

넷마블(251270)

신작 출시 지연과 경쟁 심화에 따른 성장 둔화 불가피

기존 게임 매출 감소와 '해리포터' 매출 지연으로 2분기 실적은 추정치 하회
국내 MMORPG 경쟁 심화로 '리니지2 레볼루션' 매출 감소 지속
신작 출시 지연에 따른 성장 둔화를 감안해 투자의견 하향

Facts : 추정치를 하회한 2분기 실적

2분기 실적은 매출액 5,008억원(-7.3% YoY, -1.3% QoQ), 영업이익 622억원(-40.8% YoY, -16.2% QoQ)으로 우리 추정치를 하회했다. 국내 MMORPG 시장 경쟁 심화로 '리니지2 레볼루션' 매출액은 1,402억원으로 전분기 대비 21% 감소했으며 기존 게임들의 매출 감소도 계속되고 있다. 한편 초반 흥행에 성공한 '해리포터'의 매출 약 318억원과 관련 영업이익이 3분기로 지연되었다. 영업비용은 4,386억원으로 전분기 대비 1.2% 증가했다. 효율적인 마케팅 집행으로 '해리포터' 글로벌 출시에도 마케팅 비용의 증가는 제한적이었다. 다만 인력 증가와 평균 임금 이상으로 인건비는 1,017억원(+12.7% YoY, +2.4% QoQ)으로 늘었다.

Pros & cons : 신규 MMORPG에 비우호적인 시장 상황

국내 MMORPG 경쟁 심화로 '리니지2 레볼루션'의 매출 감소가 지속될 전망이다. 향후 출시될 신작들의 매출 수준도 과거 대비 낮을 것으로 예상된다. 국내의 경우 이미 매출 순위 상위권의 상당수가 MMORPG로 신규 이용자 확보가 쉽지 않을 것이다. 또한 '검은사막'과 '이카루스M' 등 low-ARPPU 게임들이 트렌드로 자리 잡고 있다는 점도 넷마블에게 우호적이지 않다. 한편 해외의 경우 FPS와 MOBA 등이 새로운 흥행 장르로 주목 받고 있어 해외 흥행을 낙관할 수 만은 없다. 다만 중국의 경우 여전히 MMORPG에 대한 수요가 충분해 판호 발급이 재개될 시 신규 성장 동력을 확보할 수 있을 전망이다.

Action : 투자의견 하향. 신작 출시 지연에 따른 성장 둔화

넷마블에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. 국내 및 해외 모바일 게임 경쟁 심화로 신작들의 흥행 가능성이 하락하고 있으며 기존 게임들의 매출이 감소하고 있다. 또한 계속되는 MMORPG 트렌드 변화와 업무시간 단축으로 인해 과거 대비 신작 개발 기간 또한 길어지고 있다. 이에 따라 '블레이드앤소울 레볼루션'을 포함한 신작들의 출시 지연과 성장 둔화가 불가피할 전망이다. 동종 업체들 대비 높은 밸류에이션에 대한 우려도 확대될 수 있어 기대 신작 출시 및 중국 진출이 가시화되는 시점까지는 보수적인 접근을 추천한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(하향)

Stock Data

KOSPI(8/8)	2,301
주가(8/8)	142,000
시가총액(십억원)	12,100
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저(원)	199,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,100
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.3/26.2
주요주주(%)	방준혁 외 10 인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

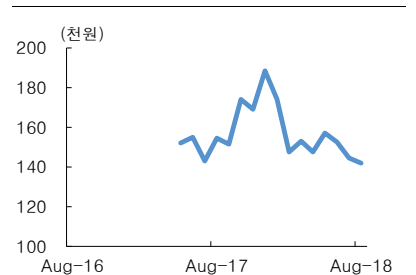
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	48.2	44.9	24.9
PBR(x)	3.7	2.6	2.3
ROE(%)	11.2	6.0	9.8
DY(%)	0.2	0.7	0.8
EV/EBITDA(x)	24.2	24.9	13.1
EPS(원)	3,908	3,166	5,712
BPS(원)	50,922	55,151	61,837

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.0)	1.1	4.8
KOSPI 대비(%p)	(10.2)	5.5	8.7

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim @truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	540.1	581.7	615.8	507.4	500.8	(1.3)	(7.3)	556.2
영업이익	105.1	111.8	92.7	74.2	62.2	(16.2)	(40.8)	89.2
영업이익률(%)	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4			16.0
세전이익	108.3	105.7	66.6	105.0	87.7			93.2
순이익	70.2	74.3	35.3	73.9	57.9	(21.7)	(17.5)	69.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	500.8	534.5	573.6	2,424.8	2,116.3	2,740.6
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	164.1	147.6	140.7	179.7	1,106.7	632.1	862.8
리니지 2 레볼루션	388.8	164.8	93.2	68.8	57.1	45.8	40.0	33.3	715.6	176.3	98.4
세븐나이츠	28.5	27.8	20.5	19.5	19.4	17.1	16.4	15.7	96.4	68.6	56.9
모두의 마블	35.3	29.3	31.9	27.9	27.6	20.8	20.4	20.0	124.3	88.7	75.9
블레이드앤소울							0.0	45.0		45.0	340.5
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	343.3	353.2	393.8	393.9	1,318.1	1,484.2	1,877.8
리니지 2 레볼루션 동남아 및 기타		34.0	99.6	37.3	34.1	31.9	24.5	22.1	170.9	112.7	68.4
리니지 2 레볼루션 일본			70.1	117.0	72.0	49.5	44.6	42.3	187.1	208.4	141.3
리니지 2 레볼루션 북미				17.1	14.4	13.0	12.3	11.7	17.1	51.4	41.2
리니지 2 레볼루션 중국								8.8		8.8	230.2
해리포터: 호그와트 미스터리						19.8	54.0	36.0		109.8	126.9
Kabam(마블 콘테스트)	23.4	70.2	69.8	86.2	81.2	75.1	73.6	72.1	249.6	302.1	300.8
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.1	433.2	438.6	461.2	487.1	1,915.1	1,820.2	2,125.3
인건비	90.0	86.8	92.4	94.3	98.9	101.7	104.1	107.4	363.5	412.1	450.4
지급수수료	283.8	223.9	232.9	265.8	212.8	207.5	229.6	244.2	1,006.4	894.0	1,081.8
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	78.6	74.8	80.3	381.2	308.4	356.3
감가상각비	13.6	16.1	17.7	17.3	16.8	19.4	19.8	20.6	64.7	76.6	84.5
기타	21.3	25.8	25.9	26.3	30.0	31.4	33.0	34.6	99.3	129.0	152.2
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	62.2	73.2	86.5	509.7	296.1	615.3
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	13.7%	15.1%	21.0%	14.0%	22.5%
순이익	146.1	78.1	84.2	52.4	78.9	66.3	74.0	83.6	360.8	303.0	548.0
순이익률	21.3%	14.5%	14.5%	8.5%	15.5%	13.3%	13.8%	14.6%	14.9%	14.3%	20.0%
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	35.3	73.9	57.9	64.4	72.8	348.9	269.5	477.3

자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	2,116	2,476	(14.5)
	2019F	2,741	2,909	(5.8)
	2020F	3,193	3,389	(5.8)
영업이익	2018F	296	491	(39.7)
	2019F	615	682	(9.8)
	2020F	793	828	(4.2)
지배주주순이익	2018F	269	403	(33.1)
	2019F	487	540	(9.9)
	2020F	612	649	(5.7)
EPS(원)	2018F	3,166	4,732	(33.1)
	2019F	5,713	6,342	(9.9)
	2020F	7,184	7,623	(5.7)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 신작 출시 일정

출시일	게임명	장르	플랫폼
2H18-2019	블레이드앤소울 레볼루션	MMORPG	모바일
	BTS World	육성 시뮬레이션	모바일
	세븐나이츠2	MMORPG	모바일
	원탁의 기사	MMORPG	모바일
	일곱개의 대죄 RPG	RPG	모바일
	더 킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	모바일
	극렬 마구마구	스포츠 & RPG	모바일
	요괴워치 메달워즈	액션 RPG	모바일
	스톤에이지 MMORPG	MMORPG	모바일
	팬텀게이트	RPG	모바일
	쿵야 캐치마인드	소셜플레이 게임	모바일
	쿵야 야채부락리	RPG	모바일
	리치 그라운드	모바일 보드게임	모바일
	매직 더 개더링 M	TCP	모바일
미정	세븐나이츠 (콘솔)	콘솔용	콘솔

자료: 넷마블, 한국투자증권

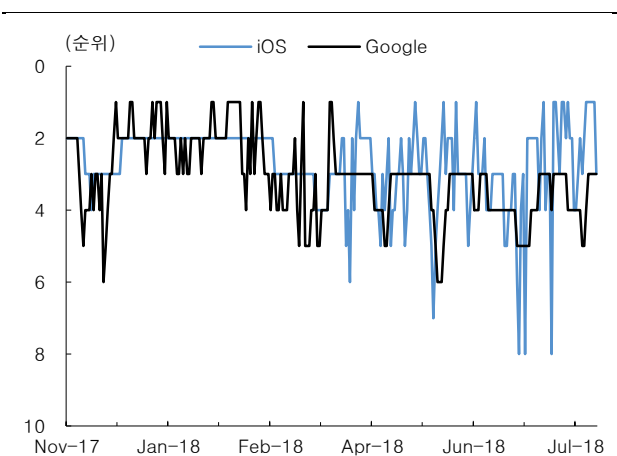
〈표 5〉 국내 게임 Google 매출 순위 : MMORPG 경쟁 심화

순위	게임명	장르	퍼블리셔
1	리니지M	MMORPG	엔씨소프트
2	검은사막 모바일	MMORPG	펄어비스
3	리니지2 레볼루션	MMORPG	넷마블
4	뮤오리진2	MMORPG	웹젠
5	이카루스M	MMORPG	위메이드
6	모두의 마블	보드게임	넷마블
7	세븐나이츠	RPG	넷마블
8	피망 포커	카지노	네오위즈
9	라그나로크M	MMORPG	그래비티
10	페이트/그랜드 오더	RPG	넷마블

주: 8월 8일 기준

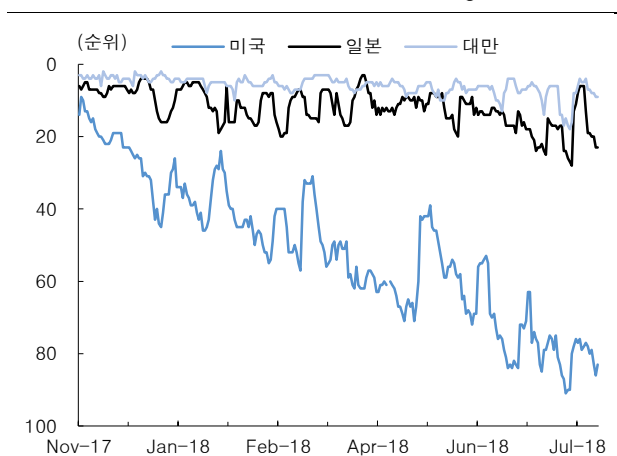
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 1] 리니지2 레볼루션 한국 순위 추이



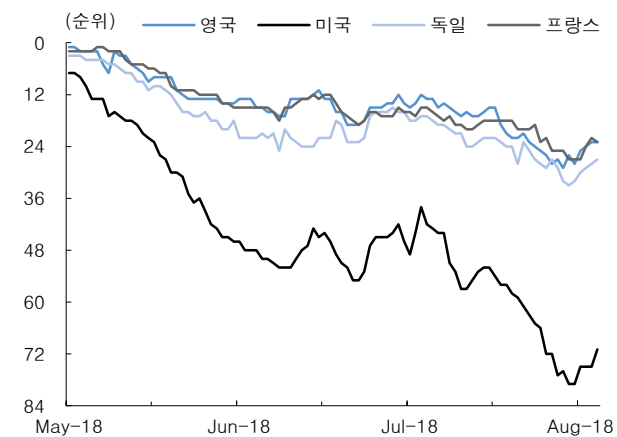
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 주요 국가 Google 순위 추이



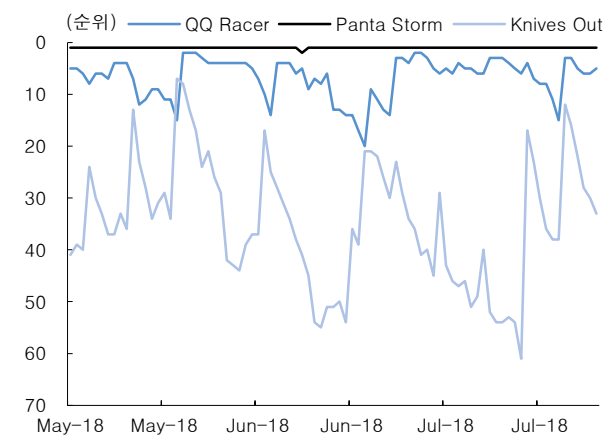
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 해리포터 주요 해외 Google 매출액 순위 추이



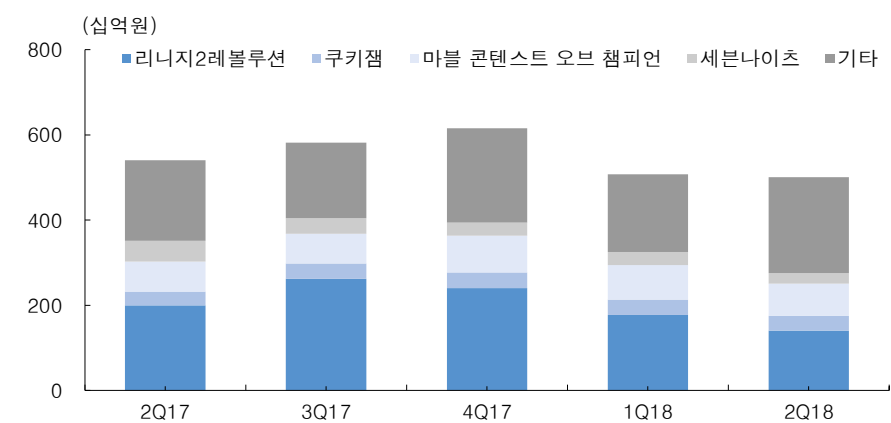
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 중국 iOS 순위 추이: 비MMORPG 게임 매출 증가 계속



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 5] 계속되는 넷마블 주요 게임 매출 감소



자료: Netmarble, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 11월 설립된 넷마블게임즈는 다수의 자회사를 통한 모바일 개발 게임 및 퍼블리싱 사업을 영위. 다양한 포트폴리오와 흥행 IP 확보를 통해 경쟁 개발사들 대비 안정적인 매출을 창출 중이며 공격적인 M&A를 통해 해외 진출을 순조롭게 진행 중.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	721	2,918	3,198	3,628	4,262
현금성자산	273	1,908	2,106	2,436	2,969
매출채권및기타채권	249	303	339	384	431
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	1,236	2,429	2,581	2,885	3,097
투자자산	544	975	1,023	1,174	1,272
유형자산	123	145	168	190	213
무형자산	540	1,237	1,333	1,453	1,533
자산총계	1,957	5,348	5,779	6,514	7,359
유동부채	421	501	507	577	625
매입채무및기타채무	216	249	275	329	351
단기차입금및단기사채	105	4	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	380	392	395
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	200	234	226	220	215
부채총계	647	882	887	969	1,020
지배주주지분	1,216	4,329	4,699	5,269	5,964
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	787	1,172	1,681
비지배주주지분	94	136	192	276	375
자본총계	1,310	4,465	4,892	5,545	6,339

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	197	503	459	751	882
당기순이익	209	361	303	547	688
유형자산감가상각비	8	11	14	17	20
무형자산상각비	22	53	80	87	92
자산부채변동	(82)	(19)	13	25	(8)
기타	40	97	49	75	90
투자활동현금흐름	(207)	(1,433)	(130)	(252)	(165)
유형자산투자	(90)	(30)	(37)	(40)	(42)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(64)	(563)	143	44	97
무형자산순증	(7)	(1)	(176)	(206)	(172)
기타	(47)	(839)	(60)	(50)	(48)
재무활동현금흐름	63	2,527	(131)	(168)	(184)
자본의증가	1	2,642	0	0	0
차입금의순증	73	(101)	(12)	(5)	(5)
배당금지급	(4)	0	(31)	(85)	(102)
기타	(7)	(14)	(88)	(78)	(77)
기타현금흐름	4	37	0	0	0
현금의증가	57	1,635	198	331	533

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

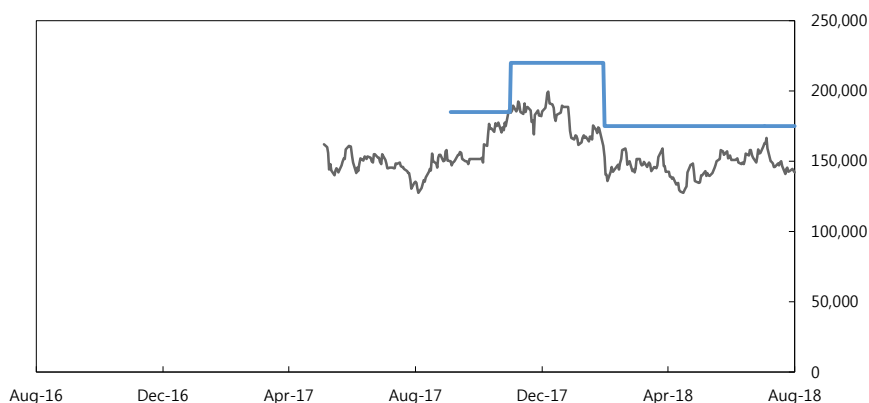
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500	2,425	2,116	2,741	3,193
매출원가	751	0	0	0	0
매출총이익	749	2,425	2,116	2,741	3,193
판매관리비	454	1,915	1,820	2,125	2,400
영업이익	295	510	296	615	793
금융수익	20	55	121	125	132
이자수익	4	22	40	45	52
금융비용	19	43	34	33	33
이자비용	2	13	12	12	12
기타영업외손익	(16)	(44)	11	7	8
관계기업관련손익	(3)	(6)	6	10	10
세전계속사업이익	276	471	401	724	911
법인세비용	66	111	98	177	223
연결당기순이익	209	361	303	547	688
지배주주지분순이익	174	310	269	487	612
기타포괄이익	66	208	208	208	208
총포괄이익	275	569	511	756	896
지배주주지분포괄이익	239	523	455	672	797
EBITDA	325	574	390	719	905

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,720	3,908	3,166	5,712	7,183
BPS	17,949	50,922	55,151	61,837	69,994
DPS	0	360	1,000	1,200	1,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	39.8	61.6	(12.7)	29.5	16.5
영업이익증가율	30.8	73.0	(41.9)	107.8	28.9
순이익증가율	44.3	78.1	(13.0)	80.6	25.8
EPS증가율	430.3	43.7	(19.0)	80.4	25.8
EBITDA증가율	31.1	76.6	(32.1)	84.3	25.8
수익성(%)					
영업이익률	19.6	21.0	14.0	22.5	24.8
순이익률	11.6	12.8	12.7	17.8	19.2
EBITDA Margin	21.7	23.7	18.4	26.2	28.3
ROA	12.3	9.9	5.4	8.9	9.9
ROE	15.3	11.2	6.0	9.8	10.9
배당수익률	-	0.2	0.7	0.8	0.8
배당성향	0.0	9.9	31.6	21.0	16.7
안정성					
순차입금(십억원)	(110)	(2,276)	(2,563)	(2,947)	(3,532)
차입금/자본총계비율(%)	23.6	6.2	5.4	4.6	4.0
Valuation(X)					
PER	NM	48.2	44.9	24.9	19.8
PBR	NM	3.7	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	NM	24.2	24.9	13.1	9.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	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	175,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 8일 현재 넷마블 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.