

넷마블 (251270)

SW/SI



이창영

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	125,000원 (D)
현재주가 (8/12)	90,200원
상승여력	39%

시기총액	77,313억원
총발행주식수	85,713,168주
60일 평균 거래대금	370억원
60일 평균 거래량	350,116주
52주 고	136,000원
52주 저	88,100원
외인지분율	23.97%
주요주주	방준혁 외 14 인 24.94%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.4)	(31.1)	(29.0)
상대	0.5	(25.3)	(16.5)
절대(달러환산)	(9.3)	(33.4)	(34.1)

어려운 과도기

2분기 실적 Review

매출액 5,262억원(YoY +5.1%, QoQ +10.2%), 영업이익 332억원(YoY -46.6%, QoQ -2.1%), 지배 순이익 385억원(YoY -33.5%, QoQ -2.3%). 신작 '일곱개의 대죄(6/4출시)', '킹 오브파이터즈(5/9 출시)' 흥행에 따른 매출 증가에도, 마케팅비, 인건비 등 비용증가로 영업이익 감소. 시장 기대치 하회

3분기 및 하반기 전망

2분기 흥행 신작 '일곱개의대죄', '킹오브파이터즈' 온기 반영으로 3분기는 2분기 대비 2배 이상의 영업이익(률) 증가 전망. 3분기 중 일본에 출시 예정인 '블소레볼루션', 4분기 신규 대작 '세븐나이츠 2', 'A3' 흥행 수준에 따라 추가적인 실적 개선이 가능할 것으로 전망됨

투자의견 BUY, 목표주가 125,000원 하향조정

6/26 출시한 기대 신작 'BTS W'의 기대에 못미치는 흥행으로, 실적추정치를 하향조정 하여, 목표주가를 125,000원으로 하향조정 함

동사는 국내외 다양한 장르의 다양한 라인업에서 매출이 발생하는 장점이 있지만, 이들 대부분 게임들이 출시된 지 오래되어 매출하향세에 있어, 지난 1년간 평균 영업이익이 431억원, 영업이익률 8.5%로 2년전 평균 대비 각각 50% 가까이 감소된 상태임

동사의 높은 해외 매출비중에 기인하여 해외 출시 신작에 대한 높은 흥행기대를 받아왔으나, 이 또한 기대에 못미치는 흥행 실패로 12개월 Trailing P/E는 57배에 이를

따라서, 동사의 의미 있는 실적 개선이 가능하기 위해서는 현재 하향추세에 있는 기존 게임매출을 만회하고도 남을만한 신작 흥행 비중이 증가해야 가능할 것으로 예상됨.

3분기 실적개선 가능성 및 해외 경쟁력(2분기 해외매출비중 64%)에 따른 장기적인 해외 성장 가능성에 근거, 투자의견 BUY는 유지함

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,262	5.1	10.2	5,331	-1.3
영업이익	332	-46.7	-2.2	442	-24.8
세전계속사업이익	394	-55.0	-32.7	681	-42.1
지배순이익	385	-33.5	-2.2	426	-9.7
영업이익률 (%)	6.3	-6.1 %pt	-0.8 %pt	8.3	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	7.3	-4.3 %pt	-0.9 %pt	8.0	-0.7 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	24,248	20,213	23,501	24,033
영업이익	5,098	2,417	2,738	4,432
지배순이익	3,098	1,896	2,268	3,402
PER	41.0	61.8	34.0	22.7
PBR	3.1	2.6	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.9	30.1	11.3	7.0
ROE	11.2	4.4	5.3	7.9

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

넷마블(251270) 실적 추이 및 전망

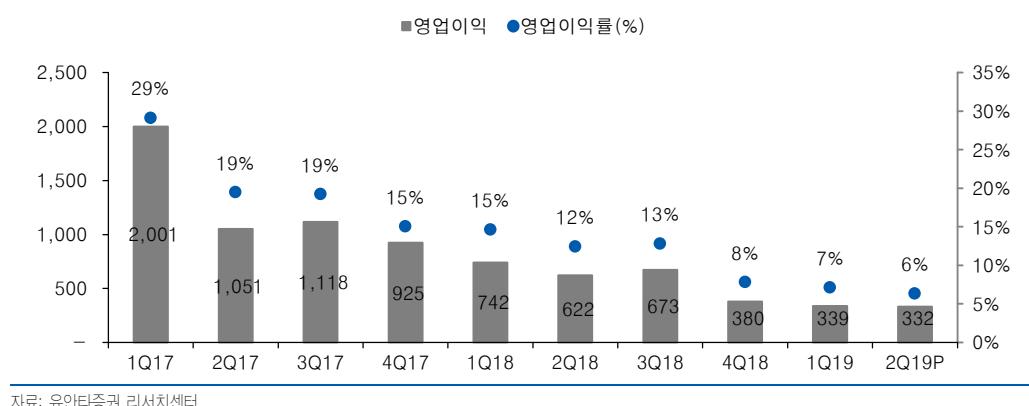
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	5,074	5,008	5,260	4,871	4,776	5,262	6,518	6,944	24,248	20,213	23,501	24,033
YoY(%)	-26.2%	-7.3%	-9.6%	-20.9%	-5.9%	5.1%	23.9%	42.6%	-	-	-	-
세븐나이츠	304	250	210	195	191	158	154	140	1,722	960	643	515
모두의마블	304	215	210	195	191	158	140	149	1,286	925	637	605
쿠키잼	355	351	316	341	334	316	293	320	1,367	1,362	1,263	1,136
마블콘테스트오브챔피언	812	751	736	877	716	789	753	790	2,489	3,176	3,049	2,744
마블퓨처파이트	254	451	368	292	287	421	389	405	-	1,365	1,502	1,276
리니지2레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,023	716	737	709	668	10,802	5,411	2,830	2,264
해리포터	-	-	526	341	239	210	202	186	-	867	837	670
블소래볼	-	-	-	292	764	526	900	990	-	292	3,180	2,544
킹오파, 일곱개의대죄	-	-	-	-	-	684	1,460	1,327	-	-	3,472	4,669
A3, 세븐나이츠 등 신작	-	-	-	-	-	-	-	459	-	-	459	2,234
기타	1,269	1,588	1,683	1,315	1,337	1,213	1,159	1,222	6,274	5,855	4,931	4,438
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,491	4,437	4,930	5,527	5,869	19,153	17,796	20,763	19,602
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,195	1,214	1,299	3,635	4,131	4,847	5,093
마케팅비	747	786	851	734	628	836	917	980	3,812	3,118	3,360	3,033
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,292	2,794	2,955	10,025	8,426	10,142	10,139
기타	300	314	366	341	305	316	322	338	1,681	1,321	1,281	1,337
감가상각비	168	194	195	243	264	291	281	297	-	800	1,133	1,165
영업이익	742	622	673	380	339	332	991	1,075	5,095	2,417	2,737	4,432
영업이익률	15%	12%	13%	8%	7%	6%	15%	15%	21%	12%	12%	18%
YoY(%)	-63%	-41%	-40%	-59%	-54%	-47%	47%	183%	73%	-53%	13%	62%

자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블(251270) 분기 실적 추이

(단위: 억원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	24,248	20,213	23,501	24,033	20,883
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	24,248	20,213	23,501	24,033	20,883
판관비	19,150	17,796	20,763	19,602	17,730
영업이익	5,098	2,417	2,738	4,432	3,154
EBITDA	5,745	3,217	5,409	7,870	5,733
영업외순익	-383	488	326	301	365
외환관련순익	-133	162	68	-36	-36
이자순익	87	394	308	410	509
관계기업관련순익	-56	1	-26	-26	-26
기타	-280	-69	-24	-47	-82
법인세비용차감전순이익	4,715	2,904	3,064	4,732	3,519
법인세비용	1,106	755	698	1,183	880
계속사업순이익	3,609	2,149	2,366	3,549	2,639
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,609	2,149	2,366	3,549	2,639
지배지분순이익	3,098	1,896	2,268	3,402	2,530
포괄순이익	5,694	2,921	4,911	3,872	2,962
지배지분포괄이익	5,228	2,646	4,650	3,666	2,805

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	29,184	25,906	26,185	34,357	41,946
현금및현금성자산	19,078	15,487	14,410	22,520	30,475
매출채권 및 기타채권	3,032	2,040	3,054	3,115	2,755
재고자산	24	33	49	50	44
비유동자산	24,293	28,424	28,708	25,344	22,838
유형자산	1,454	1,743	0	100	201
관계기업등 지분관련자산	228	2,123	2,069	2,043	2,017
기타투자자산	9,519	10,575	11,203	11,203	11,203
자산총계	53,477	54,330	54,893	59,700	64,784
유동부채	5,013	5,870	5,500	4,382	4,413
매입채무 및 기타채무	2,486	1,658	3,049	1,900	1,900
단기차입금	39	83	115	146	177
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,812	2,945	6,524	9,047	11,570
장기차입금	0	853	3,385	5,909	8,434
사채	0	0	-1	-2	-3
부채총계	8,824	8,815	12,024	13,429	15,983
지배지분	43,295	43,744	41,224	44,626	47,156
자본금	85	85	86	86	86
자본잉여금	38,421	38,494	38,494	38,494	38,494
이익잉여금	6,029	7,610	9,878	13,280	15,810
비지배지분	1,358	1,771	1,645	1,645	1,645
자본총계	44,653	45,515	42,869	46,271	48,801
순차입금	-23,133	-21,922	-17,917	-23,473	-28,874
총차입금	2,380	1,159	4,419	6,973	9,528

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,034	2,353	4,278	5,157	4,982
당기순이익	3,609	2,149	2,366	3,549	2,639
감가상각비	115	155	1,978	0	0
외환순이익	103	-151	-77	36	36
증속,관계기업관련순익	56	-1	26	26	26
자산부채의 증감	-188	-374	-1,227	-2,425	-848
기타현금흐름	1,339	575	1,211	3,971	3,129
투자활동 현금흐름	-14,327	-5,053	-1,668	-1,317	-1,317
투자자산	-1,824	-4,012	443	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-300	-230	-101	-101	-101
유형자산 감소	1	1	1	1	1
기타현금흐름	-12,204	-812	-2,011	-1,217	-1,217
재무활동 현금흐름	25,273	-992	-28	2,462	2,462
단기차입금	-1,013	43	31	31	31
사채 및 장기차입금	0	852	2,523	2,523	2,523
자본금	26,346	0	0	0	0
현금배당	0	-306	0	0	0
기타현금흐름	-60	-1,580	-2,583	-92	-92
연결범위변동 등 기타	372	99	-3,658	1,809	1,829
현금의 증감	16,351	-3,591	-1,077	8,110	7,956
기초 현금	2,727	19,078	15,487	14,410	22,520
기말 현금	19,078	15,487	14,410	22,520	30,475
NOPLAT	5,098	2,417	2,738	4,432	3,154
FCF	4,061	1,985	3,458	4,236	3,996

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

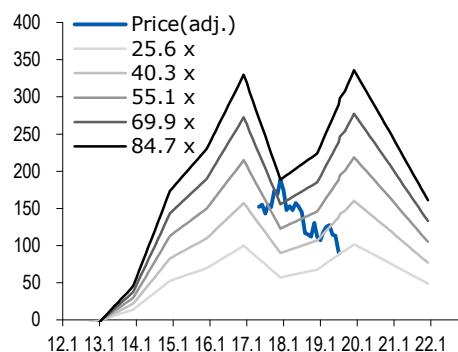
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,898	2,226	2,646	3,969	2,951
BPS	50,935	52,199	49,853	53,967	57,026
EBITDAPS	7,228	3,777	6,311	9,182	6,688
SPS	30,508	23,734	27,418	28,039	24,364
DPS	360	0	0	0	0
PER	41.0	61.8	34.0	22.7	30.5
PBR	3.1	2.6	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	19.9	30.1	11.3	7.0	8.7
PSR	5.2	5.8	3.3	3.2	3.7
재무비율					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	61.6	-16.6	16.3	2.3	-13.1
영업이익 증가율 (%)	73.0	-52.6	13.3	61.9	-28.8
지배순이익 증가율 (%)	78.1	-38.8	19.6	50.0	-25.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	21.0	12.0	11.6	18.4	15.1
지배순이익률 (%)	12.8	9.4	9.7	14.2	12.1
EBITDA 마진 (%)	23.7	15.9	23.0	32.7	27.5
ROIC	40.2	13.0	14.8	25.9	22.8
ROA	8.5	3.5	4.2	5.9	4.1
ROE	11.2	4.4	5.3	7.9	5.5
부채비율 (%)	19.8	19.4	28.0	29.0	32.8
순차입금/자기자본 (%)	-53.4	-50.1	-43.5	-52.6	-61.2
영업이익/금융비용 (배)	37.8	417.0	27.3	26.7	13.6

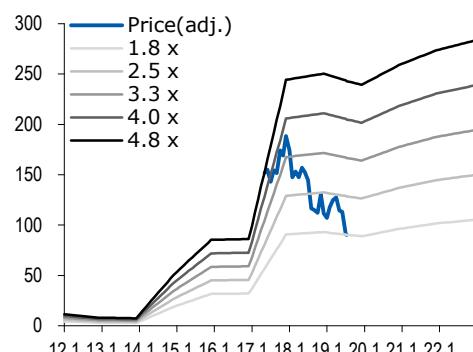
P/E band chart

(천원)

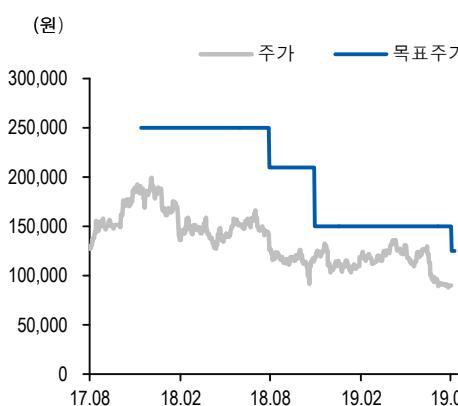


P/B band chart

(천원)



넷마블(251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-13	BUY	125,000	1년		
2018-11-09	BUY	150,000	1년	-23.70	-9.33
2018-08-09	BUY	210,000	1년	-44.69	-39.52
2017-11-23	BUY	250,000	1년	-37.79	-20.20

자료: 유안티증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.