넷마블 251270

미워도 다시한번

- 3분기 실적부터 이익 상장화, 신규게임(일급개의 대미, 오토포에 Costco, BTS월드)의 성과가 온전히 반영되는 첫 분기
- 신작 라인업 출시전망, 4Q B&S레볼루션(일본), A3(국내), 프로존드벤처스(글로벌, 디지털), 세븐나이즈(국내) 등 다양한 라인업 보유. 11월 지식탐색에서 2020년 이후 성장성이 완전히 새로운 신작 4종 공개 예정
- 투자 의견: Buy 유지하며 적정주가는 14만원으로 소폭 하향. 적용 PEG 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32배 적용

3Q 실적부터 이익 성장화
3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,926억원(+12.7% YoY), 752억원(+11.9% YoY)으로 추정. 코스닥매출액 6,138억원, 영업이익 809억원에 부합할 전망이다. 기존 게임들의 노후화 진행되며 올해 출시된 신작게임들의 성과가 음기 반영되는 첫 분기이다. 신작 게임별 매출액은 일급개의 대미. Grand Cross(6월 4일 한국/일본 출시) 920억원(일본 10억원), BTS월드 276억원(6월 26일 글로벌 출시. 일평균 41억원), 오토포에 Costco 263억원(6월 9일 한국 출시. 일평균 29억원)으로 추정한다.

기존 게임 출시로 늘어난 배수게임의 주요이익은 크게 중간점검 및 일본을, B&S레볼루션 등이 꾸준한 성장과 내외의 인기로 전속적으로 성장하고 있으며, 3분기 내내 모바일게임 경쟁선화에도 불구하고 신작의 성과가 두드러졌다

신작 라인업 중간점검
올해 동사는 4Q B&S레볼루션(일본), 프로존드벤처스(글로벌, 디지털), 세븐나이즈(국내) 포함. 프로즌드벤처스(글로벌 11위) 등 출시 준비중이며 곧 실시간에 손익계산서와 일정 구체화된다. 또한 11월 국내 최대배모 '지식탐색'에서 완전히 새로운 신작 4종 공개를 준비하고 있어 2020년 성장에 대한 가시성 확보 기대한다.

투자의견 Buy, 적정주가 14만원 제시
투자의견 Buy 유지하며 적정주가는 14만원으로 소폭 하향한다. 적용 PEG 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32.5배 적용하였다. 넷마블의 블루라이선스 부담은 3분기 실적부터 분기 1,000억원 내외의 수준의 이익차출 능력 가시화되며, 축소될 전망이다.

<table>
<thead>
<tr>
<th>(십억원)</th>
<th>매출액</th>
<th>영업이익</th>
<th>순이익</th>
<th>EPS(원)</th>
<th>증감률</th>
<th>BPS(원)</th>
<th>PER</th>
<th>PBR</th>
<th>EV/EBITDA</th>
<th>ROE</th>
<th>부채비율</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2017</td>
<td>2,424.8</td>
<td>509.8</td>
<td>309.8</td>
<td>3,898</td>
<td>39.5</td>
<td>50,920</td>
<td>48.4</td>
<td>3.7</td>
<td>24.2</td>
<td>11.2</td>
<td>19.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
<td>2,021.3</td>
<td>241.7</td>
<td>189.6</td>
<td>2,227</td>
<td>-44.7</td>
<td>51,303</td>
<td>50.1</td>
<td>2.2</td>
<td>24.1</td>
<td>4.4</td>
<td>19.4</td>
</tr>
<tr>
<td>2018E</td>
<td>2,223.8</td>
<td>227.2</td>
<td>199.5</td>
<td>2,332</td>
<td>2.9</td>
<td>60,210</td>
<td>40.8</td>
<td>1.6</td>
<td>18.8</td>
<td>4.2</td>
<td>17.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2020E</td>
<td>2,507.3</td>
<td>426.5</td>
<td>327.6</td>
<td>3,820</td>
<td>65.3</td>
<td>63,555</td>
<td>24.9</td>
<td>1.5</td>
<td>11.4</td>
<td>6.2</td>
<td>17.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2021E</td>
<td>2,960.7</td>
<td>525.3</td>
<td>471.6</td>
<td>5,500</td>
<td>35.4</td>
<td>68,578</td>
<td>17.3</td>
<td>1.4</td>
<td>9.3</td>
<td>8.3</td>
<td>16.8</td>
</tr>
</tbody>
</table>
넷마블, 미워도 다시한번

상장 이후 De-rating 마무리

넷마블의 기업가치는 상장 이후 41.3% 하락, 2019년에도 10.3% 하락, KOSPI 대비 13.4% Underperform하였다. 주가 부진의 이유는 1) 얇아진 이익체력, 18년-19년 상반기 외형성장이 인건비/마케팅비 증가를 충분히 상쇄하지 못했다는 점, 2) 경쟁사대비 오리지널 IP(Intellectual Property)가 부족하다는 점, 3) 높은 벨루에이션 부담 등에 기인한다.

3분기 이후 기업가치 반등 기대

그러나 3분기 이후 기업가치 반등을 기대하는데 1) 정상화된 이익레벨과, 2) 현금 성자산과 지분가치 제외한 Forward PER multiple은 12배에 불과하다는 점 등에 기인한다. 동사의 3분기 영업이익은 전분기, 전년동기대비 크게 회복될 것으로 판단하는데 코로나 영향, 임금개세의 대폭, BTS월드 등 신규게임의 성과가 온기 반영되는 첫 분기, 2017~2018년 극적 인력충원 마무리되어 인건비 증가세 축소되고 있어 이익레버리지 본격화되기 때문이다.

그림1 넷마블 주가 및 거래량 - 19년 10.3% 하락

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>거래량(천)</td>
<td>162,000원</td>
<td>199,500원</td>
<td>166,500원</td>
<td>132,500원</td>
<td>136,000원</td>
<td>109,500원</td>
<td>84,600원</td>
</tr>
<tr>
<td>(천원)</td>
<td>2017.11</td>
<td>18.2</td>
<td>2018.11.11</td>
<td>18.5</td>
<td>2019.2</td>
<td>19.2</td>
<td>2019.5.29</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 9월 25일 종가기준
자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 넷마블 영업가치는 2020E NP 기준 12배 수준

방 1 메인 투자자산 보유내역

<table>
<thead>
<tr>
<th>(억원)</th>
<th>지분율 (%)</th>
<th>장부금액</th>
<th>시가평가</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>박히트엔터테인먼트</td>
<td>28.8</td>
<td>2,085.7</td>
<td>6,934.8</td>
</tr>
<tr>
<td>엔씨소프트</td>
<td>8.9</td>
<td>-</td>
<td>10,160.2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터
3Q19 실적, 기대치 부합 예상

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,926억원(12.7% YoY), 752억원(+11.9% YoY)으로 추정, 컨센서스(매출액 6,130억원, 영업이익 809억원)에 부합할 전망이다. 기존 게임들의 노후화 진행되나 올해 출시된 신작 게임들의 성과가 옹기종기되는 첫 분기이다. 신작 게임별 매출액은 일곱개의 대표: Grand Cross(6월 4일 한국/일본 출시), 920억원(일평균 10억원), BTS 월드 276억원(6월 26일 글로벌 출시, 일평균 4.1억원), 킹오플스터 263억원(5월 9일 한국 출시, 일평균 2.9억원)으로 추정한다. 한편 스튜디오미에 7월 10일 중국 앱스토어 출시되며 최고 순위 7위 기록하는 등 10~20위권 유지하고 있는데 앱스토어 마켓의 한계에도 불구하고 올랜드의 중국 게임시장에서 좋은 성과라는 점에서 고무적이다.

기존 게임 매출 역시 러너지2 레볼루션, B&S레볼루션 등이 꾸준한 성과 내고 있어 긍정적이다. 3분기 국내 모바일 게임 시장은 로한, 에프스테드 등 신작들의 성과 두드러졌음에도 불구하고 러너지2레볼루션은 7월 말 신규 풀 '카마없이 업데이트' 방출 영호하였고 블레스볼루션 역시 8월 '이게미' 업데이트로 매출 반등에 성공하였다. 참고로 3Q19 동사 게임들의 국내 평균 매출 순위는 러너지2 레볼루션 4.1위, B&S 레볼루션 3.9위, 모두의 마블 23.7위, 세븐나이츠 23.4위, 킹오플스터 15.0위, BTS 월드 44.3위였다.

영업이익률은 12.7%로 외형 확대로 6.3%p QoQ 개선된다. 참고로 주요 영업비용은 인건비 1,208억원(+3.0% QoQ), 마케팅비 955억원(+14.2% QoQ), 지급수수료 2,452억원(+7.0% QoQ)으로 추정한다.

표2 넷마블 3Q19 Preview - 기대치 부합 전망

<table>
<thead>
<tr>
<th>(십억원)</th>
<th>3Q19</th>
<th>3Q18 (% YoY)</th>
<th>2Q19 (% QoQ)</th>
<th>컨센서스 (% diff)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>592.6</td>
<td>526.0</td>
<td>12.7%</td>
<td>526.2</td>
</tr>
<tr>
<td>러너지2 레볼루션</td>
<td>63.5</td>
<td>121.0</td>
<td>-47.5%</td>
<td>66.9</td>
</tr>
<tr>
<td>모두의 마블</td>
<td>14.0</td>
<td>18.4</td>
<td>-23.7%</td>
<td>14.3</td>
</tr>
<tr>
<td>세븐나이츠</td>
<td>13.6</td>
<td>19.5</td>
<td>-30.1%</td>
<td>14.3</td>
</tr>
<tr>
<td>마블컴페스트 오브레전드</td>
<td>67.4</td>
<td>73.6</td>
<td>-8.4%</td>
<td>68.8</td>
</tr>
<tr>
<td>쿠키램</td>
<td>28.1</td>
<td>36.8</td>
<td>-23.7%</td>
<td>28.7</td>
</tr>
<tr>
<td>해리포터 코그와트 마스터리</td>
<td>17.2</td>
<td>52.6</td>
<td>-67.3%</td>
<td>19.1</td>
</tr>
<tr>
<td>블레스볼루션</td>
<td>46.0</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>47.8</td>
</tr>
<tr>
<td>일곱개의 대비</td>
<td>92.0</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>38.2</td>
</tr>
<tr>
<td>킹오플스터</td>
<td>26.3</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>23.9</td>
</tr>
<tr>
<td>BTS 월드</td>
<td>27.6</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>196.9</td>
<td>204.1</td>
<td>-3.5%</td>
<td>266.4</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>75.2</td>
<td>67.3</td>
<td>11.9%</td>
<td>33.9</td>
</tr>
<tr>
<td>세전이익</td>
<td>87.5</td>
<td>71.8</td>
<td>21.9%</td>
<td>58.6</td>
</tr>
<tr>
<td>지배손익</td>
<td>57.0</td>
<td>44.2</td>
<td>28.8%</td>
<td>39.4</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익률(%)</td>
<td>12.7%</td>
<td>12.8%</td>
<td>-0.1%</td>
<td>6.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>손익률(%)</td>
<td>9.6%</td>
<td>8.4%</td>
<td>1.2%</td>
<td>7.5%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

저작: 넷마블, FnGuide, 메리츠증권리서치센터
그림3 리니지2 레볼루션, 7월 신종족 ‘카마엘’ 추가

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 라이서치센터

그림4 B&S 레볼루션, 8월 ‘이계’ 업데이트

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 라이서치센터

표3 넷마블 분기별 실적 – 3Q19 정상화될 이익레벨

<table>
<thead>
<tr>
<th>(십억원)</th>
<th>1Q19</th>
<th>2Q19</th>
<th>3Q19E</th>
<th>4Q19E</th>
<th>1Q20E</th>
<th>2Q20E</th>
<th>3Q20E</th>
<th>4Q20E</th>
<th>2018</th>
<th>2019E</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>477.6</td>
<td>526.2</td>
<td>592.6</td>
<td>627.3</td>
<td>655.4</td>
<td>644.3</td>
<td>631.3</td>
<td>666.4</td>
<td>2,021.3</td>
<td>2,223.8</td>
<td>2,607.3</td>
</tr>
<tr>
<td>리니지2 레볼루션</td>
<td>71.6</td>
<td>66.9</td>
<td>63.5</td>
<td>60.3</td>
<td>57.3</td>
<td>54.5</td>
<td>51.7</td>
<td>49.2</td>
<td>541.1</td>
<td>262.4</td>
<td>212.7</td>
</tr>
<tr>
<td>모두의 마블</td>
<td>19.1</td>
<td>14.3</td>
<td>14.0</td>
<td>13.8</td>
<td>13.5</td>
<td>13.2</td>
<td>13.0</td>
<td>12.7</td>
<td>88.4</td>
<td>61.2</td>
<td>52.3</td>
</tr>
<tr>
<td>세븐나이츠</td>
<td>19.1</td>
<td>14.3</td>
<td>13.6</td>
<td>12.9</td>
<td>12.3</td>
<td>11.7</td>
<td>11.1</td>
<td>10.5</td>
<td>77.9</td>
<td>60.0</td>
<td>45.6</td>
</tr>
<tr>
<td>마블컨테스트 오브 캡틴</td>
<td>68.8</td>
<td>68.8</td>
<td>67.4</td>
<td>66.1</td>
<td>64.8</td>
<td>63.5</td>
<td>62.2</td>
<td>60.9</td>
<td>298.7</td>
<td>271.1</td>
<td>251.4</td>
</tr>
<tr>
<td>쿠키잼</td>
<td>33.4</td>
<td>28.7</td>
<td>28.1</td>
<td>27.5</td>
<td>27.0</td>
<td>26.4</td>
<td>25.9</td>
<td>25.4</td>
<td>141.5</td>
<td>117.7</td>
<td>104.7</td>
</tr>
<tr>
<td>해리포터 호그와트 미스터리</td>
<td>23.9</td>
<td>19.1</td>
<td>17.2</td>
<td>15.5</td>
<td>13.9</td>
<td>12.5</td>
<td>11.3</td>
<td>10.2</td>
<td>106.5</td>
<td>75.7</td>
<td>65.7</td>
</tr>
<tr>
<td>블스터 뮤직</td>
<td>76.4</td>
<td>47.8</td>
<td>46.0</td>
<td>94.3</td>
<td>82.9</td>
<td>76.2</td>
<td>74.3</td>
<td>72.4</td>
<td>29.2</td>
<td>264.5</td>
<td>305.8</td>
</tr>
<tr>
<td>일급관의 대죄: Grand Cross</td>
<td>-</td>
<td>38.2</td>
<td>92.0</td>
<td>82.8</td>
<td>73.6</td>
<td>69.0</td>
<td>64.4</td>
<td>55.2</td>
<td>-</td>
<td>213.0</td>
<td>262.2</td>
</tr>
<tr>
<td>임오따울스타</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>26.3</td>
<td>34.1</td>
<td>33.5</td>
<td>32.8</td>
<td>32.1</td>
<td>31.5</td>
<td>-</td>
<td>84.3</td>
<td>129.9</td>
</tr>
<tr>
<td>BTS 월드</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>27.6</td>
<td>18.4</td>
<td>16.6</td>
<td>12.0</td>
<td>9.2</td>
<td>9.2</td>
<td>-</td>
<td>46.0</td>
<td>46.9</td>
</tr>
<tr>
<td>세븐나이츠2</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>46.0</td>
<td>41.4</td>
<td>37.3</td>
<td>33.5</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>158.2</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>165.2</td>
<td>228.1</td>
<td>196.9</td>
<td>201.6</td>
<td>224.1</td>
<td>231.1</td>
<td>238.9</td>
<td>295.7</td>
<td>737.9</td>
<td>767.9</td>
<td>972.0</td>
</tr>
<tr>
<td>영업비용</td>
<td>443.7</td>
<td>493.0</td>
<td>517.4</td>
<td>542.5</td>
<td>550.9</td>
<td>549.2</td>
<td>536.2</td>
<td>544.6</td>
<td>1,779.6</td>
<td>1,996.6</td>
<td>2,180.8</td>
</tr>
<tr>
<td>인건비</td>
<td>113.9</td>
<td>117.3</td>
<td>120.8</td>
<td>124.5</td>
<td>128.2</td>
<td>132.0</td>
<td>136.0</td>
<td>140.1</td>
<td>413.1</td>
<td>476.5</td>
<td>536.3</td>
</tr>
<tr>
<td>지급수수료</td>
<td>210.1</td>
<td>229.2</td>
<td>245.2</td>
<td>259.6</td>
<td>275.3</td>
<td>266.6</td>
<td>248.2</td>
<td>248.9</td>
<td>842.6</td>
<td>944.1</td>
<td>1,039.0</td>
</tr>
<tr>
<td>마케팅비</td>
<td>62.8</td>
<td>83.6</td>
<td>95.5</td>
<td>100.2</td>
<td>88.5</td>
<td>91.2</td>
<td>92.0</td>
<td>95.0</td>
<td>311.7</td>
<td>342.1</td>
<td>366.7</td>
</tr>
<tr>
<td>기타</td>
<td>56.9</td>
<td>62.9</td>
<td>55.9</td>
<td>58.2</td>
<td>58.8</td>
<td>59.4</td>
<td>60.6</td>
<td>60.6</td>
<td>212.2</td>
<td>233.9</td>
<td>238.9</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>33.9</td>
<td>33.2</td>
<td>75.2</td>
<td>84.8</td>
<td>114.5</td>
<td>95.1</td>
<td>95.1</td>
<td>121.8</td>
<td>241.7</td>
<td>227.2</td>
<td>426.5</td>
</tr>
<tr>
<td>세전이익</td>
<td>58.6</td>
<td>45.1</td>
<td>87.5</td>
<td>97.4</td>
<td>127.3</td>
<td>108.2</td>
<td>108.6</td>
<td>135.7</td>
<td>290.4</td>
<td>288.6</td>
<td>479.9</td>
</tr>
<tr>
<td>지배순이익</td>
<td>39.4</td>
<td>38.5</td>
<td>57.0</td>
<td>64.6</td>
<td>87.5</td>
<td>72.9</td>
<td>73.2</td>
<td>94.0</td>
<td>189.6</td>
<td>199.5</td>
<td>327.6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 라이서치센터
넷마블의 이익창출능력, 2020년 회복 기대

(십억원)

<table>
<thead>
<tr>
<th>연도</th>
<th>매출액</th>
<th>영업이익</th>
<th>영업이익률(우)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2012</td>
<td>1,330</td>
<td>245</td>
<td>16.4</td>
</tr>
<tr>
<td>2014</td>
<td>2,245</td>
<td>210</td>
<td>10.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2016</td>
<td>2,100</td>
<td>210</td>
<td>10.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
<td>1,200</td>
<td>120</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>2020E</td>
<td>2,000</td>
<td>16.3</td>
<td>8.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 2019 기준
자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터
신작 라인업 점검

4분기 신작모멘텀 평가

4분기 넷마블의 신작 라인업은 B&S레볼루션(일본), 일곱개의 대죄와 킹오파울스타(글로벌), A3(한국), 세븐나이즈2(한국), 프로젝트M(글로벌), 프로즌 어드벤처스(글로벌) 등으로 다양하고 풍부하다. 신작라인업이 정상 가동될 경우 올해 4분기~2020년 상반기 안정적인 이익창출 능력 제고된다. 또한 2019년 G스타(11월 14일~16일)에서 2020년 이후의 라인업을 공개하며 그동안 시장에 오픈되지 않은 전망이다.

IP포트폴리오 다각화 노력


[그림11] A3 - 3Q 사내 FGT에서 양호한 반응, 4Q 출시 기대

[그림12] 11월 '프로즌 어드벤처스' 출시(자회사 젠서티 개발)

[그림13] 넷마블 포트폴리오 - 자체 및 외부 IP가 벌려지고 포트폴리오

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터
<table>
<thead>
<tr>
<th>캐릭터</th>
<th>출시주기</th>
<th>개발사</th>
<th>국가</th>
<th>출시계획</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>더킹오브파이터 옵스타</td>
<td>18.12월</td>
<td>넷마블네오</td>
<td>한국</td>
<td>2019년 5월 9일 출시</td>
</tr>
<tr>
<td>일곱개의 대죄: Grand Cross</td>
<td>6월</td>
<td>페니파우</td>
<td>일본, 한국</td>
<td>2019년 6월 4일 출시, 일본 인기 애니메이션 IP ‘일곱개의 대죄’ IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>BTS 월드</td>
<td>8월</td>
<td>테이크원컴퍼니</td>
<td>글로벌</td>
<td>2019년 6월 26일 출시, 인기 K-Pop 콜라보로 인기 애니메이션 '일곱개의 대죄' IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>Grand Cross</td>
<td>6월</td>
<td>페니파우</td>
<td>일본, 한국</td>
<td>2019년 6월 4일 출시, 일본 인기 애니메이션 IP ‘일곱개의 대죄’ IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>요괴워치 메달워즈</td>
<td>7월</td>
<td>넷마블엔터프라이즈</td>
<td>일본</td>
<td>2019년 7월 30일 출시, 일본 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG</td>
</tr>
<tr>
<td>음악 캐치마인드</td>
<td>8월</td>
<td>넷마블엔터프라이즈</td>
<td>한국</td>
<td>2019년 8월 8일 출시</td>
</tr>
<tr>
<td>프로즌 어드벤처스</td>
<td>3Q19</td>
<td>캐릭터스 planner</td>
<td>글로벌</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본을 기반으로 한 애니메이션 '프로즌' IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>BTS월드</td>
<td>3Q19</td>
<td>파티라이브스</td>
<td>일본</td>
<td>2019년 4Q มobilios에 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>BTS 월드</td>
<td>4Q19</td>
<td>넷마블엔터프라이즈</td>
<td>한국</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>테라 오리진</td>
<td>4Q19</td>
<td>스콜</td>
<td>일본</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>요괴워치 메달워즈</td>
<td>4Q19</td>
<td>넷마블엔터프라이즈</td>
<td>일본</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>임금게임의 대죄: Grand Cross</td>
<td>4Q19</td>
<td>페니파우</td>
<td>일본</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>PROJECT M: 매직 더 개더링</td>
<td>4Q19</td>
<td>넷마블엔터프라이즈</td>
<td>한국</td>
<td>2019년 11월 20일 출시, 일본 인기 콜로프 IP 활용</td>
</tr>
<tr>
<td>원탁의기사</td>
<td>2020</td>
<td>-</td>
<td>미정</td>
<td>2020년 출시 예정</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 넷마블, 메리츠증권증권 리서치센터
주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠소상공인 리서치센터

주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠소상공인 리서치센터

주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠소상공인 리서치센터

주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준 (미국과 캐나다는 2019.9.23 기준)
자료: 앱애니, 메리츠소상공인 리서치센터
그림 27 ‘쿵야캐치마인드’(한국) 다운로드 순위

주: 2019.9.24 게임 다운로드순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림 28 ‘쿵야캐치마인드’(한국) 매출 순위

주: 2019.9.24 게임 매출순위 기준
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터
투자의견 Buy, 적정주가 14만원 하향

투자의견 Buy 유지하나, 적정주가는 14만원으로 소폭 하향한다. 적정주가 산출은 적용PEG를 기존 대비 30% 하향 조정하여 2020E EPS 기준 Target PER 32.5배 적용하였다. 넷마블의 범루에이션 부담은 3분기 실적부터 2017년 하반기 수준의 이익창출 능력 가시화될 경우 빠르게 해소될 전망이다.

표 5 넷마블 Valuation

<table>
<thead>
<tr>
<th>단위</th>
<th>2020E</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액 (십억원)</td>
<td>2,607.3</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익률 (%)</td>
<td>14.12%</td>
</tr>
<tr>
<td>순이익 (십억원)</td>
<td>368.1</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS(a) (원)</td>
<td>4,316</td>
</tr>
<tr>
<td>3yrs EPS CAGR (19~22) (%)</td>
<td>52.49%</td>
</tr>
<tr>
<td>Target PEG (배)</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>적정 PER(b) (배)</td>
<td>32.5</td>
</tr>
<tr>
<td>12개월 적정주가 (a*b) (원)</td>
<td>140,480</td>
</tr>
<tr>
<td>적정시가총액 (십억원)</td>
<td>13,642.6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표 6 Global Peer Valuation

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>회사</th>
<th>주가(9.25) (달러)</th>
<th>PER(x) 2019E</th>
<th>PER(x) 2020E</th>
<th>PBR(x) 2019E</th>
<th>EV/EBITDA(x) 2019E</th>
<th>PEG(x) 2019E</th>
<th>3yrs EPS CAGR (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>국내</td>
<td>넷마블</td>
<td>79.3</td>
<td>36.7</td>
<td>26.9</td>
<td>1.7</td>
<td>1.6</td>
<td>14.3</td>
<td>10.8</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>엔씨소프트</td>
<td>435.0</td>
<td>26.0</td>
<td>14.9</td>
<td>4.1</td>
<td>3.4</td>
<td>18.3</td>
<td>10.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>넥슨</td>
<td>14.0</td>
<td>13.7</td>
<td>10.7</td>
<td>1.6</td>
<td>1.4</td>
<td>8.8</td>
<td>7.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>게임월</td>
<td>25.8</td>
<td>10.9</td>
<td>7.0</td>
<td>0.8</td>
<td>0.7</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>네오워즈</td>
<td>164.3</td>
<td>16.3</td>
<td>11.2</td>
<td>4.4</td>
<td>3.2</td>
<td>10.9</td>
<td>7.9</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>선데이토즈</td>
<td>13.1</td>
<td>9.7</td>
<td>9.0</td>
<td>1.0</td>
<td>0.9</td>
<td>5.8</td>
<td>5.3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>네오위즈</td>
<td>12.8</td>
<td>19.4</td>
<td>7.6</td>
<td>1.0</td>
<td>0.9</td>
<td>6.2</td>
<td>2.3</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>더블류게임즈</td>
<td>46.2</td>
<td>8.6</td>
<td>7.5</td>
<td>1.5</td>
<td>1.3</td>
<td>6.3</td>
<td>5.5</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>컴투스</td>
<td>78.5</td>
<td>9.6</td>
<td>8.5</td>
<td>1.3</td>
<td>1.1</td>
<td>3.9</td>
<td>3.2</td>
</tr>
<tr>
<td>미국</td>
<td>Blizzard</td>
<td>54.0</td>
<td>24.6</td>
<td>21.3</td>
<td>3.2</td>
<td>3.0</td>
<td>17.9</td>
<td>15.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>EA</td>
<td>97.4</td>
<td>24.8</td>
<td>21.2</td>
<td>5.6</td>
<td>4.4</td>
<td>16.2</td>
<td>14.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>NetEase</td>
<td>263.1</td>
<td>20.4</td>
<td>19.1</td>
<td>4.3</td>
<td>4.2</td>
<td>14.0</td>
<td>12.5</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Zynga</td>
<td>6.0</td>
<td>27.0</td>
<td>22.4</td>
<td>2.6</td>
<td>2.2</td>
<td>19.3</td>
<td>15.9</td>
</tr>
<tr>
<td>중국</td>
<td>Tencent</td>
<td>41.9</td>
<td>30.0</td>
<td>24.7</td>
<td>6.7</td>
<td>5.4</td>
<td>21.7</td>
<td>18.2</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Youzu</td>
<td>2.2</td>
<td>11.7</td>
<td>9.9</td>
<td>2.5</td>
<td>2.1</td>
<td>11.2</td>
<td>9.6</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Wuhu</td>
<td>2.6</td>
<td>19.5</td>
<td>16.8</td>
<td>5.1</td>
<td>4.2</td>
<td>14.8</td>
<td>12.7</td>
</tr>
<tr>
<td>일본</td>
<td>GREE</td>
<td>4.7</td>
<td>29.0</td>
<td>28.9</td>
<td>1.0</td>
<td>1.0</td>
<td>6.0</td>
<td>5.4</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Square Enix</td>
<td>45.0</td>
<td>30.5</td>
<td>28.4</td>
<td>2.8</td>
<td>2.6</td>
<td>14.5</td>
<td>12.6</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Nintendo</td>
<td>377.7</td>
<td>25.7</td>
<td>21.6</td>
<td>3.4</td>
<td>3.2</td>
<td>16.0</td>
<td>13.1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Bandai Namco</td>
<td>61.1</td>
<td>24.2</td>
<td>21.7</td>
<td>3.4</td>
<td>3.1</td>
<td>11.8</td>
<td>10.8</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Nexon</td>
<td>12.5</td>
<td>12.8</td>
<td>12.9</td>
<td>1.9</td>
<td>1.6</td>
<td>6.4</td>
<td>5.7</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Gungho Online</td>
<td>22.6</td>
<td>7.9</td>
<td>10.5</td>
<td>1.9</td>
<td>1.6</td>
<td>4.7</td>
<td>5.9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Global Average | 20.0 | 16.5 | 2.8 | 2.4 | 11.9 | 10.9 | 0.6 | 21.2 |

주: 미국기업은 9월 24일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터
## 넷마블 (251270)

### Income Statement

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매출액</td>
<td>2,424.8</td>
<td>2,021.3</td>
<td>2,223.8</td>
<td>2,607.3</td>
<td>2,960.7</td>
</tr>
<tr>
<td>매출액증가율 (%)</td>
<td>61.6</td>
<td>-16.6</td>
<td>10.0</td>
<td>17.2</td>
<td>13.6</td>
</tr>
<tr>
<td>매출원가</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총이익</td>
<td>2,424.8</td>
<td>2,021.3</td>
<td>2,223.8</td>
<td>2,607.3</td>
<td>2,960.7</td>
</tr>
<tr>
<td>판매관리비</td>
<td>1,915.0</td>
<td>1,779.6</td>
<td>1,996.6</td>
<td>2,180.8</td>
<td>2,435.4</td>
</tr>
<tr>
<td>영업이익</td>
<td>509.8</td>
<td>241.7</td>
<td>227.2</td>
<td>426.5</td>
<td>525.3</td>
</tr>
<tr>
<td>영업외이익</td>
<td>21.0</td>
<td>12.0</td>
<td>10.2</td>
<td>16.4</td>
<td>17.7</td>
</tr>
<tr>
<td>금융손익</td>
<td>11.6</td>
<td>76.6</td>
<td>80.4</td>
<td>56.4</td>
<td>88.6</td>
</tr>
<tr>
<td>종속/관계기업손익</td>
<td>-5.7</td>
<td>0.1</td>
<td>2.1</td>
<td>2.1</td>
<td>2.1</td>
</tr>
<tr>
<td>기타영업외손익</td>
<td>-44.2</td>
<td>-27.9</td>
<td>-29.2</td>
<td>-30.7</td>
<td>-32.2</td>
</tr>
<tr>
<td>세금계속사업이익</td>
<td>471.5</td>
<td>290.4</td>
<td>288.6</td>
<td>479.9</td>
<td>614.8</td>
</tr>
<tr>
<td>법인세비용</td>
<td>110.6</td>
<td>75.5</td>
<td>69.9</td>
<td>111.8</td>
<td>143.3</td>
</tr>
<tr>
<td>당기손익</td>
<td>362.6</td>
<td>214.9</td>
<td>222.1</td>
<td>368.1</td>
<td>498.5</td>
</tr>
<tr>
<td>지배주주지분 손익이</td>
<td>309.8</td>
<td>189.6</td>
<td>199.5</td>
<td>327.6</td>
<td>471.6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Statement of Cash Flow

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>영업활동 현금흐름</td>
<td>503.4</td>
<td>235.3</td>
<td>280.1</td>
<td>420.1</td>
<td>571.6</td>
</tr>
<tr>
<td>당기손익(손실)</td>
<td>362.6</td>
<td>214.9</td>
<td>222.1</td>
<td>368.1</td>
<td>498.5</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산시작액</td>
<td>11.5</td>
<td>15.5</td>
<td>16.3</td>
<td>17.1</td>
<td>17.9</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산증가</td>
<td>53.3</td>
<td>64.5</td>
<td>67.8</td>
<td>71.1</td>
<td>74.7</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동자산</td>
<td>882.4</td>
<td>710.8</td>
<td>721.2</td>
<td>768.0</td>
<td>793.6</td>
</tr>
<tr>
<td>비유동부채</td>
<td>1,142.8</td>
<td>714.0</td>
<td>673.0</td>
<td>789.1</td>
<td>896.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Key Financial Data

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>주당다이렉트(원)</td>
<td>30,508</td>
<td>23,734</td>
<td>25,992</td>
<td>30,410</td>
<td>34,531</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS(지배주주)</td>
<td>3,898</td>
<td>2,227</td>
<td>2,332</td>
<td>3,820</td>
<td>5,500</td>
</tr>
<tr>
<td>CFPS</td>
<td>7,387</td>
<td>4,023</td>
<td>3,960</td>
<td>5,449</td>
<td>6,803</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>7,228</td>
<td>3,777</td>
<td>3,637</td>
<td>6,004</td>
<td>7,207</td>
</tr>
<tr>
<td>BPS</td>
<td>50,920</td>
<td>51,303</td>
<td>60,210</td>
<td>63,555</td>
<td>68,578</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS</td>
<td>360</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>BAP</td>
<td>2,264.4</td>
<td>2,359.3</td>
<td>2,624.3</td>
<td>2,972.2</td>
<td>3,264.4</td>
</tr>
<tr>
<td>Value(Multiple)</td>
<td>48.4</td>
<td>50.1</td>
<td>40.8</td>
<td>24.9</td>
<td>17.3</td>
</tr>
<tr>
<td>PER</td>
<td>25.5</td>
<td>27.7</td>
<td>24.0</td>
<td>17.5</td>
<td>14.0</td>
</tr>
<tr>
<td>PSR</td>
<td>6.2</td>
<td>4.7</td>
<td>3.7</td>
<td>3.1</td>
<td>2.8</td>
</tr>
<tr>
<td>PBR</td>
<td>3.7</td>
<td>2.2</td>
<td>1.6</td>
<td>1.5</td>
<td>1.4</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>574.5</td>
<td>312.7</td>
<td>311.2</td>
<td>514.7</td>
<td>617.9</td>
</tr>
<tr>
<td>EV/EBITDA</td>
<td>24.2</td>
<td>24.1</td>
<td>18.8</td>
<td>11.4</td>
<td>9.3</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>자가주식비율(ROE)</td>
<td>11.2</td>
<td>4.4</td>
<td>4.2</td>
<td>6.2</td>
<td>8.3</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA 이익률</td>
<td>23.7</td>
<td>15.9</td>
<td>14.0</td>
<td>19.7</td>
<td>20.9</td>
</tr>
<tr>
<td>부채비율</td>
<td>19.8</td>
<td>19.4</td>
<td>17.2</td>
<td>17.2</td>
<td>16.8</td>
</tr>
<tr>
<td>금융비용부담률</td>
<td>0.6</td>
<td>0.0</td>
<td>0.3</td>
<td>0.3</td>
<td>0.2</td>
</tr>
<tr>
<td>자기자본배율(%)</td>
<td>37.8</td>
<td>41.0</td>
<td>30.3</td>
<td>56.3</td>
<td>71.1</td>
</tr>
<tr>
<td>매출총원가전환율(%)</td>
<td>9.1</td>
<td>8.5</td>
<td>11.1</td>
<td>11.6</td>
<td>12.5</td>
</tr>
<tr>
<td>재고자산전환율(%)</td>
<td>1,142.8</td>
<td>714.0</td>
<td>673.0</td>
<td>789.1</td>
<td>896.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Balance Sheet

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>유동자산</td>
<td>2,918.4</td>
<td>2,590.6</td>
<td>2,318.4</td>
<td>3,257.4</td>
<td>3,408.2</td>
</tr>
<tr>
<td>현금및현금성자산</td>
<td>1,907.8</td>
<td>1,548.7</td>
<td>2,159.5</td>
<td>2,157.1</td>
<td>2,244.4</td>
</tr>
<tr>
<td>매출채권</td>
<td>291.4</td>
<td>182.3</td>
<td>219.6</td>
<td>230.6</td>
<td>242.1</td>
</tr>
<tr>
<td>재고자산</td>
<td>2.4</td>
<td>3.3</td>
<td>3.3</td>
<td>3.3</td>
<td>3.3</td>
</tr>
<tr>
<td>비용대응자</td>
<td>2,429.3</td>
<td>2,842.4</td>
<td>3,005.2</td>
<td>3,282.1</td>
<td>3,595.6</td>
</tr>
<tr>
<td>유형자산</td>
<td>145.4</td>
<td>174.3</td>
<td>183.0</td>
<td>192.2</td>
<td>201.8</td>
</tr>
<tr>
<td>무형자산</td>
<td>1,236.8</td>
<td>1,319.5</td>
<td>1,517.4</td>
<td>1,745.0</td>
<td>2,006.8</td>
</tr>
<tr>
<td>투자자산</td>
<td>974.7</td>
<td>1,269.9</td>
<td>1,251.9</td>
<td>1,214.4</td>
<td>1,184.6</td>
</tr>
<tr>
<td>자산총계</td>
<td>5,347.7</td>
<td>5,433.1</td>
<td>6,264.3</td>
<td>6,593.7</td>
<td>7,072.2</td>
</tr>
<tr>
<td>유동부채</td>
<td>501.3</td>
<td>587.0</td>
<td>612.3</td>
<td>641.3</td>
<td>674.7</td>
</tr>
<tr>
<td>매입채무</td>
<td>120.6</td>
<td>81.3</td>
<td>85.4</td>
<td>89.7</td>
<td>94.2</td>
</tr>
<tr>
<td>단기차입금</td>
<td>4.0</td>
<td>8.3</td>
<td>8.7</td>
<td>9.1</td>
<td>9.6</td>
</tr>
<tr>
<td>유동성장기부채</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>비용대응부채</td>
<td>381.2</td>
<td>294.5</td>
<td>309.2</td>
<td>324.7</td>
<td>340.9</td>
</tr>
<tr>
<td>사채</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
<td>0.0</td>
</tr>
<tr>
<td>장기차입금</td>
<td>0.0</td>
<td>85.3</td>
<td>89.5</td>
<td>94.0</td>
<td>98.7</td>
</tr>
<tr>
<td>부채총계</td>
<td>882.4</td>
<td>881.5</td>
<td>921.5</td>
<td>966.0</td>
<td>1,015.6</td>
</tr>
<tr>
<td>자본금</td>
<td>8.5</td>
<td>8.5</td>
<td>8.6</td>
<td>8.6</td>
<td>8.6</td>
</tr>
<tr>
<td>자본잉여금</td>
<td>3,842.1</td>
<td>3,849.4</td>
<td>3,849.4</td>
<td>3,849.4</td>
<td>3,849.4</td>
</tr>
<tr>
<td>기타자본잉여금누계액</td>
<td>298.6</td>
<td>372.8</td>
<td>372.8</td>
<td>372.8</td>
<td>372.8</td>
</tr>
<tr>
<td>이익잉여금</td>
<td>602.9</td>
<td>761.0</td>
<td>934.9</td>
<td>1,219.8</td>
<td>1,648.7</td>
</tr>
<tr>
<td>비차주부주자본</td>
<td>135.8</td>
<td>177.1</td>
<td>180.3</td>
<td>178.5</td>
<td>176.7</td>
</tr>
<tr>
<td>자본총계</td>
<td>4,465.3</td>
<td>4,551.5</td>
<td>5,342.8</td>
<td>5,627.7</td>
<td>6,056.6</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 넷마블의 자기주식 관련 위탁 업무를 수행하고 있습니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공할 사항이 없습니다. 당사는 자료 작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 메릴리스트는 자료 작성일 현재 해당 종목과 자산적 이익관계가 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 추정으로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 편리성은 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 할 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

<table>
<thead>
<tr>
<th>기업</th>
<th>추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천등급의 예상 목표수익률을 의미</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>추천 기준일 직전 1개월간 평균종가대비 등급</td>
<td>Buy</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Hold</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Sell</td>
</tr>
<tr>
<td>산업</td>
<td>시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천</td>
</tr>
<tr>
<td>추천 기준일 시장지수대비 등급</td>
<td>Overweight (비중확대)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Neutral (중립)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Underweight (비중축소)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

투자의견 비율

<table>
<thead>
<tr>
<th>투자의견</th>
<th>비율</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>매수</td>
<td>97.0%</td>
</tr>
<tr>
<td>중립</td>
<td>3.0%</td>
</tr>
<tr>
<td>메도</td>
<td>0.0%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

<table>
<thead>
<tr>
<th>변동일</th>
<th>자료형식</th>
<th>투자의견</th>
<th>적정주가 (원)</th>
<th>당당자 (원)</th>
<th>고려율(%)*</th>
<th>주가 및 적정주가 변동추이</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2017.10.12</td>
<td>산업브리프</td>
<td>Buy</td>
<td>200,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-13.6</td>
<td>6.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2017.11.08</td>
<td>기업브리프</td>
<td>Buy</td>
<td>220,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-32.9</td>
<td>-9.3</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.08</td>
<td>기업브리프</td>
<td>Buy</td>
<td>200,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-45.5</td>
<td>-44.1</td>
</tr>
<tr>
<td>2018.11.14</td>
<td>산업분석</td>
<td>Buy</td>
<td>180,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-34.2</td>
<td>-24.4</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.06.20</td>
<td>기업브리프</td>
<td>Buy</td>
<td>160,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-39.5</td>
<td>-19.1</td>
</tr>
<tr>
<td>2019.09.25</td>
<td>기업브리프</td>
<td>Buy</td>
<td>140,000</td>
<td>김동희</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
</tbody>
</table>

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그레프는 수정주가로 작성됨

Meritz Research 13