



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(4/30): 147,500원

시가총액: 125,524억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/30)	2,515.38pt
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	199,500원 -26.07%
등락률	127,500원 15.69%
수익률	절대 상대
1M	-3.6% -6.3%
6M	-13.5% -14.0%
1Y	

Company Data

발행주식수	85,101천주
일평균 거래량(3M)	315천주
외국인 지분율	26.08%
배당수익률(18E)	0.24%
BPS(18E)	56,348원
주요 주주	방준혁 외 8인 CJ E&M
	25.2% 22.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,500	2,425	2,845	3,330
보고영업이익	295	510	726	976
핵심영업이익	295	510	726	976
EBITDA	325	574	780	1,025
세전이익	276	471	743	994
순이익	209	361	576	770
자체주주지분순이익	174	310	495	662
EPS(원)	2,718	3,900	5,823	7,785
증감률(%YoY)	32.6	43.5	49.3	33.7
PER(배)	0.0	48.3	25.3	18.9
PBR(배)	0.0	3.7	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	15.0	10.7
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	25.5	29.3
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	25.5	29.3
ROE(%)	16.8	12.5	12.2	14.3
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-57.9	-63.4

Price Trend



실적리뷰

넷마블 (251270)

다시 시작된 날개짓, 신작들로 날아간다



넷마블의 1Q실적은 매출액 5,074억원(QoQ, -17.6%), 영업이익 742억원(QoQ, -20.0%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 신작 출시에 따른 매출 증가 요인이 없이 기존 매출 감소가 나타남에 따라 기대치를 하회하였습니다. 다만, 25일에 출시된 해리포터의 글로벌 Big Hit와 신작들의 출시가 시작됨에 따라 2Q부터는 실적 개선이 나타날 것으로 전망됩니다.

>>> 리니지2로 움츠렸던 날개가 해리포터로 펴졌다

넷마블의 1Q실적은 매출액 5,074억원(QoQ, -17.6%), 영업이익 742억원(QoQ, -20.0%)를 기록하면서 낮아진 시장 기대치를 밑돌았다. 신작이 없는 상황에서 대부분의 게임들의 매출이 예상보다 감소함에 따라 부진한 실적을 기록하였다. 비용적인 측면에서는 퍼블리싱 및 IP게임들의 비중확대에 따른 지급수수료 비중이 여전히 높았으며, 인건비 증가가 이익감소를 초래하였다. 1Q는 신작 출시부재로 실적이 부진하였지만 2Q부터는 신작을 통한 실적 성장이 기대된다. 해리포터가 4/25일 출시 이후 Big Hit를 구가하고 있으며 소폭의 지연은 있지만 대부분의 게임들이 2Q부터 출시될 예정이다.

>>> 앞으로 출시될 신작에 대한 기대치가 더해져

해리포터의 글로벌 Big Hit는 의미하는 바가 크다. 그 동안의 주가 감소는 신작 부재와 기존게임들의 매출감소 우려가 존재한다. 특히나 리니지2:레볼루션의 3월 매출이 크게 감소한 영향으로 2Q부터의 실적에 대한 우려가 크게 반영되고 있었다. 해리포터는 아직 초기이기는 하지만 실적 감소 우려가 아닌 실적 성장에 대한 기대로 시각을 바꿀 수 있는 큰 성과를 기록하고 있다. 또한 향후 출시되는 신작에 대한 기대치가 배가가 될 수 있다. 이전까지는 실적 우려로 신작에 대한 기대치가 주가에 거의 반영되지 못하였다. 실제로 해리포터 출시 이전까지는 기대감이 반영되었다고 보기 어려운 주가흐름을 나타냈었다. 하지만 확보된 성과를 바탕으로 향후 주요신작들에 대해서는 성과에 대한 기대치가 출시 이전에 반영될 가능성이 커졌다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

넷마블에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 180,000원을 유지한다. 이번 해리포터의 성공을 통해 높은 Hit Ratio를 다시 한번 입증하였다. 또한 당사에서 언급했던 2가지 요인 중 하나인 글로벌 전반에 걸쳐 신작 Hit가 나타났다는 점에서 국내 모바일게임업체 No.1의 프리미엄을 부여할 필요가 있다. 해리포터의 IP영향력이 매우 크다는 점 때문에 이번 성과의 의미를 낮게 부여하는 시각도 존재하겠지만 IP의 확보와 확보된 IP를 Hit까지 이끌어 내는 것도 업체의 능력이다. 특히 박성훈대표의 언급에 따르면 IP와 관련된 수급은 향후에도 전방위적으로 나타날 개연성이 크다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	6,059	8,085	9,231	24,248	28,449
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,756	3,298	3,386	2,940	3,136	13,590	12,760
리니지 2·레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,776	1,502	1,518	1,564	10,658	6,359
주요신작 매출					1,172	3,007	3,956	0	8,135	
로열티 매출					620	575	0	0	1,195	
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	5,002	5,612	6,245	19,151	21,190
인건비	900	868	924	943	989	992	1,002	1,032	3,635	4,015
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,632	3,062	3,507	10,064	11,329
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	881	1,055	1,152	3,812	3,835
기타	349	419	436	436	468	497	493	554	1,640	2,012
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	1,057	2,473	2,987	5,097	7,259
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	17.5%	30.6%	32.4%	21.0%	25.5%

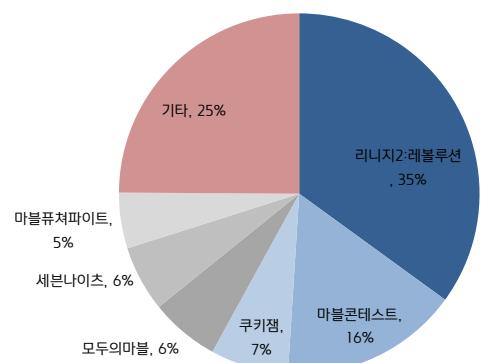
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
파싱스트라이크	글로벌 원빌드	Sports	4/12 일 출시
해리포터 호그와트 미스터리	글로벌 원빌드	Adventure RPG	4/25 일 출시
테리아사가	일본	RPG	4/24 일 사전예약, 2Q 출시
아이언스톤	글로벌 원빌드	Simulation	5 월 출시 예정
블레이드앤소울 레볼루션	국내	MMORPG	2Q 사전예약, 3Q 출시
세븐나이츠 2	국내	MMORPG	하반기
원탁의 기사	미공개	MMORPG	하반기
스톤에이지 MMORPG	미공개	MMORPG	하반기
일곱개의 대죄	일본	RPG	하반기
더킹오브파이터즈 올스타	일본	Action	하반기
극열 마구마구	일본	Sports	하반기
요괴워치 메달워즈	일본	RPG	하반기
팬텀게이트	미공개	Casual	하반기
쿵야 캐치마인드	미공개	Casual	하반기
리치 그라운드	미공개	Arcade	하반기
매직더개더링 M	미공개	Simulation	하반기
태라 M	일본 및 글로벌	MMORPG	2018년말, 전망

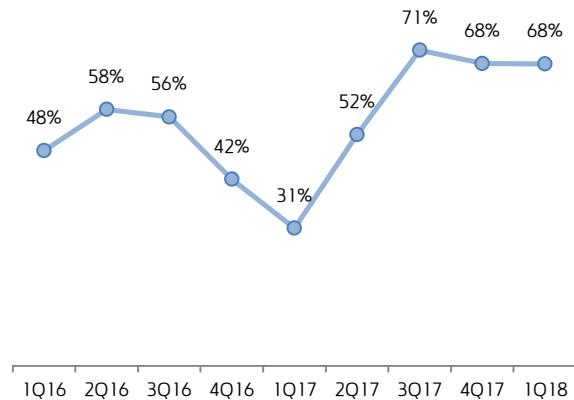
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

해외매출비중 추이



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

1Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	1Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	1Q 실적	전분기대비	1Q 추정치	추정치대비	1Q 추정치	컨센서스대비
매출액	5,074	-17.6	5,248	-3.3	5,450	-6.9
영업이익	742	-20.0	827	-10.3	922	-19.5
당기순이익	789	50.6	585	34.9	599	31.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500	2,425	2,845	3,330	3,430
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,500	2,425	2,845	3,330	3,430
판매비및일반관리비	1,205	1,915	2,119	2,354	2,507
영업이익(보고)	295	510	726	976	923
영업이익(핵심)	295	510	726	976	923
영업외손익	-19	-38	17	18	19
이자수익	4	22	10	11	12
배당금수익	5	7	19	21	22
외환이익	10	17	0	0	0
이자비용	2	13	0	0	0
외환손실	10	30	0	0	0
관계기업지분법손익	3	-8	2	3	3
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-6	0	0	0
기타	-20	-27	-14	-17	-17
법인세차감전이익	276	471	743	994	942
법인세비용	66	111	167	224	212
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	209	361	576	770	730
지배주주지분이익(억원)	174	310	495	662	628
EBITDA	325	574	780	1,025	967
현금순이익(Cash Earnings)	240	426	631	820	775
수정당기순이익	216	365	576	770	730
증감율(% YoY)					
매출액	39.8	61.6	17.3	17.1	3.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	42.4	34.4	-5.4
영업이익(핵심)	30.8	73.0	42.4	34.4	-5.4
EBITDA	31.1	76.6	35.8	31.4	-5.7
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	59.9	33.7	-5.2
EPS	32.6	43.5	49.3	33.7	-5.2
수정순이익	27.8	68.9	57.6	33.7	-5.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	149	483	730	855	810
당기순이익	209	361	576	770	730
감가상각비	8	11	11	12	14
무형자산상각비	22	53	44	38	31
외환손익	2	10	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	3	6	-2	-3	-3
영업활동자산부채 증감	-131	-39	101	50	52
기타	34	80	0	-12	-13
투자활동현금흐름	-210	-1,421	-208	-166	-144
투자자산의 처분	-57	-551	-162	-125	-102
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-90	-30	-32	-33	-33
무형자산의 처분	-7	-1	-8	0	0
기타	-56	-838	-7	-8	-9
재무활동현금흐름	114	2,535	-234	35	-19
단기차입금의 증가	124	-93	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	2,635	0	0	0
배당금지급	-4	0	-31	-31	-31
기타	-7	-6	-204	65	11
현금및현금성자산의순증가	57	1,635	287	724	647
기초현금및현금성자산	216	273	1,908	2,195	2,919
기말현금및현금성자산	273	1,908	2,195	2,919	3,566
Gross Cash Flow	279	522	629	805	759
Op Free Cash Flow	27	384	679	823	778

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	3,346	4,175	4,834
현금및현금성자산	273	1,908	2,195	2,919	3,566
유동금융자산	147	643	711	733	720
매출채권및유동채권	299	360	431	512	536
재고자산	2	2	3	4	5
기타유동비금융자산	0	5	6	7	8
비유동자산	1,236	2,429	2,524	2,641	2,770
장기매출채권및기타비유동채권	26	37	43	50	52
투자자산	535	965	1,061	1,179	1,310
유형자산	123	145	166	187	207
무형자산	540	1,237	1,201	1,163	1,133
기타비유동자산	12	46	52	60	69
자산총계	1,957	5,348	5,870	6,816	7,604
유동부채	421	501	682	822	900
매입채무및기타유동채무	251	323	474	555	572
단기차입금	105	4	4	4	4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	65	174	204	263	324
비유동부채	226	381	178	243	254
장기매입채무및비유동채무	1	0	1	1	1
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	225	381	177	242	254
부채총계	647	882	859	1,065	1,154
자본금	7	9	9	9	9
주식발행초과금	350	2,992	2,992	2,992	2,992
이익잉여금	294	603	1,069	1,702	2,301
기타자본	565	726	726	726	726
지배주주지분자본총계	1,216	4,329	4,795	5,428	6,027
비지배주주지분자본총계	94	136	215	322	423
자본총계	1,310	4,465	5,011	5,750	6,450
순차입금	-314	-2,547	-2,902	-3,648	-4,282
총차입금	105	4	4	4	4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,718	3,900	5,823	7,785	7,378
BPS	17,946	50,919	56,348	63,788	70,826
주당EBITDA	5,082	7,233	9,172	12,050	11,366
CFPS	3,747	5,358	7,411	9,636	9,103
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	25.3	18.9	20.0
PBR	0.0	3.7	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	-1.0	28.1	15.0	10.7	10.7
PCFR	0.0	35.2	19.9	15.3	16.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	25.5	29.3	26.9
EBITDA margin	21.7	23.7	27.4	30.8	28.2
순이익률	13.9	14.9	20.2	23.1	21.3
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	12.2	14.3	12.0
투하자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	233.0	504.2	840.8
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	17.2	18.5	17.9
순차입금비율	-24.0	-57.0	-57.9	-63.4	-66.4
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	7.2	7.1	6.5
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	1,072.2	1,003.6	826.6
매입채무회전율	7.1	8.4	7.1	6.5	6.1

Compliance Notice

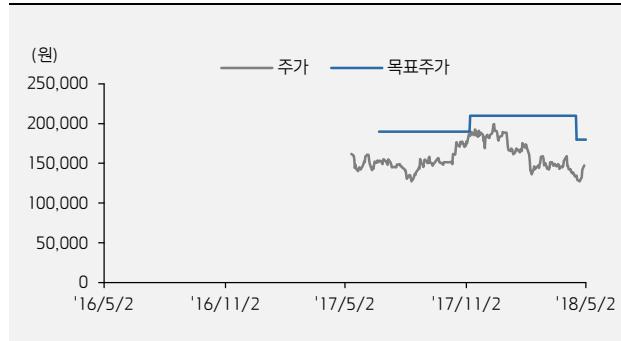
- 당사는 4월 30일 현재 '넷마블 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			고리율		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
넷마블 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000 원	6개월	-19.88	-1.84			
	2017/11/08	Outperform (Downgrade)	210,000 원	6개월	-10.82	-9.76			
	2017/11/15	Outperform (Maintain)	210,000 원	6개월	-12.00	-5.00			
	2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000 원	6개월	-14.63	-5.00			
	2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000 원	6개월	-17.14	-5.00			
	2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000 원	6개월	-21.50	-5.00			
	2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000 원	6개월	-25.51	-18.06			
	2018/05/02	BUY(Maintain)	180,000 원	6개월					

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%