

# 넷마블

## BUY(유지)

251270 기업분석 |

목표주가(유지)	150,000원	현재주가(05/14)	123,000원	Up/Downside	+22.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 05. 15

### 여전히 기대요인이 많다

#### 1Q19 Review

**1Q19 실적 기대치 하회:** 동사의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 -6%, 56% 감소하며 컨센서스(매출액 5,205억원, 영업이익 586억원)을 하회했다. 블소 레볼루션이 온기 반영됐음에도 불구하고 기존 게임들이 약세였다. 특히 동사 게임 중 비중이 가장 높았던 리니지2:레볼루션의 매출이 전분기대비 300억원 이상 감소했다. 전반적으로 비용은 유지되었음에도 불구하고 외형 축소에 따라 영업이익이 감소한 모습이다.

#### Comment

**BTS IP 확장 및 다수의 신작 기대감:** 6월 말 방탄소년단 IP를 활용한 BTS World가 글로벌 출시 예정이다. 이는 아이돌 IP를 활용하여 신작 게임의 기대효용을 높인 시도로 BTS의 글로벌 팬덤 타겟팅한 성과가 기대되는 상황이다. BTS World 외에도 2분기에 7개의 대작(한국/일본), 요괴워치 메달 워즈(일본)가 출시 예정이다. 그리고 연내에 A3: 스틸얼라이브, 세븐나이츠2, 블소 레볼루션(일본) 등도 출시될 것으로 보이기 때문에 다수의 신작 기대감이 반영될 것으로 예상된다.

#### Action

**투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원:** 1분기 실적은 기대치를 하회했지만 2분기부터 이어지는 다수의 신작 및 지역 확장에 힘입어 동사 실적은 1분기를 저점으로 개선세를 보일 것으로 예상된다. 그리고 벅스 딜 관련하여 예측은 어려우나 핵심 게임 IP가 없는 넷마블 입장에서는 IP 확보는 분명히 필요한 부분이기 때문에 여전히 기대요인이라고 판단된다. 투자 의견 Buy, 목표주가 150,000원을 유지한다.

#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	2,425	2,021	2,219	2,788	3,067
(증가율)	61.6	-16.6	9.8	25.6	10.0
영업이익	510	242	265	495	637
(증가율)	73.0	-52.6	9.6	86.9	28.6
지배주주순이익	310	190	214	385	503
EPS	3,898	2,226	2,507	4,515	5,896
PER (H/L)	51.3/31.7	85.8/40.6	49.1	27.2	20.9
PBR (H/L)	3.9/2.4	3.7/1.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (H/L)	25.8/15.1	45.2/19.7	21.6	12.9	9.8
영업이익률	21.0	12.0	11.9	17.8	20.8
ROE	11.2	4.4	4.8	8.1	9.6

#### Stock Data

52주 최저/최고	91,800/166,500원
KOSDAQ /KOSPI	710/2,082pt
시가총액	105,021억원
60일-평균거래량	198,917
외국인지분율	26.2%
60일-외국인지분율변동추이	+1.3%p
주요주주	방준혁 외 7인 24.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.8	-0.8	-14.0
상대기준	0.0	6.1	2.3

도표 1. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,073	5,008	5,260	4,871	4,776	4,994	5,614	6,231	20,213	21,615	26,902
YoY	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-5.9	-0.3	6.7	27.9	-16.6	6.9	24.5
리니지2:레블루션	1,757	1,384	1,203	1,023	716	629	601	581	5,367	2,526	2,625
마블콘테스트오브챔피언	812	751	736	877	716	678	669	689	3,176	2,752	2,595
쿠키잼	355	351	316	341	334	331	301	322	1,363	1,288	1,137
해리포터	0	198	537	331	239	175	151	125	1,066	690	377
마블퓨처파이트	254	451	368	292	287	264	241	218	1,365	1,010	789
B&S 레블루션	0	0	0	292	764	657	562	915	292	2,897	6,638
모두의마블	304	244	221	205	191	157	144	134	974	626	486
세븐나이츠	304	250	231	185	191	175	169	153	970	688	557
세븐나이츠2	0	0	0	0	0	0	0	300	0	300	1,067
BTS월드	0	0	0	0	0	75	460	318	0	853	851
A3 스틸얼라이브	0	0	0	0	0	0	225	270	0	495	627
7개의 대죄	0	0	0	0	0	90	270	239	182	145	149
기타	1,034	942	1,209	880	1,246	1,308	1,374	1,511	4,064	5,439	6,710
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,458	4,383	4,546	4,943	5,243	17,763	19,115	22,290
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,074	2,409	2,624	8,426	9,207	11,125
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,139	1,140	1,240	4,131	4,658	5,134
마케팅비	747	786	851	734	628	799	803	810	3,118	3,040	3,699
감가상각비	36	37	38	45	45	46	48	49	156	187	209
무형자산상각비	132	157	157	165	165	168	171	173	611	677	725
기타	300	314	366	341	305	320	373	348	1,321	1,346	1,399
영업이익	741	622	673	413	393	448	670	988	2,417	2,499	4,612
YoY	-63.0	-40.8	-39.8	-55.5	-47.0	-26.2	5.0	164.0	-52.6	3.4	84.5
영업이익률	14.6	12.4	12.8	8.5	8.2	9.0	11.9	15.9	12.0	11.6	17.1
순이익	788	695	516	179	561	575	527	678	2,149	2,341	3,998
YoY	-46.0	-11.1	-38.7	-65.7	-28.9	-17.3	2.1	278.0	-41	9.0	70.8
순이익률	15.5	13.9	9.8	3.7	11.7	11.5	9.4	10.9	10.6	10.8	14.9

자료: DB 금융투자

도표 2. 넷마블 신작 출시 일정

(단위: )

게임명	장르	구분	지역	출시일정
요괴워치: 메달워즈	기타	자체개발	일본	2Q19
일곱개의 대죄	기타	자체개발	한국/일본	2Q19
BTS 월드	기타	퍼블리싱	글로벌	2Q19
A3: Still Alive	기타	자체개발	글로벌	하반기
킹오브피이터즈:올스타	기타	자체개발	글로벌	하반기
세븐나이츠2	기타	자체개발	한국	하반기
블레이드앤소울:레블루션	MMORPG	자체개발(Licensee)	일본	하반기
블레이드앤소울:레블루션	MMORPG	자체개발(Licensee)	글로벌	하반기

자료: DB 금융투자

**대차대조표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	2,918	2,591	3,958	4,466	5,045
현금및현금성자산	1,908	1,549	2,818	3,180	3,607
매출채권및기타채권	303	204	262	363	469
재고자산	2	3	2	3	3
비유동자산	2,429	2,842	1,757	1,711	1,691
유형자산	145	174	196	198	215
무형자산	1,237	1,319	1,255	1,206	1,170
투자자산	975	1,270	227	227	227
<b>자산총계</b>	<b>5,348</b>	<b>5,433</b>	<b>5,715</b>	<b>6,177</b>	<b>6,737</b>
유동부채	501	587	621	654	672
매입채무및기타채무	249	166	200	232	251
단기차입금및단기차채	4	8	8	8	8
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	381	295	295	295	295
사채및장기차입금	0	85	85	85	85
<b>부채총계</b>	<b>882</b>	<b>882</b>	<b>915</b>	<b>948</b>	<b>967</b>
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,849	3,849	3,849	3,849
이익잉여금	603	761	975	1,360	1,864
비배주주지분	136	177	211	255	293
<b>자본총계</b>	<b>4,466</b>	<b>4,552</b>	<b>4,800</b>	<b>5,228</b>	<b>5,770</b>

**손익계산서**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,425	2,021	2,219	2,788	3,067
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,425</b>	<b>2,021</b>	<b>2,219</b>	<b>2,788</b>	<b>3,067</b>
판매비	1,915	1,780	1,954	2,293	2,430
영업이익	510	242	265	495	637
EBITDA	574	322	359	576	713
<b>영업외손익</b>	<b>-38</b>	<b>49</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>73</b>
금융손익	12	77	87	95	103
투자손익	-6	0	0	0	0
기타영업외손익	-44	-28	-27	-28	-30
<b>세전이익</b>	<b>471</b>	<b>290</b>	<b>325</b>	<b>562</b>	<b>710</b>
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>361</b>	<b>215</b>	<b>248</b>	<b>428</b>	<b>542</b>
차배주주지분순이익	310	190	214	385	503
비배주주지분순이익	51	25	34	43	38
<b>총포괄이익</b>	<b>569</b>	<b>292</b>	<b>248</b>	<b>428</b>	<b>542</b>
증감률(%YoY)					
매출액	61.6	-16.6	9.8	25.6	10.0
영업이익	73.0	-52.6	9.6	86.9	28.6
EPS	43.3	-42.9	12.6	80.1	30.6

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

**현금흐름표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	503	235	257	362	444
당기순이익	361	215	248	428	542
현금유출이없는비용및수익	224	128	124	154	176
유형및무형자산상각비	65	80	94	81	76
영업관련자산부채변동	-19	-37	-39	-87	-106
매출채권및기타채권의감소	-18	104	-58	-101	-106
재고자산의감소	0	-1	1	-1	0
매입채무및기타채무의증가	-3	-28	34	33	19
투자활동현금흐름	-1,433	-505	1,013	1	-16
CAPEX	-30	-23	-52	-35	-57
투자자산의순증	-437	-295	1,043	0	0
재무활동현금흐름	2,527	-99	-1	-1	-1
사채및차입금의 증가	-34	111	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	2,644	7	0	0	0
배당금지급	0	-31	0	0	0
기타현금흐름	37	10	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>1,635</b>	<b>-359</b>	<b>1,269</b>	<b>362</b>	<b>427</b>
기초현금	273	1,908	1,549	2,818	3,180
기말현금	1,908	1,549	2,818	3,180	3,607

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	3,898	2,226	2,507	4,515	5,896
BPS	50,919	51,303	53,740	58,253	64,147
DPS	360	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	48.4	50.1	49.1	27.2	20.9
P/B	3.7	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.2	24.9	21.6	12.9	9.8
수익성(%)					
영업이익률	21.0	12.0	11.9	17.8	20.8
EBITDA마진	23.7	15.9	16.2	20.7	23.3
순이익률	14.9	10.6	11.2	15.4	17.7
ROE	11.2	4.4	4.8	8.1	9.6
ROA	9.9	4.0	4.5	7.2	8.4
ROC	39.3	11.6	11.5	21.3	26.4
안정성및기타					
부채비율(%)	19.8	19.4	19.1	18.1	16.8
이자보상배율(배)	37.8	417.0	391.6	731.9	941.6
배당성향(배)	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, DG 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이전 비율 (2019-04-01 기준) - 매수(80%) 중립(80%) 매도(0.0%)**

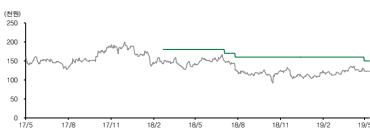
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

**넷마블 현재가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경**

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/03/07	Buy	180,000	-18.2	-7.5					
18/07/17	Hold	170,000	-14.4	-11.8					
18/08/09	Hold	160,000	-26.4	-15.0					
19/05/14	Buy	150,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경