

넷마블(251270)

여전히 부담스러운 밸류에이션

신작출시 부재와 기존라인업의 매출 감소로 1분기 실적은 부진
2분기부터 신작출시 재개되나 여전히 밸류에이션 부담 상존
하반기 국내 시장의 경쟁 또한 심화, 투자의견 중립 유지

Facts : 신작의 부재로 부진한 실적 기록

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,776억원(-5.9% YoY, -2.0% QoQ), 339억원(-54.3% YoY, -10.8% QoQ)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 실적부진의 이유는 1분기 신작출시가 부재했던 가운데 기존 라인업의 매출이 전반적으로 감소했기 때문이다. L2R이 716억원(-59.7% YoY, -30.0% QoQ)으로 감소폭이 컸으며, 그 외에 마블 콘테스트 오브 챔피언스, 헤리포터, 마블 퓨처파이트 등의 작품들이 모두 전분기대비 소폭 줄었다. 전체 영업비용은 마케팅비의 감소에도 불구하고, 인건비 및 지급수수료가 증가하며 전분기와 유사한 4,437억원(+2.4% YoY, -1.2% QoQ)을 기록했다.

Pros & cons : 신작출시 재개되나 여전히 부담스런 밸류에이션

넷마블은 지난 5월 10일 킹오브파이터즈 울스타를 국내에 출시했으며, 2분기 중 일곱개의 대작(한국, 일본), 요괴워치 메달워즈(일본), BTS월드(글로벌) 등의 신작을 출시할 예정이다. 2분기부터 신작출시가 재개됨에 따라 매출은 하락세를 멈추고 반등할 가능성이 높아졌다. 그러나 공개된 신작 라인업만으로는 여전히 지나치게 높은 밸류에이션 부담이 사라질 정도의 실적개선은 어려울 것으로 판단한다. 또한 BTS월드는 외부 개발사의 개발작을 넷마블이 퍼블리싱하는 작품이기 때문에 자체개발작 대비 영업이익 기여도는 낮을 것이라는 점 또한 다소 부담이다.

Action : 투자의견 중립 유지

넷마블에 대해 투자의견 중립을 유지한다. 다양한 외부 IP를 이용한 신작들을 꾸준히 개발하고 있으나 여전히 온라인게임 IP가 없이는 주가를 끌어올릴 수 있을 정도의 흥행작 출시는 어렵다고 판단한다. 또한 하반기 국내 게임시장은 넥슨과 엔씨소프트의 대형 신작 출시가 예정되어 있어 경쟁 심화가 예상되어 넷마블의 신작출시에 따른 이익개선의 폭은 크지 않을 전망이다. 결론적으로 현재의 높은 밸류에이션이 정당화되는 것은 여전히 어려운 상황이라고 판단한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(5/14)	2,082
주가(5/14)	123,000
시가총액(십억원)	10,502
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저(가/원)	166,500/91,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,912
유동주식비율/외국인지분율(%)	27.1/26.3
주요주주(%)	방준혁 외 7 인 24.3
	씨제이이엔엠 21.9

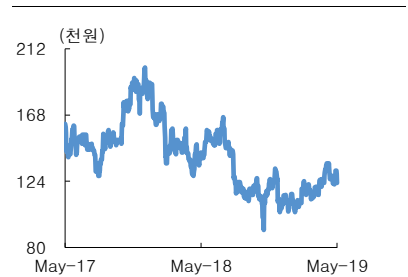
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	50.0	55.1	33.0
PBR(x)	2.1	2.2	2.0
ROE(%)	4.4	4.1	6.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	23.6	26.3	16.6
EPS(원)	2,230	2,234	3,729
BPS(원)	53,181	56,134	60,622

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.8)	(1.6)	(14.0)
KOSPI 대비(%p)	(0.0)	(2.3)	1.9

주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	507.4	500.9	526.0	487.1	477.6	(2.0)	(5.9)	503.6
영업이익	74.2	62.2	67.3	38.0	33.9	(10.8)	(54.3)	50.8
영업이익률(%)	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1			10.1
세전이익	105.0	87.7	71.8	26.0	58.6	125.4	(44.2)	46.0
순이익	73.9	57.9	44.2	13.6	39.4	189.7	(46.7)	35.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 넷마블 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	507	501	526	487	478	499	593	629	2,425	2,021	2,198	2,542
% YoY	(26.2)	(7.3)	(9.6)	(20.9)	(5.9)	(0.4)	12.8	29.1	(83.8)	(16.6)	8.8	15.6
국내매출	164	148	144	154	190	190	223	226	1,107	610	828	835
해외매출	343	353	382	333	288	309	371	403	1,318	1,412	1,370	1,707
영업비용	433	439	459	449	444	460	534	547	1,915	1,780	1,985	2,148
% YoY	(11.1)	0.8	(2.4)	(14.1)	2.4	4.9	16.5	21.9	(84.1)	(7.1)	11.6	8.2
수수료	213	208	216	207	210	219	273	279	1,006	843	981	1,057
마케팅비	75	79	85	73	63	71	80	82	381	312	295	330
인건비	99	102	102	111	114	115	116	117	364	413	462	481
기타	47	51	56	58	57	55	65	69	164	212	246	280
영업이익	74	62	67	38	34	39	59	81	510	242	213	394
% YoY	(62.9)	(40.8)	(39.9)	(59.0)	(54.3)	(38.0)	(12.6)	114.4	(82.7)	(52.6)	(12.0)	85.1
영업이익률(%)	15	12	13	8	7	8	10	13	21	12	10	15
세전이익	105	88	72	26	59	45	70	93	471	290	267	441
% YoY	(45.0)	(19.0)	(32.0)	(61.0)	(44.2)	(48.9)	(2.6)	259.8	(82.9)	(38.4)	(8.1)	65.1
지배주주순이익	74	58	44	14	39	32	49	66	310	190	187	311
% YoY	(43.2)	(17.5)	(40.5)	(61.4)	(46.7)	(45.3)	11.8	384.7	108.1	139.4	56.0	15.8

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 11월 설립된 넷마블은 넷마블엔투, 넷마블넥스 등 다양한 개발 자회사를 통해 모바일게임 개발 및 퍼블리싱 사업을 영위하고 있음. 다양한 포트폴리오와 흥행IP 확보를 통해 성장해왔으며, 최근에는 엔씨소프트의 인기 온라인게임인 리니지2와 블레이드 앤 소울을 활용한 모바일게임인 리니지2 레볼루션과 블레이드 앤 소울 레볼루션을 출시했음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,918	2,591	3,551	3,853	3,896
현금성자산	1,908	1,549	2,418	2,542	2,571
매출채권및기타채권	303	204	222	257	259
재고자산	2	3	4	4	4
비유동자산	2,429	2,842	4,424	4,884	4,978
투자자산	975	1,270	2,700	2,894	2,939
유형자산	145	174	203	232	261
무형자산	1,237	1,319	1,435	1,660	1,678
자산총계	5,348	5,433	7,975	8,737	8,874
유동부채	501	587	2,772	3,005	2,664
매입채무및기타채무	249	166	180	208	211
단기차입금및단기사채	4	8	0	200	400
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	381	295	374	491	579
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	234	107	171	256	341
부채총계	882	882	3,146	3,496	3,243
지배주주지분	4,329	4,374	4,633	5,016	5,379
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,849	3,849	3,849	3,849
기타자본	(423)	(617)	(617)	(617)	(617)
이익잉여금	603	761	948	1,259	1,550
비지배주주지분	136	177	196	225	253
자본총계	4,465	4,552	4,829	5,241	5,631

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	503	235	2,258	244	(328)
당기순이익	361	215	201	335	313
유형자산감가상각비	11	15	18	21	24
무형자산상각비	53	65	72	84	85
자산부채변동	(19)	(37)	1,947	(227)	(776)
기타	97	(23)	20	31	26
투자활동현금흐름	(1,433)	(505)	(1,662)	(614)	(140)
유형자산투자	(30)	(23)	(47)	(50)	(53)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(563)	(380)	(1,358)	(121)	27
무형자산순증	(1)	(17)	(188)	(308)	(103)
기타	(839)	(85)	(69)	(135)	(11)
재무활동현금흐름	2,527	(99)	273	495	496
자본의증가	2,642	6	0	0	0
차입금의순증	(101)	89	287	518	518
배당금지급	0	(31)	0	0	0
기타	(14)	(163)	(14)	(23)	(22)
기타현금흐름	37	10	0	0	0
현금의증가	1,635	(359)	869	124	28

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

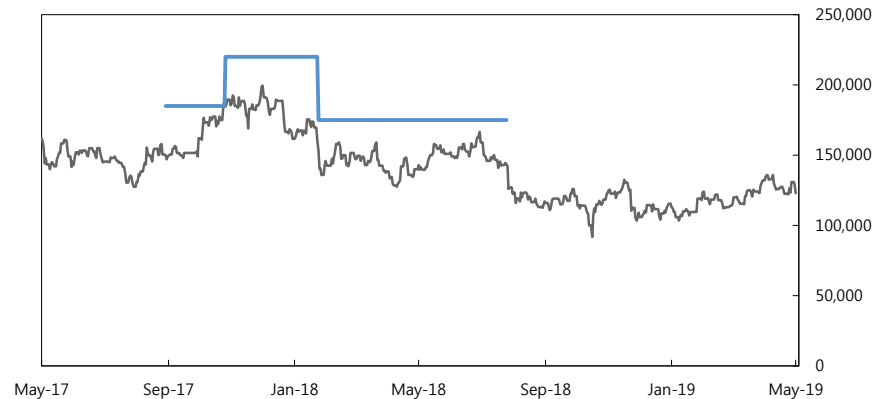
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,425	2,021	2,198	2,542	2,571
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,425	2,021	2,198	2,542	2,571
판매관리비	1,915	1,780	1,985	2,148	2,209
영업이익	510	242	213	394	362
금융수익	55	96	69	72	75
이자수익	22	40	43	45	47
금융비용	43	20	20	20	20
이자비용	13	1	1	1	1
기타영업외손익	(44)	(28)	5	(5)	(5)
관계기업관련손익	(6)	0	0	1	1
세전계속사업이익	471	290	267	441	412
법인세비용	111	76	66	106	99
연결당기순이익	361	215	201	335	313
지배주주지분순이익	310	190	187	311	291
기타포괄이익	208	77	77	77	77
총포괄이익	569	292	278	412	390
지배주주지분포괄이익	523	265	258	383	363
EBITDA	574	322	303	499	470

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,908	2,230	2,234	3,729	3,484
BPS	50,922	53,181	56,134	60,622	64,870
DPS	360	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	61.6	(16.6)	8.8	15.6	1.1
영업이익증가율	73.0	(52.6)	(12.0)	85.1	(8.2)
순이익증가율	78.1	(38.8)	(1.6)	66.9	(6.6)
EPS증가율	43.7	(42.9)	0.2	66.9	(6.6)
EBITDA증가율	76.6	(44.0)	(5.7)	64.3	(5.7)
수익성(%)					
영업이익률	21.0	12.0	9.7	15.5	14.1
순이익률	12.8	9.4	8.5	12.2	11.3
EBITDA Margin	23.7	15.9	13.8	19.6	18.3
ROA	9.9	4.0	3.0	4.0	3.6
ROE	11.2	4.4	4.1	6.5	5.6
배당수익률	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(2,276)	(1,922)	(2,571)	(2,306)	(1,828)
차입금/자본총계비율(%)	6.2	8.5	13.9	22.7	30.3
Valuation(X)					
PER	48.2	50.0	55.1	33.0	35.3
PBR	3.7	2.1	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	24.2	23.6	26.3	16.6	18.6

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				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	-16.0	-4.9
	2018.08.08	중립	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 14일 현재 넷마블 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.