

넷마블(251270)

더 이상의 부진은 없다

기존 게임 매출 감소와 신작 출시 지연으로 1분기 실적은 컨센서스 하회
‘블레이드앤소울 레볼루션’ 사전 예약 시점 확정으로 신작 기대감 확대될 전망
‘해리포터 호그와트 미스터리’ 글로벌 흥행으로 2분기부터 매출 반등 가능

Facts : 기존 게임 매출 감소와 신작 부재로 부진했던 1분기 실적

넷마블의 1분기 실적은 매출액 5,074억원(-26.2% YoY, -17.6% QoQ), 영업이익 742억원(-62.9% YoY, -20.0% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. 국내 모바일 MMOPRG 시장 경쟁 심화로 ‘리니지2 레볼루션’ 매출액이 1,776억원(-26.1% QoQ)으로 감소했으며 ‘모두의 마블’ 등 기존 게임들의 매출 감소세도 지속되고 있다. 한편 ‘쿠키 램’과 ‘마블’ IP 기반 게임들의 양호한 성과를 기반으로 높은 해외 매출 비중이 유지되고 있다는 점은 긍정적이다. 인력 충원으로 인건비는 989억원(+4.8% QoQ) 증가했으며 신작 출시 부재로 마케팅 비용은 747억원(-37.4% QoQ)으로 줄었다.

Pros & cons : 해리포터 흥행과 신작 출시 본격화를 통한 반등 기대

‘해리포터: 호그와트 미스터리’의 글로벌 흥행으로 매출 반등이 가능할 전망이다. 미국 iOS와 구글플레이 매출 순위 2위와 4위를 기록 중이며 유럽 주요 국가 매출 순위도 상위권을 유지 중이다. 다운로드 순위 또한 높은 편으로 추가 이용자 유입을 통해 견고한 매출 수준이 장기간 지속될 전망이다. ‘블레이드앤소울 레볼루션’의 사전 예약 시점 또한 2분기 또는 7월 초로 가시화되어 신작 출시에 대한 기대감도 빠르게 확대될 것으로 예상된다. 다만 국내 시장의 경우 MMORPG 시장 경쟁이 심화되어 이용자 유입을 위한 마케팅 관련 비용의 증가가 불가피하며 단일 게임이 창출할 수 있는 기대 매출 수준 또한 과거 대비 낮을 것으로 예상된다.

Action : 매수의견 및 목표주가 175,000원 유지

넷마블에 대한 매수의견 및 목표주가 175,000원(12MF EPS에 target PER 26.9배 적용)을 유지한다. 기존 게임들의 매출 감소와 신작 출시 지연으로 1분기 실적은 부진했으나 ‘해리포터’의 글로벌 흥행으로 2분기부터는 매출 반등이 가능할 전망이다. 3분기에는 ‘블레이드앤소울 레볼루션’의 출시도 가능할 전망으로 신작 출시에 대한 기대감 확대에 따른 기업 가치 확대가 예상된다. 판호 발급 이후 ‘리니지2 레볼루션’ 중국 출시를 통한 외형 성장에 대한 기대감도 여전히 유효하다고 판단한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 175,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/30)	2,515
주가(4/30)	147,500
시가총액(십억원)	12,552
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	199,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	59,848
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.2/26.1
주요주주(%)	방준혁 외 10 인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

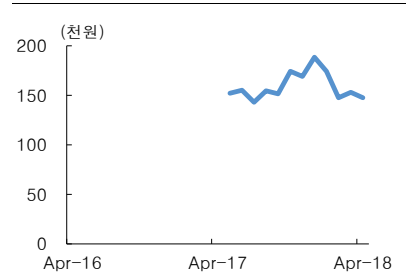
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	48.2	28.4	23.1
PBR(x)	3.7	2.6	2.3
ROE(%)	11.2	9.6	10.5
DY(%)	0.2	0.7	0.8
EV/EBITDA(x)	24.2	15.1	11.8
EPS(원)	3,908	5,200	6,394
BPS(원)	50,922	57,382	64,881

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.6)	(13.5)	0.0
KOSPI 대비(%p)	(6.4)	(14.0)	0.0

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	(17.6)	(26.2)	545.0
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	(20.0)	(62.9)	92.2
영업이익률(%)	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6			16.9
세전이익	190.9	108.3	105.7	66.6	105.0	57.6	(45.0)	91.2
순이익	146.1	70.2	74.3	35.3	78.9	123.6	(46.0)	59.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 넷마블게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	632.6	731.8	895.3	2,424.8	2,767.0	3,223.1
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	164.1	148.0	199.7	278.4	1,106.7	790.2	969.0
리니지 2 레볼루션	388.8	164.8	93.2	68.8	57.1	41.9	34.9	29.1	715.6	163.0	85.8
세븐나이츠	28.5	27.8	20.5	19.5	19.4	18.6	17.9	17.2	96.4	73.1	62.1
모두의 마블	35.3	29.3	31.9	27.9	27.6	27.1	26.5	26.0	124.3	107.2	98.8
블레이드앤소울							60.0	144.0		204.0	445.7
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	343.3	484.6	532.0	616.9	1,318.1	1,976.8	2,254.1
리니지 2 레볼루션 동남아		34.0	99.6	37.3	44.9	41.3	37.2	33.5	170.9	156.8	103.5
리니지 2 레볼루션 일본			70.1	117.0	61.2	60.0	57.0	54.1	187.1	232.3	190.8
리니지 2 레볼루션 북미				17.1	14.4	13.0	12.3	11.7	17.1	51.4	41.2
리니지 2 레볼루션 중국								94.5		94.5	292.5
해리포터						127.3	169.6	164.5		461.3	610.0
Kabam(마블 콘테스트)	23.4	70.2	69.8	86.2	81.2	87.7	85.9	84.2	249.6	339.0	296.8
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.1	433.2	522.6	591.6	645.3	1,915.1	2,192.7	2,505.8
인건비	90.0	86.8	92.4	94.3	98.9	101.8	105.2	108.5	363.5	414.3	445.9
지급수수료	283.8	223.9	232.9	265.8	212.8	278.0	323.9	391.9	1,006.4	1,206.6	1,412.7
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	94.9	113.4	94.0	381.2	377.0	432.5
감가상각비	13.6	16.1	17.7	17.3	16.8	16.4	16.1	16.1	64.7	65.5	62.0
기타	21.3	25.8	25.9	26.3	30.0	31.5	33.1	34.7	99.3	129.3	152.7
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	109.9	140.1	250.0	509.7	574.3	717.3
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	17.4%	19.1%	27.9%	21.0%	20.8%	22.3%
순이익	146.1	78.1	84.2	52.4	78.9	87.4	110.4	193.0	360.8	469.7	577.6
순이익률	21.3%	14.5%	14.5%	8.5%	15.5%	13.8%	15.1%	21.6%	14.9%	17.0%	17.9%
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	74.3	74.3	82.3	103.9	181.8	348.9	442.3	543.9

자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	2,767.0	2,950.5	(6.2)
	2019F	3,223.1	3,393.1	(5.0)
	2020F	3,754.9	5,484.9	(31.5)
영업이익	2018F	574.3	670.3	(14.3)
	2019F	717.3	762.8	(6.0)
	2020F	881.6	1,118.1	(21.2)
지배주주순이익	2018F	442.3	447.3	(1.1)
	2019F	543.9	521.2	4.4
	2020F	662.7	755.1	(12.2)
EPS	2018F	5,200	5,259	(1.1)
	2019F	6,394	6,126	4.4
	2020F	7,789	8,876	(12.2)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 신작 출시 일정

게임	장르	시기
아이언쓰론	전략 RPG	2Q18
테리아사가	전략 RPG	2Q18
블레이드앤소울 레볼루션	MMORPG	2H18
세븐나이츠 2	MMORPG	2H18
일곱개의 대죄	RPG	2H18
킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	2H18
매직 더 개더링 M	TCG	2H18
요괴워치 메달워즈	캐주얼	2H18
원탁의 기사	MMORPG	2H18
리치 그라운드	캐주얼	2H18
팬텀게이트	어드벤처 RPG	2H18
콩야 야채부락리	캐주얼 RPG	2H18
콩야 캐치마인드	캐주얼	2H18
극열마구마구	야구 RPG	2H18
스톤에이지 MMORPG	MMORPG	2H18
BTS WORLD	시뮬레이션	2H18
세븐나이츠 스위치	MMORPG	미정

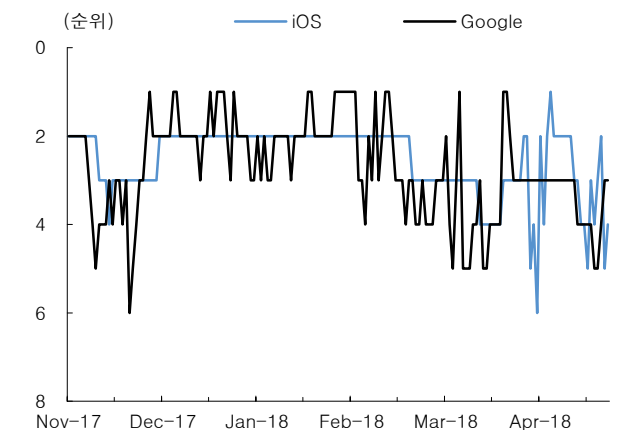
자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 5〉 해리포터 해외 주요 국가 매출액 순위 추이

		4월 26일	4월 27일	4월 28일	4월 29일	4월 30일
영국	iOS	1	1	1	1	1
	Google	30	8	2	2	1
미국	iOS	3	3	3	2	2
	Google	41	19	11	6	4
캐나다	iOS	4	4	4	5	5
	Google	8	6	6	6	6
독일	iOS	2	2	2	2	2
	Google	46	23	14	6	3
프랑스	iOS	4	2	2	2	2
	Google	25	10	6	4	3
호주	iOS	5	4	4	3	2
	Google	37	34	28	24	21

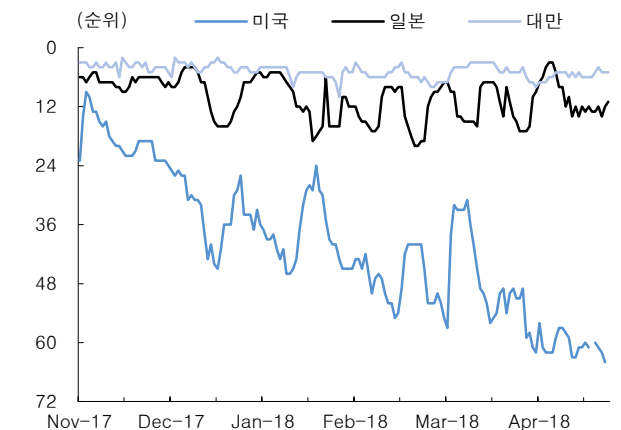
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 1] 한국: 리니지2 레볼루션 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 주요 국가 Google 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 해리포터 게임플레이 스크린샷



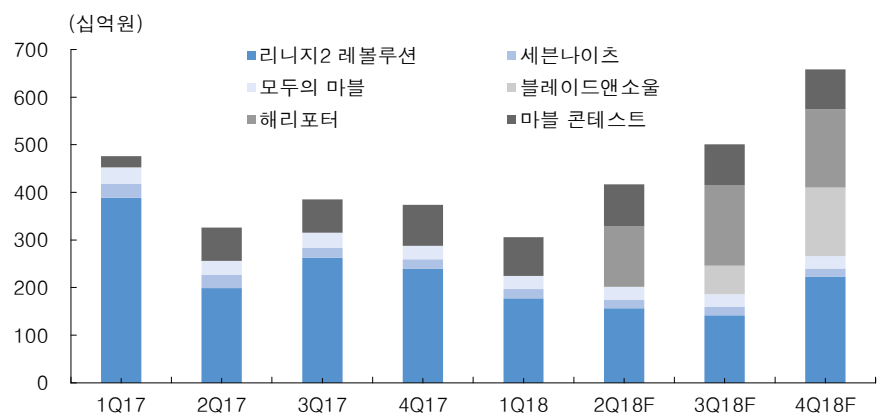
자료: Jam City, 한국투자증권

[그림 4] 해리포터 게임플레이 스크린샷



자료: Jam City, 한국투자증권

[그림 5] 신작 출시를 통한 매출 반등 가능할 전망



자료: 넷마블, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 11월 설립된 넷마블게임즈는 다수의 자회사를 통한 모바일 개발 게임 및 퍼블리싱 사업을 영위하고 있다. 다양한 포트폴리오와 흥행 IP 확보를 통해 경쟁 개발사들 대비 안정적인 매출을 창출 중이며 공격적인 M&A를 통해 해외 진출을 순조롭게 진행 중이다. 2017년 하반기를 시작으로 대표 게임인 '리니지2 레볼루션'의 해외 진출이 본격화될 전망이며 '테라M' 등 기존 흥행 온라인 게임 IP 기반의 신작 출시를 준비 중이다

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	721	2,918	3,392	3,980	4,656
현금성자산	273	1,908	2,324	2,836	3,417
매출채권및기타채권	249	303	332	355	413
재고자산	2	2	3	3	4
비유동자산	1,236	2,429	2,576	2,764	3,023
투자자산	544	975	1,061	1,171	1,289
유형자산	123	145	168	190	213
무형자산	540	1,237	1,273	1,321	1,427
자산총계	1,957	5,348	5,969	6,744	7,679
유동부채	421	501	491	556	648
매입채무및기타채무	197	249	194	209	244
단기차입금및단기사채	105	4	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	420	445	478
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	200	234	259	276	292
부채총계	647	882	910	1,002	1,126
지배주주지분	1,216	4,329	4,883	5,521	6,278
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842	3,842
기타자본	(369)	(423)	(423)	(423)	(423)
이익잉여금	294	603	960	1,402	1,963
비지배주주지분	94	136	175	221	274
자본총계	1,310	4,465	5,058	5,742	6,553

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	197	503	548	731	860
당기순이익	209	361	470	578	704
유형자산감가상각비	8	11	14	17	20
무형자산상각비	22	53	76	79	86
자산부채변동	(82)	(19)	(52)	11	(4)
기타	40	97	40	46	54
투자활동현금흐름	(207)	(1,433)	(74)	(133)	(186)
유형자산투자	(90)	(30)	(37)	(40)	(42)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(64)	(563)	110	86	78
무형자산순증	(7)	(1)	(112)	(128)	(191)
기타	(47)	(839)	(35)	(51)	(31)
재무활동현금흐름	63	2,527	(58)	(86)	(93)
자본의증가	1	2,642	0	0	0
차입금의순증	73	(101)	55	50	50
배당금지급	(4)	0	(31)	(85)	(102)
기타	(7)	(14)	(82)	(51)	(41)
기타현금흐름	4	37	0	0	0
현금의증가	57	1,635	417	512	581

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

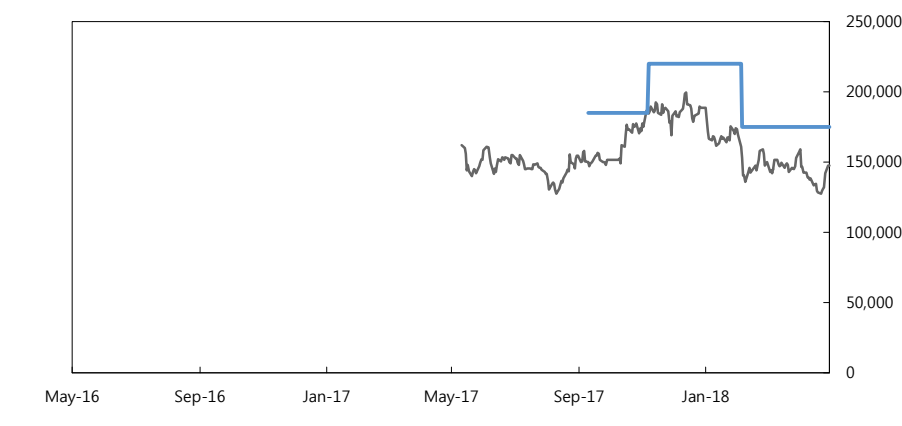
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500	2,425	2,767	3,223	3,755
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,500	2,425	2,767	3,223	3,755
판매관리비	1,205	1,915	2,193	2,506	2,873
영업이익	295	510	574	717	882
금융수익	20	55	101	109	118
이자수익	4	22	42	49	58
금융비용	19	43	35	40	43
이자비용	2	13	14	16	19
기타영업외손익	(16)	(44)	(16)	(17)	(20)
관계기업관련손익	(3)	(6)	0	0	0
세전계속사업이익	276	471	625	769	937
법인세비용	66	111	155	191	233
연결당기순이익	209	361	470	578	704
지배주주지분순이익	174	310	442	544	663
기타포괄이익	66	208	208	208	208
총포괄이익	275	569	678	786	912
지배주주지분포괄이익	239	523	639	740	859
EBITDA	325	574	665	813	987

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,720	3,908	5,200	6,394	7,789
BPS	17,949	50,922	57,382	64,881	73,776
DPS	0	360	1,000	1,200	1,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	39.8	61.6	14.1	16.5	16.5
영업이익증가율	30.8	73.0	12.7	24.9	22.9
순이익증가율	44.3	78.1	42.8	23.0	21.8
EPS증가율	32.7	43.7	33.1	22.9	21.8
EBITDA증가율	31.1	76.6	15.7	22.4	21.3
수익성(%)					
영업이익률	19.6	21.0	20.8	22.3	23.5
순이익률	11.6	12.8	16.0	16.9	17.6
EBITDA Margin	21.7	23.7	24.0	25.2	26.3
ROA	12.3	9.9	8.3	9.1	9.8
ROE	15.3	11.2	9.6	10.5	11.2
배당수익률	-	0.2	0.7	0.8	0.8
배당성향	0.0	9.9	19.2	18.8	15.4
안정성					
순차입금(십억원)	(110)	(2,276)	(2,686)	(3,198)	(3,757)
차입금/자본총계비율(%)	23.6	6.2	6.5	6.6	6.6
Valuation(X)					
PER	NM	48.2	28.4	23.1	18.9
PBR	NM	3.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	NM	24.2	15.1	11.8	9.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
넷마블(251270)	2017.09.11	매수	185,000원	-11.9	0.8
	2017.11.08	매수	220,000원	-18.6	-9.3
	2018.02.06	매수	175,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 1일 현재 넷마블 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 넷마블 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 넷마블 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.