

## 넷마블 (251270KS | Buy 유지 | TP 120,000원 하향)

### 2Q19 Preview: 컨센서스 하회 예상

기대 신작이었던 BTS월드즈의 부진한 성과와 L2R 및 블소 레볼루션의 중국 로열티 수익에 대한 추정치를 제거하면서 동사의 목표주가를 120,000원으로 하향조정합니다. 다만 향후 신작모멘텀에 의한 실적개선과 대규모 M&A를 통한 기업가치 제고 가능성을 감안할 때 중장기적인 성장기대감은 유효하다고 판단합니다.

#### 2분기 영업이익 컨센서스 하회 예상

- 2분기 매출액은 5,694억원(+14% YoY), 영업이익은 413억원(-34% YoY) 기록하며 컨센서스(OP 459억원) 하회할 전망이다. 킹오파 올스타와 일곱 개의 대죄의 흥행으로 2분기 매출액은 6분기만에 성장세로 전환될 것으로 예상. 그러나 일곱 개의 대죄의 출시초기 마케팅비를 감안할 때 본격적인 영업레버리지 효과는 3분기에 나타날 전망이다.

#### 신작모멘텀에 의한 실적개선과 대규모 M&A 기대감 유효

- 블소 레볼루션과 7대죄의 글로벌 출시로 올해 하반기부터는 본격적인 증익 사이클에 진입할 전망이다. 2분기부터 신작모멘텀에 의한 외형성장 재개. 킹오파 올스타(5월), 일곱 개의 대죄(6월), 스톤에이지M(7월) 등 최근 출시된 신작들은 기대 이상의 흥행세 시현. 작년의 경우 주 52시간 근무환경 전환효과로 인해 신작출시 둔화. 그러나 2Q19부터 월평균 1종 이상의 신작 출시가 재개되고 있으며 작년 대비 신작들의 hit-ratio도 증가한 상태.
- 최근 백스 인수가 무산되면서 단기간내 M&A가 실현되기는 어려운 상황이지만 2020년 경영목표(연매출 5조원)를 달성하기 위한 적극적인 해외진출 의지를 감안할 때 향후 대규모 M&A를 통한 기업가치 제고 가능성은 여전히 유효하다고 판단.

#### 투자자의견은 Buy(유지), 목표주가 120,000원으로 하향

- 동사에 대해 투자자의견은 Buy로 유지, 목표주가는 120,000원으로 하향. 목표주가는 영업가치 6.1조원, 투자자산가치 1.2조원, 순현금 2.3조원, 자사주 0.4조원을 반영한 SOTP 방식으로 산출. 지배주주순이익의 추정치 조정과 Target P/E를 24배(글로벌 Peers 12m fwd P/E 평균)로 적용하면서 영업가치는 기존 12.4조원에서 6.1조원으로 하향조정.



**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	2,425	2,021	2,465	2,726	3,016
영업이익	(십억원)	510	242	279	392	511
영업이익률	(%)	21.0	12.0	11.3	14.4	16.9
지배주주순이익	(십억원)	310	190	214	286	378
EPS	(원)	3,898	2,226	2,503	3,333	4,413
증감률	(%)	43.3	-42.9	12.4	33.1	32.4
PER	(배)	48.4	50.1	36.4	27.3	20.6
PBR	(배)	3.7	2.1	1.6	1.5	1.4
ROE	(%)	12.5	4.8	5.2	6.5	7.9
EV/EBITDA	(배)	24.2	24.1	18.4	12.8	9.3
순차입금	(십억원)	-2,276	-1,922	-2,144	-2,433	-2,803
부채비율	(%)	19.8	19.4	21.6	21.8	21.9

CAPE

## I. Valuation

동사에 대해 투자 의견은 Buy로 유지, 목표주가는 120,000원으로 하향한다. 목표주가는 영업가치 6.1조원, 투자자산가치 1.2조원, 순현금 2.3조원, 자사주 0.4조원을 반영한 SOTP 방식으로 산출했다. 지배주주순이익의 추정치 조정과 Target P/E를 24배(글로벌 Peers 12m fwd P/E 평균)로 적용하면서 영업가치는 기존 12.4조원에서 6.1조원으로 하향조정되었다.

주요 기대 신작이었던 BTS월드가 부진한 성과를 기록한 가운데 국내산 게임의 외자판호 발급속도가 예상보다 더딘 점을 감안해 L2R 및 블소 레볼루션의 중국 로열티 수익에 대한 추정치를 제거하면서 12개월 Forward 지배주주순이익은 기존 3,862억원에서 2,559억원으로 하향조정되었다. 한편 넥슨 관련 M&A가 무산됨에 따라 밸류에이션 할증 요소를 제거하면서 텐센트, 반다이남코, 스쿼어에닉스의 12개월 Forward P/E 평균인 24배를 Target P/E로 적용했다.

최근 넥슨 인수가 무산되면서 단기간내 M&A가 실현되기는 어려운 상황이지만 2020년 경영목표(연매출 5조원)를 달성하기 위한 적극적인 해외진출 의지를 감안할 때 향후 대규모 M&A를 통한 기업가치 제고 가능성은 여전히 유효하다고 판단한다.

### 넷마블 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

구분	Value	지분율	비고
영업가치	6,141		
지배주주순이익	256		12개월 Forward 지배주주순이익
Target P/E(배)	24		글로벌 Peers(텐센트, 반다이남코, 스쿼어에닉스) 12m fwd P/E 평균
투자자산가치	1,235		
엔씨소프트	881	8.9%	시장가치 대비 10% 할인
빅히트엔터테인먼트	353	25.2%	기업가치 2조원 가정, 30% 할인
EV	7,375		
순현금	2,313		
자사주	366		
NAV	10,054		
주식수(백만주)	85.7		
주당 NAV	117,296		
목표주가	120,000		
현재가	91,000		7/22 종가
% upside	31.9%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## II. Earnings Forecasts

동사의 '19년 및 '20년 영업이익을 각각 2,788억원(+15% YoY), 3,923억원(+41% YoY)으로 하향조정한다. 추정치 하향은 BTS월드외의 부진한 성과와 L2R 및 블소 레볼루션의 중국 로열티 수익에 대한 추정치 제거에 기인한다.

다만 블소 레볼루션과 7대죄의 글로벌 출시로 올해 하반기부터는 본격적인 증익 사이클에 진입할 것으로 전망한다. 2분기부터 신작모멘텀에 의한 외형성장이 재개되고 있다는 점도 긍정적이다. 킹오파 올스타(5월), 일곱 개의 대죄(6월), 스톤에이지M(7월) 등 최근 출시된 신작들이 기대 이상의 흥행세를 나타내고 있는 가운데 향후에도 월평균 1종 이상의 신작 출시를 통해 견조한 성장세가 이어질 전망이다.

2분기 매출액은 5,694억원(+14% YoY), 영업이익은 413억원(-34% YoY)을 기록하며 컨센서스(OP 459억원)를 하회할 전망이다. 킹오파 올스타와 일곱 개의 대죄의 흥행으로 2분기 매출액은 6분기만에 성장세로 전환될 것으로 예상된다. 다만 일곱 개의 대죄 관련 초기 마케팅비를 감안할 때 본격적인 영업레버리지 효과는 3분기에 극대화될 전망이다.

### 넷마블 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018	2019E	2020E
매출액	- 수정 후	2,021	2,465	2,726
	- 수정 전	2,021	2,718	2,982
	- 변동률	0.0	-9.3	-8.6
영업이익	- 수정 후	242	279	392
	- 수정 전	242	409	672
	- 변동률	0.0	-31.8	-41.6
영업이익률(수정 후)		12.0	11.3	14.4
EBITDA		322	319	439
(지배주주)순이익		190	214	286
EPS	- 수정 후	2,226	2,503	3,333
	- 수정 전	2,226	3,570	5,647
	- 변동률	0.0	-29.9	-41.0
PER		50.1	36.4	27.3
PBR		2.1	1.6	1.5
EV/EBITDA		24.1	18.4	12.8
ROE		4.8	5.2	6.5

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

작년의 경우 주 52시간 근무환경 전환효과로 인해 신작출시가 둔화되었지만 2분기부터 월평균 1종 이상의 신작 출시가 재개되고 있으며 작년 대비 신작들의 hit-ratio도 증가하고 있다. 따라서 하반기부터 동사의 이익증가 폭은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

넷마블 실적 전망										(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	
<b>매출액</b>	<b>507.4</b>	<b>500.9</b>	<b>526.0</b>	<b>487.1</b>	<b>477.6</b>	<b>569.4</b>	<b>673.0</b>	<b>745.3</b>	<b>2,021.3</b>	<b>2,465.2</b>	<b>2,726.5</b>	
YoY	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-5.9	13.7	28.0	53.0	-16.6	22.0	10.6	
QoQ	-17.6	-1.3	5.0	-7.4	-1.9	19.2	18.2	10.7				
L2R	177.6	140.2	121.0	102.3	71.6	59.5	52.4	46.2	541.1	229.8	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	
마블퓨쳐파이트	25.4	45.1	36.8	29.2	28.7	35.4	28.0	31.2	136.5	123.3	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	161.8	158.6	161.5	582.2	615.7	643.4	
블소R				29.2	76.4	67.9	105.1	134.1	29.2	383.6	351.3	
일곱개의 대죄						43.2	124.8	81.6		249.7	388.4	
A3							15.4	33.1		48.6	118.1	
세븐나이트2								42.1		42.1	132.1	
기타신작						25.6	31.6	46.3		103.4	240.8	
<b>영업비용</b>	<b>433.2</b>	<b>438.6</b>	<b>458.7</b>	<b>449.1</b>	<b>443.7</b>	<b>528.1</b>	<b>586.4</b>	<b>628.3</b>	<b>1,779.6</b>	<b>2,186.4</b>	<b>2,334.2</b>	
지급수수료	212.8	206.7	215.8	206.6	210.1	254.7	294.7	321.9	841.8	1081.4	1124.7	
인건비	98.9	101.9	102.0	110.7	113.9	116.1	113.6	125.1	413.5	468.7	514.9	
마케팅비	74.7	79.0	85.0	73.4	62.8	94.3	109.6	109.4	312.1	376.0	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	
<b>영업이익</b>	<b>74.2</b>	<b>62.2</b>	<b>67.3</b>	<b>38.0</b>	<b>33.9</b>	<b>41.3</b>	<b>86.6</b>	<b>117.0</b>	<b>241.7</b>	<b>278.8</b>	<b>392.3</b>	
YoY	-62.9	-40.8	-39.9	-59.0	-54.3	-33.7	28.8	208.0	-52.6	15.4	40.7	
QoQ	-20.0	-16.1	8.1	-43.5	-10.7	21.8	109.8	35.1				
OPM	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	7.3	12.9	15.7	12.0	11.3	14.4	

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

넷마블 | 2Q19 Preview: 컨센서스 하회 예상

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,591	2,929	3,273	3,713	매출액	2,021	2,465	2,726	3,016
현금및현금성자산	1,549	1,715	1,958	2,286	증가율(%)	-16.6	22.0	10.6	10.6
매출채권 및 기타채권	204	249	275	304	매출원가	0	0	0	0
재고자산	3	4	4	5	매출총이익	2,021	2,465	2,726	3,016
비유동자산	2,842	2,941	3,028	3,131	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	1,270	1,320	1,349	1,382	판매비와 관리비	1,780	2,186	2,334	2,505
유형자산	174	186	198	215	영업이익	242	279	392	511
무형자산	1,319	1,357	1,402	1,455	영업이익률(%)	12.0	11.3	14.4	16.9
자산총계	5,433	5,870	6,301	6,844	EBITDA	322	319	439	566
유동부채	587	724	794	882	EBITDA M%	15.9	12.9	16.1	18.8
매입채무 및 기타채무	166	202	224	247	영업외손익	49	43	37	61
단기차입금	8	3	2	4	지분법관련손익	0	1	-2	3
유동성장기부채	0	15	11	14	금융손익	77	60	54	69
비유동부채	295	321	334	346	기타영업외손익	-28	-18	-15	-11
사채 및 장기차입금	85	70	59	45	세전이익	290	322	430	572
부채총계	882	1,045	1,128	1,228	법인세비용	76	79	106	143
지배기업소유지분	4,374	4,620	4,929	5,321	당기순이익	215	243	324	429
자본금	9	9	9	9	지배주주순이익	190	214	286	378
자본잉여금	3,849	3,849	3,849	3,849	지배주주순이익률(%)	10.6	9.8	11.9	14.2
이익잉여금	761	975	1,261	1,639	비지배주주순이익	25	29	38	50
기타자본	-245	-214	-190	-176	기타포괄이익	77	31	24	14
비지배지분	177	206	244	294	총포괄이익	292	274	348	443
자본총계	4,552	4,825	5,173	5,616	EPS 증가율(% , 지배)	-42.9	12.4	33.1	32.4
총차입금	386	440	459	488	이자손익	39	40	44	50
순차입금	-1,922	-2,144	-2,433	-2,803	총외화관련손익	16	6	-4	5

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	235	323	404	507	총발행주식수(천주)	85,266	85,713	85,713	85,713
영업에서 창출된 현금흐름	305	348	452	586	시가총액(십억원)	9,507	7,800	7,800	7,800
이자의 수취	37	40	45	51	주가(원)	111,500	91,000	91,000	91,000
이자의 지급	-4	-1	-1	-1	EPS(원)	2,226	2,503	3,333	4,413
배당금 수입	14	14	14	14	BPS(원)	53,181	55,764	59,377	63,953
법인세부담액	-116	-79	-106	-143	DPS(원)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
투자활동 현금흐름	-505	-211	-180	-208	PER(X)	50.1	36.4	27.3	20.6
유동자산의 감소(증가)	143	-110	-65	-72	PBR(X)	2.1	1.6	1.5	1.4
투자자산의 감소(증가)	-295	-49	-31	-30	EV/EBITDA(X)	24.1	18.4	12.8	9.3
유형자산 감소(증가)	-23	-35	-40	-51	ROE(%)	4.8	5.2	6.5	7.9
무형자산 감소(증가)	-147	-54	-64	-75	ROA(%)	4.0	4.3	5.3	6.5
재무활동 현금흐름	-99	54	19	30	ROIC(%)	14.1	16.4	20.5	25.3
사채및차입금증가(감소)	111	54	19	30	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	7	0	0	0	부채비율(%)	19.4	21.6	21.8	21.9
배당금 지급	-31	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-42.2	-44.4	-47.0	-49.9
외환환산으로 인한 현금변동	10	0	0	0	유동비율(%)	441.3	404.5	412.2	421.0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	417.0	385.0	497.7	614.8
현금증감	-359	166	243	328	총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.5
기초현금	1,908	1,549	1,715	1,958	매출채권 회전율	8.0	10.9	10.4	10.4
기말현금	1,549	1,715	1,958	2,286	재고자산 회전율	714.0	672.3	642.5	642.6
FCF	212	288	364	456	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권

**Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내역**

**넷마블(251270) 주가 및 목표주가 추이**

<b>제시일자</b>	2017-04-25	2017-08-14	2017-10-11	2017-11-07	2017-11-19	2018-01-14	
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
<b>목표주가</b>	-	160,000원	180,000원	230,000원	230,000원	230,000원	
<b>제시일자</b>	2018-02-06	2018-11-27	2019-04-10	2019-04-12	2019-04-19	2019-05-02	
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
<b>목표주가</b>	230,000원	158,000원	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원	
<b>제시일자</b>	2019-05-14	2019-05-22	2019-05-31	2019-06-03	2019-06-07	2019-06-11	
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
<b>목표주가</b>	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원	190,000원	
<b>제시일자</b>	2019-06-14	2019-06-20	2019-06-28	2019-07-23			
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Buy	Buy			
<b>목표주가</b>	190,000원	190,000원	190,000원	120,000원			

**목표주가 변동 내역별 괴리율**

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
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	-31.58	-31.58
2019-07-23	Buy	120,000원		

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

**Ratings System**

구분	대상기간	투자 의견	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.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.15%) · 매도(0.00%) · 중립(5.85%)	* 기준일 2019.06.30까지

**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.