

IBKS 디지털뉴딜 시리즈



Analyst 이승훈  
02)6915-5680  
dozed@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	165,000원
현재가 (6/29)	133,500원

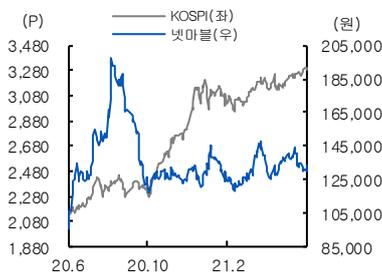
KOSPI (6/29)	3,286.68pt
시가총액	11,475십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
52주 최고가	197,500원
최저가	95,200원
60일 일평균거래대금	47십억원
외국인 지분율	22.9%
배당수익률 (2021F)	0.6%

주주구성	
방준혁 외 12 인	24.88%
CJ ENM	21.78%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-9%	-11%
절대기준	-3%	6%	40%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	165,000	150,000	▲
EPS(21)	3,645	4,137	▼
EPS(22)	5,755	5,747	▲

넷마블 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 넷마블 (251270)

## 신작, 중국 등 모멘텀이 넘쳐난다

### 제2의나라 흥행과 하반기 신작 및 중국 진출 모멘텀

넷마블은 제2의나라가 흥행했기 때문에 하반기부터 실적이 강하게 개선될 것으로 예상된다. 국내, 일본, 대만 등에서 상위권에 안정적인 매출 순위를 유지하고 있으며 향후 길드 개념의 킹덤 콘텐츠 관련 PvP, 왕위쟁탈전 등이 추가되면 게임의 몰입도가 증가하여 매출 상승 가능성이 높음. 리니지2 레볼루션 개발사인 네마블 네오가 개발했기 때문에 게임의 라이프사이클이 길 것으로 예상된다

하반기 마블 퓨처 레볼루션과 세븐나이즈 레볼루션이 출시되면서 신작 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 전망됨. 마블 퓨처 레볼루션은 6월 29일 쇼케이스를 진행하고 사전예약을 시작했기 때문에 2021년 내 글로벌 출시가 예상된다. 이 게임은 마블 퓨처파트를 개발하여 마블 IP의 이해도가 높은 넷마블 몬스터가 개발하고 운영할 예정으로 흥행이 기대됨. 또한 세븐나이즈 레볼루션 역시 하반기 한국과 일본에 동시에 출시될 것으로 예상된다. 세븐나이즈가 자체 IP이기 때문에 누적된 콘텐츠가 충분하고 흥행할 경우 수익성 개선에 기여도가 높을 것으로 전망됨

한편 검은사막 모바일이 중국 내 판호를 획득했기 때문에 동사의 리니지2 레볼루션과 블레이드앤소울 레볼루션의 중국 진출 기대감이 고조될 것으로 예상된다. 두 게임 모두 중국 최대 게임사인 텐센트와 퍼블리싱 계약을 맺었기 때문에 2022년 출시되면 로열티 매출로 반영되면서 이익 기여도가 높을 것으로 분석됨

### 목표주가 165,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 하반기 출시될 신작 게임 매출이 안정화되고 중국 매출 발생 가능성이 높은 2022년 예상 EPS에 동사의 최근 3년간 PER의 중간값인 28.6배를 적용하여 산출함. 국내 게임사의 중국 판호 발급 가능성이 높아지면서 게임 산업 전체의 Re-Rating 요인으로 판단됨

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,179	2,485	2,676	3,215	3,661
영업이익	203	272	300	501	617
세전이익	218	475	454	690	849
지배주주순이익	156	313	313	495	609
EPS(원)	1,823	3,647	3,645	5,755	7,081
증가율(%)	-18.1	100.1	-0.1	57.9	23.0
영업이익률(%)	9.3	10.9	11.2	15.6	16.9
순이익률(%)	7.8	13.6	12.4	16.2	17.5
ROE(%)	3.5	6.3	5.7	8.5	9.6
PER	50.7	36.1	35.8	22.7	18.4
PBR	1.8	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.4	29.2	28.5	17.8	13.9

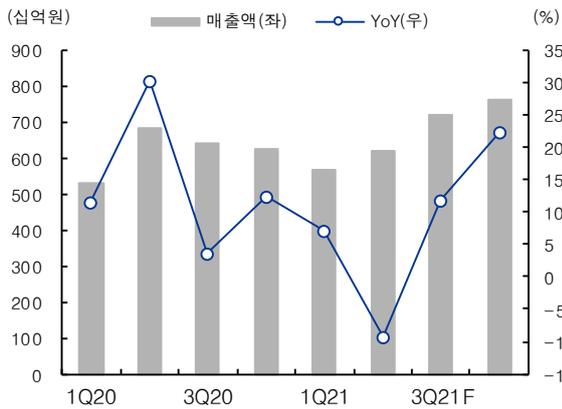
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 넷마블의 실적 추이

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>533</b>	<b>686</b>	<b>642</b>	<b>624</b>	<b>570</b>	<b>622</b>	<b>719</b>	<b>764</b>	<b>2,485</b>	<b>2,676</b>	<b>3,215</b>
QoQ	-4.0%	28.7%	-6.3%	-2.9%	-8.6%	9.0%	15.7%	6.3%			
YoY	11.6%	30.3%	3.6%	12.4%	7.0%	-9.3%	12.0%	22.5%	14.0%	7.7%	20.2%
<b>영업이익</b>	<b>20</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>89</b>	<b>108</b>	<b>272</b>	<b>300</b>	<b>501</b>
OPM	3.8%	11.9%	13.6%	13.2%	9.5%	7.9%	12.4%	14.1%	10.9%	11.2%	15.6%
QoQ	-60.0%	299.9%	6.8%	-5.5%	-34.3%	-9.5%	82.4%	20.2%			
YoY	-39.8%	146.1%	3.5%	61.5%	165.2%	-40.0%	2.5%	30.3%	34.2%	10.4%	66.8%
<b>세전이익</b>	<b>54</b>	<b>85</b>	<b>116</b>	<b>220</b>	<b>95</b>	<b>85</b>	<b>125</b>	<b>148</b>	<b>475</b>	<b>454</b>	<b>690</b>
QoQ	468.9%	56.4%	37.0%	89.7%	-57.0%	-9.9%	47.1%	18.5%			
YoY	-7.7%	114.7%	4.6%	2213.0%	74.9%	0.7%	8.1%	-32.5%	117.3%	-4.4%	52.0%
<b>순이익(지배)</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>100</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>89</b>	<b>109</b>	<b>313</b>	<b>313</b>	<b>495</b>
NIM	10.1%	11.0%	13.0%	16.0%	9.9%	9.5%	12.3%	14.3%	12.6%	11.7%	15.4%
QoQ	흑전	39.8%	11.1%	19.5%	-43.6%	4.9%	49.6%	23.2%			
YoY	36.8%	95.4%	5.7%	-8694.4%	4.8%	-21.4%	5.7%	9.0%	100.6%	0.1%	57.9%

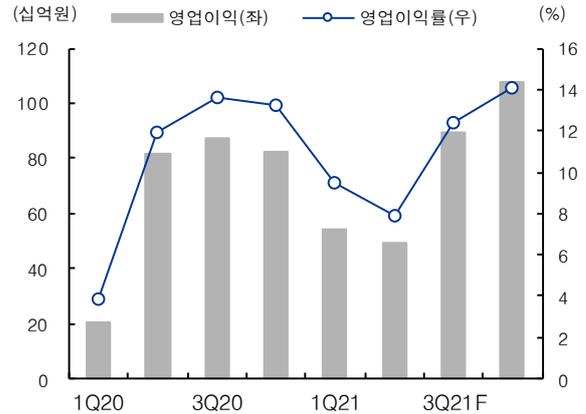
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 1. 넷마블의 매출액 및 YoY 추이



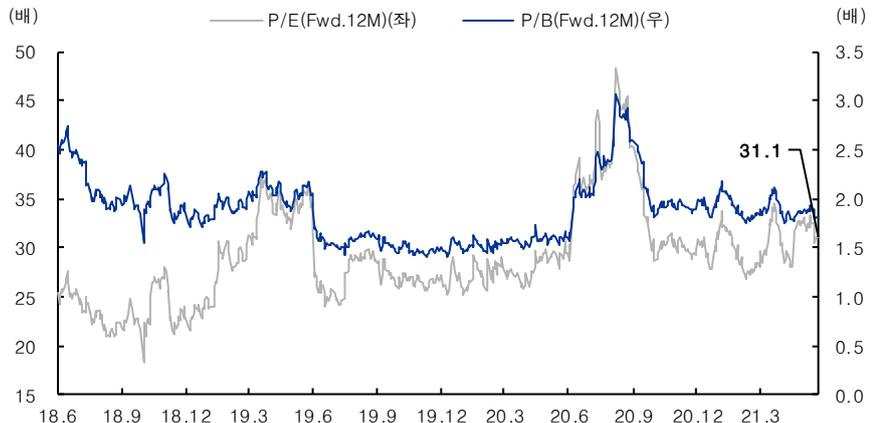
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 2. 넷마블의 영업이익 및 영업이익률 추이



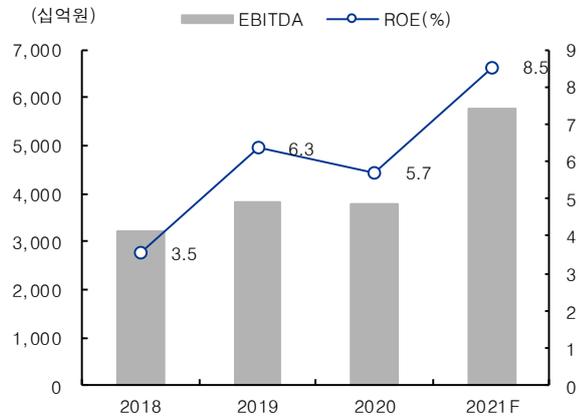
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 3. 넷마블의 12개월 FW PER과 PBR 추이



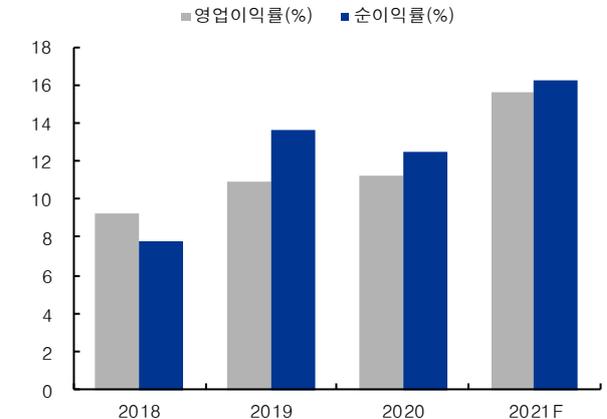
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 넷마블의 EBITDA 및 ROE 추이



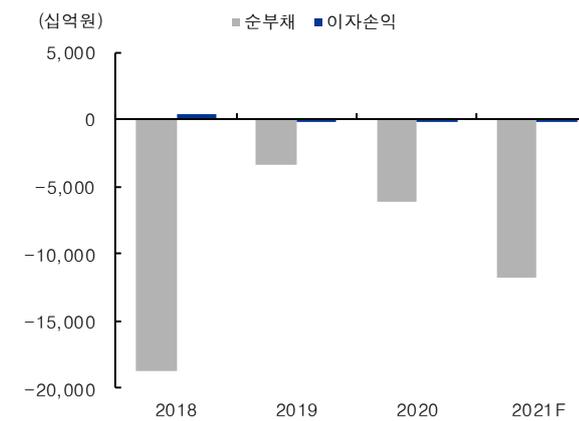
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 넷마블의 영업이익률 및 순이익률 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. 넷마블의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

넷마블 (251270)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,179	2,485	2,676	3,215	3,661
증가율(%)	7.8	14.0	7.7	20.2	13.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,179	2,485	2,676	3,215	3,661
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,976	2,213	2,375	2,714	3,044
판매비율(%)	90.7	89.1	88.8	84.4	83.1
영업이익	203	272	300	501	617
증가율(%)	-16.1	34.2	10.4	66.8	23.1
영업이익률(%)	9.3	10.9	11.2	15.6	16.9
순금융손익	37	12	36	39	47
이자손익	35	-7	-16	-15	-12
기타	2	19	52	54	59
기타영업외손익	-34	-1	0	0	0
중속/관계기업손익	13	192	117	150	185
세전이익	218	475	454	690	849
법인세	49	137	121	169	208
법인세율	22.5	28.8	26.7	24.5	24.5
계속사업이익	170	338	333	521	641
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	170	338	333	521	641
증가율(%)	-21.0	99.1	-1.5	56.3	23.0
당기순이익률 (%)	7.8	13.6	12.4	16.2	17.5
지배주주당기순이익	156	313	313	495	609
기타포괄이익	149	767	-17	0	0
총포괄이익	319	1,105	316	521	641
EBITDA	321	384	378	576	691
증가율(%)	-0.3	19.6	-1.6	52.5	20.1
EBITDA마진율(%)	14.7	15.5	14.1	17.9	18.9

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,823	3,647	3,645	5,755	7,081
BPS	51,919	62,986	65,348	70,372	76,722
DPS	0	767	767	767	767
밸류에이션(배)					
PER	50.7	36.1	35.8	22.7	18.4
PBR	1.8	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.4	29.2	28.5	17.8	13.9
성장성지표(%)					
매출증가율	7.8	14.0	7.7	20.2	13.9
EPS증가율	-18.1	100.1	-0.1	57.9	23.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	3.5	6.3	5.7	8.5	9.6
ROA	3.0	4.8	3.9	5.8	6.6
ROIC	14.0	27.9	31.4	60.0	81.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	24.9	45.5	49.8	49.0	48.0
순차입금 비율(%)	-40.5	-5.9	-10.7	-18.8	-26.7
이자보상배율(배)	23.1	11.8	11.3	17.1	19.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.2	15.1	12.1	12.3	12.9
재고자산회전율	516.9	509.8	494.2	513.7	540.5
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,560	1,821	2,269	2,911	3,693
현금및현금성자산	1,575	1,257	1,610	2,216	2,924
유가증권	573	249	222	241	261
매출채권	147	182	259	264	302
재고자산	5	5	6	6	7
비유동자산	3,246	6,403	6,403	6,401	6,406
유형자산	236	423	274	274	277
무형자산	1,384	1,292	1,318	1,296	1,277
투자자산	1,468	4,536	4,455	4,456	4,457
자산총계	5,806	8,223	8,672	9,312	10,100
유동부채	665	1,634	1,686	1,843	2,027
매입채무및기타채무	53	71	87	88	101
단기차입금	16	807	568	640	720
유동성장기부채	16	12	11	11	11
비유동부채	493	939	1,195	1,220	1,246
사채	0	159	160	160	160
장기차입금	201	162	445	445	445
부채총계	1,158	2,573	2,882	3,063	3,274
지배주주지분	4,452	5,407	5,617	6,049	6,595
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,881	3,887	3,893	3,893	3,893
자본조정등	-874	-1,009	-1,037	-1,037	-1,037
기타포괄이익누계액	522	1,294	1,276	1,276	1,276
이익잉여금	914	1,226	1,476	1,908	2,453
비지배주주지분	197	244	173	199	231
자본총계	4,648	5,651	5,790	6,248	6,826
비이자부채	891	1,403	1,669	1,778	1,909
총차입금	267	1,170	1,213	1,285	1,365
순차입금	-1,881	-336	-619	-1,172	-1,820

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	381	372	204	391	448
당기순이익	170	338	333	521	641
비현금성 비용 및 수익	164	85	-34	-114	-158
유형자산감가상각비	36	39	32	31	31
무형자산상각비	82	73	45	44	43
운전자본변동	45	-27	-57	0	-23
매출채권등의 감소	35	-110	-72	-5	-38
재고자산의 감소	-2	0	-2	0	-1
매입채무등의 증가	-31	21	16	2	13
기타 영업현금흐름	2	-24	-38	-16	-12
투자활동 현금흐름	-247	-1,529	-65	-104	-114
유형자산의 증가(CAPEX)	-80	-210	-66	-31	-34
유형자산의 감소	0	0	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-25	-27	-16	-22	-24
투자자산의 감소(증가)	-22	-1,566	12	-1	-1
기타	-120	274	3	-50	-55
재무활동 현금흐름	-107	867	216	318	375
차입금의 증가(감소)	114	95	280	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-221	772	-64	318	375
기타 및 조정	-1	-27	-2	0	0
현금의 증가	26	-317	353	605	709
기초현금	1,549	1,575	1,257	1,610	2,216
기말현금	1,575	1,257	1,610	2,216	2,924

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

