

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

넷마블 (251270KS | Buy 유지 | TP 190,000원 유지)

인터넷/소프트웨어 업종 Top pick

동사는 2분기 블록버스터 신작출시로 인해 큰 폭의 외형성장이 나타날 것으로 기대됩니다. 일곱개의 대죄와 BTS월드 의 흥행에 의한 영업레버리지 효과로 본격적인 이익성장이 재개될 전망입니다. 한편 넥슨 인수 관련 불확실성이 주가에 선반영된 상태로 향후 우선협상자로 선정될 경우 동사 주가에 Catalyst로 작용할 전망입니다.

7대죄, 일본 매출순위 최상위권 기록할 전망

- 동사의 주요 기대신작인 일곱 개의 대죄의 일본 사전예약자 수는 350만명 이상으로 추정. 이는 역대 한국계 게임 중 일본 모바일 게임시장에서 가장 큰 흥행을 기록한 L2R 대비 2배 이상의 규모. 특히 지난달 일본에서 진행된 CBT에서 첫인상과 재미 부분에 가장 높은 평가받으면서 높은 리텐션을 바탕으로 PLC 장기화될 것으로 예상. DAU 100만명, ARPU 35,000원을 가정한 일곱 개의 대죄의 '19년 일매출은 약 12억원으로 추정.

BTS월드, 김 카다시안 이상의 글로벌 흥행 기대

- BTS 월드투어 호조세로 6월말 글로벌 출시예정인 BTS월드의 흥행기대감 확대. 지난 1일 웹블리 공연은 현장관객 6만명과 글로벌 생중계 동시접속자 14만명 돌파. 티켓 재거래 사이트를 통해 공연 티켓가격이 백만원 단위로 거래되고 있다는 점을 감안할 때 구매력 높은 유저들도 다수 확보 가능할 전망. 7일 예정된 프랑스 공연의 일부 티켓가격은 200~500만원에 거래중.
- 육성시물레이션 장르는 북미/유럽 및 일본 모바일 게임시장에서 흥행성이 입증된 장르. BTS월드는 글로벌 셀럽 IP 기반으로 여성유저를 타겟팅하고 있다는 측면에서 김 카다시안: 할리우드 및 켄달과 카일과 유사한 형태. 글로벌 팬덤 규모를 감안할 때 김 카다시안: 할리우드의 성과를 상회하는 글로벌 흥행 기록할 전망.

넥슨 인수 관련 불확실성 주가에 선반영

- 최근 동사의 주가는 MBK파트너스와의 컨소시엄 무산으로 넥슨 인수 관련 불확실성 확대되며 약세. 현재 본 입찰에 최종 참가한 인수후보자는 적격인수후보 중 텐센트를 제외한 4개 후보와 동사를 포함해 총 5곳으로 알려짐. 시너지 측면에서 동사의 인수가능성이 가장 높다고 판단됨. 넥슨 인수 관련 불확실성이 주가에 선반영된 상태이기 때문에 향후 우선협상대상자로 선정될 경우 동사 주가에 Catalyst로 작용할 전망.

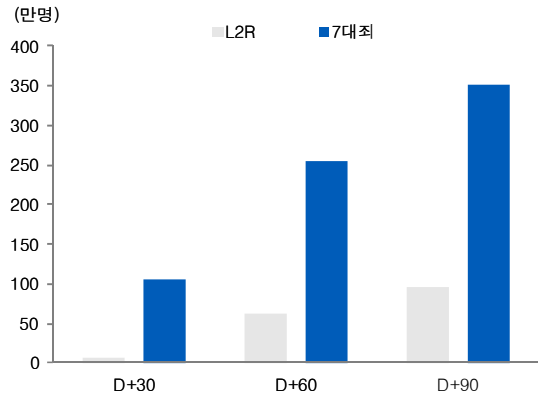


경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	2,425	2,021	2,718	2,982	3,557
영업이익	(십억원)	510	242	409	672	791
영업이익률	(%)	21.0	12.0	15.0	22.5	22.2
지배주주순이익	(십억원)	310	190	305	484	578
EPS	(원)	3,898	2,226	3,576	5,663	6,764
증감률	(%)	43.3	-42.9	60.6	58.4	19.5
PER	(배)	48.4	50.1	32.0	20.2	16.9
PBR	(배)	3.7	2.1	2.0	1.8	1.6
ROE	(%)	12.5	4.8	7.3	10.5	11.2
EV/EBITDA	(배)	24.2	24.9	15.7	9.2	7.3
순차입금	(십억원)	-2,276	-1,664	-2,940	-3,420	-3,941
부채비율	(%)	19.8	19.4	23.1	22.3	23.2

넷마블 | 인터넷/소프트웨어 업종 Top pick

L2R & 7대죄 일본 사전예약자 수 추정치



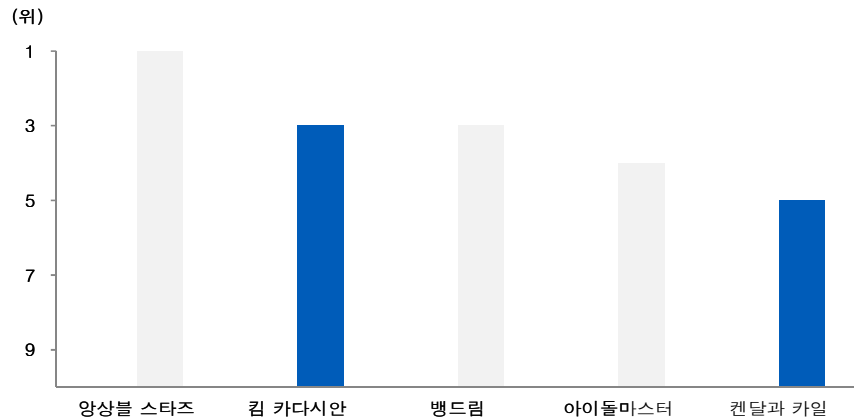
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

일곱 개의 대죄 일매출 추정 (단위: 백만원)

	DAU 50 만명	DAU 100 만명	DAU 150 만명
bear case			
ARPU 25,000 원	412	824	1,236
base case			
ARPU 35,000 원	577	1,154	1,731
bull case			
ARPU 45,000 원	742	1,484	2,225

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주요 육성시뮬레이션 게임의 미국 및 일본 모바일 게임시장 최대 매출순위 (iOS 기준)



자료: App annie, 케이프투자증권 리서치본부

BTS 월드투어 공연 티켓의 거래가격 현황

Section	Row	Price
Parterre Diamant	Electronic	€4,999.99
Parterre Diamant	Best	€3,500.00
Parterre Diamant	Best	€3,000.00
Parterre Diamant	Best	€2,800.00
Parterre Diamant	Best	€2,250.00

자료: 스타트업, 케이프투자증권 리서치본부

넥슨 M&A 본입찰 현황 예상

인수후보자	구분	주요 경쟁력
넷마블	SI	IP 기반 모바일게임 개발력과 글로벌 서비스 역량
카카오	SI	주요 PC 게임의 북미/유럽 퍼블리싱 경험
KKR	FI	글로벌 3 대 PEF, 에픽게임즈 투자 경험
Bain Capital	FI	미국계 PEF, 도시바, 휴젤, AHC 인수 경험
MBK 파트너스	FI	국내 최대 PEF, 대규모 딜 거래 경험

자료: 케이프투자증권 리서치본부

넷마블 | 인터넷/소프트웨어 업종 Top pick

넷마블 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	507.4	500.9	526.0	487.1	477.6	601.4	809.1	829.9	2,021.3	2,718.0	2,982.0
YoY	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-5.9	20.1	53.8	70.4	-16.6	34.5	9.7
QoQ	-17.6	-1.3	5.0	-7.4	-1.9	25.9	34.5	2.6			
L2R	177.6	140.2	121.0	102.3	71.6	62.5	52.4	46.2	541.1	232.8	94.2
MCoC	81.2	75.1	73.6	87.7	71.6	90.5	76.0	88.6	317.6	326.7	337.3
마블퓨처파이트	25.4	45.1	36.8	29.2	28.7	30.8	28.0	31.2	136.5	118.7	127.7
Cookie Jam	35.5	35.1	31.6	34.1	33.4	32.1	30.9	33.8	136.2	130.2	128.0
기타	126.8	155.6	168.3	131.5	133.7	168.8	150.6	161.5	582.2	614.7	643.4
블소R				29.2	76.4	73.9	130.1	156.1	29.2	436.6	351.3
BTS월드						15.3	87.3	45.8		148.4	105.4
일곱개의 대죄						46.5	124.8	81.6		253.0	268.4
A3							36.4	33.1		69.6	118.1
세븐나이츠2							40.1	42.1		82.1	132.1
L2R(중국)								54.6		54.6	128.9
영업비용	433.2	438.6	458.7	449.1	443.7	534.1	668.4	663.3	1,779.6	2,309.4	2,310.1
지급수수료	212.8	206.7	215.8	206.6	210.1	264.7	358.7	356.9	841.8	1190.4	1100.6
인건비	98.9	101.9	102.0	110.7	113.9	112.1	113.6	125.1	413.5	464.7	514.9
마케팅비	74.7	79.0	85.0	73.4	62.8	94.3	127.6	109.4	312.1	394.0	377.2
기타	46.8	51.0	56.0	58.4	56.9	63.1	68.5	71.9	212.2	260.3	317.3
영업이익	74.2	62.2	67.3	38.0	33.9	67.3	140.7	166.7	241.7	408.6	671.9
YoY	-62.9	-40.8	-39.9	-59.0	-54.3	8.1	109.2	338.8	-52.6	69.1	64.5
QoQ	-20.0	-16.1	8.1	-43.5	-10.7	98.5	109.1	18.4			
OPM	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	11.2	17.4	20.1	12.0	15.0	22.5

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

넷마블 | 인터넷/소프트웨어 업종 Top pick

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,591	4,142	4,711	5,454	매출액	2,021	2,718	2,982	3,557
현금및현금성자산	1,549	2,741	3,174	3,620	증가율(%)	-16.6	34.5	9.7	19.3
매출채권 및 기타채권	204	274	301	359	매출원가	0	0	0	0
재고자산	3	4	5	6	매출총이익	2,021	2,718	2,982	3,557
비유동자산	2,842	1,927	2,014	2,149	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	1,270	306	335	400	판매비와 관리비	1,780	2,309	2,310	2,766
유형자산	174	186	198	215	영업이익	242	409	672	791
무형자산	1,319	1,357	1,402	1,455	영업이익률(%)	12.0	15.0	22.5	22.2
자산총계	5,433	6,069	6,726	7,604	EBITDA	322	449	719	846
유동부채	587	796	867	1,037	EBITDA M%	15.9	16.5	24.1	23.8
매입채무 및 기타채무	166	223	245	292	영업외손익	49	50	56	83
단기차입금	8	3	2	4	지분법관련손익	0	1	-2	3
유동성장기부채	0	15	11	14	금융손익	77	67	73	91
비유동부채	295	344	357	397	기타영업외손익	-28	-18	-15	-11
사채 및 장기차입금	85	70	59	45	세전이익	290	459	728	874
부채총계	882	1,140	1,224	1,433	법인세비용	76	112	179	219
지배기업소유지분	4,374	4,711	5,219	5,811	당기순이익	215	346	548	655
자본금	9	9	9	9	지배주주순이익	190	305	484	578
자본잉여금	3,849	3,849	3,849	3,849	지배주주순이익률(%)	10.6	12.7	18.4	18.4
이익잉여금	761	1,066	1,550	2,128	비지배주주순이익	25	41	65	77
기타자본	-245	-214	-190	-176	기타포괄이익	77	31	24	14
비지배지분	177	218	282	360	총포괄이익	292	377	572	669
자본총계	4,552	4,929	5,501	6,170	EPS 증가율(%, 지배)	-42.9	60.6	58.4	19.5
총차입금	386	474	493	561	이자손익	39	47	63	72
순차입금	-1,664	-2,940	-3,420	-3,941	총외환관련손익	16	6	-4	5

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	235	364	595	690	총발행주식수(천주)	85,266	85,453	85,453	85,453
영업에서 창출된 현금흐름	305	415	698	822	시가총액(십억원)	9,507	9,784	9,784	9,784
이자의 수취	37	47	64	73	주가(원)	111,500	114,500	114,500	114,500
이자의 지급	-4	-1	-1	-1	EPS(원)	2,226	3,576	5,663	6,764
배당금 수입	14	14	14	14	BPS(원)	53,181	57,001	62,945	69,873
법인세부담액	-116	-112	-179	-219	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-505	741	-181	-311	PER(X)	50.1	32.0	20.2	16.9
유동자산의 감소(증가)	143	-173	-65	-142	PBR(X)	2.1	2.0	1.8	1.6
투자자산의 감소(증가)	-295	965	-32	-62	EV/EBITDA(X)	24.9	15.7	9.2	7.3
유형자산 감소(증가)	-23	-35	-40	-51	ROE(%)	4.8	7.3	10.5	11.2
무형자산 감소(증가)	-147	-54	-64	-75	ROA(%)	4.0	6.0	8.6	9.1
재무활동 현금흐름	-99	88	19	68	ROIC(%)	12.9	20.2	27.7	31.6
사채및차입금증가(감소)	111	88	19	68	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	7	0	0	0	부채비율(%)	19.4	23.1	22.3	23.2
배당금 지급	-31	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-36.6	-59.7	-62.2	-63.9
외환환산으로 인한 현금변동	10	0	0	0	유동비율(%)	441.3	520.0	543.4	526.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	417.0	542.1	792.7	855.8
현금증감	-359	1,192	433	446	총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5
기초현금	1,908	1,549	2,741	3,174	매출채권 회전율	8.0	11.4	10.4	10.8
기말현금	1,549	2,741	3,174	3,620	재고자산 회전율	714.0	701.7	640.1	665.6
FCF	212	329	555	639	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

넷마블(251270) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-04-25	2017-08-14	2017-10-11	2017-11-07	2017-11-19	2018-01-14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	-	160,000원	180,000원	230,000원	230,000원	230,000원	
제시일자	2018-02-06	2018-11-27	2019-04-10	2019-04-12	2019-04-19	2019-05-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	230,000원	158,000원	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원	
제시일자	2019-05-14	2019-05-22	2019-05-31	2019-06-03			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-04-25	Buy	-	-	-
2017-08-14	Buy	160,000원	-6.48	-1.25
2017-10-11	Buy	180,000원	-4.44	3.61
2017-11-07	Buy	230,000원	-18.45	-16.30
2018-11-07	1년경과	230,000원	-47.07	-45.43
2018-11-27	Buy	158,000원	-27.08	-16.14
2019-04-10	Buy	190,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2019.03.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.