



하나금융그룹

2019년 5월 15일 | Equity Research

넷마블 (251270)

신규게임 랠리

1분기 실적은 예상을 하회하는 실적을 기록했다.

넷마블이 예상을 하회하는 실적을 기록했다. 매출은 전분기 대비 2% 감소한 4,776억원을 기록했으며, 마케팅비용 등의 감소에도 불구하고 영업이익은 전분기 대비 10.8% 감소한 339억원을 기록했다. 시장대비 보수적인 추정치를 고려했을 때, 이를 하회했다는 점에서 다소 아쉬운 실적이라 판단된다. “블레이드앤소울 레볼루션”이 일평균 8.5억원 수준의 매출(비중 16%)을 기록하며 1분기 온기반영 되었으나, 기존게임들의 매출이 감소하며 하락을 주도했다. 특히 “리니지2 레볼루션”은 글로벌 매출이 하락하며 총매출액대비 비중이 전분기 21%에서 15%로 감소했다.

2분기 말 이후 게임라인업은 최고수준

2분기 이후 실적은 꾸준히 개선될 전망이다. 5월 9일 출시한 “킹오브파이터즈”가 Google Play 최고매출 순위 4위까지 상승하는 등 견조한 초기 성과를 기록하고 있으며, 2분기 신규게임라인업에 대한 기대도 업계 최고수준이기 때문이다. 2분기 중 넷마블은 “일곱개의 대죄: 그랜드크로스”(한국, 일본), “요괴워치: 메달워즈”(일본), “BTS World”(글로벌) 등 3개의 게임을 출시할 예정이다. “일곱개의 대죄”는 현재 사전예약자만 500만을 상회하고 있으며, “요괴워치”도 200만을 상회하고 있어 흥행 가능성을 높이고 있다. “BTS World”的 경우 게임의 특성상 흥행규모를 예측하기가 불가능한 수준이나 BTS의 글로벌 위상을 고려할 때 예상외의 성과가 나올 수도 있을 것으로 기대한다. 하반기 라인업도 양적 질적 측면에서 우수해 보인다. “A3 Still Alive”, “세븐나이츠2”, “캐치마인드”, “스톤 에이지M”, “블레이드앤소울 레볼루션” 일본서비스, “킹오브파이터즈” 글로벌서비스가 예정되어 있다. IP의 무게감이 상당하다는 점에서 주목해야 할 것이다. 이 외에도 불확실성은 상존하나 중국시장 진출과 관련된 판호이슈도 가시화될 경우 투자심리개선에 기여할 수 있다.

Valuation 부담만을 주장하기에는, 던진 미끼가 매력적이다.

예상을 하회하는 실적, 마진축소에 따른 Valuation부담이 최근 넷마블 주가를 괴롭히는 가장 큰 요인이다. 그러나, 2분기부터 시작되는 신규 게임랠리는 매우 매력적인 미끼이다. 출시되는 게임들의 IP Value를 고려했을 때, 흥행성공에 낚을 수 있는 실적개선은 매우 클 수도 있다. 보수적인 하반기 추정치가 무의미해질 수도 있다는 판단이다. 단기적인 Valuation 부담만을 가지고 부정적인 접근을 하는 것 보다는 풍부한 라인업의 성과에 기반한 전략적인 접근이 바람직해 보인다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(5월 14일): 123,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,081.84		
52주 최고/최저(원)	166,500/91,800	2,438.1	2,760.1
시가총액(십억원)	10,502.1	357.7	510.8
시가총액비중(%)	0.87	298.3	423.8
발행주식수(천주)	85,383.2		
60일 평균 거래량(천주)	198.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	24.5		
19년 배당금(예상, 원)	0		
19년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	26.22		
주요주주 지분율(%)			
방준혁 외 7 인	24.31		
씨제이이앤엠	21.92		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.8) (1.6) (14.0)		
상대	(0.0) (2.3) 2.3		

Stock Price	
(천원)	■ 넷마블(좌) — 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,424.8	2,021.3	2,190.0	2,461.3	2,584.3
영업이익	십억원	509.8	241.7	238.9	281.0	321.1
세전이익	십억원	471.5	290.4	337.7	379.8	419.9
순이익	십억원	309.8	189.6	237.1	266.6	294.8
EPS	원	3,898	2,226	2,777	3,122	3,452
증감률	%	43.4	(42.9)	24.8	12.4	10.6
PER	배	48.36	50.08	44.29	39.40	35.63
PBR	배	3.70	2.10	2.20	2.08	1.97
EV/EBITDA	배	24.17	24.93	23.84	21.32	18.89
ROE	%	11.17	4.36	5.28	5.62	5.87
BPS	원	50,922	53,181	55,885	59,007	62,459
DPS	원	360	0	0	0	0



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com

표 1. 넷마블의 1분기 잠정실적

(단위: 백만원)

“블레이드앤소울 레볼루션”의 온기 반영에도 불구하고 기존게임의 매출감 소로 예상을 하회하는 실적 기록

	1Q18	4Q18	1Q19P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	507,400	487,100	477,600	(5.9)	(2.0)	505,219	(5.5)
세븐나이츠	30,444	19,484	19,104	(37.2)	(2.0)	18,510	3.2
모두의 마블	30,444	19,484	19,104	(37.2)	(2.0)	18,510	3.2
쿠키잼	35,518	34,097	33,432	(5.9)	(2.0)	34,779	(3.9)
리니지2: 레볼루션	177,590	102,291	71,640	(59.7)	(30.0)	92,661	(22.7)
MCoC+MFF	106,554	116,904	100,296	(5.9)	(14.2)	119,242	(15.9)
기타	126,850	194,840	234,024	84.5	20.1	221,517	5.6
영업비용	433,200	449,100	443,700	2.4	(1.2)	469,649	(5.5)
지급수수료	212,800	206,600	210,100	(1.3)	1.7	219,479	(4.3)
인건비	98,900	110,700	113,900	15.2	2.9	111,707	2.0
광고선전비	74,700	73,400	62,800	(15.9)	(14.4)	78,309	(19.8)
기타(감가상각비 제외)	30,000	34,100	30,500	1.7	(10.6)	35,368	(13.8)
감가상각비	16,800	24,300	26,400	57.1	8.6	24,786	6.5
영업이익	74,200	38,000	33,900	(54.3)	(10.8)	35,570	(4.7)
이익률(%)	14.6	7.8	7.1			7.0	
계속사업이익	105,000	26,000	58,600	(44.2)	125.4	40,570	44.4
이익률(%)	20.7	5.3	12.3			8.0	
순이익	78,900	14,600	42,300	(46.4)	189.7	30,752	37.6
이익률(%)	15.5	3.0	8.9			6.1	

자료: 넷마블, 하나금융투자

표 2. 넷마블의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	2,021,300	2,190,047	507,400	500,800	526,000	487,100	477,600	486,701	593,431	632,315
yoyp%	(16.6)	8.3	(17.6)	(7.3)	5.0	(7.4)	(2.0)	1.9	21.9	6.6
영업비용	1,779,600	1,951,139	433,200	438,600	458,700	449,100	443,700	457,526	510,682	539,232
yoyp%	(7.1)	9.6	(17.2)	1.2	4.6	(2.1)	(7.2)	3.1	11.6	5.6
지급수수료	842,600	930,521	212,800	207,500	215,700	206,600	210,100	206,705	249,001	264,714
인건비	413,100	461,876	98,900	101,700	101,800	110,700	113,900	114,939	115,988	117,048
광고선전비	311,800	312,660	74,700	78,600	85,100	73,400	62,800	77,872	81,190	90,797
기타(감가상각비 제외)	132,100	137,272	30,000	31,400	36,600	34,100	30,500	31,081	37,035	38,656
감가상각비	80,000	108,810	16,800	19,400	19,500	24,300	26,400	26,928	27,467	28,016
영업이익	241,700	238,908	74,200	62,200	67,300	38,000	33,900	29,175	82,749	93,083
yoyp%	(52.6)	(1.2)	(19.9)	(16.2)	8.2	(43.5)	(10.8)	(13.9)	183.6	12.5
opm%	12.0	10.9	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	6.0	13.9	14.7
계속사업이익	290,500	337,708	105,000	87,700	71,800	26,000	58,600	53,875	107,449	117,783
yoyp%	(38.9)	16.3	48.5	(16.5)	(18.1)	(63.8)	125.4	(8.1)	99.4	9.6
순이익	214,900	253,864	78,900	66,300	55,100	14,600	42,300	40,837	81,447	89,280
yoyp%	(40.7)	18.1	45.6	(16.0)	(16.9)	(73.5)	189.7	(3.5)	99.4	9.6

자료: 넷마블, 하나금융투자

넷마블 Conference Call 내용

■ 1분기 실적 요약

- 매출액: 4,776억원(-5.9% YoY, -2.0% QoQ),
- 영업이익 339억원(-54.3% YoY, -10.8% QoQ, OPM 7.1%)
- 순이익: 423억원 (-46.4% YoY, +189.7% QoQ, NPM 8.9%)
- 지배주주순이익 394억원 (-46.7% YoY, +189.7% QoQ, Margin 8.2%)

해외매출 비중

- 해외매출 2,879억 원
- : 전체 매출 대비 60%(-8%p QoQ), 블소 레볼루션 런칭에 따른 국내 매출 증가에 기인
- : 한국 40%, 북미 30%, 일본 9%, 유럽 9%, 동남아 8%, 기타 4%

게임 포트폴리오

- MMORPG 32%, RPG 30%, 캐주얼 26%, 기타 12%
- B&S 레볼루션 (16%), L2R (15%), 마블 콘테스트 오브 챔피언스 (15%), 쿠키잼 (7%), 마블퓨처파이트 (6%), 해리포터 (5%), 세븐나이츠 (4%), 모두의 마블 (4%)

비용 구조

- 영업비용 4,437억원(+2.4% YoY, -1.2% QoQ)
- : 4Q18 출시한 B&S 레볼루션 포함 외부 IP 게임 서비스의 매출 비중 다소 증가하여 전체 평균 지급수수료율 상승

■ 2Q 주요 이슈

- 일곱개의 대죄: Grand Cross: 2분기 한국/일본 출시 예정. 사전예약자 500만명 돌파
- 요괴워치: 메달워즈 2분기 일본 출시 예정. 사전예약자 200만명 돌파
- BTS월드: 5월 10일 사전예약 시작, 6월 말 글로벌 출시 예정

■ Q&A**1. ‘킹오파 올스타’ 매출 추이, 라이프 사이클 예상 및 전망**

- 구글 매출은 조금 더 상승할 것으로 전망.
- 전체 올스타 캐릭터 사용하고 있기 때문에 지속적 캐릭터 업데이트로 PLC 장기화 할 것.

2. 일곱개의 대죄 CBT 반응

- 현재까지 매우 좋은 반응 접수. 지금까지 못 봤던 잔존율이 나오고 있음
- 조만간 구체적 일정 공개할 것

3. 자체 개발하고 있는 BTS 게임 출시 일정 및 BTS World와 차별화점

- 자회사 통해 개발 중인 BTS IP 기반 게임은 개발 초기 단계이기 때문에 공개할 수 있는 내용이 없다.

4. BTS World의 수익모델 및 빅히트와의 수익모델 협의 있는지

- BTS 월드 수익모델은 스토리 모델 기반에 게임의 고유모델을 더할 것
- BTS IP를 활용하기 때문에 빅히트와의 협의는 기본적으로 하나, 게임 경제와 관련된 것은 넷마블이 주도권을 가지고 있음

5. 중장기적 정상범위의 영업이익률

- 하반기부터 실적 가시화 되면 정상적인 20% 이상 OPM 유지할 수 있을 전망

6. 하반기 이후 전략 및 라인업.

- 6월부터 일곱개의 대죄 런칭, 요괴워치, BTS 월드 출시 예정.
- 이후 A3: Still Alive, 세븐나이츠 2, 캐치마인드, 스톤에이지 M, 블소레볼루션 일본 출시, 킹오파 글로벌 출시 등 신규 출시 및 기존작의 글로벌 출시 계획 중
- 영업이익률은 하반기 대작이 많음. 단기적 인력 채용에 따른 인건비 및 신규 론칭 마케팅비용이 있겠지만, 하반기부터는 많이 개선될 것으로 예상.

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,424.8	2,021.3	2,190.0	2,461.3	2,584.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,190.0	2,461.3	2,584.3
판관비	1,915.0	1,779.6	1,951.1	2,180.3	2,263.2
영업이익	509.8	241.7	238.9	281.0	321.1
금융순익	11.6	76.6	0.0	0.0	0.0
종속/관계기업손익	(5.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(44.2)	(27.9)	98.8	98.8	98.8
세전이익	471.5	290.4	337.7	379.8	419.9
법인세	110.6	75.5	83.8	94.3	104.3
계속사업이익	360.9	214.9	253.9	285.5	315.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	360.9	214.9	253.9	285.5	315.7
비지배주주지분					
순이익	51.1	25.3	16.8	18.9	20.9
지배주주순이익	309.8	189.6	237.1	266.6	294.8
지배주주지분포괄이익	522.8	264.6	249.6	280.7	310.4
NOPAT	390.2	178.8	179.6	211.2	241.4
EBITDA	574.5	321.7	322.7	347.5	374.9
성장성(%)					
매출액증가율	61.7	(16.6)	8.3	12.4	5.0
NOPAT증가율	74.4	(54.2)	0.4	17.6	14.3
EBITDA증가율	76.6	(44.0)	0.3	7.7	7.9
영업이익증가율	73.0	(52.6)	(1.2)	17.6	14.3
(지배주주)순이익증가율	78.0	(38.8)	25.1	12.4	10.6
EPS증가율	43.4	(42.9)	24.8	12.4	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	23.7	15.9	14.7	14.1	14.5
영업이익률	21.0	12.0	10.9	11.4	12.4
계속사업이익률	14.9	10.6	11.6	11.6	12.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	2,777	3,122	3,452
BPS	50,922	53,181	55,885	59,007	62,459
CFPS	7,365	4,023	4,939	5,227	5,548
EBITDAPS	7,228	3,777	3,781	4,070	4,391
SPS	30,508	23,734	25,659	28,826	30,267
DPS	360	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	48.4	50.1	44.3	39.4	35.6
PBR	3.7	2.1	2.2	2.1	2.0
PCFR	25.6	27.7	24.9	23.5	22.2
EV/EBITDA	24.2	24.9	23.8	21.3	18.9
PSR	6.2	4.7	4.8	4.3	4.1
재무비율(%)					
ROE	11.2	4.4	5.3	5.6	5.9
ROA	8.5	3.5	4.2	4.5	4.7
ROIC	36.0	10.9	10.0	11.9	13.9
부채비율	19.8	19.4	20.1	20.9	20.5
순부채비율	(51.0)	(36.6)	(62.5)	(64.9)	(67.6)
이자보상배율(배)	37.8	417.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,918.4	2,590.6	4,029.3	4,447.0	4,846.2
금융자산	2,551.3	2,049.3	3,420.8	3,763.2	4,128.2
현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,858.1	3,130.7	3,464.2
매출채권 등	303.2	204.0	229.3	257.7	270.6
재고자산	2.4	3.3	3.7	4.2	4.4
기타유동자산	61.5	334.0	375.5	421.9	443.0
비유동자산	2,429.3	2,842.4	1,744.3	1,709.4	1,670.0
투자자산	974.7	1,269.9	255.6	287.2	301.6
금융자산	951.9	15.0	16.9	19.0	19.9
유형자산	145.4	174.3	157.5	140.6	123.8
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,252.5	1,202.8	1,165.8
기타비유동자산	72.4	78.7	78.7	78.8	78.8
자산총계	5,347.7	5,433.0	5,773.6	6,156.4	6,516.2
유동부채	501.3	587.0	650.5	721.8	754.2
금융부채	41.0	278.0	311.5	349.0	366.1
매입채무 등	248.6	165.8	186.3	209.4	219.9
기타유동부채	211.7	143.2	152.7	163.4	168.2
비유동부채	381.2	294.5	317.7	343.7	355.5
금융부채	234.0	107.6	107.6	107.6	107.6
기타비유동부채	147.2	186.9	210.1	236.1	247.9
부채총계	882.4	881.5	968.2	1,065.5	1,109.7
지배주주지분	4,329.5	4,374.4	4,611.5	4,878.1	5,172.9
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
자본조정	(422.6)	(617.4)	(617.4)	(617.4)	(617.4)
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	372.8	372.8	372.8
이익잉여금	602.9	761.0	998.1	1,264.6	1,559.4
비지배주주지분	135.8	177.1	193.9	212.8	233.7
자본총계	4,465.3	4,551.5	4,805.4	5,090.9	5,406.6
순금융부채	(2,276.3)	(1,663.6)	(3,001.7)	(3,306.5)	(3,654.5)

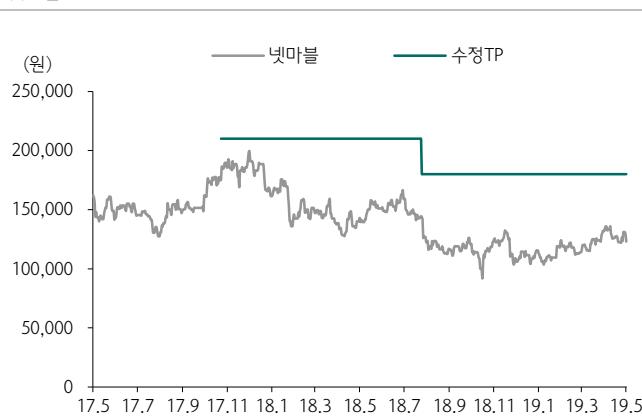
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	323.8	336.4	362.4
당기순이익	360.9	214.9	253.9	285.5	315.7
조정	161.3	57.8	83.8	66.5	53.8
감가상각비	64.7	80.0	83.8	66.6	53.8
외환거래손익	10.3	(15.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	7.9	(8.6)	0.0	0.0	0.0
기타	78.4	1.5	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 변동	(18.8)	(37.4)	(13.9)	(15.6)	(7.1)
투자활동 현금흐름	(1,432.7)	(505.3)	952.2	(101.4)	(46.0)
투자자산감소(증가)	(425.3)	(295.1)	1,014.3	(31.7)	(14.4)
유형자산감소(증가)	(30.0)	(22.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(977.4)	(187.3)	(62.1)	(69.7)	(31.6)
재무활동 현금흐름	2,527.3	(99.2)	33.5	37.6	17.0
금융부채증가(감소)	(34.3)	110.6	33.5	37.6	17.0
자본증가(감소)	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(81.9)	(186.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(30.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,635.1	(359.1)	1,309.4	272.6	333.4
Unlevered CFO	585.4	342.6	421.5	446.3	473.7
Free Cash Flow	473.4	212.3	323.8	336.4	362.4



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

넷마블



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.8.8	BUY	180,000		
17.11.6	BUY	210,000	-24.74%	-5.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.