

# 넷마블(251270)

## 다가오는 신작 모멘텀에 주목하자

### 해외 신작 출시 본격화를 통한 실적 개선

2분기 실적을 매출액 5,672억원(+5.0% YoY, +11.8% QoQ), 영업이익 883억원(-16.0% YoY, +19.0% QoQ)으로 추정한다. ‘해리포터: 호그와트 미스터리’ 초기 흥행과 신규 ‘어벤저스’ 시리즈 개봉에 따른 ‘마블’ IP 기반 게임들의 성과 개선을 기반으로 한 매출 증가가 예상된다. ‘리니지2 레볼루션’ 글로벌 매출액은 전분기 대비 11.5% 감소했으나 업데이트가 계속 진행되고 있어 향후 매출 감소세는 완화될 전망이다. 다만 ‘해리포터’와 ‘나이츠 크로니클’ 등 해외 신작 출시로 마케팅 비용은 865억원(+5.0% YoY, +15.8% QoQ)으로 증가할 것이다.

### 강력한 신작 파이프라인은 높은 밸류에이션을 정당화

경쟁 개발사들 대비 강력한 신작 파이프라인이 높은 밸류에이션을 정당화할 수 있을 것으로 예상된다. ‘블레이드앤소울 레볼루션’은 7월 사전 예약을 시작할 예정이며 9월 출시가 가능할 전망이다. ‘블레이드앤소울’의 높은 IP인지도와 ‘검은사막 모바일’ 이후 대작 MMORPG 출시가 없었다는 점을 감안할 때 충분한 대기 수요가 존재한다. 따라서 국내 모바일 MMORPG 시장 경쟁 심화에도 향후 성장을 견인할 수준의 매출 창출이 가능할 것으로 예상된다. ‘킹오브파이터’ 등 유명 일본 IP 기반의 신작 출시를 통한 일본 시장 내 영향력 확대도 기대되며 하반기로 예정된 ‘BTS 월드’와 ‘세븐나이츠2’ 등 대형 신작들에 대한 기대감도 기업가치에 긍정적으로 작용할 전망이다.

### 매수의견 및 목표주가 175,000원 유지

넷마블에 대한 매수의견 및 목표주가 175,000원(12MF EPS에 target PER 26.9배 적용)을 유지한다. ‘리니지2 레볼루션’ 매출 감소와 ‘해리포터’의 장기 흥행 실패는 아쉽지만 하반기를 시작으로 ‘블레이드앤소울 레볼루션’ 등 대형 신작들의 출시가 예정되어 있어 실적 개선이 본격화될 것으로 예상된다. 단기 실적과 높은 밸류에이션에 대한 우려보다는 신작 출시 모멘텀과 보유 중인 다양한 IP를 통한 국내 및 해외 모바일 게임 시장 내 영향력 확대 가능성에 주목해야 할 시점이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,500	295	174	2,720	430.3	325	NM	NM	NM	15.3	-
2017A	2,425	510	310	3,908	43.7	574	48.2	24.2	3.7	11.2	0.2
2018F	2,476	491	403	4,732	21.1	574	32.9	18.3	2.7	8.8	0.6
2019F	2,909	682	540	6,342	34.0	770	24.5	13.1	2.4	10.5	0.8
2020F	3,389	828	649	7,623	20.2	925	20.4	10.3	2.1	11.1	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 175,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(7/5)	2,258
주가(7/5)	155,500
시가총액(십억원)	13,248
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	199,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	42,686
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.3/26.0
주요주주(%)	방준혁 외 10 인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	(6.6)	4.0
KOSPI 대비(%p)	10.3	3.0	9.5

### 주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	540.1	581.7	615.8	507.4	567.2	11.8	5.0	580.4
영업이익	105.1	111.8	92.7	74.2	88.3	19.0	(16.0)	98.8
영업이익률(%)	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	15.6%	6.8	(20.0)	17.0
세전이익	108.2	105.6	66.6	105.0	101.1	(3.7)	(6.6)	104.3
순이익	78.1	84.2	52.4	79.0	76.8	(2.8)	(1.7)	79.2

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>581.7</b>	<b>615.8</b>	<b>507.4</b>	<b>567.2</b>	<b>616.0</b>	<b>785.0</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,475.6</b>	<b>2,908.6</b>
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	164.1	150.9	202.2	280.5	1,106.7	797.6	975.3
리니지 2 레볼루션	388.8	164.8	93.2	68.8	57.1	44.4	37.0	30.8	715.6	169.3	90.9
세븐나이트	28.5	27.8	20.5	19.5	19.4	19.0	18.3	17.5	96.4	74.2	63.4
모두의 마블	35.3	29.3	31.9	27.9	27.6	27.1	26.5	26.0	124.3	107.2	98.8
블레이드앤소울							60.0	144.0		204.0	445.7
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	343.3	416.4	413.8	504.5	1,318.1	1,678.0	1,933.3
리니지 2 레볼루션 동남아 및 기타		34.0	99.6	37.3	34.1	31.4	28.2	25.4	170.9	119.1	78.6
리니지 2 레볼루션 일본			70.1	117.0	72.0	68.4	65.0	61.7	187.1	267.1	217.6
리니지 2 레볼루션 북미				17.1	14.4	13.0	12.3	11.7	17.1	51.4	41.2
리니지 2 레볼루션 중국								94.5		94.5	292.5
해리포터: 호그와트 미스터리						46.9	38.6	37.5		123.0	139.0
Kabam(마블 콘테스트)	23.4	70.2	69.8	86.2	81.2	89.3	87.5	85.8	249.6	343.8	357.5
<b>영업비용</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>469.9</b>	<b>523.1</b>	<b>433.2</b>	<b>478.9</b>	<b>500.4</b>	<b>571.6</b>	<b>1,915.1</b>	<b>1,984.2</b>	<b>2,226.9</b>
인건비	90.0	86.8	92.4	94.3	98.9	103.6	105.3	107.4	363.5	415.2	452.0
지급수수료	283.8	223.9	232.9	265.8	212.8	242.6	262.2	333.0	1,006.4	1,050.5	1,233.8
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	86.5	86.2	82.4	381.2	329.9	332.5
감가상각비	13.6	16.1	17.7	17.3	16.8	14.7	13.6	14.1	64.7	59.2	55.9
기타	21.3	25.8	25.9	26.3	30.0	31.5	33.1	34.7	99.3	129.3	152.7
<b>영업이익</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>111.8</b>	<b>92.7</b>	<b>74.2</b>	<b>88.3</b>	<b>115.6</b>	<b>213.3</b>	<b>509.7</b>	<b>491.4</b>	<b>681.7</b>
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	15.6%	18.8%	27.2%	21.0%	19.8%	23.4%
<b>순이익</b>	<b>146.1</b>	<b>78.1</b>	<b>84.2</b>	<b>52.4</b>	<b>79.0</b>	<b>76.8</b>	<b>98.7</b>	<b>173.5</b>	<b>360.8</b>	<b>428.0</b>	<b>575.1</b>
순이익률	21.3%	14.5%	14.5%	8.5%	15.6%	13.5%	16.0%	22.1%	14.9%	17.3%	19.8%
<b>지배주주순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>74.3</b>	<b>74.3</b>	<b>74.3</b>	<b>72.3</b>	<b>92.9</b>	<b>163.3</b>	<b>348.9</b>	<b>402.7</b>	<b>541.2</b>

자료: 넷마블, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2018F	2,476	2,543	(2.6)
	2019F	2,909	2,928	(0.7)
	2020F	3,389	3,411	(0.6)
영업이익	2018F	491	496	(1.0)
	2019F	682	620	10.0
	2020F	828	796	4.0
지배주주순이익	2018F	403	402	0.3
	2019F	540	492	9.8
	2020F	649	620	4.7
EPS(원)	2018F	4,732	4,720	0.3
	2019F	6,342	5,723	9.8
	2020F	7,623	7,266	4.7

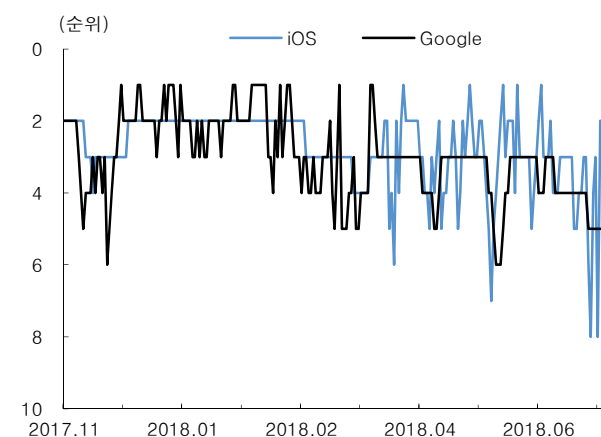
자료: 한국투자증권

〈표 4〉 넷마블 신작 출시 일정

출시일	게임명	장르	플랫폼
3Q18	블레이드앤소울 레볼루션	MMORPG	모바일
4Q18	BTS World	육성 시뮬레이션	모바일
	세븐나이츠2	MMORPG	모바일
2H18	원탁의 기사	MMORPG	모바일
	일곱개의 대죄 RPG	RPG	모바일
	더 킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	모바일
	극열 마구마구	스포츠 & RPG	모바일
	요괴워치 메달워치	액션 RPG	모바일
	스톤에이지 MMORPG	MMORPG	모바일
	팬텀게이트	RPG	모바일
	콩야 캐치마인드	소셜플레이 게임	모바일
	콩야 야채부락리	RPG	모바일
	리치 그라운드	모바일 보드게임	모바일
	매직 더 캐더링 M	TCP	모바일
미정	세븐나이츠 (콘솔)	콘솔용	콘솔

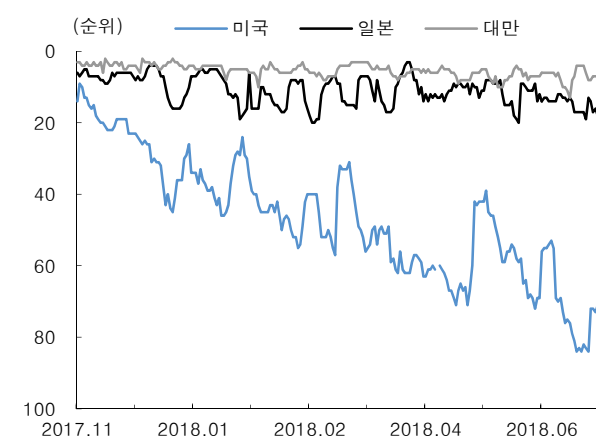
자료: 넷마블, 한국투자증권

[그림 1] 한국: 리니지2 레볼루션 순위 추이



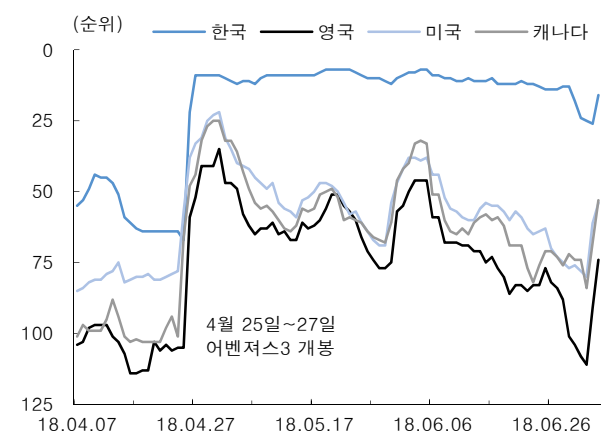
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 주요 국가 Google 순위 추이



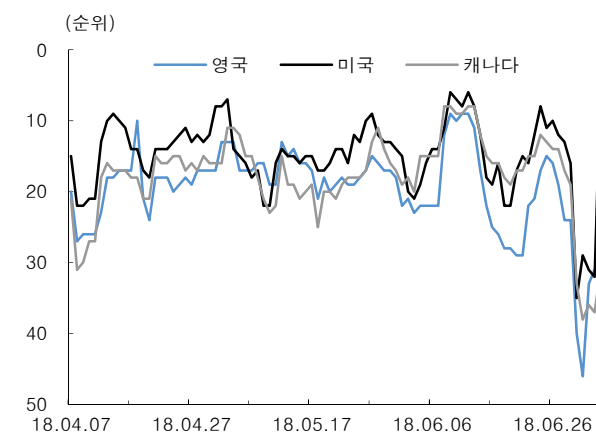
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 마블 퓨처파이트 주요 국가 Google 순위 추이



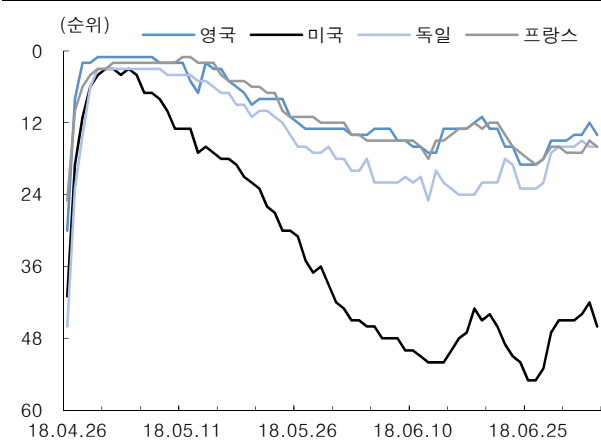
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 마블 올스타배틀 주요 국가 Google 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 5] 해리포터 해외 주요 Google 매출액 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 6] 7월 4일 리니지2 레볼루션 대규모 업데이트



자료: 넷마블, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

2011년 11월 설립된 넷마블게임즈는 다수의 자회사를 통한 모바일 개발 게임 및 퍼블리싱 사업을 영위하고 있다. 다양한 포트폴리오와 흥행 IP 확보를 통해 경쟁 개발사들 대비 안정적인 매출을 창출 중이며 공격적인 M&A를 통해 해외 진출을 순조롭게 진행 중이다. 2017년 하반기를 시작으로 대표 게임인 '리니지2 레볼루션'의 해외 진출이 본격화될 전망이며 '테라M' 등 기존 흥행 온라인 게임 IP 기반의 신작 출시를 준비 중이다

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	721	2,918	3,567	4,145	4,812
현금성자산	273	1,908	2,550	3,112	3,694
매출채권및기타채권	249	303	309	320	373
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	1,236	2,429	2,323	2,513	2,749
투자자산	544	975	949	1,057	1,164
유형자산	123	145	168	190	213
무형자산	540	1,237	1,139	1,193	1,288
자산총계	1,957	5,348	5,890	6,657	7,560
유동부채	421	501	471	532	607
매입채무및기타채무	216	249	173	189	220
단기차입금및단기사채	105	4	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	403	429	460
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	200	234	259	276	292
부채총계	647	882	873	961	1,068
지배주주지분	1,216	4,329	4,843	5,477	6,221
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842	3,842
기타자본	(369)	(423)	(423)	(423)	(423)
이익잉여금	294	603	921	1,358	1,905
비지배주주지분	94	136	173	219	272
자본총계	1,310	4,465	5,017	5,697	6,493

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	197	503	487	717	817
당기순이익	209	361	428	574	690
유형자산감가상각비	8	11	14	17	20
무형자산상각비	22	53	68	71	77
자산부채변동	(82)	(19)	(54)	19	(14)
기타	40	97	31	36	44
투자활동현금흐름	(207)	(1,433)	211	(69)	(143)
유형자산투자	(90)	(30)	(37)	(40)	(42)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(64)	(563)	228	98	100
무형자산순증	(7)	(1)	30	(125)	(172)
기타	(47)	(839)	(10)	(2)	(29)
재무활동현금흐름	63	2,527	(56)	(86)	(93)
자본의증가	1	2,642	0	0	0
차입금의순증	73	(101)	55	50	50
배당금지급	(4)	0	(31)	(85)	(102)
기타	(7)	(14)	(80)	(51)	(41)
기타현금흐름	4	37	0	0	0
현금의증가	57	1,635	642	562	581

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

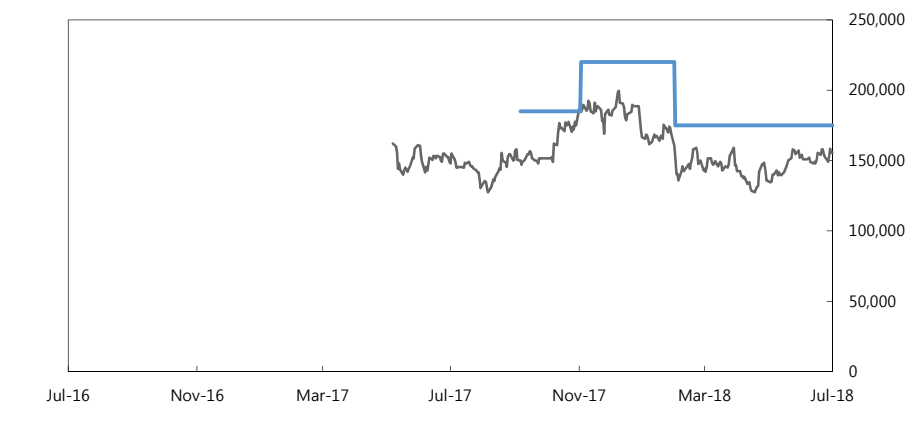
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500	2,425	2,476	2,909	3,389
매출원가	751	0	0	0	0
매출총이익	749	2,425	2,476	2,909	3,389
판매관리비	454	1,915	1,984	2,227	2,560
영업이익	295	510	491	682	828
금융수익	20	55	97	103	112
이자수익	4	22	43	52	61
금융비용	19	43	35	38	40
이자비용	2	13	14	16	19
기타영업외손익	(16)	(44)	4	(1)	(1)
관계기업관련손익	(3)	(6)	6	10	10
세전계속사업이익	276	471	564	757	910
법인세비용	66	111	136	183	220
연결당기순이익	209	361	428	574	690
지배주주지분순이익	174	310	403	540	649
기타포괄이익	66	208	208	208	208
총포괄이익	275	569	636	782	898
지배주주지분포괄이익	239	523	599	736	845
EBITDA	325	574	574	770	925

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,720	3,908	4,732	6,342	7,623
BPS	17,949	50,922	56,853	64,296	73,020
DPS	0	360	1,000	1,200	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	39.8	61.6	2.1	17.5	16.5
영업이익증가율	30.8	73.0	(3.6)	38.7	21.5
순이익증가율	44.3	78.1	30.0	34.1	20.2
EPS증가율	430.3	43.7	21.1	34.0	20.2
EBITDA증가율	31.1	76.6	(0.1)	34.2	20.1
수익성(%)					
영업이익률	19.6	21.0	19.8	23.4	24.4
순이익률	11.6	12.8	16.3	18.6	19.2
EBITDA Margin	21.7	23.7	23.2	26.5	27.3
ROA	12.3	9.9	7.6	9.1	9.7
ROE	15.3	11.2	8.8	10.5	11.1
배당수익률	-	0.2	0.6	0.8	0.8
배당성향	0.0	9.9	21.1	18.9	15.7
안정성					
순차입금(십억원)	(110)	(2,276)	(2,889)	(3,402)	(3,959)
차입금/자본총계비율(%)	23.6	6.2	6.6	6.7	6.6
Valuation(X)					
PER	NM	48.2	32.9	24.5	20.4
PBR	NM	3.7	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	NM	24.2	18.3	13.1	10.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-	-



### Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 6일 현재 넷마블 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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
- 중립 : 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.