

# 넷마블(251270)

## 냉정한 판단이 필요한 시기

### 상반기 넷마블 주가를 지탱해 주었던 것은 기대감

지난 상반기 넷마블의 주가를 지탱해 왔던 요인은 기대감이었다. 넥슨 인수전에 참가하며 넥슨의 인수 성공 시 미래 성장동력원이 될 IP를 확보할 수 있다는 기대감과 일곱개의 대죄, BTS월드 등 외부 인기 IP를 기반으로 한 신작의 출시를 통한 실적 개선 가능성 등이 작용했다. 그 결과 넷마블은 타 게임사 대비 월등히 높았던 PER에도 불구하고 지난 상반기 동안 견조한 주가 흐름을 보였다.

### 신작, 흥행에는 성공했으나 밸류에이션 부담은 여전

따라서 현 시점은 기대감이 아니라 냉정하게 상황에 대한 평가를 내려야 하는 시기이다. 우선 신작의 성과를 보면 일곱개의 대죄는 국내 구글플레이 8위, 일본은 구글플레이 및 iOS에서 각각 11위, 9위의 매출순위를 기록하고 있어 현재 국내 및 일본 합산 기준 약 10억~15억원 수준의 일매출이 발생하고 있는 것으로 추정된다. 시장에서 특히 기대했던 BTS월드는 구글플레이(iOS) 기준 국내 18위(6위), 북미 103위(63위), 일본 200위(129위), 독일 92위(65위), 영국 64위(39위) 등 주요 국가에서 기대에 못 미치는 실적(일매출액 약 5억~7억원 추정)을 기록하고 있다. 기대했던 신작이 출시되고 성과가 반영되기 시작하는 넷마블의 2분기과 3분기 영업이익은 각각 406억원(-34.8% YoY, +19.5% QoQ), 822억원(+22.3% YoY, +102.7% QoQ), 12개월 forward EPS 기준 예상 PER은 약 39.8배로 여전히 타 기업 대비 밸류에이션이 높다.

### 넥슨 인수는 잠정 무산, 신작 또한 큰 흥행을 기대하기는 어려움

높은 밸류에이션을 지탱해 왔던 또 하나의 이유인 넥슨의 인수는 현재 매각이 잠정적으로 무산되는 것으로 결론이 났으며, 상반기 최대 기대작 2종의 흥행 성과로는 여전히 이익 개선 폭이 제한적이다. 하반기 '요괴워치: 메달워즈', '세븐나이츠2', '스톤에이지M' 등의 출시가 예정되어 있으나 큰 흥행을 기대할 수 있을 만한 라인업은 아니라고 판단한다. 넷마블에 대한 중립 의견을 유지한다.

## 중립(유지)

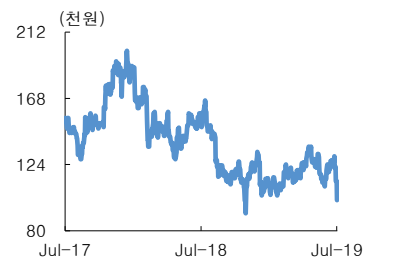
### Stock Data

KOSPI(7/1)	2,130
주가(7/1)	100,500
시가총액(십억원)	8,612
발행주식수(백만)	86
52주 최고/최저가(원)	166,500/91,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,143
유동주식비율/외국인지분율(%)	26.6/24.2
주요주주(%)	방준혁 외 13 인 25.0
	씨제이이엔엠 21.9

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.2)	(9.9)	(34.1)
KOSPI 대비(%p)	(16.5)	(14.2)	(25.7)

### 주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	2,425	510	310	3,908	43.7	574	48.2	24.2	3.7	11.2	0.2
2018A	2,021	242	190	2,230	(42.9)	322	50.0	23.6	2.1	4.4	0.0
2019F	2,338	221	212	2,545	14.1	305	39.5	19.0	1.8	4.7	0.0
2020F	2,431	299	269	3,219	26.5	381	31.2	14.3	1.7	5.6	0.0
2021F	2,480	279	261	3,122	(3.0)	366	32.2	14.1	1.6	5.0	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA

junghy@truefriend.com

〈표 1〉 넷마블 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>507</b>	<b>501</b>	<b>526</b>	<b>487</b>	<b>478</b>	<b>536</b>	<b>696</b>	<b>627</b>	<b>2,425</b>	<b>2,021</b>	<b>2,338</b>	<b>2,431</b>
% YoY	(26.2)	(7.3)	(9.6)	(20.9)	(5.9)	7.1	32.4	28.8	(83.8)	(16.6)	15.7	4.0
국내매출	164	148	144	154	190	185	209	212	1,107	610	795	735
해외매출	343	353	382	333	288	352	487	416	1,318	1,412	1,543	1,695
<b>영업비용</b>	<b>433</b>	<b>439</b>	<b>459</b>	<b>449</b>	<b>444</b>	<b>496</b>	<b>614</b>	<b>563</b>	<b>1,915</b>	<b>1,780</b>	<b>2,116</b>	<b>2,132</b>
% YoY	(11.1)	0.8	(2.4)	(14.1)	2.4	13.0	33.8	25.3	(84.1)	(7.1)	18.9	0.7
수수료	213	208	216	207	210	236	320	289	1,006	843	1,055	1,043
마케팅비	75	79	85	73	63	91	108	94	381	312	356	365
인건비	99	102	102	111	114	115	116	117	364	413	462	481
기타	47	51	56	58	57	54	70	63	164	212	243	243
<b>영업이익</b>	<b>74</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>82</b>	<b>65</b>	<b>510</b>	<b>242</b>	<b>221</b>	<b>299</b>
% YoY	(62.9)	(40.8)	(39.9)	(59.0)	(54.2)	(34.8)	22.3	70.1	(82.7)	(52.6)	(8.4)	34.9
영업이익률(%)	15	12	13	8	7	8	12	10	21	12	9	12
<b>세전이익</b>	<b>105</b>	<b>88</b>	<b>72</b>	<b>26</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>100</b>	<b>87</b>	<b>471</b>	<b>290</b>	<b>304</b>	<b>380</b>
% YoY	(45.0)	(19.0)	(32.0)	(61.0)	(44.2)	(33.7)	39.4	233.9	(82.9)	(38.4)	4.5	25.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>74</b>	<b>58</b>	<b>44</b>	<b>14</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>71</b>	<b>61</b>	<b>310</b>	<b>190</b>	<b>212</b>	<b>269</b>
% YoY	(43.2)	(17.5)	(40.5)	(61.4)	(46.7)	(29.0)	59.9	349.9	77.5	58.5	(5.4)	9.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 넷마블 주요 신작 출시일정

출시 일정	게임	비고
2Q19	일곱개의 대죄	일곱개의 대죄 IP 활용, 6월 4일 출시
	BTS 월드	BTS를 활용한 게임, 6월 26일 출시
2H19	요괴워치 메달워즈	요괴워치 IP 활용
	콩야 캐치마인드	7월 1일 사전예약 시작
	A3: Still alive	
	세븐나이츠 2	세븐나이츠 MMORPG 버전
	블소 레볼루션 일본	
미정	원탁의 기사	
	극렬 마구마구	
	스톤에이지 MMORPG	

자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 3〉 글로벌 peer valuation

(단위: 백만달러, %, 배)

		NCSOFT	Netmarble	Com2us	Pearl Abyss	Activision Blizzard	EA	Square Enix
매출	2017A	1,556	2,145	449	—	7,017	5,150	2,282
	2018A	1,518	1,788	426	358	7,500	4,950	2,405
	2019F	1,593	2,119	439	537	6,378	5,167	2,460
	2020F	2,220	2,427	502	654	7,108	5,515	2,625
영업이익	2017A	518	451	172	—	1,309	1,434	345
	2018A	544	214	130	149	1,988	996	222
	2019F	514	291	129	179	2,083	1,609	277
	2020F	891	422	158	255	2,454	1,798	348
영업이익률	2017A	33.3	21.0	38.3	—	18.7	27.8	15.1
	2018A	35.9	12.0	30.4	41.5	26.5	20.1	9.2
	2019F	32.2	13.7	29.3	33.3	32.7	31.1	11.3
	2020F	40.1	17.4	31.3	39.0	34.5	32.6	13.3
PER	2017A	21.6	48.2	11.9	—	43.7	28.1	22.6
	2018A	23.5	50.0	12.5	16.6	21.5	29.6	25.0
	2019F	22.1	40.7	9.3	18.1	21.1	20.3	19.0
	2020F	13.2	30.1	8.0	12.5	17.8	18.4	15.7
PBR	2017A	3.5	3.7	2.2	—	5.1	6.8	3.0
	2018A	4.1	2.1	1.9	6.6	3.1	5.7	2.3
	2019F	3.7	2.3	1.3	5.0	2.8	4.5	1.9
	2020F	3.0	2.1	1.1	3.6	2.6	3.9	1.8
PSR	2017A	5.4	6.2	3.3	—	6.8	5.6	1.5
	2018A	5.7	4.7	3.4	6.0	4.7	7.2	2.4
	2019F	5.7	4.6	2.5	4.8	5.5	5.3	1.6
	2020F	4.1	4.0	2.2	3.9	4.9	5.0	1.5
EV/EBITDA	2017A	11.4	22.1	5.1	—	19.0	20.9	10.3
	2018A	13.1	22.7	6.0	14.9	11.4	22.6	10.7
	2019F	14.5	19.3	3.4	12.0	14.8	13.1	8.0
	2020F	8.6	14.4	2.8	8.9	12.4	11.9	6.6

주: 2019년 7월 1일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 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 성장해 왔으며, 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	3,309	3,684	4,007
현금성자산	1,908	1,549	2,104	2,431	2,728
매출채권및기타채권	303	204	236	245	250
재고자산	2	3	4	4	4
비유동자산	2,429	2,842	2,527	2,770	2,851
투자자산	975	1,270	947	1,228	1,253
유형자산	145	174	203	232	261
무형자산	1,237	1,319	1,286	1,215	1,240
자산총계	5,348	5,433	5,836	6,453	6,858
유동부채	501	587	655	898	940
매입채무및기타채무	249	166	94	97	99
단기차입금및단기사채	4	8	8	8	8
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	381	295	324	332	337
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	234	107	107	107	107
부채총계	882	882	979	1,230	1,277
지배주주지분	4,329	4,374	4,659	4,999	5,332
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	973	1,242	1,503
비지배주주지분	136	177	199	224	249
자본총계	4,465	4,552	4,857	5,223	5,581

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	503	235	649	634	431
당기순이익	361	215	228	289	280
유형자산감가상각비	11	15	18	21	24
무형자산상각비	53	65	65	61	63
자산부채변동	(19)	(37)	312	235	38
기타	97	(23)	26	28	26
투자활동현금흐름	(1,433)	(505)	192	(287)	(114)
유형자산투자	(30)	(23)	(47)	(50)	(53)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(563)	(380)	394	(209)	46
무형자산순증	(1)	(17)	(31)	9	(88)
기타	(839)	(85)	(124)	(37)	(19)
재무활동현금흐름	2,527	(99)	(286)	(20)	(20)
자본의증가	2,642	6	0	0	0
차입금의순증	(101)	89	(270)	0	0
배당금지급	0	(31)	0	0	0
기타	(14)	(163)	(16)	(20)	(20)
기타현금흐름	37	10	0	0	0
현금의증가	1,635	(359)	555	327	298

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

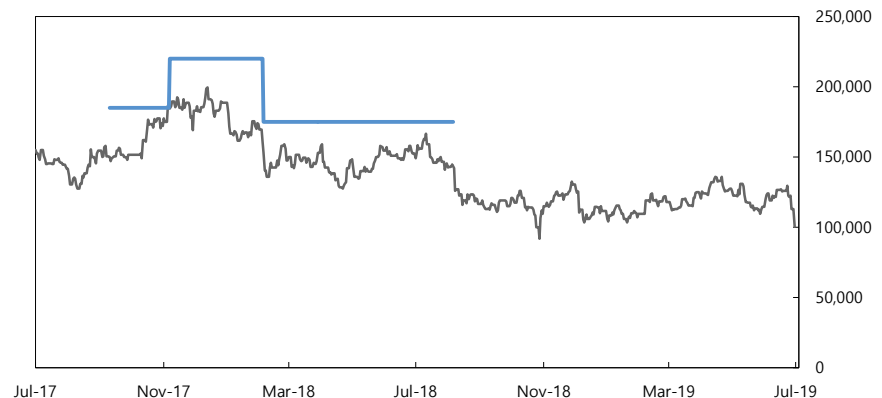
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,425	2,021	2,338	2,431	2,480
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,425	2,021	2,338	2,431	2,480
판매관리비	1,915	1,780	2,116	2,132	2,201
영업이익	510	242	221	299	279
금융수익	55	96	155	161	167
이자수익	22	40	47	48	50
금융비용	43	20	34	32	32
이자비용	13	1	4	4	4
기타영업외손익	(44)	(28)	(38)	(47)	(46)
관계기업관련손익	(6)	0	(1)	(0)	(0)
세전계속사업이익	471	290	304	380	369
법인세비용	111	76	75	91	89
연결당기순이익	361	215	228	289	280
지배주주지분순이익	310	190	212	269	261
기타포괄이익	208	77	77	77	77
총포괄이익	569	292	306	366	357
지배주주지분포괄이익	523	265	284	341	332
EBITDA	574	322	305	381	366

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,908	2,230	2,545	3,219	3,122
BPS	50,922	53,181	56,438	60,427	64,320
DPS	360	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	61.6	(16.6)	15.7	4.0	2.0
영업이익증가율	73.0	(52.6)	(8.4)	34.9	(6.4)
순이익증가율	78.1	(38.8)	12.0	26.5	(3.0)
EPS증가율	43.7	(42.9)	14.1	26.5	(3.0)
EBITDA증가율	76.6	(44.0)	(5.3)	25.1	(4.0)
수익성(%)					
영업이익률	21.0	12.0	9.5	12.3	11.3
순이익률	12.8	9.4	9.1	11.1	10.5
EBITDA Margin	23.7	15.9	13.0	15.7	14.8
ROA	9.9	4.0	4.1	4.7	4.2
ROE	11.2	4.4	4.7	5.6	5.0
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)	(2,866)	(3,228)	(3,545)
차입금/자본총계비율(%)	6.2	8.5	2.4	2.2	2.1
Valuation(X)					
PER	48.2	50.0	39.5	31.2	32.2
PBR	3.7	2.1	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	24.2	23.6	19.0	14.3	14.1

## 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	-16.0	-4.9
	2018.08.08	중립	-	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 2일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 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
- 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.