

넷마블

HOLD(유지)

251270 기업분석 |

목표주가(상향)	145,000원	현재주가(08/12)	149,500원	Up/Downside	-3.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2019. 08. 13

베스트 시나리오 가정해도 현재 주가는 부담

2Q20 Review

컨센서스 상회: 2분기 매출액/영업이익은 6,857억원(+29%QoQ, +30%YoY)/817억원(+301%QoQ, +146%YoY)으로 컨센서스(매출액 5,946억원, 영업이익 639억원)를 상회했다. 3월 출시한 일곱개의 대외(글로벌) 및 A3:스틸얼라이브(한국) 매출의 온기 반영이 호실적의 주요인이다. 특히 칠대지는 170여개국에서 약 1,400억원의 매출을 기록하며 외형성장을 견인했다. 이에 힘입어 마케팅비 1,249억원(+32%QoQ, +49%YoY) 등 비용이 늘었음에도 불구하고 이익이 크게 개선된 모습이다.

Comment

긍정적 모멘텀 유효: 하반기에는 BTS 유니버스 스토리, 마블 렐름 오브 챔피언스, A3 등이 글로벌 출시 예정이고 내년 상반기 제2의 나라 등 다수의 게임 출시로 신작/실적 기대감이 이어질 것으로 보인다. 이에 따라 글로벌 마케팅 증가에도 불구하고 하반기 영업이익은 전년대비 12% 개선될 것으로 예상된다. 또한 카카오게임즈/빅히트엔터테인먼트의 상장이 압박함에 따라 보유 지분가치도 지속 부각될 것으로 보인다.

Action

목표주가 상향하지만 밸류에이션 부담으로 Hold 유지: 7대지 흥행 등을 반영한 실적 추정치 상향, 엔씨소프트, 코웨이, 빅히트, 카카오뱅크/게임즈 지분가치 반영 등을 감안하여 목표주가를 14.5만원으로 상향한다. 하지만 최근 주가 상승으로 주요 신작을 감안한 게임 사업 가치 및 보유 지분가치를 공격적으로 반영(도표4 참조)하여도 밸류에이션이 부담스러운 수준이다. 주가 상승 여력 확보를 위해서는 출시 예정 신작의 빅히트 혹은 기대 신작 라인업의 추가가 필요하다고 판단된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	84,600/155,000원												
매출액	2,021	2,179	2,586	2,923	3,180	KOSDAQ /KOSPI	846/2,432pt												
(증가율)	-16.6	7.8	18.7	13.0	8.8	시가총액	128,272억원												
영업이익	242	203	256	413	480	60일-평균거래량	555,552												
(증가율)	-52.6	-16.1	26.4	61.3	16.3	외국인지분율	22.9%												
지배주주순이익	190	156	267	395	280	60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p												
EPS	2,226	1,823	3,116	4,607	3,260	주요주주	방준혁 외 14 인 24.9%												
PER (H/L)	85.8/40.6	75.7/45.8	48.0	32.5	45.9														
PBR (H/L)	3.7/1.8	2.7/1.6	2.7	2.5	2.4	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>17.3</td> <td>41.7</td> <td>65.7</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>3.7</td> <td>12.0</td> <td>32.3</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	17.3	41.7	65.7	상대기준	3.7	12.0	32.3
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	17.3	41.7	65.7																
상대기준	3.7	12.0	32.3																
EV/EBITDA (H/L)	44.4/18.9	31.4/17.9	33.3	23.7	21.5														
영업이익률	12.0	9.3	9.9	14.1	15.1														
ROE	4.4	3.5	5.8	8.0	5.3														

도표 1. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20 P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,776	5,262	6,199	5,518	5,329	6,857	6,725	6,952	21,787	25,863	29,233
YoY	-5.3	9.0	21.7	13.3	12	30	8	25	7.8	18.7	13.0
리니지2:레볼루션	716	737	868	717	586	549	532	508	3,043	2,175	2,347
마블콘테스트오브챔피언	716	789	867	938	746	891	802	882	3,316	3,322	3,585
쿠키잼	334	316	309	276	266	274	269	244	1,237	1,054	932
해리포터	239	210	124	110	107	137	129	123	684	496	462
마블퓨처파이트	287	421	186	276	213	206	152	187	1,172	757	633
B&S 레볼루션	764	526	372	386	426	617	646	692	2,051	2,382	2,732
모두의마블	191	158	124	110	107	137	111	100	584	454	410
세븐나이츠	191	158	124	110	53	69	54	48	584	224	150
세븐나이츠2	0	0	0	0	0	0	0	75	0	75	1,072
세븐나이츠:레볼루션	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	552
A3 스틸얼라이브	0	0	0	0	160	411	580	435	0	1,586	1,145
7개의 대죄	0	421	682	497	640	1,440	1,152	979	1,603	4,211	3,075
킹오파 올스타	0	263	186	276	213	206	195	186	727	800	674
기타	1,082	1,000	1,599	1,388	1,552	1,555	1,500	1,485	5,079	6,092	5,793
영업비용	4,437	4,930	5,355	5,016	5,124	6,040	5,979	6,158	19,738	23,301	25,102
지급수수료	2,101	2,292	2,709	2,420	2,272	2,877	2,889	2,969	9,522	11,007	12,261
인건비	1,139	1,195	1,203	1,221	1,244	1,312	1,323	1,343	4,758	5,222	5,745
마케팅비	628	836	723	739	950	1,249	1,143	1,217	2,926	4,559	4,452
기타	569	607	720	636	658	602	624	629	2,532	2,513	2,644
영업이익	339	332	844	502	206	817	745	794	2,049	2,561	4,131
YoY	-52.2	-25.0	66.4	32.1	3.9	11.9	11.1	11.4	-15.2	25.0	56
영업이익률	7.1	6.3	13.6	9.1	3.9	11.9	11.1	11.4	9.4	9.9	4,160
순이익	423	380	847	-64	576	852	754	700	1,697	2,881	4,160
YoY	-44.1	-26.3	141.2	-136.8	36.2	124.1	-11.0	흑전	-21.0	69.8	44.4
순이익률	8.9	7.2	13.7	-1.2	10.8	12.4	11.2	10.1	7.8	11.1	14.2

자료: 넷마블, DB 금융투자

도표 2. 20/21년 넷마블 주요 신작 출시 일정

게임명	장르	구분	지역	출시일정
일곱개의 대죄	기타	자체개발	글로벌	3/3
A3:Still Alive	기타	자체개발	한국	3/12
블레이드앤소울:레볼루션	MMORPG	자체개발(Licensee)	아시아	4월
BTS2	기타	자체개발(넷마블몬스터)	글로벌	3Q20
A3:Still Alive	기타	자체개발	글로벌	3/12
마블 랠름 오브 챔피언	기타(마블 IP)	자체개발(카툰)	글로벌	4Q20
세븐나이츠2	기타	자체개발	한국	4Q20
세븐나이츠:레볼루션	기타	자체개발	한국	1Q21
제 2의 나라	기타(지브리 애니메이션 활용)	자체개발	한국	1Q21

자료: 넷마블, DB 금융투자

주: 글로벌은 중국 제외

도표 3. 넷마블 목표주가 산정 내역

(단위: 억원 배, 주, %)

구분	내용	비고
보유 지분가치 1)	46,987	
1. 엔씨소프트 지분가치	16,571	
엔씨소프트 시가총액	186,609	8/12 증가 기준
넷마블 엔씨소프트 보유 지분율	8.88	
2. 코웨이 지분가치	16,699	
코웨이 시가총액	65,460	8/12 증가 기준
넷마블 코웨이 보유 지분율	25.51	
3. 빅히트엔터테인먼트 지분가치	5,439	
빅히트엔터테인먼트 예상 기업가치	21,720	19년 실적 대비 PER 30배
넷마블 빅히트 보유 지분율	25.04	
4. 카카오뱅크 지분가치	1,340	
카카오뱅크 예상 기업가치	34,000	DB 가치평가
넷마블 카뱅 보유 지분율	3.94	
5. 카카오게임즈 지분가치	931	
카카오게임즈 예상 기업가치	16,500	공모가 중간값 수준
넷마블 게임즈 보유 지분율	5.64	
6. 자사주 가치	6,008	
넷마블 주가	149,500	8/12 증가 기준
자사주 주식수	4,018,931	
게임부문 영업가치 2)	62,200	
12개월 Forward 순이익	2,365	지분법손익 제외
게임 Peer 평균 PER	26	20년 예상실적 기준
순차입금 3)	-14,824	1Q20 기준
넷마블 적정 가치 1)+2)-3)	124,011	
주식수	85,789,284	
적정주가(원)	144,553	
목표주가	145,000	

자료: DB 금융투자

도표 4. 베스트 시나리오를 가정하더라도 상승여력 제한적

(단위: 억원 배, 주. %)

구분	내용	비고
보유 지분가치 1)	57,177	
1. 엔씨소프트 지분가치	16,571	
엔씨소프트 시가총액	186,609	8/12 증가 기준
넷마블 엔씨소프트 보유 지분을	8.88	
2. 코웨이 지분가치	16,699	
코웨이 시가총액	65,460	8/12 증가 기준
넷마블 코웨이 보유 지분을	25.51	
3. 박히트엔터테인먼트 지분가치	13,021	
박히트엔터테인먼트 예상 기업가치	52,000	시장 추정치 상단
넷마블 박히트 보유 지분을	25.04	
4. 카카오뱅크 지분가치	3,152	
카카오뱅크 예상 기업가치	80,000	시장 추정치 상단
넷마블 카뱅 보유 지분을	3.94	
5. 카카오게임즈 지분가치	1,726	
카카오게임즈 예상 기업가치	30,600	시장 추정치 상단
넷마블 게임즈 보유 지분을	5.64	
6. 자사주 가치	6,008	
넷마블 주가	149,500	8/12 증가 기준
자사주 주식수	4,018,931	
게임부문 영업가치 2)	62,200	
12개월 Forward 순이익	2,365	지분법손익 제외
게임 Peer 평균 PER	26	
순차입금 3)	-14,824	1Q20 기준
넷마블 적정 가치 1)+2)-3)	134,201	
주식수	85,789,284	
적정주가(원)	156,431	
현재주가(원)	149,500	
상승여력	4.6	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실업원					
유동자산	2,591	2,560	1,525	1,950	2,402
현금및현금성자산	1,549	1,575	433	796	1,170
매출채권및기타채권	204	162	231	250	281
재고자산	3	5	3	4	5
비유동자산	2,842	3,246	5,061	5,110	5,203
유형자산	174	236	213	182	162
무형자산	1,319	1,384	1,302	1,245	1,206
투자자산	1,270	1,468	3,388	3,525	3,677
자산총계	5,433	5,806	6,661	7,136	7,680
유동부채	587	665	1,231	1,290	1,315
매입채무및기타채무	166	149	198	248	264
단기차입금및담기채	8	16	566	546	526
유동성장기부채	0	16	16	16	16
비유동부채	295	493	493	493	493
사채및장기차입금	85	201	201	201	201
부채총계	882	1,158	1,725	1,783	1,809
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,849	3,881	3,881	3,881	3,881
이익잉여금	761	914	1,182	1,577	1,857
비자배주지분	177	197	217	238	477
자본총계	4,552	4,648	4,936	5,352	5,871

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실업원					
매출액	2,021	2,179	2,586	2,923	3,180
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,021	2,179	2,586	2,923	3,180
판매비	1,780	1,976	2,330	2,510	2,700
영업이익	242	203	256	413	480
EBITDA	322	321	390	532	579
영업외손익	49	16	76	141	137
영업손익	77	37	14	-4	-3
금융손익	0	13	94	184	177
투자손익	0	13	94	184	177
기타영업외손익	-28	-34	-32	-39	-37
세전이익	290	218	333	555	617
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	170	288	416	519
자배주주지분순이익	190	156	267	395	280
비자배주주지분순이익	25	14	21	21	239
총포괄이익	292	319	288	416	519
증감률(%YoY)					
매출액	-16.6	7.8	18.7	13.0	8.8
영업이익	-52.6	-16.1	26.4	61.3	16.3
EPS	-42.9	-18.1	70.9	47.9	-29.2

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실업원					
영업활동현금흐름	235	381	330	557	586
당기순이익	215	170	288	416	519
현금유출이없는비용및수익	128	164	153	239	170
유형및무형자산상각비	80	118	134	119	98
영업관련자산부채변동	-37	45	-67	41	-5
매출채권및기타채권의감소	104	35	-69	-19	-31
재고자산의감소	-1	-2	2	-1	0
매입채무및기타채무의증가	-28	-31	48	51	16
투자활동현금흐름	-505	-247	-1,947	-167	-184
CAPEX	-23	-80	-29	-31	-40
투자자산의손중	-295	-185	-1,920	-138	-151
재무활동현금흐름	-99	-107	542	-28	-28
사채및차입금의 증가	111	221	565	-5	-5
자본금및자본잉여금의증가	7	31	0	0	0
배당금지급	-31	0	0	0	0
기타현금흐름	10	-1	-67	0	0
현금의증가	-359	26	-1,142	362	374
기초현금	1,908	1,549	1,575	433	796
기말현금	1,549	1,575	433	796	1,170

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,226	1,823	3,116	4,607	3,260
BPS	51,303	51,919	55,002	59,608	62,868
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	50.1	50.7	48.0	32.5	45.9
P/B	2.2	1.8	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	24.1	19.9	33.3	23.7	21.5
수익성(%)					
영업이익률	12.0	9.3	9.9	14.1	15.1
EBITDA마진	15.9	14.7	15.1	18.2	18.2
순이익률	10.6	7.8	11.1	14.2	16.3
ROE	4.4	3.5	5.8	8.0	5.3
ROA	4.0	3.0	4.6	6.0	7.0
ROIC	11.6	9.3	13.8	20.4	28.2
안정성및기타					
부채비율(%)	19.4	24.9	34.9	33.3	30.8
이자보상배율(배)	417.0	23.1	11.2	18.1	21.1
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, DB 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 투자이건 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이건은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이건은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

넷마블 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이건 및 목표주가 변경

일자	투자이건	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이건	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

19/03/06	Buy	150,000	-24.1	-9.3					
19/08/13	Buy	110,000	-15.4	-10.0					
19/11/13	Hold	95,000	4.4	63.2					
20/08/13	Hold	145,000	-	-					