유안타증권 元大證券

Company Report
2019.02.14

넷마블 (251270)

SW/SI

이창영
02)3770-5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	150,000원 (M)
현재주가 (2/13)	123,500원
상승여력	21%

시가총액	105,304억원
총발행주식수	85,266,124주
60일 평균 거래대금	349억원
60일 평균 거래량	305,972주
52주 고	166,500원
52주 저	91,800원
외인지분율	24.92%
주요주주	방준혁 외 11 인 25.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	0.4	(15.4)
상대	0.8	(5.5)	(8.0)
절대(달러환산)	6.4	1.4	(18.2)

글로벌 게임시장 성장에 베팅

2018년 4분기 실적 Review

매출액 4,871억원(YoY -20.9%, QoQ -7.4%), 영업이익 380억원(YoY -59.0%, QoQ -45.3%), 지배순이익 136억원(YoY -61.5%, QoQ -69.3%). 기존 게임 자연감소, 기대에 못 미쳤던 신작 출시 효과로 시장기대치 하회.

기대했던 '블소R'의 18년 12월의 일매출액은 약 12억원이었던 것으로 추정되며, 동사 매출 및 이익에 가장 큰 비중을 차지 해왔던 'L2R'은 국내외 합쳐 18년 4분기 약 1천억원으로 YoY -57.0%, QoQ -15%로 실적하락의 주요한 원인이 된 것으로 판단됨

2019년 전망과 넥슨 인수전 참여

신작 부재로 인한 연이은 실적하락에 어려움을 겪고 있는 동사는, 2019년 3월 일본 애니메이션 '요괴워치' IP를 활용한 태그액션 RPG '요괴워치 매달워즈'가 일본시장 진출계획이고, 2분기부터는 'A3(베틀로얄+MMORPG)', '일곱개의 대죄(일본 IP)', 'BTS W(육성형 시네마틱게임)', '세븐나이츠2' 등의 블록버스터급 대작들의 글로벌 출시가 계획되고 있음. 특히, 이들 게임 대부분이 자체 개발 게임이어서 흥행시 이익 레버리지가 크게 나타날 수 있음.

동사는 최근 시장 매물로 나온 넥슨 인수 참가를 발표. 넥슨은 2018년 매출액 약 2.5조원(YoY + 7%, 중국 비중52%, 일본 6%, 모바일 22%), 순이익 1.1조원, 18년 P/E 14.3배 상황임. 향후 동사의 인수여부, 인수가격이 변할 수 있겠으나, (1) 넥슨은 전세계 가장 큰 온라인/모바일 게임시장인 중국 비중이 높고 (2) 향후 노령화 시대에 가성비 높은 여가수단으로서 전세계 게임시장은 성장일로에 있으며 (2018년 전세계 게임시장 YoY +10.9%, 모바일 게임 YoY +12.8%) (3) 현재 벨류에이션이 국내 대비 높지 않은 상황이며 (4) 텐센트와 공동 인수 시 향후 (중국 판호 재개 시) 중국 진출이 보다 용이해질 수 있어, 만약 인수할 수 있다면 동사 기업가치에 긍정적이란 판단임.

투자의견 BUY, 목표주가 15만원 유지

동사의 2019년 신작 출시를 감안하고도, 현재 동사 기업가치는 고평가 되어있으나, 급변하며 성장하는 국내외 게임시장에서 적극적이고 유연하게 대처(과거 글로벌 게임사 Kabam, Jam City 등의 인수경험, 넥슨 인수 참여 등)하는 동사의 전략, 글로벌 성공 경험 등은 향후 동사 기업가치 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 판단됨.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,871	-20.9	-7.4	5,352	-9.0
영업이익	380	-59.0	-43.5	598	-36.5
세전계속사업이익	260	-61.0	-63.8	709	-63.4
지배순이익	136	-61.5	-69.3	443	-69.3
영업이익률 (%)	7.8	-7.3 %pt	-5.0 %pt	11.2	-3.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-2.9 %pt	-5.6 %pt	8.3	-5.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	15,000	24,248	20,213	27,481
영업이익	2,947	5,098	2,417	5,420
지배순이익	1,740	3,098	1,896	3,736
PER	-	41.0	50.1	26.9
PBR	-	3.1	2.0	2.1
EV/EBITDA	-	19.9	26.3	10.2
ROE	15.3	11.2	4.2	7.9

자료: 유안타증권

넷마블게임즈 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	6,158	5,074	5,008	5,260	4,871	5,150	7,471	7,500	7,359	24,248	20,213	27,481	26,739
YoY	33%	-26%	-7%	-10%	-21%	2%	49%	43%	51%				
세븐나이츠	308	304	250	210	195	182	170	158	161	1,722	960	672	571
모두의마블	308	304	215	210	195	182	170	176	165	1,286	925	693	659
쿠키잼	369	355	351	316	341	328	335	298	333	1,367	1,362	1,294	1,229
마블콘테스트오브챔	862	812	751	736	877	807	842	865	939	2,489	3,176	3,453	3,107
마블퓨쳐파이트	308	254	451	368	292	314	288	286	317		1,365	1,205	913
리니지2레볼루션	2,402	1,776	1,402	1,210	1,023	857	918	843	942	10,802	5,411	3,559	2,848
해리포터				526	341	321	314	302	329		867	1,266	913
블소레볼				-	292	810	720	630	630		292	2,790	1,395
BTS W							1,250	1,800	1,350		0	4,400	4,888
A3, 세븐나 등 신작							1200	900	780			2,880	5,475
기타			1,588	1,683	1,315	1,349	1,265	1,242	1,413	6,274	5,855	5,270	4,743
영업비용	5,233	4,332	4,386	4,587	4,491	4,521	5,959	5,776	5,805	19,153	17,796	22,061	21,368
인건비	943	989	1,017	1,018	1,107	1,077	1,092	1,111	1,169	3,635	4,131	4,450	4,675
마케팅비	1,194	747	786	851	734	627	1,072	820	884	3,812	3,118	3,403	3,374
지급수수료	2,619	2,128	2,075	2,157	2,066	2,276	3,189	3,225	3,166	10,025	8,426	11,857	11,246
기타	477	468	508	561	584	541	607	619	585	1,681	2,121	2,352	2,073
영업이익	925	742	622	673	380	629	1,512	1,724	1,555	5,095	2,417	5,420	5,371
영업이익률	15.0%	14.6%	12.4%	12.8%	7.8%	12.2%	20.2%	23.0%	21.1%	21.0%	12.0%	19.7%	20.1%
YoY	-22%	-63%	-41%	-40%	-59%	-15%	143%	156%	309%	73%	-53%	124%	-1%

자료: 유안타증권 리서치센터

NEXON Japan 실적 (단위: JPY 십억)

	2016	2017	2018P
Revenue	182	234	253
YoY	-3.8%	28.3%	8.0%
PC	139	183	198
Mobile	43	51	54
Operating Income	41	90	98
Net Income	20	56	107
Revenue by Region			
China	74	115	132
Korea	74	80	73.0
Japan	17	17	14
North America	8	9	16
Europe and Others	9	12	16

자료: NEXON JAPAN, 유안타증권 리서치센터

글로벌 게임기업 실적 벨류에이션 (단위: mn $)

			P/E		EPS Growth		P/B		ROE		EV/EBITDA		P/S	
기업명	국가	시가총액	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
ACTIVISION	US	33,543	16.9	17.4	13.9	-2.5	3.0	2.6	17.2	15.2	12.4	12.3	4.5	4.6
TENCENT	CN	414,269	34.7	29.3	22.2	18.6	8.3	6.5	26.7	24.3	24.2	20.6	8.9	6.9
NEXON	JP	13,261	14.3	15.6	76.4	-8.4	2.6	2.2	19.0	15.5	9.7	9.1	5.6	5.3
NETEASE	CN	31,218	24.4	20.4	-31.5	19.8	4.0	3.5	13.9	15.3	20.3	16.3	3.1	2.5
NCSOFT	KR	9,029	22.2	16.9	4.0	31.1	3.5	3.1	16.5	19.7	13.3	10.8	5.9	4.9
NHN	KR	1,186	11.8	16.7	583.2	-29.8	0.8	0.8	7.9	5.0	9.8	8.1	1.1	0.9
DOUBLEUG	KR	928	11.0	9.3	157.8	18.9	2.0	1.6	21.8	21.3	8.4	7.2	2.1	1.9
NETMARBL	KR	9,133	46.1	27.7	-28.6	66.7	2.2	2.1	5.1	8.1	24.5	14.4	5.1	4.0
COM2US	KR	1,366	11.5	9.6	74.6	-37.2	1.7	1.5	16.5	16.7	5.4	4.2	3.2	2.6
WEBZEN	KR	621	12.1	13.3	66.3	4.2	2.1	1.8	19.9	15.1	7.4	8.6	3.1	3.4
SUNDAYTOZ	KR	184	20.2	11.3	-22.7	-	1.5	1.3	8.0	11.7	9.4	4.3	-	-
ELECTRONIC	US	25,196	19.7	21.3	12.5	-10.3	6.0	4.8	30.6	23.0	11.6	13.5	4.9	5.3
UBISOFT	FR	9,219	37.4	24.0	23.3	68.8	6.3	6.8	14.7	28.3	10.0	8.0	4.9	3.9
ZYNGA	US	4,388	28.6	23.0	-0.9	133.8	2.6	2.6	6.7	9.0	21.0	16.3	4.9	3.7
KONAMI	JP	5,657	17.5	16.2	17.6	18.1	2.3	2.1	13.5	13.6	7.4	7.4	2.5	2.4
SQUARE	JP	3,618	15.5	18.3	31.1	-17.7	2.0	1.9	13.2	10.2	6.2	7.4	1.6	1.5
BANDAI	JP	9,348	22.4	16.9	22.5	11.1	2.7	2.4	12.4	14.5	9.9	7.9	1.6	1.5
SEGA	JP	3,050	31.2	26.9	-67.7	22.5	1.0	0.9	3.1	3.3	7.0	6.9	1.0	1.0
CAPCOM	JP	2,747	20.8	18.0	24.6	24.0	2.8	2.6	14.2	15.1	10.9	11.1	3.1	3.1
GUNGHO	JP	2,603	16.1	16.2	-25.9	-20.7	3.1	2.7	20.1	19.7	9.4	8.7	3.6	3.4
GREE INC	JP	1,013	14.7	17.6	-61.2	30.1	0.9	0.9	6.6	5.4	2.0	2.9	1.4	1.4
DENA	JP	2,390	11.2	19.4	-25.5	-43.3	1.0	0.9	9.6	5.3	4.2	5.4	1.9	1.9
MIXI INC	JP	1,791	4.8	6.9	-27.0	-31.5	1.1	1.0	24.0	14.7	0.6	0.9	1.0	1.3

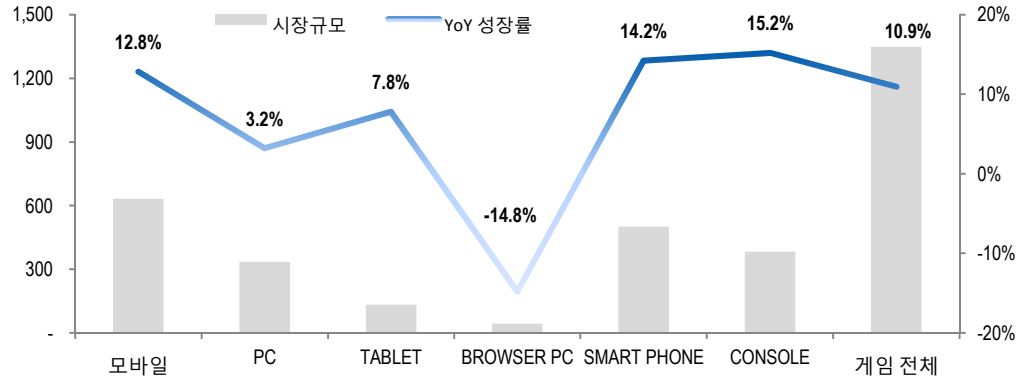
자료: 유안타증권 리서치센터

국가별 게임산업 규모 & 1 인당 게임 지출액

	인구(백만명)	인터넷인구(백만명)	게임 매출(mn $)	ARPU($)
중국	1,415	850	34,400	40
미국	327	165	31,535	191
일본	127	121	17,715	146
한국	51	48	5,764	120
독일	82	76	4,989	66
영국	67	64	4,731	74
프랑스	65	58	3,366	58
캐나다	37	34	2,399	71
기타	5,329	2,484	30,001	12
전체	7,500	3,900	134,900	35

자료: NEWZOO, 한국콘텐츠진흥원

2018 글로벌 게임시장 규모 (단위 : 백만 달러)



자료: NEWZOO, 한국콘텐츠진흥원

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액	**15,000**	**24,248**	**20,213**	**27,481**	**26,739**
매출원가	7,515	0	0	0	0
매출총이익	7,485	24,248	20,213	27,481	26,739
판관비	4,539	19,150	17,796	22,061	21,368
영업이익	**2,947**	**5,098**	**2,417**	**5,420**	**5,371**
EBITDA	3,253	5,745	3,126	7,939	7,386
영업외손익	-191	-383	488	303	351
외환관련손익	-3	-133	180	25	27
이자손익	24	87	391	405	446
관계기업관련손익	-35	-56	-121	-121	-121
기타	-178	-280	36	-6	-2
법인세비용차감전순손익	2,756	4,715	2,904	5,722	5,722
법인세비용	663	1,106	755	1,489	1,373
계속사업순손익	2,092	3,609	2,149	4,234	4,349
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,092	3,609	2,149	4,234	4,349
지배지분순이익	**1,740**	**3,098**	**1,896**	**3,736**	**3,837**
포괄순이익	2,752	5,694	2,623	4,447	4,583
지배지분포괄이익	2,388	5,228	2,349	3,983	4,105

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

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
유동자산	**7,215**	**29,184**	**29,718**	**31,237**	**33,744**
현금및현금성자산	2,727	19,078	19,548	20,474	23,042
매출채권 및 기타채권	2,487	3,032	1,791	2,375	2,315
재고자산	19	24	26	35	34
비유동자산	12,359	24,293	27,079	26,892	27,235
유형자산	1,229	1,454	1,724	1,952	2,179
관계기업등 지분관련자산	64	228	2,117	4,155	6,194
기타투자자산	5,374	9,519	10,081	10,137	10,216
자산총계	**19,574**	**53,477**	**56,797**	**58,129**	**60,979**
유동부채	4,212	5,013	5,673	6,129	6,621
매입채무 및 기타채무	2,157	2,486	1,290	1,393	1,505
단기차입금	1,053	39	50	60	71
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,258	3,812	2,952	2,658	2,367
장기차입금	0	0	149	298	447
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**6,471**	**8,824**	**8,625**	**8,787**	**8,989**
지배지분	12,163	43,295	46,562	47,733	50,381
자본금	68	85	85	85	85
자본잉여금	12,003	38,421	38,491	38,491	38,491
이익잉여금	2,939	6,029	7,624	11,057	14,593
비지배지분	940	1,358	1,609	1,609	1,609
자본총계	**13,104**	**44,653**	**48,172**	**49,342**	**51,991**
순차입금	**-1,142**	**-23,133**	**-24,848**	**-26,115**	**-29,023**
총차입금	3,056	2,380	2,216	1,875	1,535

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**1,971**	**5,034**	**1,807**	**5,265**	**5,543**
당기순이익	2,092	3,609	2,149	4,234	4,349
감가상각비	82	115	113	0	0
외환손익	18	103	-155	-25	-27
종속,관계기업관련손익	35	56	26	121	121
자산부채의 증감	-823	-188	-554	-1,737	-1,083
기타현금흐름	568	1,339	229	2,672	2,184
투자활동 현금흐름	**-2,073**	**-14,327**	**-4,225**	**-2,407**	**-2,407**
투자자산	-436	-1,824	-3,813	-2,064	-2,064
유형자산 증가 (CAPEX)	-898	-300	-229	-229	-229
유형자산 감소	5	1	1	1	1
기타현금흐름	-744	-12,204	-185	-115	-115
재무활동 현금흐름	**630**	**25,273**	**906**	**-91**	**-1,091**
단기차입금	734	-1,013	10	10	10
사채 및 장기차입금	0	0	149	149	149
자본	0	26,346	0	0	0
현금배당	-39	0	-306	-302	-302
기타현금흐름	-66	-60	1,053	51	-949
연결범위변동 등 기타	41	372	1,981	-1,840	523
현금의 증감	**567**	**16,351**	**470**	**926**	**2,568**
기초 현금	2,159	2,727	19,078	19,548	20,474
기말 현금	2,727	19,078	19,548	20,474	23,042
NOPLAT	**2,947**	**5,098**	**2,417**	**5,420**	**5,371**
FCF	**822**	**4,061**	**1,714**	**4,563**	**4,785**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
EPS	2,719	3,898	2,224	4,381	4,500
BPS	17,946	50,935	55,561	56,958	60,118
EBITDAPS	5,084	7,228	3,666	9,311	8,663
SPS	23,445	30,508	23,707	32,230	31,360
DPS	0	360	360	360	360
PER	**-**	**41.0**	**50.1**	**26.9**	**26.2**
PBR	**-**	**3.1**	**2.0**	**2.1**	**2.0**
EV/EBITDA	**-**	**19.9**	**26.3**	**10.2**	**10.5**
PSR	**-**	**5.2**	**4.7**	**3.7**	**3.8**

재무비율

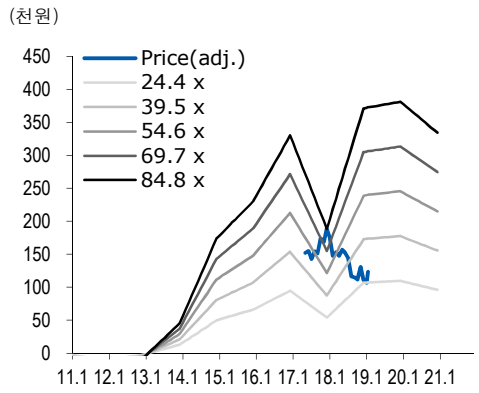
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**39.8**	**61.6**	**-16.6**	**36.0**	**-2.7**
영업이익 증가율 (%)	**30.8**	**73.0**	**-52.6**	**124.3**	**-0.9**
지배순이익 증가율 (%)	**44.3**	**78.1**	**-38.8**	**97.0**	**2.7**
매출총이익률 (%)	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**19.6**	**21.0**	**12.0**	**19.7**	**20.1**
지배순이익률 (%)	11.6	12.8	9.4	13.6	14.3
EBITDA 마진 (%)	21.7	23.7	15.5	28.9	27.6
ROIC	41.6	40.2	14.7	38.8	50.4
ROA	10.2	8.5	3.4	6.5	6.4
ROE	**15.3**	**11.2**	**4.2**	**7.9**	**7.8**
부채비율 (%)	49.4	19.8	17.9	17.8	17.3
순차입금/자기자본 (%)	-9.4	-53.4	-53.4	-54.7	-57.6
영업이익/금융비용 (배)	149.2	37.8	901.2	1,121.8	769.4

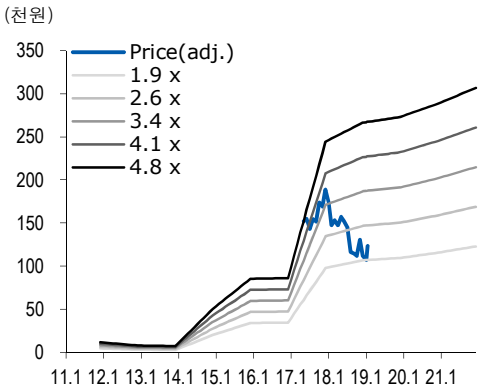
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

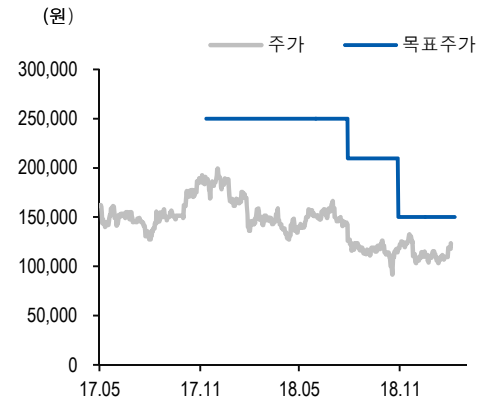
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-14	BUY	150,000	1년		
2018-11-09	BUY	150,000	1년		
2018-08-09	BUY	210,000	1년	-44.69	-39.52
2017-11-23	BUY	250,000	1년	-37.79	-20.20

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 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 기존 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 투자의사결정은 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.