

## 넷마블 (251270)

SW/SI

이창영



02)3770-5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (D)
현재주가 (8/8)	142,000원
상승여력	48%

시가총액	120,998억원
총발행주식수	85,210,167주
60일 평균 거래대금	327억원
60일 평균 거래량	215,325주
52주 고	199,500원
52주 저	127,500원
외인지분율	26.26%
주요주주	방준혁 외 10 인 25.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	5.6	4.8
상대	(10.1)	12.4	9.0
절대(달러환산)	(9.3)	1.5	5.3

## 조금 더 기다리자

## 2분기 실적 Review

매출액 5,008억원 YoY -7.3%, 영업이익 622억원 YoY -40.8%, 지배순이익 579억원 YoY -17.5%

신작 감소 및 흥행 부진, 'L2R' YoY -30% 등 기존게임 자연 감소에 의한 매출 감소, 인원수 증가, 급 여상승 등에 따른 인건비 증가 (YoY +17%)로 시장기대치 하회

## 3분기 및 하반기 전망

2분기 동사 전체 매출 중 가장 높은 매출 비중(28%)을 차지하는 'L2R'은 이미 하향화 추세에 있고, 7/24 출시된 'King Of Fighters'는 일본에서 구글플레이 매출순위가 7/31 7위를 peak로 8/8 현재 26위를 기록 중이어서, 3분기 실적은 2분기보다 개선되기는 쉽지 않을 것으로 전망됨

시장에서 기대가 높았던 '블소R'도 예상되었던 3분기 출시에서 4분기 출시로 연기될 가능성이 높아져, 하반기 실적 추정치의 하향 조정은 불가피 할 것으로 예상됨

주52시간 근무 도입에 따라 장기적으로 인건비 증가 추세도 이어질 것으로 예상됨. (전체 비용 중 인건비 비중 2017년 19% → 2018년 상반기 23%, 2Q17 연결 인원수 4200명에서 2Q18 5000명으로 19% 증가)

## 투자의견 BUY, 목표주가 21만원으로 하향

출시일정 지연이 6개월 이상 되는 경우에는 게임 퀄리티 완성도에 대한 불확실성 증가로 추정할 수 있겠으나, 금번과 같은 약 3개월 지연은 게임 완성도에 대한 배가 노력 또는 글로벌 지역별 마케팅 효과의 극대화 노력 일 것으로 추정됨

다만, (1) 기존 게임 매출 하락추세 (2) 높아진 MMORPG 시장의 경쟁환경 (3) 중국 판호 발급 지연 및 불확실성 (4) 주52시간 실시에 따른 게임 출시 일정 지연 가능성 증대 등을 반영하여 목표주가를 21만원으로 하향 조정함

## Quarterly earning forecasts

	2Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,008	-7.3	-1.3	5,537	-9.6
영업이익	622	-40.8	-16.1	883	-29.5
세전계속사업이익	878	-18.9	-16.4	945	-7.1
지배순이익	579	-17.4	-21.6	667	-13.1
영업이익률 (%)	12.4	-7.1 %pt	-2.2 %pt	15.9	-3.5 %pt
지배순이익률 (%)	11.6	-1.4 %pt	-3.0 %pt	12.0	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

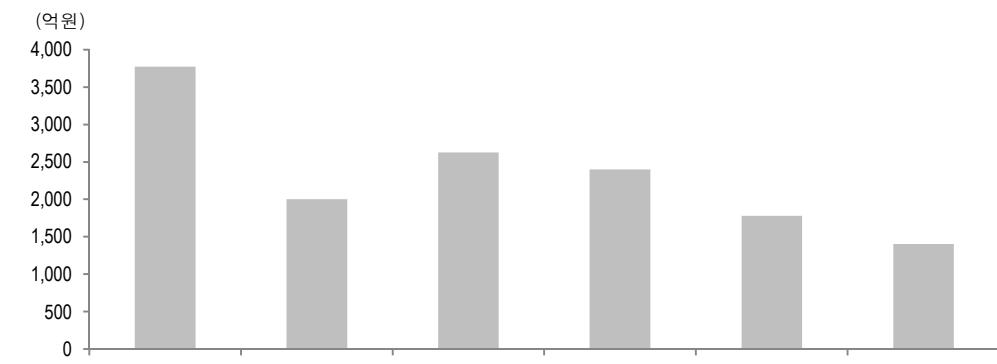
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	15,000	24,248	20,932	29,340
영업이익	2,947	5,098	2,594	7,067
지배순이익	1,740	3,098	2,403	5,444
PER	-	41.0	50.4	22.2
PBR	-	3.1	2.7	2.5
EV/EBITDA	-	19.9	31.4	12.8
ROE	15.3	11.2	5.4	11.7

자료: 유안타증권

넷마블 실적추이 및 전망											(단위: 억원)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	4,993	5,857	24,248	20,932	29,340
YoY	110.7%	53.5%	49.5%	33.0%	-26.2%	-7.3%	-14.2%	-4.9%	61.7%	-13.7%	40.2%
세븐나이츠	580	464	370	308	304	250	245	258	1,722	1,057	846
모두의마블	324	330	324	308	304	215	286	300	1,286	1,105	995
쿠키잼	335	319	344	369	355	351	358	365	1,367	1,428	1,357
마블 콘테스트 오브 챔피언	255	690	682	862	812	751	774	735	2,489	3,072	2,765
리니지2 레볼루션	3,771	2,000	2,629	2,402	1,776	1,402	1,200	1,031	10,802	5,409	7,124
국내	3,672	1,755	932	935	773	618	495	396	7,294	2,282	1,597
해외	99	245	1,697	1,467	1,003	784	705	635	3,508	3,127	5,526
기타(신작포함)	1,607	1,598	1,468	1,601	1,269	1,588	1,778	2,767	6,274	7,402	15,159
블소래볼루션								450		450	5,475
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	4,386	4,467	5,153	19,151	18,338	22,273
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,048	1,101	3,635	4,154	4,580
광고선전비	784	824	1,010	1,194	747	786	841	1,091	3,812	3,465	3,702
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,075	2,070	2,433	10,064	8,706	11,821
기타	349	419	436	436	468	508	508	528	1,640	2,012	2,170
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	622	526	704	5,097	2,594	7,067
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	10.5%	12.0%	21.0%	12.4%	24.1%
YoY	236.9%	99.8%	73.1%	-21.5%	-62.9%	-40.8%	-52.9%	-24.0%	73.0%	-49.1%	172.4%

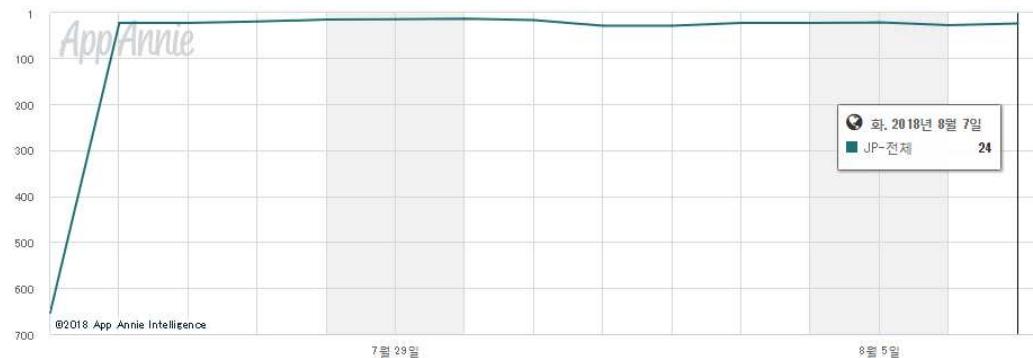
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

## 리니지2 레볼루션 매출액 추이



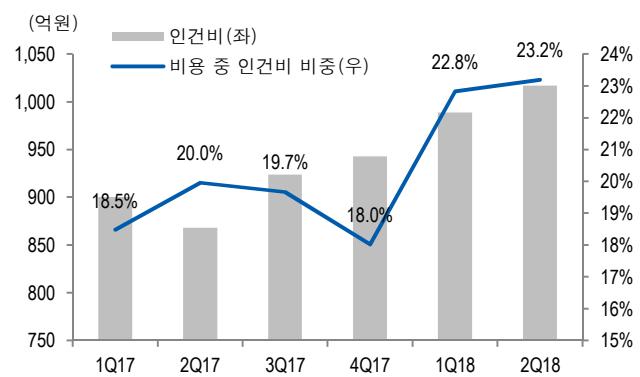
자료: 넷마블

## KOF Allstar 일본 iOS 매출 순위 추이



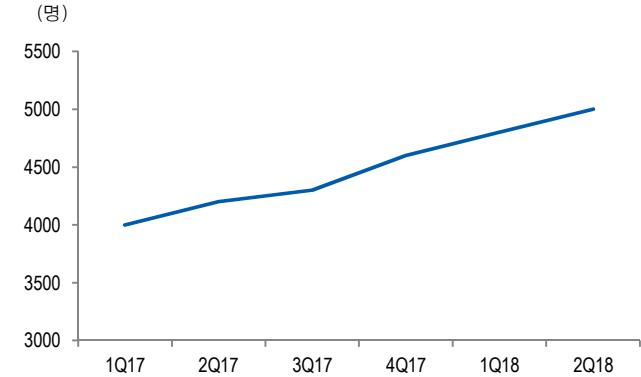
자료: App Annie

## 넷마블 인건비 및 인건비 비중 추이



자료: 넷마블

## 넷마블 인력 수 추이



자료: 넷마블

## 넷마블 신작 리인업

게임명	출시시기	특징
해리포터 호그와트 미스터리	4/25 출시	해리포터 IP를 활용한 모바일 게임
아이온 쓰론	5/16 출시	글로벌 공략을 위한 3D 전략 게임. RPG 게임 요소를 가미
테리아사가	5/24 출시	일본 시장 공략을 위한 협작화된 RPG
나이츠크로니클	6/14 출시	애니메이션 수집형 RPG
더 킹 오브 파이터즈 올스타	7/24 출시	더 킹 오브 파이터즈 시리즈의 전체 캐릭터가 총 집합한 액션 게임
블레이드앤소울 레볼루션	2H18	블레이드앤소울 IP를 활용한 MMORPG
BTS World	2H18	방탄소년단 IP를 활용한 육성형 시네마틱 게임
세븐나이츠2	2H18	세븐나이츠 IP를 활용한 캐릭터 수집 MMORPG
팬텀게이트	2H18	북유럽 신화 세계관을 활용한 어드벤처 RPG
원탁의 기사	2019	유저와 상호작용하는 오픈필드 MMORPG
일곱개의 대죄	2019	일본 애니메이션 '일곱개의 대죄' IP를 활용한 RPG
극열 마구마구	2019	마구마구의 일본 협작화 버전
요괴워치 메달워즈	2019	일본 애니메이션 '요괴워치' IP를 활용한 태그 액션 RPG
스톤에이지 MMORPG	2019	스톤에이지 IP를 활용한 텐제 MMORPG
캐치마인드	2019	그림으로 소통하는 소셜플레이 '캐치마인드'의 모바일 버전
쿵야 야채부락리	2019	야채부락리 게임을 쿵야 캐릭터와 결합한 캐주얼 RPG
리치 그라운드	2019	모두의마블의 글로벌 버전
매직 더 게더링 M	2019	TCG

자료: 넷마블

## Peer Group Valuation

(단위: 배, %)

기업명	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA		P/S	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
엔씨소프트	16.9	12.4	2.5	2.2	16.3	18.9	7.7	6.0	4.5	3.7
넷마블	10.7	8.7	2.0	1.7	20.6	21.2	5.4	4.2	3.2	2.6
게임빌	15.9	10.1	1.3	1.2	8.8	12.2	n/a	65.5	2.8	2.4
센데이토즈	8.6	5.2	1.4	1.1	18.1	24.1	4.0	2.4	1.8	1.3
NHN 엔터테인먼트	10.6	12.4	0.7	0.7	7.5	6.0	5.3	4.6	1.1	1.0
평균	12.6	9.7	1.6	1.4	14.3	16.5	5.6	16.5	2.7	2.2

자료: Bloomberg

## 넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	15,000	24,248	20,932	29,340	28,464	
매출원가	7,515	0	0	0	0	
매출총이익	7,485	24,248	20,932	29,340	28,464	
판관비	4,539	19,150	18,337	22,273	22,252	
영업이익	2,947	5,098	2,594	7,067	6,212	
EBITDA	3,253	5,745	3,116	7,441	6,523	
영업외손익	-191	-383	906	862	976	
외환관련손익	-3	-133	-42	-11	-12	
이자손익	24	87	341	368	432	
관계기업관련손익	-35	-56	-6	-6	-6	
기타	-178	-280	613	510	561	
법인세비용차감전순손익	2,756	4,715	3,500	7,929	7,188	
법인세비용	663	1,106	868	1,966	1,725	
계속사업순손익	2,092	3,609	2,632	5,963	5,463	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,092	3,609	2,632	5,963	5,463	
지배지분순이익	1,740	3,098	2,403	5,444	4,987	
포괄순이익	2,752	5,694	2,034	5,857	5,346	
지배지분포괄이익	2,388	5,228	2,028	5,840	5,331	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		7,215	29,184	29,832	32,519	36,868
현금및현금성자산		2,727	19,078	17,788	19,679	24,111
매출채권 및 기타채권		2,487	3,032	2,222	3,007	2,925
재고자산		19	24	26	36	35
비유동자산		12,359	24,293	24,410	24,643	25,008
유형자산		1,229	1,454	1,652	1,880	2,108
관계기업등 지분관련자산		64	228	267	470	673
기타투자자산		5,374	9,519	9,573	9,739	9,970
자산총계		19,574	53,477	54,243	57,162	61,876
유동부채		4,212	5,013	4,126	4,021	4,339
매입채무 및 기타채무		2,157	2,486	1,606	1,734	1,873
단기차입금		1,053	39	40	40	40
유동성장기부채		0	0	0	0	0
비유동부채		2,258	3,812	3,795	3,416	3,044
장기차입금		0	0	4	8	12
사채		0	0	0	0	0
부채총계		6,471	8,824	7,921	7,436	7,384
지배지분		12,163	43,295	44,912	48,316	53,083
자본금		68	85	85	85	85
자본잉여금		12,003	38,421	38,421	38,421	38,421
이익잉여금		2,939	6,029	8,126	13,263	17,943
비지배지분		940	1,358	1,409	1,409	1,409
자본총계		13,104	44,653	46,321	49,725	54,492
순차입금		-1,142	-23,133	-24,617	-27,005	-31,933
총차입금		3,056	2,380	2,195	1,699	1,203

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,971	5,034	1,660	4,311	4,642	
당기순이익	2,092	3,609	2,632	5,963	5,463	
감가상각비	82	115	36	0	0	
외환손익	18	103	37	11	12	
증속,관계기업관련손익	35	56	6	6	6	
자산부채의 증감	-823	-188	-1,493	-2,146	-1,269	
기타현금흐름	568	1,339	442	478	431	
투자활동 현금흐름	-2,073	-14,327	-3,666	-512	-512	
투자자산	-436	-1,824	-890	-200	-200	
유형자산 증가 (CAPEX)	-898	-300	-230	-230	-230	
유형자산 감소	5	1	1	1	1	
기타현금흐름	-744	-12,204	-2,548	-84	-84	
재무활동 현금흐름	630	25,273	-234	-234	-234	
단기차입금	734	-1,013	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	0	4	4	4	
자본	0	26,346	0	0	0	
현금배당	-39	0	-306	-307	-307	
기타현금흐름	-66	-60	68	68	68	
연결범위변동 등 기타	41	372	949	-1,673	536	
현금의 증감	567	16,351	-1,290	1,892	4,432	
기초 현금	2,159	2,727	19,078	17,788	19,679	
기말 현금	2,727	19,078	17,788	19,679	24,111	
NOPLAT	2,947	5,098	2,594	7,067	6,212	
FCF	822	4,061	750	3,313	3,534	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

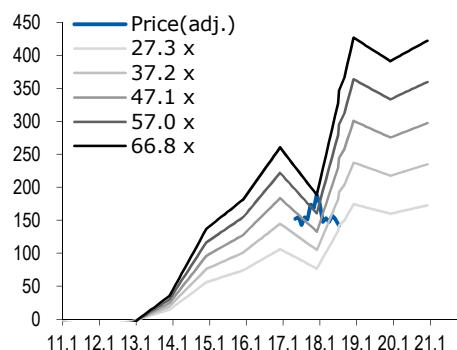
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		2,719	3,898	2,820	6,388	5,853
BPS		17,946	50,919	52,724	56,719	62,316
EBITDAPS		5,084	7,228	3,656	8,732	7,655
SPS		23,445	30,508	24,565	34,433	33,404
DPS		0	360	360	360	360
PER		-	41.0	50.4	22.2	24.3
PBR		-	3.1	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA		-	19.9	31.4	12.8	13.9
PSR		-	5.2	5.8	4.1	4.3
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		39.8	61.6	-13.7	40.2	-3.0
영업이익 증가율 (%)		30.8	73.0	-49.1	172.4	-12.1
지배순이익 증가율 (%)		44.3	78.1	-22.4	126.5	-8.4
매출총이익률 (%)		49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		19.6	21.0	12.4	24.1	21.8
지배순이익률 (%)		11.6	12.8	11.5	18.6	17.5
EBITDA 마진 (%)		21.7	23.7	14.9	25.4	22.9
ROIC		41.6	40.2	14.9	39.7	35.4
ROA		10.2	8.5	4.5	9.8	8.4
ROE		15.3	11.2	5.4	11.7	9.8
부채비율 (%)		49.4	19.8	17.1	15.0	13.5
순차입금/자기자본 (%)		-9.4	-53.4	-54.8	-55.9	-60.2
영업이익/금융비용 (배)		149.2	37.8	136.3	340.3	276.1

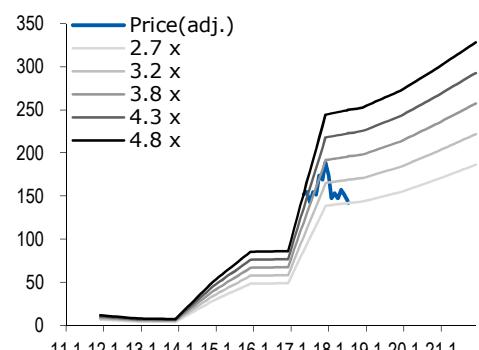
## P/E band chart

(천원)

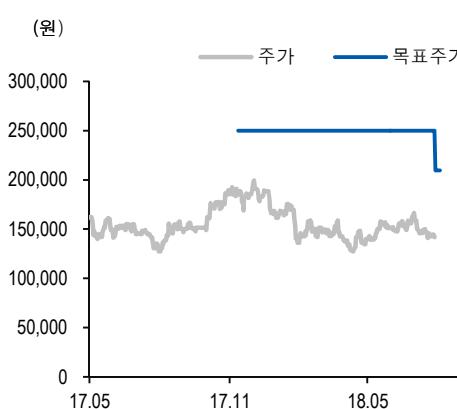


## P/B band chart

(천원)



## 넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-09	BUY	210,000	1년		
2017-11-23	BUY	250,000	1년	-37.79	-20.20

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.5
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.