

넷마블

BUY(유지)

251270 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(유지)	180,000원	현재주가(04/30)	147,500원	Up/Downside	+22.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018.05.02

조금씩 커질 모멘텀

D News

1Q18 예상치 하회: 넷마블은 1Q18 매출액 5,074억원(-26.2%YoY), 영업이익 742억원(-62.9%YoY)을 기록해 당사 추정치(817억원)와 컨센서스(922억원)를 하회했다. 리니지2 레볼루션은 전체 매출의 35%를 차지, 일매출 19.7억원을 기록해 당사가 추정했던 17.7억원을 소폭 상회하였으나 그 외 기존 게임들의 노후화가 예상보다 커진 것으로 파악된다.

Comment

해리포터를 시작으로 신작 모멘텀 점차 가시화: 4/25 출시된 해리포터: 호그와트 미스터리가 초반 좋은 성적을 보여주고 있다. 4/30 iOS 게임 매출순위 기준 미국 3위, 영국 1위, 독일 2위, 프랑스 2위를 기록해 매우 고무적이다. 이러한 추세가 유지된다면 2Q18 일매출 15억원은 무난히 기록할 수 있을 것으로 기대된다. 이어 올해 최고 기대작인 블레이드 앤 소울이 빠르면 2Q18말, 늦어도 7월초 중에 사전예약을 시작할 예정으로 기대감은 한층 증폭될 전망이다. 물론, 그 사이 또 다른 내부 전략 MMO(Massively Multiplayer Online) 기대작인 아이언쓰론 등의 출시도 예정되어 있어 주춤했던 신작 모멘텀이 조금씩 되살아날 것으로 기대된다.

D Action

중장기 관점에서 매수 전략 유효: 넷마블에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 18만원을 유지한다. 1Q18 실적을 반영하고 블레이드 앤 소울 레볼루션 예상 출시 시점을 3Q18말로 변경했으나 해리포터: 호그와트 미스터리를 신규 반영함에 따라 18년 영업이익 추정치는 5.8% 하향에 그쳤으며 목표주가 산출의 기준인 19년 추정치는 거의 변경하지 않았기 때문이다. 부족했던 신작 모멘텀이 가시화되기 시작하고 점진적으로 실적에 반영될 것이라는 점에 주목하자.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고
매출액 (증가율)	1,500 39.8	2,425 61.6	2,793 15.2	3,476 24.4	3,700 6.4	KOSDAQ /KOSPI
영업이익 (증가율)	295 30.8	510 73.0	590 15.8	869 47.2	887 2.0	시가총액 60일-평균거래량
지배주주순이익	174	310	456	622	644	외국인자본율 60일-외국인자본율변동추이
EPS	2,719	3,898	5,359	7,314	7,573	주요주주 주가수익률
PER (H/L)	NA/NA	51.3/31.7	27.5	20.2	19.5	방준혁 외 10인 25.2%
PBR (H/L)	NA/NA	3.9/2.4	2.6	2.4	2.1	(천원) 500
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	6.3/3.7	6.4	4.8	4.5	넷마블게임즈(주) KOSPI지수대비(우)
영업이익률	19.6	21.0	21.1	25.0	24.0	(pt) 200
ROE	15.3	11.2	10.0	12.4	11.6	0
						0
						17/05 17/08 17/11 18/03
						1M 3M 12M
						절대기준 -3.6 -13.2 0.0
						상대기준 -6.3 -11.4 0.0

도표 1. 넷마블 1Q18 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	%YoY	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	507.4	-26.2	-17.6	533.0	-4.8	545.0	-6.9
영업이익	74.2	-62.9	-20.0	81.7	-9.1	92.2	-19.5
영업이익률	14.6			15.3		16.9	
지배주주순이익	73.9	-43.2	109.3	59.4	24.4	59.9	23.4

자료: 넷마블, Fnguide, DB 금융투자

도표 2. 넷마블 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	626.2	760.8	899.0	1,500.0	2,424.8	2,793.4
%YoY					-26.2	15.9	30.8	46.0	39.8	61.6	15.2
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	162.4	142.8	193.4	278.1	742.7	1,106.7	776.7
%YoY					-65.9	-45.3	12.8	40.7		49.0	-29.8
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	345.0	483.4	567.4	620.8	757.3	1,318.1	2,016.7
%YoY					63.8	73.2	38.3	48.5		74.0	53.0
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.0	433.2	527.9	583.9	658.1	1,205.3	1,915.0	2,203.1
%YoY					-11.1	21.4	24.3	25.8	42.2	58.9	15.0
인건비	90.0	86.8	92.4	94.2	98.9	100.9	102.9	105.0	243.5	363.4	407.6
지급수수료	283.8	223.9	232.9	261.9	212.8	283.7	326.0	372.0	639.0	1,002.5	1,194.4
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	90.8	102.7	125.9	255.6	381.2	394.1
기타	34.9	41.9	43.6	47.5	46.8	52.5	52.4	55.3	67.3	167.9	207.0
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	98.4	176.8	240.8	294.7	509.8	590.2
%YoY					-62.9	-6.4	58.1	159.7	30.8	73.0	15.8
영업이익률	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	15.7	23.2	26.8	19.6	21.0	21.1
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	35.3	73.9	73.2	130.7	177.9	174.0	309.8	455.7
%YoY					-43.2	4.3	75.9	404.2	44.3	78.1	47.1

자료: 넷마블, DB 금융투자

도표 3. 4/30 iOS기준 해리포터 글로벌 매출순위 성과

도표 4. 4/30 미국 iOS 매출순위 3위에 올라있는 해리포터

	전체	계정
국가 수-랭킹 1도달	1▲1	5▲2
국가 수-랭킹 5도달	22▲2	22▼1
국가 수-랭킹 10도달	31▼6	42▼8
국가 수-랭킹 100도달	68▼11	82▼9
국가 수-랭킹 500도달	86▼11	88▼12
국가 수-랭킹 1000도달	85▼12	88▼12

자료: App annie, DB 금융투자

1	 Fortnite	Chair Entertainment	무료, 인연 구매
2	 部落英雄 - 军团再临	Lu Zhao	무료, 인연 구매
3	 Harry Potter: Hogwarts...	King	무료, 인연 구매
4	 Candy Crush Saga	King	무료, 인연 구매
5	 Clash Royale	Supercell	무료, 인연 구매
6	 Golf Clash	Playtomic	무료, 인연 구매
7	 Toon Blast	Peak Games	무료, 단점 구매

자료: App annie, DB 금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	3,434	4,135	4,786
현금및현금성자산	273	1,908	2,189	2,585	3,073
매출채권및기타채권	249	303	318	392	406
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	1,236	2,429	2,487	2,518	2,569
유형자산	123	145	230	284	356
무형자산	540	1,237	1,210	1,186	1,165
투자자산	544	975	975	975	975
자산총계	1,957	5,348	5,922	6,653	7,354
유동부채	421	501	634	724	769
매입채무및기타채무	216	249	381	471	517
단기차입금및기사채	105	4	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	381	381	381
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	647	882	1,015	1,105	1,151
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	294	603	1,014	1,562	2,123
비자매주자지분	94	136	167	259	354
자본총계	1,310	4,465	4,907	5,548	6,204

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	197	503	596	681	729
당기순이익	209	361	486	714	739
현금유동이 없는 비용 및 수익	130	224	159	202	199
유형 및 무형자산상각비	31	65	40	35	37
영업관련자산부채변동	-82	-19	100	-16	17
매출채권및기타채권의감소	-103	-18	-15	-74	-15
재고자산의감소	-2	0	0	-1	0
매입채무및기타채무의증가	0	-3	132	90	46
투자활동현금흐름	-207	-1,433	-272	-227	-155
CAPEX	-90	-30	-98	-66	-88
투자자산의순증	-104	-437	4	8	8
재무활동현금흐름	63	2,527	-43	-58	-86
사채및차입금의증가	264	-34	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	276	2,644	0	0	0
배당금지급	-4	0	-31	-45	-73
기타현금흐름	4	37	0	0	0
현금의증가	57	1,635	281	396	488
기초현금	216	273	1,908	2,189	2,585
기말현금	273	1,908	2,189	2,585	3,073

자료: 넷마블게임즈, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		1,500	2,425	2,793	3,476	3,700
매출원가		751	0	1,104	1,306	1,410
매출총이익	749	2,425	1,690	2,170	2,291	
판관비		94	136	167	259	354
영업이익	295	510	590	869	887	
EBITDA	685	2,354	1,563	1,947	1,974	
영업외손익	-19	-38	46	64	79	
금융순익	0	12	41	61	75	
투자순익	-3	-6	4	8	8	
기타영업외손익	-16	-44	1	-5	-4	
세전이익	276	471	636	933	966	
증단사업이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	209	361	486	714	739	
자비주주지분순이익	174	310	456	622	644	
비자비주주지분순이익	35	51	31	92	95	
총포괄이익	275	569	486	714	739	
증감률(%YoY)						
매출액	39.8	61.6	15.2	24.4	6.4	
영업이익	30.8	73.0	15.8	47.2	2.0	
EPS	32.7	43.3	37.5	36.5	3.5	

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

	12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)						
EPS	2,719	3,898	5,359	7,314	7,573	
BPS	17,946	50,919	55,748	62,202	68,796	
DPS	0	360	530	860	980	
Multiple(배)						
P/E	NA	48.4	27.5	20.2	19.5	
P/B	NA	3.7	2.6	2.4	2.1	
EV/EBITDA	NA	5.9	6.4	4.8	4.5	
수익성(%)						
영업이익률	19.6	21.0	21.1	25.0	24.0	
EBITDA마진	45.7	97.1	55.9	56.0	53.4	
순이익률	13.9	14.9	17.4	20.5	20.0	
ROE	15.3	11.2	10.0	12.4	11.6	
ROA	12.3	9.9	8.6	11.4	10.6	
ROIC	90.6	176.5	90.5	115.3	114.9	
인정성 및 기타						
부채비율(%)	49.4	19.8	20.7	19.9	18.5	
이자보상배율(배)	149.2	37.8	46.5	68.4	69.8	
배당성향(배)	0.0	8.5	9.3	10.2	11.3	

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
18/03/07	Buy	180,000	-	-	-	-	-

