



2018/04/24

# 넷마블(251270)

## 신작 모멘텀 점진적 강화 기대

### ■ 1Q18 Preview: 매출 -23% YoY, 영업이익 -56% YoY 예상

넷마블 1Q18 매출액은 5,251억원 (-23.6% YoY, -14.7% QoQ), 영업이익은 877억원 (-56.2% YoY, -5.3% QoQ)을 기록할 것으로 예상한다. 경쟁사의 신작 출시에 따른 잠식 및 해외 지역 매출의 자연 감소로 주요 매출원인 'L2R(리니지2레볼루션)'의 매출액은 전분기대비 32% 감소한 것으로 파악된다. 다만 'L2R'은 진성 유저 위주로 구성되어 있어 매출액은 하향 안정화되었으며 최근 국내 일평균 매출액은 3월 대비 증가한 7억원 수준을 기록하고 있는 것으로 추정된다.

### ■ 신작 모멘텀 하반기에 본격 재개될 전망

1분기는 신작이 부재했던 시기이며, 지난 12일 신작 '피싱스트라이크'를 출시했으나 캐주얼 낚시게임이라는 장르 특성상 매출 기여는 제한적이다. 신작 모멘텀은 2분기부터 점진적으로 강화되어 하반기에 본격적으로 재개될 전망이다. 지난 19일부터는 전략 MMO '아이온쓰론' 사전예약을 시작했는데 '아이온쓰론'은 지난 7년 동안 전략 게임만 출시한 개발업체 포플랫의 개발 역량과 넷마블의 RPG 운영 노하우가 결합되어 새로운 장르를 개척할 것으로 판단한다. 전략 MMO는 글로벌 전체 시장에서 22%를 차지하고 있으며, 지난 2년동안 연평균 성장을 38%를 기록하여 빠르게 성장하고 있는 장르이다. 하반기에는 '블레이드앤소울 레볼루션', '세븐나이츠2', '이카루스M', 'BTS월드' 등의 기대작이 순차적으로 출시될 예정이다.

### ■ 투자의견 BUY, 목표주가 18.5만원으로 하향 조정

넷마블에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 기존 25만원에서 18.5만원으로 하향 조정한다. 최근 중국 게임 판호 발급 기관이 광전총국에서 선전부로 변경되었는데 선전부는 정치·외교 문제와 밀접한 관련이 있어 한국 게임의 중국 판호 발급 시점에 대해 보수적으로 접근할 필요가 있다. 이에 따라 기존 실적 추정치에 반영했던 'L2R'의 중국 매출액은 제거하여 매출액과 이익 추정치 모두 하향 조정되었다. 중국 지역 매출액을 제외해도 올해 20여종의 신작 출시 및 일본, 북미/유럽 지역 등 의 해외 진출 확대로 성장성이 높아 목표주가는 12MF SPS 38,104원에 글로벌 경쟁사의 평균 PSR인 4.9배를 적용하여 산정했다.

인터넷/게임/미디어 김민정  
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

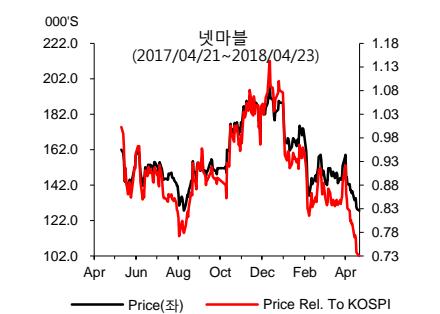
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	185,000원
종가(2018/04/23)	127,500원

#### Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	8,510만주
시가총액	10,850십억원
외국인지분율	26.0%
배당금(2017)	360원
EPS(2018E)	5,213원
BPS(2018E)	58,176원
ROE(2018E)	9.6%
52주 주가	127,500~199,500원
60일평균거래량	296,863주
60일평균거래대금	44.1십억원

#### Price Trend



## COMPANY BRIEF

<표 1> 넷마블 1 분기 예상실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	4Q17	1Q18E	컨센서스	차이(%)
매출액	2,424.8	2,867.7	3,510.0	687.2	615.8	525.1	551.0	-4.7
YoY(%)	61.7	18.3	22.4	110.7	33.0	-23.6	-19.8	-3.8p
QoQ(%)				48.4	5.9	-14.7	-10.5	-4.2p
영업이익	509.8	702.5	931.4	200.1	92.6	87.7	94.4	-7.1
YoY(%)	73.0	37.8	32.6	236.9	-21.6	-56.2	-52.8	-3.4p
QoQ(%)				69.4	-17.2	-5.3	2.0	-7.3p
이익률(%)	21.0	24.5	26.5	29.1	15.0	16.7	17.1	-0.4p
지배주주순이익	309.8	443.5	623.3	130.1	36.4	57.8	62.3	-7.2
이익률(%)	12.8	15.5	17.8	18.9	5.9	11.0	11.3	-0.3p

자료: 넷마블, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

<표 2> 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2424.8	2867.7	3510.0	687.2	540.1	581.7	615.8	525.1	595.9	847.0	899.7
L2R(글로벌)	1079.7	581.3	465.1	378.0	199.8	261.8	240.2	162.4	151.3	139.3	128.4
MCOC	253.7	351.4	281.1	27.5	70.2	69.8	86.2	90.5	88.7	86.9	85.2
세븐나이츠	169.3	102.8	97.7	55.0	48.6	34.9	30.8	27.7	26.3	25.0	23.8
모두의마블	132.5	117.1	123.0	34.4	32.4	34.9	30.8	30.2	29.6	29.0	28.4
쿠키잼	138.6	140.5	112.4	34.4	32.4	34.9	36.9	36.2	35.5	34.8	34.1
테라M	30.8	33.0	26.4	0.0	0.0	0.0	30.8	9.2	8.8	7.9	7.1
B&S 레볼루션	0.0	248.4	198.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	138.0	110.4
기타	620.2	1,293.1	2,205.6	158.1	156.6	145.4	160.1	168.9	255.8	386.1	482.4
판관비	1,915.2	2,165.2	2,578.6	487.1	435.0	469.9	523.2	437.4	476.9	610.4	640.5
영업이익	509.8	702.5	931.4	200.1	105.1	111.8	92.6	87.7	119.0	236.6	259.2
세전이익	471.5	680.6	903.4	190.9	108.2	105.7	70.7	88.7	113.1	228.4	250.4
지배주주순이익	309.8	443.5	623.3	130.1	70.2	74.3	36.4	57.8	73.7	148.8	163.2
성장률 (YoY %)											
매출액	61.7	18.3	22.4	110.7	53.5	62.0	33.0	(23.6)	10.3	45.6	46.1
L2R(글로벌)	792.5	-46.2	-20.0	n/a	n/a	n/a	98.5	-57.0	-24.3	-46.8	-46.6
MCOC	n/a	38.5	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	229.3	26.3	24.5	-1.2
세븐나이츠	-52.0	-39.3	-5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-49.6	-45.8	-28.3	-22.8
모두의마블	-34.8	-11.6	5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-12.2	-8.7	-17.0	-7.8
쿠키잼	-3.6	1.4	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	5.4	9.5	-0.4	-7.8
테라M	n/a	7.2	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-76.9
B&S 레볼루션	n/a	n/a	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	108.5	70.6	n/a	n/a	n/a	n/a	6.8	63.3	165.5	201.3
판관비	58.9	13.1	19.1	82.6	45.4	59.6	51.7	-10.2	9.6	29.9	22.4
영업이익	73.0	37.8	32.6	236.9	99.8	73.1	-21.6	-56.2	13.2	111.6	179.9
세전이익	71.1	44.4	32.7	180.7	111.3	80.4	-27.6	-53.5	4.5	116.1	254.2
지배주주순이익	78.1	43.2	40.5	216.5	234.3	86.2	-49.4	-55.6	4.9	100.3	348.3
이익률 (%)											
영업이익률	21.0	24.5	26.5	29.1	19.5	19.2	15.0	16.7	20.0	27.9	28.8
세전이익률	19.4	23.7	25.7	27.8	20.0	18.2	11.5	16.9	19.0	27.0	27.8
지배주주순이익률	12.8	15.5	17.8	18.9	13.0	12.8	5.9	11.0	12.4	17.6	18.1

자료: 넷마블, 하이투자증권

주: 연결기준

&lt;표 3&gt; 넷마블 목표주가 산정

	12MF	2018E	2019E
SPS (원)	38,104	33,705	41,245
PSR (배)		5.9	4.9
Target PSR (배)			4.9
목표주가 (원)			185,000
현재주가 (원)			127,500
상승여력 (%)			45.1

자료: 하이투자증권

&lt;표 4&gt; 넷마블 Global Peers Valuation 비교

	ACTIVISION			TENCENT		KINGNET		
	Netmarble	BLIZZARD	ELECTRONIC	NETEASE	HOLDINGS	NETWORK	NEXON	NC
현재주가 (달러)	118.7	66.3	120.9	266.3	51.0	2.4	14.9	335.7
시가총액 (백만달러)	10,103.9	50,297.3	37,080.3	34,972.8	484,833.3	3,400.4	13,209.4	7,364.9
절대수익률 (%)								
1M	-10.8	-2.6	-0.5	-9.9	-6.2	-12.9	-12.4	-11.9
3M	-23.9	-7.3	2.7	-20.4	-17.0	-29.2	-15.3	-17.7
6M	-25.4	7.9	6.4	-3.2	13.0	-27.2	6.4	-15.1
1Y	n/a	32.9	31.5	-1.0	66.7	-0.7	83.0	1.4
YTD	-32.4	4.7	15.1	-22.8	-3.0	-32.0	-4.8	-19.4
초과수익률 (%p)								
1M	-14.0	-5.7	-3.6	-13.1	-9.4	-16.0	-15.6	-15.0
3M	-17.9	-1.4	8.7	-14.5	-11.0	-23.3	-9.3	-11.7
6M	-29.5	3.8	2.3	-7.3	8.9	-31.3	2.3	-19.2
1Y	n/a	19.3	17.8	-14.7	53.0	-14.3	69.3	-12.3
YTD	-32.2	4.8	15.2	-22.7	-2.8	-31.8	-4.7	-19.3
PER								
2017	48.2	43.7	28.1	27.6	44.5	12.9	25.4	21.6
2018E	24.3	25.3	28.3	17.6	35.5	11.6	14.5	13.3
2019E	17.9	22.1	24.3	14.8	26.8	11.5	13.2	10.5
PBR								
2017	3.7	5.1	6.8	6.4	12.5	3.0	3.1	3.5
2018E	2.3	4.6	8.7	3.9	8.9	2.2	2.5	2.6
2019E	2.0	3.8	7.0	3.2	6.9	1.6	2.1	2.1
PSR								
2017	6.2	6.8	5.6	5.5	13.4	6.9	6.1	5.4
2018E	3.9	6.7	7.2	3.2	8.9	4.4	5.0	3.9
2019E	3.3	6.2	6.6	2.5	6.7	4.0	4.7	3.3
매출액성장률 (%)								
2017	65.9	6.2	10.2	39.4	53.9	24.6	24.1	83.5
2018E	21.8	7.1	6.5	38.5	51.7	57.9	22.6	22.9
2019E	17.7	8.0	8.3	24.7	33.6	10.1	7.4	17.3
영업이익성장률 (%)								
2017	77.5	-7.3	36.3	-5.3	57.3	226.9	115.3	82.5
2018E	35.5	100.7	36.6	8.1	32.6	18.2	38.6	38.7
2019E	35.3	14.9	17.4	17.0	28.4	7.6	11.0	25.1
순이익성장률 (%)								
2017	82.7	-71.7	-16.3	-9.2	71.2	148.5	172.7	66.2
2018E	48.5	641.1	37.7	30.0	28.2	19.9	76.4	41.6
2019E	40.5	17.4	16.7	18.9	31.3	7.3	9.9	25.5
영업이익률 (%)								
2017	21.0	18.7	25.3	22.5	35.6	55.7	38.5	33.3
2018E	23.4	35.0	32.4	17.5	31.1	41.7	43.5	37.5
2019E	26.9	37.2	35.1	16.4	29.9	40.8	45.0	40.0
순이익률 (%)								
2017	12.8	3.9	20.0	19.8	30.1	51.5	24.2	25.1
2018E	15.6	26.9	25.8	18.6	25.4	39.1	34.7	28.9
2019E	18.6	29.3	27.8	17.7	25.0	38.1	35.6	30.9

자료: Bloomberg, 하이투자증권 추정  
 주: Bloomberg Consensus

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,918	3,751	4,738	5,767
현금 및 현금성자산	1,908	501	705	826
단기금융자산	644	2,814	3,501	4,355
매출채권	303	359	439	474
재고자산	2	3	3	4
비유동자산	2,429	2,343	2,289	2,248
유형자산	145	145	144	144
무형자산	1,237	1,154	1,101	1,066
자산총계	5,348	6,094	7,027	8,016
유동부채	501	548	610	660
매입채무	121	143	175	189
단기차입금	4	4	4	4
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	381	381	381	381
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	882	929	991	1,041
지배주주지분	4,329	4,951	5,752	6,615
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	603	1,016	1,608	2,263
기타자본항목	-423	-423	-423	-423
비지배주주지분	136	214	283	359
자본총계	4,465	5,165	6,035	6,975

포괄손익계산서				
	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,425	2,868	3,510	3,794
증가율(%)	61.6	18.3	22.4	8.1
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,425	2,868	3,510	3,794
판매비와관리비	1,915	2,165	2,579	2,776
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	510	703	931	1,018
증가율(%)	73.0	37.8	32.6	9.3
영업이익률(%)	21.0	24.5	26.5	26.8
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-6	-6	-6	-6
기타영업외손익	-44	-45	-59	-64
세전계속사업이익	471	681	903	993
법인세비용	111	159	211	232
세전계속이익률(%)	19.4	23.7	25.7	26.2
당기순이익	361	522	693	761
순이익률(%)	14.9	18.2	19.7	20.1
지배주주귀속 순이익	310	444	623	685
기타포괄이익	208	208	208	208
총포괄이익	569	730	901	970
지배주주귀속총포괄이익	564	723	892	960

현금흐름표				
	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	503	667	820	856
당기순이익	361	522	693	761
유형자산감가상각비	11	16	15	15
무형자산상각비	53	88	58	40
지분법관련손실(이익)	-6	-6	-6	-6
투자활동 현금흐름	-1,433	-2,662	-1,180	-1,343
유형자산의 처분(취득)	-30	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-3	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-496	-2,171	-687	-854
재무활동 현금흐름	2,527	-37	-37	-37
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	2,635	0	-	-
배당금지급	-	-31	-31	-31
현금및현금성자산의증감	1,635	-1,407	204	121
기초현금및현금성자산	273	1,908	501	705
기말현금및현금성자산	1,908	501	705	826

주요투자지표				
	(단위:억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,898	5,213	7,324	8,053
BPS	50,919	58,176	67,591	77,734
CFPS	4,713	6,426	8,192	8,697
DPS	360	360	360	360
Valuation(배)				
PER	48.4	24.5	17.4	15.8
PBR	3.7	2.2	1.9	1.6
PCR	40.0	19.8	15.6	14.7
EV/EBITDA	23.5	9.4	6.6	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	9.6	11.6	11.1
EBITDA 이익률	23.7	28.1	28.6	28.3
부채비율	19.8	18.0	16.4	14.9
순부채비율	-57.0	-64.1	-69.6	-74.2
매출채권회전율(x)	8.8	8.7	8.8	8.3
재고자산회전율(x)	1,142.8	1,114.4	1,131.9	1,068.3

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(넷마블)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년	-34.6%	-20.2%
2018-04-23	Buy	185,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-