보다 각각 7%, 165% 늘어났지만, 지난 분기보다 매출액이 9%, 영업이익이 34% 줄어들어 당사와 시장 컨센서스 미달
- 세븐나이츠2(2020.11월 출시, 4분기 일평균 매출 17억원) 1분기 일평균 매출이 전분기보다 58% 감소했지만 이를 만회할 수 있는 신작 출시가 부재했기 때문
- 1분기 영업비용은 5,162억원으로 4분기보다 5% 감소, 비용 증가 현상은 없었음

## 제2의 나라 6월 10일 출시 확정

## 제2의 나라 일본 흥행 성공 가능성

- 2021년 최대 기대작은 제2의 나라. 이 게임은 리니지2레볼루션 개발진(넷마블네오) 등이 3년 동안 개발한 신작. 6월 10일 한국, 일본, 대만, 홍콩 등 글로벌 출시 예정
- 모바일게임 제2의 나라는 레벨파이브(일본 게임 개발사)와 지브리스튜디오(일본 애니메이션 제작사)가 공동 제작한 RPG 니노쿠니 IP를 기반으로 제작했기에 일본 시장에서의 흥행 기대가 높은 게임. 니노쿠니 시리즈는 누적 판매량 280만장 기록.
- 2021년 하반기 마블 퓨처 레볼루션(글로벌), 세븐나이츠 레볼루션(한국, 일본 동시 출시), BTS드림(글로벌), 머지 쿼아 아일랜드(글로벌) 출시 예정

## 카카오뱅크 IPO와 경쟁사 엔씨 신작 출시도 주가에 긍정적인 변수

## 매수 투자 의견과 목표주가 17만원 유지

- 발표된 1분기 실적과 신작 출시 일정 등을 고려해 2021년과 2022년 영업이익 전망치를 기존보다 각각 7%, 11% 하향
- 보유 지분 3.74%의 카카오뱅크가 7~8월에 IPO 예상, 보유 지분 8.9%의 엔씨소프트는 5월 20일 트릭스터M에 이어 불소2를 2분기내 출시 계획
- 해마다 안정적인 신작 출시 일정을 관리해오고 있으며 일정 수준 이상의 흥행 스코어를 기록 중, 안정적인 콘텐츠 개발 능력에 대한 밸류에이션 프리미엄 부여 가능

## Key data



|                          |          |               |         |
|--------------------------|----------|---------------|---------|
| 현재주가(21/5/20, 원)         | 136,000  | 시가총액(십억원)     | 11,690  |
| 영업이익(21F, 십억원)           | 377      | 발행주식수(백만주)    | 86      |
| Consensus 영업이익(21F, 십억원) | 339      | 유동주식비율(%)     | 31.1    |
| EPS 성장률(21F, %)          | 1.7      | 외국인 보유비중(%)   | 23.7    |
| P/E(21F, x)              | 36.7     | 베타(12M) 일간수익률 | 0.86    |
| MKT P/E(21F, x)          | 11.9     | 52주 최저가(원)    | 92,300  |
| KOSPI                    | 3,162.28 | 52주 최고가(원)    | 197,500 |

## Share performance

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가     | -7.8 | 4.2   | 42.3  |
| 상대주가     | -6.1 | -15.8 | -10.5 |

## Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월)  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 2,021 | 2,179 | 2,485 | 2,783 | 3,174 | 3,620 |
| 영업이익 (십억원) | 242   | 203   | 272   | 377   | 453   | 535   |
| 영업이익률 (%)  | 12.0  | 9.3   | 10.9  | 13.5  | 14.3  | 14.8  |
| 순이익 (십억원)  | 190   | 156   | 313   | 319   | 367   | 424   |
| EPS (원)    | 2,226 | 1,823 | 3,647 | 3,711 | 4,272 | 4,935 |
| ROE (%)    | 4.4   | 3.5   | 6.3   | 5.8   | 6.3   | 6.9   |
| P/E (배)    | 50.1  | 50.7  | 36.1  | 36.7  | 31.8  | 27.6  |
| P/B (배)    | 2.1   | 1.6   | 1.9   | 1.9   | 1.8   | 1.7   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 0.0   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

|         | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20   | 1Q21  | 2Q21F | 3Q21F | 4Q21F | 2019  | 2020  | 2021F |
|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 533   | 686   | 642   | 624    | 570   | 672   | 716   | 824   | 2,179 | 2,485 | 2,783 |
| 국내      | 155   | 171   | 164   | 204    | 168   | 171   | 203   | 204   | 726   | 694   | 746   |
| 해외      | 378   | 514   | 479   | 420    | 402   | 501   | 514   | 621   | 1,453 | 1,791 | 2,037 |
| 모바일게임   | 510   | 663   | 619   | 601    | 547   | 649   | 693   | 801   | 2,084 | 2,393 | 2,691 |
| MMORPG  | 133   | 171   | 148   | 193    | 171   | 215   | 223   | 288   | 585   | 646   | 897   |
| RPG     | 197   | 281   | 257   | 206    | 194   | 228   | 258   | 272   | 811   | 941   | 952   |
| Casual  | 144   | 171   | 161   | 150    | 148   | 168   | 179   | 206   | 550   | 626   | 701   |
| 기타      | 35    | 39    | 54    | 52     | 34    | 38    | 33    | 36    | 138   | 180   | 141   |
| 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     | 54    | 91    | 102   | 131   | 203   | 272   | 377   |
| 영업이익률   | 3.8   | 11.9  | 13.6  | 13.2   | 9.5   | 13.5  | 14.2  | 15.8  | 9.3   | 10.9  | 13.5  |
| 순이익     | 58    | 85    | 93    | 103    | 62    | 60    | 103   | 120   | 170   | 339   | 344   |
| 순이익률    | 10.8  | 12.4  | 14.4  | 16.6   | 10.9  | 8.9   | 14.4  | 14.5  | 7.8   | 13.6  | 12.4  |
| YoY 성장률 |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액     | 11.6  | 30.3  | 3.6   | 12.4   | 7.0   | -2.0  | 11.5  | 32.1  | 7.8   | 14.0  | 12.0  |
| 국내      | -18.2 | -8.5  | -16.7 | 33.4   | 8.3   | 0.0   | 24.0  | 0.0   | 19.4  | -4.4  | 7.5   |
| 해외      | 31.2  | 51.7  | 13.1  | 4.5    | 6.5   | -2.7  | 7.3   | 47.7  | 2.8   | 23.3  | 13.7  |
| 모바일게임   | 12.3  | 31.9  | 3.8   | 13.0   | 7.4   | -2.1  | 12.0  | 33.4  | 8.4   | 14.8  | 12.5  |
| MMORPG  | -12.8 | 35.7  | -11.7 | 39.4   | 28.4  | 25.4  | 51.0  | 48.7  | -1.4  | 10.3  | 38.9  |
| RPG     | 37.6  | 30.3  | 9.1   | -4.9   | -1.6  | -18.7 | 0.4   | 32.1  | 26.5  | 16.0  | 1.2   |
| Casual  | 15.9  | 35.7  | -0.4  | 7.9    | 3.1   | -2.0  | 11.5  | 37.6  | 0.2   | 13.7  | 12.1  |
| 기타      | 6.0   | 12.9  | 67.3  | 37.6   | -3.7  | -2.8  | -38.2 | -31.5 | -1.1  | 30.7  | -21.9 |
| 영업이익    | -39.8 | 146.1 | 3.6   | 61.4   | 165.7 | 10.9  | 16.4  | 58.2  | -16.2 | 34.3  | 38.6  |
| 순이익     | 35.9  | 124.2 | 9.2   | 2052.1 | 7.7   | -29.5 | 11.2  | 15.7  | -21.0 | 99.4  | 1.7   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 넷마블의 2021~2022년 실적 예상 변경

(십억원, %)

|       | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 변경 사유 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 2021F | 2022F | 2021F | 2022F | 2021F | 2022F |       |
| 매출액   | 3,018 | 3,253 | 2,783 | 3,174 | -7.8  | -2.4  |       |
| 영업이익  | 405   | 512   | 377   | 453   | -6.9  | -11.5 |       |
| 순이익   | 391   | 459   | 344   | 367   | -12.0 | -20.0 |       |
| 영업이익률 | 13.4  | 15.7  | 13.5  | 14.3  | -     | -     |       |
| 순이익률  | 13.0  | 14.1  | 12.4  | 11.6  | -     | -     |       |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 넷마블 (251270)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2020  | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 2,485 | 2,783 | 3,174 | 3,620 |
| 매출원가            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익           | 2,485 | 2,783 | 3,174 | 3,620 |
| 판매비와관리비         | 2,213 | 2,406 | 2,721 | 3,085 |
| 조정영업이익          | 272   | 377   | 453   | 535   |
| 영업이익            | 272   | 377   | 453   | 535   |
| 비영업손익           | 203   | 132   | 96    | 116   |
| 금융손익            | -7    | -21   | -22   | -22   |
| 관계기업등 투자손익      | 192   | -40   | -40   | 0     |
| 세전계속사업손익        | 475   | 509   | 549   | 651   |
| 계속사업법인세비용       | 137   | 165   | 153   | 193   |
| 계속사업이익          | 338   | 344   | 397   | 458   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 338   | 344   | 397   | 458   |
| 지배주주            | 313   | 319   | 367   | 424   |
| 비지배주주           | 25    | 26    | 29    | 34    |
| 총포괄이익           | 1,105 | 344   | 397   | 458   |
| 지배주주            | 1,084 | 338   | 389   | 449   |
| 비지배주주           | 21    | 7     | 8     | 9     |
| EBITDA          | 384   | 496   | 577   | 622   |
| FCF             | 162   | 556   | 628   | 668   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 15.5  | 17.8  | 18.2  | 17.2  |
| 영업이익률 (%)       | 10.9  | 13.5  | 14.3  | 14.8  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 12.6  | 11.5  | 11.6  | 11.7  |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2020  | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,821 | 1,877 | 1,975 | 2,319 |
| 현금 및 현금성자산  | 1,257 | 1,258 | 1,269 | 1,515 |
| 매출채권 및 기타채권 | 210   | 223   | 254   | 290   |
| 재고자산        | 5     | 5     | 6     | 7     |
| 기타유동자산      | 349   | 391   | 446   | 507   |
| 비유동자산       | 6,403 | 6,783 | 7,238 | 7,539 |
| 관계기업투자등     | 2,148 | 2,406 | 2,744 | 3,130 |
| 유형자산        | 423   | 424   | 424   | 400   |
| 무형자산        | 1,292 | 1,412 | 1,528 | 1,464 |
| 자산총계        | 8,223 | 8,660 | 9,213 | 9,858 |
| 유동부채        | 1,634 | 1,719 | 1,847 | 1,993 |
| 매입채무 및 기타채무 | 114   | 128   | 146   | 167   |
| 단기금융부채      | 1,234 | 1,272 | 1,337 | 1,411 |
| 기타유동부채      | 286   | 319   | 364   | 415   |
| 비유동부채       | 939   | 1,009 | 1,100 | 1,203 |
| 장기금융부채      | 361   | 361   | 361   | 361   |
| 기타비유동부채     | 578   | 648   | 739   | 842   |
| 부채총계        | 2,573 | 2,728 | 2,947 | 3,197 |
| 지배주주지분      | 5,407 | 5,663 | 5,967 | 6,328 |
| 자본금         | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금       | 3,887 | 3,887 | 3,887 | 3,887 |
| 이익잉여금       | 1,226 | 1,482 | 1,787 | 2,148 |
| 비지배주주지분     | 244   | 269   | 299   | 333   |
| 자본총계        | 5,651 | 5,932 | 6,266 | 6,661 |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2020   | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 372    | 596   | 668   | 668   |
| 당기순이익               | 338    | 344   | 397   | 458   |
| 비현금수익비용가감           | 85     | 334   | 329   | 291   |
| 유형자산감가상각비           | 39     | 40    | 40    | 23    |
| 무형자산상각비             | 73     | 79    | 85    | 63    |
| 기타                  | -27    | 215   | 204   | 205   |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -27    | 93    | 107   | 123   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -110   | -22   | -29   | -33   |
| 재고자산 감소(증가)         | 0      | -1    | -1    | -1    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 21     | 8     | 11    | 13    |
| 법인세납부               | -29    | -165  | -153  | -193  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -1,529 | -272  | -282  | -48   |
| 유형자산처분(취득)          | -210   | -40   | -40   | 0     |
| 무형자산감소(증가)          | -27    | -200  | -200  | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | 497    | -32   | -42   | -48   |
| 기타투자활동              | -1,789 | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 867    | -25   | 2     | 12    |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 989    | 38    | 65    | 74    |
| 자본의 증가(감소)          | 6      | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0      | -63   | -63   | -63   |
| 기타재무활동              | -128   | 0     | 0     | 1     |
| 현금의 증가              | -317   | 1     | 11    | 246   |
| 기초현금                | 1,575  | 1,257 | 1,258 | 1,269 |
| 기말현금                | 1,257  | 1,258 | 1,269 | 1,515 |

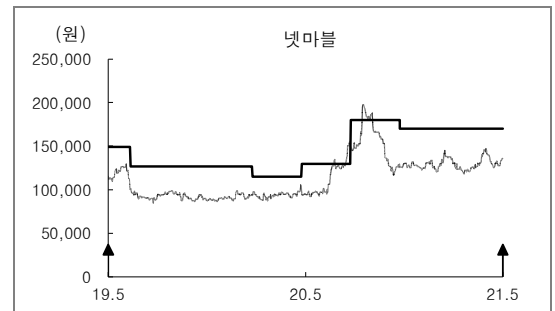
자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 36.1   | 36.7   | 31.8   | 27.6   |
| P/CF (x)        | 26.7   | 17.2   | 16.1   | 15.6   |
| P/B (x)         | 1.9    | 1.9    | 1.8    | 1.7    |
| EV/EBITDA (x)   | 30.3   | 24.3   | 20.9   | 19.1   |
| EPS (원)         | 3,647  | 3,711  | 4,272  | 4,935  |
| CFPS (원)        | 4,928  | 7,900  | 8,438  | 8,722  |
| BPS (원)         | 67,709 | 70,604 | 74,144 | 78,349 |
| DPS (원)         | 767    | 767    | 767    | 767    |
| 배당성향 (%)        | 18.6   | 18.2   | 15.8   | 13.7   |
| 배당수익률 (%)       | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 매출액증가율 (%)      | 14.0   | 12.0   | 14.0   | 14.1   |
| EBITDA증가율 (%)   | 19.6   | 29.2   | 16.3   | 7.8    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 34.0   | 38.6   | 20.2   | 18.1   |
| EPS증가율 (%)      | 100.1  | 1.8    | 15.1   | 15.5   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 15.1   | 14.4   | 14.6   | 14.6   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 509.8  | 567.8  | 572.7  | 572.7  |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA (%)         | 4.8    | 4.1    | 4.4    | 4.8    |
| ROE (%)         | 6.3    | 5.8    | 6.3    | 6.9    |
| ROIC (%)        | 11.6   | 18.4   | 22.4   | 25.8   |
| 부채비율 (%)        | 45.5   | 46.0   | 47.0   | 48.0   |
| 유동비율 (%)        | 111.5  | 109.2  | 106.9  | 116.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 1.4    | 1.4    | 1.6    | -1.8   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 11.8   | 11.1   | 12.9   | 14.7   |

## 투자의견 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

## 투자의견 분류 및 적용기준

| 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(■)

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도    |
|--------|-----------------|--------|-------|
| 79.00% | 13.00%          | 7.00%  | 1.00% |

\* 2021년 3월 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.