

넷마블 (251270)

12월 6일

“리니지2 레볼루션” 예상보다 견조했다

넷마블이 예상을 상회하는 매출을 기록했다. 전체매출은 5,260억원으로 전분기대비 5% 증가, 전년동기대비 9.6% 감소했다. “리니지2 레볼루션”의 매출이 감소하긴 했으나 예상외로 견조한 모습을 보였다. 매출은 1,210억원으로 전분기대비 14% 감소했으나 시장의 우려대비 양호한 수준이다. 회계상 기간인식으로 전분기 이연분을 포함한 “해리포터”의 매출이 예상보다 컸으나, “세븐나이츠”등 기존게임들의 매출은 예상보다 큰 폭으로 감소했다. 비용부문에서는 신규게임 출시에 따른 마케팅비용이 예상을 상회하였으며 이로 인해 영업이익은 전분기대비 8.2% 증가한 673억원을 기록하며 예상을 소폭 하회했다. 4분기 실적은 “블레이드앤소울 레볼루션”의 성과에 달려있다. 일매출 규모에 따라 변동성이 클 것으로 예상되나, 12월에 런칭된다는 점과 마케팅비용 증가를 수반한다는 점에서 4분기보다는 2019년 1분기 실적성장에 크게 기여할 전망이다.

“블레이드앤소울 레볼루션” 성과가 궁금하다

12월 6일 “블레이드앤소울 레볼루션”이 런칭된다. 사전예약은 80대의 서버가 가득찰 정도로 순조로운 상황이다. 검증된 넷마블의 게임개발 시장 경쟁력을 감안할 때 기대감이 높다. 11월 15일 개최되는 ‘G-star’ 게임쇼에 출품되는 만큼 완성도에 대한 검증할 수 있을 것으로 판단된다. 관건은 현재 국내시장에서 부동의 1위를 지키고 있는 “리니지M”과의 경쟁이 될 듯하다. “블레이드앤소울 레볼루션”이 런칭 초기효과를 지나서도 매출순위 1위에 오를 수 있다면 넷마블에 대한 주가 프리미엄도 기대해 볼만하다.

2019년 풍부한 게임라인업 확보 그러나, 경쟁도 치열하다

“블레이드앤소울 레볼루션” 외에도 모바일 최초 배틀로열 MMORPG “A3 Still Alive”를 게임쇼에서 선보일 예정이며, “BIS World”의 2019년 1분기 출시, “세븐나이츠 MMO”등 2019년에는 상대적으로 풍부한 게임라인업을 확보하고 있다. 다만, 경쟁사들의 주력게임들도 2019년 대거 출시되는 만큼 국내시장에서 경쟁은 치열해질 전망이다. M&A에 대한 기대도 유효하다 충분한 자금을 확보하고 있는 만큼 긍정적 성과도 기대해 본다. Valuation은 여전히 부담스러운 대목이다. 2018년 기준 PER 40배에 육박하는 수준이다. 그러나 12월 이후 대작게임 런칭이 잇따를 것으로 예상되는 만큼 성과에 따라 Valuation 부담은 완화될 수도 있을 전망이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(11월 8일): 116,000원

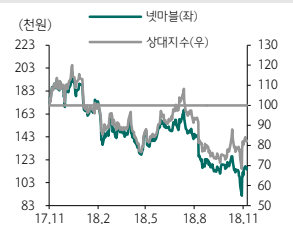
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,092.63
52주 최고/최저(원)	199,500/91,800
시가총액(십억원)	9,889.8
시가총액비중(%)	0.82
발행주식수(천주)	85,256.6
60일 평균 거래량(천주)	359.8
60일 평균 거래대금(십억원)	41.7
18년 배당금(예상, 원)	360
18년 배당수익률(예상, %)	0.31
외국인지분율(%)	24.69
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 10인	25.18
씨제이이엔엠	21.96
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.3) (13.8) (37.1)
상대	2.0 1.0 (23.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,119.6	2,877.7
영업이익(십억원)	298.4	620.5
순이익(십억원)	288.5	521.3
EPS(원)	2,975	5,385
BPS(원)	53,639	59,114

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,500.0	2,424.8	2,091.7	2,800.6	3,240.9
영업이익	십억원	294.7	509.8	262.8	655.7	1,033.9
세전이익	십억원	275.6	471.5	370.7	777.8	1,156.0
순이익	십억원	174.0	309.8	251.2	493.0	744.6
EPS	원	2,719	3,898	2,951	5,787	8,740
증감률	%	32.7	43.4	(24.3)	96.1	51.0
PER	배	N/A	48.36	39.32	20.05	13.27
PBR	배	N/A	3.70	2.20	2.00	1.75
EV/EBITDA	배	N/A	24.17	19.94	9.14	5.60
ROE	%	15.29	11.17	5.70	10.45	14.04
BPS	원	17,949	50,922	52,654	58,081	66,461
DPS	원	0	360	360	360	360



Analyst 황승벽
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

표 1. 넷마블의 3분기 실적

(단위: 백만원)

매출은 예상을 소폭 상회했으나,
마케팅비용 증가로 영업이익은 예상을
하회

	3Q17	2Q18	3Q18P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	581,700	500,800	526,000	(9.6)	5.0	510,630	3.0
영업비용	469,900	438,600	458,700	(2.4)	4.6	441,401	3.9
지급수수료	232,900	207,500	215,700	(7.4)	4.0	208,639	3.4
인건비	92,400	101,700	101,800	10.2	0.1	104,751	(2.8)
광고선전비	101,000	78,600	85,100	(15.7)	8.3	76,594	11.1
기타(감가상각비 제외)	25,900	31,400	36,600	41.3	16.6	32,016	
감가상각비	17,700	19,400	19,500	10.2	0.5	19,400	0.5
영업이익	111,800	62,200	67,300	(39.8)	8.2	69,229	(2.8)
이익률(%)	19.2	12.4	12.8			13.6	
계속사업이익	105,700	87,700	71,800	(32.1)	(18.1)	94,729	(24.2)
이익률(%)	18.2	17.5	13.7			18.6	
순이익	84,200	66,300	55,100	(34.6)	(16.9)	71,805	(23.3)
이익률(%)	14.5	13.2	10.5			14.1	

자료: 넷마블, 하나금융투자

표 2. 넷마블의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
총매출액	2,424,794	2,091,790	687,191	540,103	581,700	615,800	507,400	500,800	526,000	557,590
yoy%	61.7	(13.7)	23.2	(21.4)	7.7	5.9	(17.6)	(1.3)	5.0	6.0
영업비용	1,915,196	1,828,917	487,104	434,992	469,900	523,200	433,200	438,600	458,700	498,417
yoy%	58.9	(4.5)	41.2	(10.7)	8.0	11.3	(17.2)	1.2	4.6	8.7
지급수수료	1,002,500	868,121	283,800	223,900	232,900	261,900	212,800	207,500	215,700	232,121
인건비	363,400	415,218	90,000	86,800	92,400	94,200	98,900	101,700	101,800	112,818
광고선전비	381,200	333,190	78,400	82,400	101,000	119,400	74,700	78,600	85,100	94,790
기타(감가상각비 제외)	103,396	136,798	21,304	25,792	25,900	30,400	30,000	31,400	36,600	38,798
감가상각비	64,700	75,590	13,600	16,100	17,700	17,300	16,800	19,400	19,500	19,890
영업이익	509,598	262,873	200,087	105,111	111,800	92,600	74,200	62,200	67,300	59,173
yoy%	72.9	(48.4)	69.5	(47.5)	6.4	(17.2)	(19.9)	(16.2)	8.2	(12.1)
apm%	21.0	12.6	29.1	19.5	19.2	15.0	14.6	12.4	12.8	10.6
계속사업이익	475,593	328,173	190,933	108,260	105,700	70,700	105,000	87,700	71,800	63,673
yoy%	61.4	(31.0)	61.7	(43.3)	(2.4)	(33.1)	48.5	(16.5)	(18.1)	(11.3)
순이익	362,652	248,564	146,135	78,117	84,200	54,200	78,900	66,300	55,100	48,264
yoy%	23.1	(31.5)	23.8	(46.5)	7.8	(35.6)	45.6	(16.0)	(16.9)	(12.4)

자료: 넷마블, 하나금융투자

넷마블 Conference Call 내용

■ Summary

넷마블 3Q 실적

매출: 5,260억원(yoy-9.6%, qoq+5%)

EBITDA: 868억원(yoy-33%, qoq+6.4%), EBITDA마진 16.5%

영업이익: 673억원(yoy-39.8%, qoq+8.2%), OPM 12.8%, 전분기 대비 회복 시작

순이익: 551억원(yoy-34.6%, qoq-16.9%), NPM 10.5%

지배주주순이익: 442억원(yoy-40.5%, qoq-23.7%), 이익률 8.4% 달성

- 전분기대비 순이익 및 지배주주순이익 감소는 2분기 발생했었던 외환이익 약 200억원이 제외된데 따른 것.

해외매출 비중

- 해외 매출: 3,849억원, 전체 매출대비 73%, 전분기 대비 2%p 상승

- 국가별 매출 비중은 북미: 32%, 한국 27%, 일본 15%, 동남아 11%, 유럽 11%, 기타 4%

게임포트폴리오

- RPG 35%, 캐주얼 32%, MMORPG 25%, 기타 8%

- 상위 매출 게임: 리니지2레볼루션(23%), 마블콘테스트오브챔피언스(14%), 해리포터(10%), 마블퓨처파이트(7%), 쿠키잼(6%), 모두의마블(4%), 세븐나이츠(4%) 순

주요비용구조

영업비용: 4,587억원(yoy-2.4%, qoq+4.6%)

인건비: 1,018억원(yoy+10.2%, qoq+0.1%)

마케팅비: 851억원(yoy-15.7%, qoq +8.3%) - 킹오브파이터즈:올스타 일본 출시 등 신작 영향으로 소폭 증가
기타비용(상각비포함)의 증가는 외부 자문용역료 증가로 발생

4분기 주요이슈

블레이드앤소울 레볼루션:

- 10월 11일 쇼케이스 진행과 동시에 사전예약 실시. 현재 서버 80개 마감

- 12월 6일 국내출시 예정, 11월 15일 지스타2018을 통해 먼저 선보일 예정

지스타에서 또 다른 신작 A3: Still Alive(배틀로얄 MMORPG)를 최초 공개 예정

■ Q&A

1. A3, 세븐나이츠2 출시일정, 블소레블루션 예약 상황, 출시일에 가까워지면서 마케팅과 마케팅 예상 가이드스

A: A3는 3월-4월 예상, 세븐나이츠2는 약간 지연됐으나 2분기내에 확실히 출시 예정. 블소레블루션 상황은 리니지2레블루션은 런칭시점 340만 사전예약자였음. 같은 일자별 가입자 수 비교하면 상당히 빠른 사전가입 중. 런칭시점 리니지2레블루션보다 더 많은 사전가입자를 대상으로 출시 예정.

출시전 마케팅은 지난달 미디어 쇼케이스 시작으로 마케팅 중이다. 현재 블소에 대한 IP이해도 높은 유저가 가입중. 지스타 기점으로 본격적 마케팅 할 것, 11월말 12월초 TV CF등을 시작할 것. 충분히 유저를 모으기 위한 마케팅 예산 준비하여 성공적인 런칭이 될 수 있도록 하고 있다.

2. 신작출시일정 BTS world, 블소레블루션 글로벌출시 타임라인 계획, M&A 진척사항, 2019년 빅3 마켓별로 외형성장 위해 전략 계획

A: BTS World는 2019년 1분기 런칭 예정. 빅히트와 출시일정 조율이 있어서 연내 런칭에서 내년 1분기로 연기 됨. 블소레블루션 해외 진출은 리니지2레블루션 해외전략과 비슷한 방향으로 진행할 것. 국내 런칭 후 상황을 보고 일본을 먼저 갈지 북미를 먼저 갈지 판단을 해야 한다. 아직 결정하지 않았다.

M&A 진행사항을 구체적 제시는 어렵다. 사업 쪽으로나 재무적으로 시너지 낼 수 있는 글로벌 타겟을 검토 중이다. 조만간 좋은 소식이 있을 수 있도록 노력하겠다.

2019년 글로벌 빅3 마켓 상세하게 설명하기는 어렵다. 2019년 발표자리 만들 것. 국내는 지스타를 통해서 공개하는 대작 타이틀 4종 이외에도 쿡야, 야구, 전략 등 다양한 라인업 준비중이다. 개발 이후 국내런칭할 것. 일본 선런칭 준비 게임이 7개이다. 요괴워치 등. 국내는 테라M가 초기가 부진했지만, 리뉴얼 후 일본 공략 준비 중. 야구 관련 게임도 있다. 일본 전략은 일본 선진입 전략과 국내 출시 후 일본 시장 진출이 있다. 북미시장은 북미 시장 자회사를 통해 개발된 신규게임을 런칭할 것. 한국에서 개발하는 게임도 북미시장에서 기회를 볼 것.

3. 콘솔 쪽 관련해서 진출 전략이 있는지, BTS관련 추가적 IP 활용 사업이 있는지.

A: 콘솔 진출 관련해서 세븐나이츠 닌텐도 스위치 버전을 진행 중. 콘솔 게임 개발 업체에 투자한 적이 있다. 모바일 온리 플랫폼 국한하지 않고 같은 게임을 다양한 플랫폼으로 활용하는 전략을 생각.

BTS IP 활용한 사업 1개 정도 추가적으로 구상 중이나 초기 단계여서 구체적 나오면 소통하겠다.

4. 인력충원 진행 상황 내년까지 계획, 52시간 근무시간 준수 도입 이후로 게임 출시 지연 영향이 있는지, 해리포터 매출 중 2분기에 300억 정도 이연 됐는데 금번 분기에 어느 정도 반영됐는지, 다른 블소레블루션 같은 게임들도 이렇게 이연 될 수 있는지.

A: 인건비 비중으로 우려 사항이 있었다. 넷마블은 많은 시도 중. 효율성만 따지지 않고 다양한 빅마켓을 도전하고 회사만의 성공 노하우를 만드는 중. 올해 중국시장이 생각보다 열리지 않아 타격을 받았음. 국내 근로 환경 변화로 일정 부분 영향을 받았으나, 이런 부분들은 대부분 안정화 되어있다. 지속적으로 글로벌 시장 등에서 도전하기 위해 적정수준의 인력은 유지해 나갈 계획이다.

이연매출 관련해서는 해리포터는 2분기 출시 초기가 커서 3분기로 이연됐다. 2분기에서 이연된 금액보다 4분기로 이연된 금액이 더 적다. 모든 게임들은 초기에 이연이 된다. 장르와 특성에 따라 이연되는 정도는 다르다. 넷마블 출시게임들이 이연 되는 정도가 상대적으로 적다.

추정 재무제표

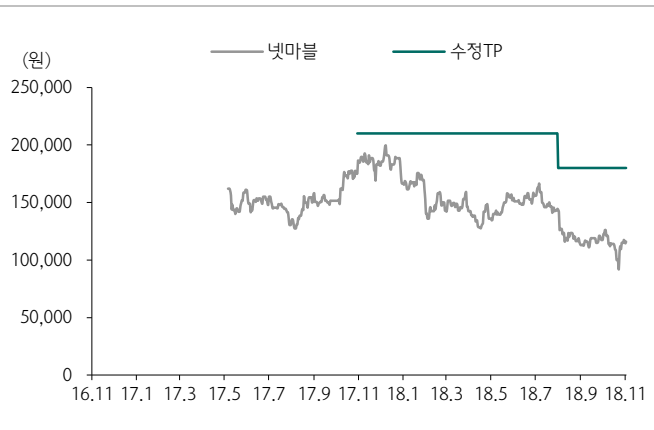
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500.0	2,424.8	2,091.7	2,800.6	3,240.9
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,091.7	2,800.6	3,240.9
판매비	453.9	1,915.0	1,828.9	2,144.9	2,207.0
영업이익	294.7	509.8	262.8	655.7	1,033.9
금융손익	0.3	11.6	67.8	56.8	56.8
중속/관계기업손익	(3.5)	(5.6)	0.1	0.0	65.3
기타영업외손익	(16.0)	(44.2)	40.0	65.3	0.0
세전이익	275.6	471.5	370.7	777.8	1,156.0
법인세	66.3	110.6	79.6	189.0	266.6
계속사업이익	209.2	360.9	291.2	588.8	889.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	209.2	360.9	291.2	588.8	889.3
비지배주주지분 손익	35.3	51.1	40.0	95.8	144.8
지배주주순이익	174.0	309.8	251.2	493.0	744.6
지배주주지분포괄이익	238.8	522.8	209.1	501.5	757.5
NOPAT	223.8	390.2	206.4	496.4	795.4
EBITDA	325.3	574.5	374.4	775.6	1,146.5
성장성(%)					
매출액증가율	39.8	61.7	(13.7)	33.9	15.7
NOPAT증가율	34.8	74.4	(47.1)	140.5	60.2
EBITDA증가율	31.2	76.6	(34.8)	107.2	47.8
영업이익증가율	30.8	73.0	(48.5)	149.5	57.7
(지배주주)순이익증가율	44.4	78.0	(18.9)	96.3	51.0
EPS증가율	32.7	43.4	(24.3)	96.1	51.0
수익성(%)					
매출총이익률	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.7	23.7	17.9	27.7	35.4
영업이익률	19.6	21.0	12.6	23.4	31.9
계속사업이익률	13.9	14.9	13.9	21.0	27.4
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,719	3,898	2,951	5,787	8,740
BPS	17,949	50,922	52,654	58,081	66,461
CFPS	5,301	7,365	5,364	10,537	14,891
EBITDAPS	5,084	7,228	4,398	9,104	13,458
SPS	23,445	30,508	24,568	32,873	38,042
DPS	0	360	360	360	360
주가지표(배)					
PER	N/A	48.4	39.3	20.0	13.3
PBR	N/A	3.7	2.2	2.0	1.7
PCFR	N/A	25.6	21.6	11.0	7.8
EV/EBITDA	N/A	24.2	19.9	9.1	5.6
PSR	N/A	6.2	4.7	3.5	3.0
재무비율(%)					
ROE	15.3	11.2	5.7	10.5	14.0
ROA	10.2	8.5	4.7	8.5	11.3
ROIC	37.9	36.0	14.6	37.4	65.2
부채비율	49.4	19.8	16.9	17.3	16.4
순부채비율	(8.4)	(51.0)	(55.8)	(58.9)	(64.0)
이자보상배율(배)	149.2	37.8	5,722.8	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	721.5	2,918.4	3,186.8	3,756.6	4,644.3
금융자산	419.8	2,551.3	2,854.4	3,339.2	4,161.3
현금성자산	272.7	1,907.8	2,271.7	2,607.5	3,314.5
매출채권 등	248.7	303.2	274.5	344.7	398.9
재고자산	1.9	2.4	2.1	2.7	3.1
기타유동자산	51.1	61.5	55.8	70.0	81.0
비유동자산	1,235.9	2,429.3	2,265.2	2,370.9	2,432.6
투자자산	543.8	974.7	882.6	1,108.3	1,282.5
금융자산	537.4	951.9	861.9	1,082.3	1,252.5
유형자산	122.9	145.4	91.4	11.8	(67.8)
무형자산	540.0	1,236.8	1,222.4	1,182.1	1,149.1
기타비유동자산	29.2	72.4	68.8	68.7	68.8
자산총계	1,957.4	5,347.7	5,452.0	6,127.5	7,076.8
유동부채	421.2	501.3	438.2	521.5	585.8
금융부채	109.1	41.0	37.6	46.1	52.8
매입채무 등	215.7	248.6	225.1	282.6	327.1
기타유동부채	96.4	211.7	175.5	192.8	205.9
비유동부채	225.8	381.2	348.4	382.5	408.8
금융부채	200.3	234.0	215.2	215.2	215.2
기타비유동부채	25.5	147.2	133.2	167.3	193.6
부채총계	647.1	882.4	786.6	903.9	994.6
지배주주지분	1,216.4	4,329.5	4,485.6	4,947.9	5,661.8
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
자본조정	(369.5)	(422.6)	(429.9)	(429.9)	(429.9)
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	272.0	272.0	272.0
이익잉여금	293.9	602.9	792.9	1,255.2	1,969.2
비지배주주지분	94.0	135.8	179.8	275.6	420.4
자본총계	1,310.4	4,465.3	4,665.4	5,223.5	6,082.2
순금융부채	(110.5)	(2,276.3)	(2,601.7)	(3,077.9)	(3,893.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	197.1	503.4	332.9	732.5	1,020.4
당기순이익	209.2	360.9	291.2	588.8	889.3
조정	70.2	161.3	96.0	119.9	112.7
감가상각비	30.6	64.7	111.6	119.9	112.6
외환거래손익	1.8	10.3	2.1	0.0	0.0
지분법손익	(3.1)	7.9	(8.7)	0.0	0.0
기타	40.9	78.4	(9.0)	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(82.3)	(18.8)	(54.3)	23.8	18.4
투자활동 현금흐름	(207.3)	(1,432.7)	73.2	(374.6)	(289.3)
투자자산감소(증가)	(97.3)	(425.3)	92.4	(225.7)	(174.2)
유형자산감소(증가)	(89.3)	(30.0)	(7.8)	0.0	0.0
기타	(20.7)	(977.4)	(11.4)	(148.9)	(115.1)
재무활동 현금흐름	63.0	2,527.3	(33.9)	(22.1)	(24.0)
금융부채증가(감소)	263.7	(34.3)	(22.3)	8.6	6.6
자본증가(감소)	276.2	2,643.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(473.0)	(81.9)	19.0	(0.0)	0.1
배당지급	(3.9)	0.0	(30.6)	(30.7)	(30.7)
현금의 증감	56.7	1,635.1	369.9	335.8	707.0
Unlevered CFO	339.1	585.4	456.7	897.7	1,268.6
Free Cash Flow	107.2	473.4	325.0	732.5	1,020.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.8	BUY	180,000		
17.11.6	BUY	210,000	-24.74%	-5.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 11월 07일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 11월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.