넷마블

BUY(유지)

251270 기업분석 |

목표주가(하향)	110,000원	현재주가(08/12)	90,200원	Up/Downside	+22.0%

2019. 08. 13

실적은 2분기가 저점

2Q19 Review

2분기 실적 컨센서스 하회: 동사의 2Q19 매출액과 영업이익 각각 5,262억원(10%QoQ, 5%YoY), 332억원(-2%QoQ, -47%YoY)으로 컨센서스 영업이익 442억원을 하회했다. 일곱개의 대죄, 킹 오브 파이터 올스타 등 2분기 출시한 신작 흥행의 영향으로 외형은 확대되는 모습을 보였다. 하지만 신규 출시 게임 관련 마케팅 비용 선반영 및 북미 스튜디오 인수에 따른 인건비 증가 등으로 전체 영업비용이 전분기대비 11% 증가하면서 수익성은 저하된 모습이다.

Comment

실적은 2분기가 저점: BTS월드의 성과는 아쉽지만 동사 실적은 2분기가 저점될 것으로 예상된다. 3분기에는 6월 출시된 일곱개의 대죄 온기 반영, 킹오파 올스타 글로벌 출시, 블소 일본 출시, 요괴워치/쿵야 실적 반영 등에 힘입어 실적이 개선될 것으로 보이고 기대작 세븐나이츠2와 A3가 4분기 출시 예정이다. 이에 따라 하반기에는 실적 개선 및 신작 출시 기대감이 주가에 반영될 수 있을 것으로 판단된다.

Action

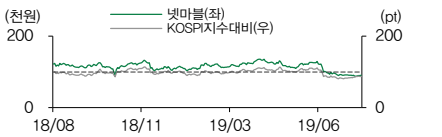
목표주가 하향, 투자의견 Buy 유지: 올해 동사 영업이익 전망치를 18% 낮추고 주요 신작 기대감 및 넥슨 지분 인수 기대감 소멸에 따른 멀티플 조정으로 목표주가를 11만원으로 하향한다. 여전히 고밸류에이션에 대한 부담이 있지만 실적은 2분기를 저점으로 개선되고 기대수준이 높은 신작 출시 및 지역 확장이 하반기에 예정되어 있다. 현 주가에서 수준에서는 지켜볼 필요가 있다고 판단됨에 따라 투자의견 Buy를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,425	2,021	2,282	2,769	3,046
(증가율)	61.6	-16.6	12.9	21.3	10.0
영업이익	510	242	205	399	496
(증가율)	73.0	-52.6	-15.4	94.9	24.4
지배주주순이익	310	190	165	338	424
EPS	3,898	2,226	1,939	3,955	4,964
PER (H/L)	51.3/31.7	85.8/40.6	46.5	22.8	18.2
PBR (H/L)	3.9/2.4	3.7/1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	25.8/15.1	45.2/19.7	16.9	9.9	7.7
영업이익률	21.0	12.0	9.0	14.4	16.3
ROE	11.2	4.4	3.7	7.2	8.3

Stock Data

52주 최저/최고	88,100/136,000원
KOSDAQ /KOSPI	594/1,942pt
시가총액	77,313억원
60日-평균거래량	350,069
외국인지분율	24.0%
60日-외국인지분율변동추이	-2.1%p
주요주주	방준혁 외 14 인 24.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.4	-31.1	-29.0
상대기준	0.5	-25.3	-16.5

Analyst 황현준 02 369 3385 realjun20@db-fi.com

넷마블 실적 추이 및 전망

(단위:억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**5,073**	**5,008**	**5,260**	**4,871**	**4,776**	**5,262**	**6,154**	**6,633**	**20,213**	**22,825**	**27,690**
YoY	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-5.9	5.1	17.0	36.2	-16.6	12.9	21.3
리니지2:레볼루션	1,757	1,384	1,203	1,023	716	737	708	683	5,367	2,843	2,868
마블콘테스트오브챔피언	812	751	736	877	716	789	778	801	3,176	3,084	2,944
쿠키잼	355	351	316	341	334	316	288	308	1,363	1,246	1,136
해리포터		198	537	331	239	210	182	150	1,066	780	464
마블퓨처파이트	254	451	368	292	287	421	385	347	1,365	1,440	1,553
B&S 레볼류션				292	764	526	435	692	292	2,417	5,228
모두의마블	304	244	221	205	191	158	145	135	974	629	426
세븐나이츠	304	250	231	185	191	158	152	138	970	639	517
일곱개의 대죄						421	1,000	900		2,321	2,545
킹오파 올스타						281	600	510		1,391	1,432
세븐나이츠2								225		225	1,067
A3 스틸얼라이브								150		150	772
기타	1,034	942	1,209	880	1,021	900	1,035	1,139	4,064	4,094	4,906
영업비용	**4,332**	**4,386**	**4,587**	**4,491**	**4,437**	**4,930**	**5,554**	**5,857**	**17,796**	**20,779**	**23,703**
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,292	2,761	2,897	8,426	10,051	11,782
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,195	1,201	1,251	4,131	4,786	5,456
마케팅비	747	786	851	734	628	836	923	1,061	3,118	3,448	3,810
기타	468	508	561	584	569	607	669	648	2,121	2,493	2,655
영업이익	**741**	**622**	**673**	**380**	**339**	**332**	**600**	**775**	**2,417**	**2,046**	**3,988**
YoY	-63.0	-40.8	-39.8	-59.0	-54.3	-46.7	-10.8	104.0	-52.6	-15.4	94.9
영업이익률	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	6.3	9.7	11.7	12.0	9.0	14.4
순이익	788	695	516	146	423	380	474	507	2,149	1,784	3,510
YoY	-46.0	-11.1	-38.7	-72.0	-35.3	-8.9	-8.2	246.0	-41	-17	96.7
순이익률	15.5	13.9	9.8	3.0	10.7	12.0	7.7	7.6	10.6	9.3	12.7

자료: 넷마블, DB 금융투자

도표 1. 넷마블 신작 출시 일정

게임명	장르	구분	지역	출시일정
일곱개의 대죄	기타	자체개발	한국/일본	2Q19
BTS 월드	기타	퍼블리싱	글로벌	2Q19
요괴워치: 메달워즈	기타	자체개발	일본	3Q19
쿵야 캐치마인드	기타	자체개발	한국	3Q19
킹오브파이터즈:올스타	기타	자체개발	글로벌	3Q19
블레이드앤소울:레볼루션	MMORPG	자체개발(Licensee)	일본	3Q19
A3:Still Alive	기타	자체개발	한국	4Q19
세븐나이츠2	기타	자체개발	한국	4Q19
블레이드앤소울:레볼루션	MMORPG	자체개발(Licensee)	글로벌	4Q19

자료: 넷마블, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**2,918**	**2,591**	**3,891**	**4,322**	**4,796**
현금및현금성자산	1,908	1,549	2,744	3,038	3,359
매출채권및기타채권	303	204	268	361	467
재고자산	2	3	2	3	3
비유동자산	**2,429**	**2,842**	**1,757**	**1,706**	**1,680**
유형자산	145	174	196	194	204
무형자산	1,237	1,319	1,255	1,206	1,170
투자자산	975	1,270	227	227	227
자산총계	**5,348**	**5,433**	**5,648**	**6,028**	**6,476**
유동부채	**501**	**587**	**624**	**653**	**671**
매입채무및기타채무	249	166	203	232	250
단기차입금및단기사채	4	8	8	8	8
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**381**	**295**	**295**	**295**	**295**
사채및장기차입금	0	85	85	85	85
부채총계	**882**	**882**	**919**	**947**	**966**
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,849	3,849	3,849	3,849
이익잉여금	603	761	926	1,264	1,688
비지배주주지분	136	177	190	203	209
자본총계	**4,465**	**4,552**	**4,730**	**5,081**	**5,510**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,425**	**2,021**	**2,282**	**2,769**	**3,046**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**2,425**	**2,021**	**2,282**	**2,769**	**3,046**
판관비	1,915	1,780	2,078	2,370	2,550
영업이익	**510**	**242**	**205**	**399**	**496**
EBITDA	**574**	**322**	**299**	**479**	**569**
영업외손익	**-38**	**49**	**23**	**64**	**70**
금융손익	12	77	84	95	103
투자손익	-6	0	-3	-3	-3
기타영업외손익	-44	-28	-58	-28	-30
세전이익	**471**	**290**	**227**	**462**	**565**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**361**	**215**	**178**	**351**	**430**
지배주주지분순이익	310	190	165	338	424
비지배주주지분순이익	51	25	13	13	6
총포괄이익	**569**	**292**	**178**	**351**	**430**
증감률(%YoY)					
매출액	61.6	-16.6	12.9	21.3	10.0
영업이익	73.0	-52.6	-15.4	94.9	24.4
EPS	43.3	-42.9	-12.9	104.0	25.5

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	**503**	**235**	**184**	**289**	**332**
당기순이익	361	215	178	351	430
현금유출이없는비용및수익	**224**	**128**	**97**	**132**	**144**
유형및무형자산상각비	65	80	94	80	73
영업관련자산부채변동	**-19**	**-37**	**-43**	**-82**	**-106**
매출채권및기타채권의감소	-18	104	-64	-93	-106
재고자산의감소	0	-1	1	-1	0
매입채무및기타채무의증가	-3	-28	37	29	18
투자활동현금흐름	**-1,433**	**-505**	**1,012**	**5**	**-10**
CAPEX	-30	-23	-52	-29	-47
투자자산의순증	-437	-295	1,042	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
현금의증가	**1,635**	**-359**	**1,196**	**293**	**322**
기초현금	**273**	**1,908**	**1,549**	**2,744**	**3,038**
기말현금	**1,908**	**1,549**	**2,744**	**3,038**	**3,359**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	1,939	3,955	4,964
BPS	50,919	51,303	53,171	57,124	62,086
DPS	360	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	48.4	50.1	46.5	22.8	18.2
P/B	3.7	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	24.2	24.9	16.9	9.9	7.7
수익성(%)					
영업이익률	21.0	12.0	9.0	14.4	16.3
EBITDA마진	23.7	15.9	13.1	17.3	18.7
순이익률	14.9	10.6	7.8	12.7	14.1
ROE	11.2	4.4	3.7	7.2	8.3
ROA	9.9	4.0	3.2	6.0	6.9
ROIC	39.3	11.6	9.1	17.1	20.6
안정성및기타					
부채비율(%)	19.8	19.4	19.4	18.6	17.5
이자보상배율(배)	37.8	417.0	302.4	589.4	733.1
배당성향(배)	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, DB금융투자 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 언급한 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 게재된 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 것이나 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 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) – **매수**(81.5%) **중립**(18.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 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 투자의견은 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 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
19/03/06	Buy	150,000	-23.9	-9.3					
19/08/12	Buy	110,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경