



하나금융그룹

2019년 8월 13일 | Equity Research

넷마블 (251270)

Well-balanced

하반기에 대한 공격적인 기대 유효

2분기 실적은 예상을 하회했으나, 기존 게임들의 매출이 견조한 수준을 유지하고 있는 가운데 하반기 상대적으로 우월한 라인업을 보유했다는 점에서 3분기 이후 펀더멘털 개선에 대한 기대는 유효하다. 6월 출시된 흥행작 “일곱 개의 대죄” 매출이 3분기부터 온기 반영되고, 최근 출시된 “요괴워치”(일본, Google Play 매출 20위권) 및 “쿵야 캐치미언드”(국내, Google Play 다운로드 1위)가 소기의 성과를 보이고 있어 3분기 매출을 견인할 전망이다. 여기에 “블레이드 앤 소울 레볼루션”的 일본 출시 및 “킹오파울스타”가 3분기 중 글로벌 출시될 계획이다. 4분기 라인업에 대한 기대는 더욱 크다. 시장 상황은 보다 격화될 전망이나 기대작인 “세븐나이츠2”, “A3” 등이 출시되며 실적 개선을 이끌 수 있을 것으로 기대한다. 하반기 누적 영업이익은 상반기 대비 21% 증가한 2,125억 원 내외가 될 것으로 추정하고 있다.

2분기 실적은 예상을 하회

2분기 실적은 예상을 하회했다. 매출은 전분기 대비 10.2% 증가한 5,262억 원으로 예상 수준(5,267억 원)을 기록했으나 전반적인 비용 증가로 영업이익은 332억 원으로 전분기 대비 2.1% 감소하며 예상(445억 원)을 하회했다. 주목해야 할 부분은 북미 마블 시리즈의 매출이 견조한 수준을 유지하고 있다는 점이다. “마블 콘테스트 오브 챔피언스”와 “마블 퓨처파이트”는 북미 시장에서 스테디셀러가 되면서 실적을 지지하고 있으며 향후에도 견조한 수준을 유지할 전망이다. “리니지2 레볼루션”도 전분기 수준의 매출을 유지했으며 6월 초 출시된 “일곱 개의 대죄”는 짧은 기간에도 불구하고 400억 원을 상회하는 매출을 기록하며 매출 증기에 기여했다. 전반적으로 소폭의 비용 증가가 있었던 가운데 신규 게임 출시에 따라 마케팅 비용이 33% 증가하며 영업이익 감소의 원인이 되었다.

Well-balanced Business

기존 게임들의 견조한 매출이 유지되고 경쟁사 대비 질적, 양적으로 우월한 신규 게임 라인업 출시를 지속하고 있으며, 한국, 일본, 미국, 대만 등 주요 게임 시장에서 골고루 성과를 거두고 있다는 점은 넷마블의 강점임에 틀림 없다. 최고 수준의 IP들을 보유하고 있으며 이를 기반으로 신규 게임이 만들어지고 완성된 글로벌 유통망을 통해 배급된다. 게임 컨텐츠의 특성상 흥행 리스크는 상존 하나 동급의 게임이라면 매출 칭출이 유리한 구조를 가지고 있다. 장기적인 성장 측면에서 유리한 고지에서 있다고 판단된다. 2분기 실적과 일부 지연된 신규 라인업 등을 고려해 2019년 이익 추정치를 14% 하향 조정 했으며 적정 주가도 150,000원으로 하향 조정하나 하반기 성과는 주목해야 할 것이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 150,000원(하향) | CP(8월 12일): 90,200원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,942.29		
52주 최고/최저(원)	136,000/ 88,100	2,372.6	2,758.4
시가총액(십억원)	7,731.3	299.7	433.3
시가총액비중(%)	0.64	270.8	369.8
발행주식수(천주)	85,713.2	EPS(원)	2,932 4,018
60일 평균 거래량(천주)	350.1	BPS(원)	56,092 60,475
60일 평균 거래대금(십억원)	37.0		
19년 배당금(예상, 원)	0		
19년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인 지분율(%)	23.97		
주요 주주 지분율(%)			
방준액 외 14 인	24.94		
씨제이이앤엠	21.84		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.4) (23.6) (29.0)		
상대	0.5 (13.8) (16.5)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,424.8	2,021.3	2,302.8	2,740.7	2,840.4
영업이익	십억원	509.8	241.7	279.6	330.2	374.4
세전이익	십억원	471.5	290.4	322.9	373.5	417.7
순이익	십억원	309.8	189.6	248.3	290.1	324.4
EPS	원	3,898	2,226	2,903	3,384	3,785
증감률	%	43.4	(42.9)	30.4	16.6	11.8
PER	배	48.36	50.08	31.07	26.65	23.83
PBR	배	3.70	2.10	1.59	1.50	1.41
EV/EBITDA	배	24.17	24.93	13.52	11.14	9.32
ROE	%	11.17	4.36	5.51	6.06	6.37
BPS	원	50,922	53,181	56,587	59,971	63,756
DPS	원	360	0	0	0	0



Analyst 황승재

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 정우상

02-3771-8547

ws.jung@hanafn.com


하나금융투자

매출은 예상수준을 기록했으나
전반적인 비용증가로
영업이익은 예상을 하회

표 1. 넷마블의 2분기 잠정실적

(단위: 백만원)

	2Q18	1Q19	2Q19P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	500,800	477,600	526,200	5.1	10.2	526,701	(0.1)
세븐나이츠	25,040	19,104	15,786	(37.0)	(17.4)	18,149	(13.0)
모두의 마블	30,048	19,104	15,786	(47.5)	(17.4)	18,731	(15.7)
쿠키잼	35,056	33,432	31,572	(9.9)	(5.6)	33,432	(5.6)
리니지2: 레볼루션	140,224	71,640	73,668	(47.5)	2.8	64,769	13.7
MCoC+MFF	120,192	100,296	121,026	0.7	20.7	95,281	27.0
기타	150,240	234,024	268,362	78.6	14.7	296,338	(9.4)
영업비용	438,600	443,700	493,000	12.4	11.1	482,197	2.2
지급수수료	207,500	210,100	229,200	10.5	9.1	222,422	3.0
인건비	101,700	113,900	119,500	17.5	4.9	114,939	4.0
광고선전비	78,600	62,800	83,600	6.4	33.1	84,272	(0.8)
기타(감가상각비 제외)	31,400	30,500	31,600	0.6	3.6	33,636	(6.1)
감가상각비	19,400	26,400	29,100	50.0	10.2	26,928	8.1
영업이익	62,200	33,900	33,200	(46.6)	(2.1)	44,504	(25.4)
이익률(%)	12.4	7.1	6.3			8.4	(25.3)
계속사업이익	87,700	58,600	39,400	(55.1)	(32.8)	69,204	(43.1)
이익률(%)	17.5	12.3	7.5			13.1	
순이익	66,300	42,300	38,000	(42.7)	(10.2)	52,457	(27.6)
이익률(%)	13.2	8.9	7.2			10.0	

자료: 넷마블, 하나금융투자

표 2. 넷마블의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
총매출액	2,021,300	2,302,756	2,740,668	507,400	500,800	526,000	487,100	477,600	526,200	619,285	679,672
^{yoY%}	(16.6)	13.9	19.0	(17.6)	(7.3)	5.0	(7.4)	(2.0)	10.2	17.7	9.8
세븐나이츠	96,008	73,134	115,841	30,444	25,040	21,040	19,484	19,104	15,786	14,997	23,247
모두의마블	101,016	58,713	34,125	30,444	30,048	21,040	19,484	19,104	15,786	13,044	10,779
쿠키잼	136,231	124,722	114,745	35,518	35,056	31,560	34,097	33,432	31,572	30,625	29,094
리니지2: 레볼루션	541,085	274,585	223,348	177,590	140,224	120,980	102,291	71,640	73,668	65,378	63,899
MCoC+MFF	454,110	457,020	411,318	106,554	120,192	110,460	116,904	100,296	121,026	114,975	120,723
기타	692,850	1,314,583	1,841,290	126,850	150,240	220,920	194,840	234,024	268,362	380,266	431,930
영업비용	1,779,600	2,023,198	2,410,489	433,200	438,600	458,700	449,100	443,700	493,000	522,088	564,411
^{yoY%}	(7.1)	13.7	19.1	(17.2)	1.2	4.6	(2.1)	(7.2)	11.1	5.9	8.1
지급수수료	842,600	1,002,653	1,222,030	212,800	207,500	215,700	206,600	210,100	229,200	266,499	296,854
인건비	413,100	475,696	526,908	98,900	101,700	101,800	110,700	113,900	119,500	120,595	121,701
광고선전비	311,800	289,285	383,693	74,700	78,600	85,100	73,400	62,800	83,600	68,121	74,764
기타(감가상각비 제외)	132,100	140,107	145,082	30,000	31,400	36,600	34,100	30,500	31,600	37,190	40,816
감가상각비	80,000	115,458	132,776	16,800	19,400	19,500	24,300	26,400	29,100	29,682	30,276
영업이익	241,700	279,558	330,178	74,200	62,200	67,300	38,000	33,900	33,200	97,197	115,261
^{yoY%}	(52.6)	15.7	18.1	(19.9)	(16.2)	8.2	(43.5)	(10.8)	(2.1)	192.8	18.6
^{opm%}	12.0	12.1	12.0	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	6.3	15.7	17.0
계속사업이익	290,500	322,858	373,478	105,000	87,700	71,800	26,000	58,600	39,400	103,397	121,461
^{yoY%}	(41.3)	11.1	15.7	48.5	(16.5)	(18.1)	(63.8)	125.4	(32.8)	162.4	17.5
순이익	214,900	250,742	290,056	78,900	66,300	55,100	14,600	42,300	38,000	78,375	92,067
^{yoY%}	(43.7)	16.7	15.7	45.6	(16.0)	(16.9)	(73.5)	189.7	(10.2)	106.3	17.5

자료: 넷마블, 하나금융투자

넷마블 Conference Call 내용

■ 2분기 실적 요약 및 하반기 전망

- 매출 5,262억원(+5.1% YoY, +10.2%QoQ)

- EBITDA 623억원(-23.7% YoY, +3.3%QoQ)

- 영업이익 332억원(-46.6% YoY, -2.1%QoQ, OPM 6.3%)

: 신작 기여로 QoQ 매출은 상승했으나, EBITDA와 영업이익은 신작 출시 마케팅비가 선반영되며 전분기와 유사

- 순이익 380억원(-42.7% YoY, -10.2%QoQ, NPM 7.2%)

- 지배주주순이익 385억원(-33.5% YoY, -2.3%QoQ)

- 3분기 및 하반기 전망

: 3분기에는 2분기 출시 신작의 온기 반영, 3분기 신작 매출이 추가 반영되면서 본격적인 실적 턴어라운드 예상

: 2019년 3, 4분기에는 2017년 분기 영업이익 수준까지 빠르게 회복 예상

■ 해외매출 비중

- 해외매출 3,390억원(매출비중 64%, +4%p QoQ)

: ‘일곱개의 대죄’ 런칭 효과로 일본 매출 증가에 기인

: 국가별 – 한국 36% / 북미 31% / 일본 13% / 유럽 8% / 동남아 7% / 기타 5%

: 하반기 해외매출 비중 70% 수준까지 지속적 증가 예상

■ 게임 포트폴리오

- RPG 41% / 캐주얼 24% / MMORPG 24% / 기타 11%

- MCoC 15% / L2R 14% / B&S 레볼루션 10% / 마블퓨쳐파이트 8% / 일곱개의 대죄 8% / 쿠키잼 6% / 킹오퍼 올스타 5% / 해리포터 4% / 모두의 마블 3% / 세븐나이츠 3% / 기타 24%

- 하반기에는 주요 게임 포트폴리오 더 분산되어 다변화 될 것으로 예상

■ 비용 구조

- 영업비용 4,930억원(+12.4% YoY, +11.1%QoQ)

: 인건비 1,195억원(+17.5% YoY, +4.9%QoQ), 신규 론칭 게임 및 북미 스튜디오 M&A

: 마케팅비 836억원(+6.4% YoY, +33.1%QoQ), 신규 론칭 게임 마케팅비 선반영

■ 하반기 주요 라인업

- 3분기 실적 발표일 기준 요괴워치(일본, 7/30), 쿵야 캐치마인드(국내, 8/8) 기출시

- 3분기 중 B&S 레볼루션(일본), 킹오퍼 올스타(글로벌) 출시 예정

- 4분기 중 핵심 라인업인 세븐나이츠2 및 A3 국내 출시 예정 + 테라 오리진(일본) 출시 예정

■ Q&A

1. 신작 출시 지속으로 3, 4분기 실적 가이던스

- 구체적 수치 제공은 어려우나, 상반기 대비 영업이익 등 전체적 수준 대폭 상승할 것
- 영업이익 수준은 2017년 하반기 수준 3분기 회복 예상하고 있으며, 4분기는 이보다 양호할 것으로 예상

2. 원/달러 상승으로 인한 넷마블 매출 영향

- 외화자산이 부채보다 훨씬 많고 외화경상수지 흑자여서 환율 상승에 따라 긍정적 영향
- 매분기말 환율 상승 하락에 따라 외환평가 이익이 변동됨
- 환율 상승에 따른 재무적 요인은 긍정적

3. 3, 4분기 해외 진출 및 신작 출시 중 기대작

- 하반기 계획 중인 해외 진출 게임은 블소레볼루션 일본진출 이후 글로벌 진출 준비 중
- 일곱개의 대죄 글로벌, 킹오파 올스타 글로벌 준비 중
- 좋은 실적 기대 중

4. 매입한 자사주의 활용 방안

- 자사주 매입은 주가안정 및 주주가치제고
- 현재 활용 방안은 정해진 바는 없으나 다양한 기회에 사용할 것
- 추가적 자사주 매입에 대한 계획은 정해진 바 없음.

5. 넥슨 M&A 무산에 대한 업데이트 및 향후 M&A 진행 사항

- 넥슨 M&A는 회사 차원에서 말하기 어려움.
- 불발 이후 회사는 M&A 관련해서는 지속적으로 사업적 재무적으로 시너지 날 수 있는 대상 관찰 및 검토 중.

6. 세븐나이츠2 출시 및 게임성에 대한 내부 평가 업데이트

- 하반기 출시 준비 중인 세븐나이츠2 및 A3 출시 지연은 출시 시기 맞추기보다는 웰메이드 출시에 집중
- 지연이 있었지만 현재로 연내 출시 가능할 것으로 예상

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,424.8	2,021.3	2,302.8	2,740.7	2,840.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,302.8	2,740.7	2,840.4
판관비	1,915.0	1,779.6	2,023.2	2,410.5	2,465.9
영업이익	509.8	241.7	279.6	330.2	374.4
금융순익	11.6	76.6	26.1	0.0	0.0
종속/관계기업손익	(5.6)	0.1	(0.7)	0.0	0.0
기타영업외손익	(44.2)	(27.9)	17.9	43.3	43.3
세전이익	471.5	290.4	322.9	373.5	417.7
법인세	110.6	75.5	72.1	83.4	93.3
계속사업이익	360.9	214.9	250.8	290.1	324.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	360.9	214.9	250.8	290.1	324.4
비지배주주지분					
순이익	51.1	25.3	2.5	0.0	0.0
지배주주순이익	309.8	189.6	248.3	290.1	324.4
지배주주지분포괄이익	522.8	264.6	302.1	278.7	311.7
NOPAT	390.2	178.8	217.2	256.4	290.8
EBITDA	574.5	321.7	383.9	431.1	472.1
성장성(%)					
매출액증가율	61.7	(16.6)	13.9	19.0	3.6
NOPAT증가율	74.4	(54.2)	21.5	18.0	13.4
EBITDA증가율	76.6	(44.0)	19.3	12.3	9.5
영업이익증가율	73.0	(52.6)	15.7	18.1	13.4
(지배주주)순이익증가율	78.0	(38.8)	31.0	16.8	11.8
EPS증가율	43.4	(42.9)	30.4	16.6	11.8
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	23.7	15.9	16.7	15.7	16.6
영업이익률	21.0	12.0	12.1	12.0	13.2
계속사업이익률	14.9	10.6	10.9	10.6	11.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	2,903	3,384	3,785
BPS	50,922	53,181	56,587	59,971	63,756
CFPS	7,365	4,023	4,761	5,535	6,013
EBITDAPS	7,228	3,777	4,488	5,029	5,508
SPS	30,508	23,734	26,919	31,975	33,138
DPS	360	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	48.4	50.1	31.1	26.7	23.8
PBR	3.7	2.1	1.6	1.5	1.4
PCFR	25.6	27.7	18.9	16.3	15.0
EV/EBITDA	24.2	24.9	13.5	11.1	9.3
PSR	6.2	4.7	3.4	2.8	2.7
재무비율(%)					
ROE	11.2	4.4	5.5	6.1	6.4
ROA	8.5	3.5	4.3	4.6	4.9
ROIC	36.0	10.9	11.2	12.8	15.2
부채비율	19.8	19.4	26.6	25.3	24.4
순부채비율	(51.0)	(36.6)	(56.4)	(60.8)	(64.6)
이자보상배율(배)	37.8	417.0	147.8	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

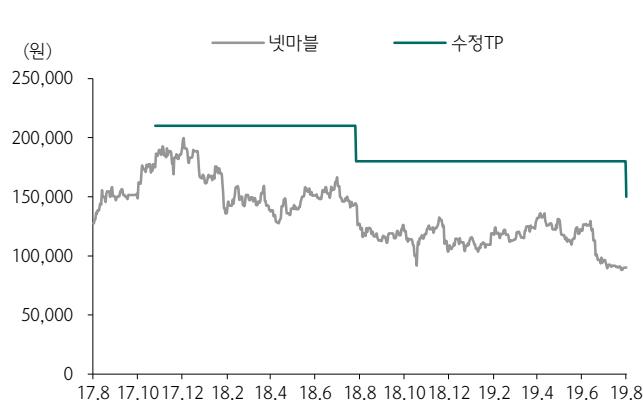
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,918.4	2,590.6	4,105.9	4,502.2	4,948.4
금융자산	2,551.3	2,049.3	3,350.5	3,740.7	4,159.2
현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,651.9	3,036.5	3,429.4
매출채권 등	303.2	204.0	284.6	286.9	297.4
재고자산	2.4	3.3	4.6	4.6	4.8
기타유동자산	61.5	334.0	466.2	470.0	487.0
비유동자산	2,429.3	2,842.4	2,000.9	1,902.6	1,816.5
투자자산	974.7	1,269.9	317.3	319.9	331.5
금융자산	951.9	15.0	21.0	21.2	21.9
유형자산	145.4	174.3	163.4	129.1	94.8
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,375.0	1,308.4	1,245.1
기타비유동자산	72.4	78.7	145.2	145.2	145.1
자산총계	5,347.7	5,433.0	6,106.8	6,404.7	6,764.9
유동부채	501.3	587.0	782.5	788.3	814.5
금융부채	41.0	278.0	387.9	390.9	404.7
매입채무 등	248.6	165.8	231.3	233.2	241.6
기타유동부채	211.7	143.2	163.3	164.2	168.2
비유동부채	381.2	294.5	502.0	504.1	513.6
금융부채	234.0	107.6	241.2	241.2	241.2
기타비유동부채	147.2	186.9	260.8	262.9	272.4
부채총계	882.4	881.5	1,284.5	1,292.4	1,328.1
지배주주지분	4,329.5	4,374.4	4,641.1	4,931.1	5,255.6
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)	(661.5)	(661.5)	(661.5)
기타포괄이익누계액	298.6	372.8	435.3	435.3	435.3
이익잉여금	602.9	761.0	1,009.3	1,299.4	1,623.8
비지배주주지분	135.8	177.1	181.2	181.2	181.2
자본총계	4,465.3	4,551.5	4,822.3	5,112.3	5,436.8
순금융부채	(2,276.3)	(1,663.6)	(2,721.4)	(3,108.6)	(3,513.3)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	203.3	389.7	416.4
당기순이익	360.9	214.9	250.8	290.1	324.4
조정	161.3	57.8	105.7	100.9	97.7
감가상각비	64.7	80.0	104.3	100.9	97.7
외환거래손익	10.3	(15.1)	(10.4)	0.0	0.0
지분법손익	7.9	(8.6)	0.7	0.0	0.0
기타	78.4	1.5	11.1	0.0	0.0
영업활동 변동	(18.8)	(37.4)	(153.2)	(1.3)	(5.7)
투자활동 현금흐름	(1,432.7)	(505.3)	774.8	(8.2)	(37.3)
투자자산감소(증가)	(425.3)	(295.1)	953.2	(2.6)	(11.6)
유형자산감소(증가)	(30.0)	(22.9)	(10.0)	0.0	0.0
기타	(977.4)	(187.3)	(168.4)	(5.6)	(25.7)
재무활동 현금흐름	2,527.3	(99.2)	107.5	3.0	13.8
금융부채증가(감소)	(34.3)	110.6	243.4	3.0	13.8
자본증가(감소)	2,643.5	7.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(81.9)	(186.6)	(135.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(30.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,635.1	(359.1)	1,103.3	384.5	392.9
Unlevered CFO	585.4	342.6	407.3	474.4	515.4
Free Cash Flow	473.4	212.3	193.2	389.7	416.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

넷마블



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.8.13	BUY	150,000		
18.8.8	BUY	180,000	-36.04%	-21.11%
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 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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 11일

Compliance Notice

- 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)
- 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 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 08월 13일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.