

## 넷마블

HOLD(하향)

251270 기업분석 | 인터넷/게임

목표주가(하향)	170,000원	현재주가(07/16)	150,000원	Up/Downside	+13.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 17

## 상당부분 반영된 기대감

## 2Q18 Preview

**2Q18 컨센서스 하회 전망:** 넷마블의 2Q18 실적은 매출액 5,601억원(+3.7%YoY), 영업이익 848억원(-19.3%YoY)으로 컨센서스(945억원)를 하회할 전망이다. 리니지2 레볼루션의 국내외 완만한 매출감소(일매출 1Q18 20억원, 2Q18 16억원 추정)가 이어지는 가운데 4월 출시된 해리포터: 호그와트 미스터리와 초반 성과와 어벤저스: 인피니티 워 개봉에 따른 마블 IP(Intellectual Property) 게임들의 호조로 YoY, QoQ 매출 성장이 예상된다. 그러나 인건비 증가, 해리포터: 호그와트 미스터리와 아이언 쓰론, 테리아 사가, 나이트 크로니클 등의 신작 출시에 따른 마케팅비 증가로 영업비용 증가율은 매출 성장률보다 높은 9.3%YoY를 기록할 전망이다.

## Comment

**블레이드 앤 소울 레볼루션, 출격 준비:** 넷마블은 올 하반기 일곱개의 대작, 더 킹 오브 파이터즈 울스타, 스톤에이지 MMORPG(Massive Multiplayer Online Role Playing Game) 등 총 14종의 신작을 출시할 예정이다. 그 중에서도 단연 돋보이는 것은 바로 최고의 모바일 MMORPG 기대작, 블레이드 앤 소울 레볼루션이다. 이미 리니지2 레볼루션을 성공시킨 바 있어 엔씨소프트의 또 다른 인기 IP, 블레이드 앤 소울을 기반으로 하는 블레이드 앤 소울 레볼루션에 대한 시장의 기대감도 매우 크다. 그 동안 넷마블이 보여준 개발력, 운영능력을 감안할 때 리니지M을 제외한 기준에 출시된 타 모바일 MMORPG대비 높은 성과를 보여주는 데는 큰 문제가 없을 것으로 예상된다. 우리는 현재 실적 추정에 블레이드 앤 소울 레볼루션의 3Q18말 출시, 초기 일매출 20억원을 가정하고 있다.

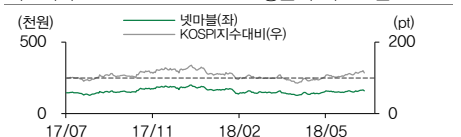
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배. %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500	2,425	2,556	3,240	3,428
(증가율)	39.8	61.6	5.4	26.8	5.8
영업이익	295	510	468	823	853
(증가율)	30.8	73.0	-8.1	75.6	3.7
지배주주순이익	174	310	367	590	620
EPS	2,719	3,898	4,305	6,927	7,282
PER (H/L)	NA/NA	51.3/31.7	36.9	23.0	21.8
PBR (H/L)	NA/NA	3.9/2.4	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	6.3/3.7	4.5	3.5	3.2
영업이익률	19.6	21.0	18.3	25.4	24.9
ROE	15.3	11.2	8.2	12.0	11.4

## Stock Data

52주 최저/최고	127,500/199,500원
KOSDAQ /KOSPI	826/2,302pt
시가총액	127,791억원
60일-평균거래량	274,397
외국인지분율	26.2%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	방준혁 외 10인 25.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.7	12.4	3.1
상대기준	5.1	19.9	8.1

### Action

**그러나 너무 빨리 반영된 기대감:** 중국 판호 발급이 계속해서 지연되고 있는 점을 감안, 리니지2 레볼루션의 중국 출시 예상 시점을 1Q19로 변경하고 19년 영업이익 추정치를 5.3% 하향해 목표 주가를 18만원에서 17만원으로 하향한다. 이에 따라 목표주가와 현재주가와의 괴리도가 축소된 것을 반영, 투자의견도 BUY에서 HOLD로 하향 조정했다. 블레이드 앤 소울 레볼루션과 리니지2 레볼루션 중국 출시에 대한 높은 기대감이 최근 주가에 선제적으로 반영되어 현시점에서 추가 상승여력은 그리 높지 않다. 향후 블레이드 앤 소울 레볼루션의 성과가 기대이상으로 나타날 경우 투자의견과 목표주가 변경을 검토할 예정이다.

도표 1. 넷마블 2Q18 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q18E	%YoY	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	560.1	3.7	10.4	570.0	-1.7
영업이익	84.8	-19.3	14.4	94.5	-10.2
영업이익률	15.1			16.6	
지배주주순이익	62.9	-10.3	-14.8	73.1	-14.0

자료: Fnguide, DB 금융투자

도표 2. 넷마블 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	560.1	706.2	782.6	1,500.0	2,424.8	2,556.3	3,240.5
%YoY					-26.2	3.7	21.4	27.1	39.8	61.6	5.4	26.8
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	162.4	153.2	247.2	327.2	742.7	1,106.7	889.9	1,130.8
%YoY					-65.9	-41.3	44.2	65.5		49.0	-19.6	27.1
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	345.0	406.9	459.0	455.4	757.3	1,318.1	1,666.3	2,109.6
%YoY					63.8	45.8	11.9	8.9		74.0	26.4	26.6
영업비용	487.1	435.0	469.9	523.0	433.2	475.2	573.5	606.0	1,205.3	1,915.0	2,087.9	2,417.8
%YoY					-11.1	9.3	22.1	15.9	42.2	58.9	9.0	15.8
인건비	90.0	86.8	92.4	94.2	98.9	100.4	101.9	103.4	243.5	363.4	404.6	445.6
지급수수료	283.8	223.9	232.9	261.9	212.8	243.8	306.7	345.4	639.0	1,002.5	1,108.7	1,364.4
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	84.0	116.5	109.6	255.6	381.2	384.8	405.1
기타	34.9	41.9	43.6	47.5	46.8	47.0	48.3	47.7	67.3	167.9	189.8	202.7
영업이익	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	84.8	132.8	176.6	294.7	509.8	468.4	822.6
%YoY					-62.9	-19.3	18.7	90.4	30.8	73.0	-8.1	75.6
영업이익률	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	15.1	18.8	22.6	19.6	21.0	18.3	25.4
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	35.3	73.9	62.9	98.6	131.2	174.0	309.8	366.5	589.7
%YoY					-43.2	-10.3	32.6	271.9	44.3	78.1	18.3	60.9

자료: 넷마블, DB 금융투자

도표 3. 넷마블 향후 예상 신작 리스트

출시시기	게임	장르	자체개발 여부
2H18	블레이드 앤 소울 레볼루션	MMORPG	퍼블리싱
	세븐나이츠2	MMORPG	자체개발
	일곱개의 대죄	RPG	퍼블리싱
	더 킹 오브 파이터즈 올스타	액션RPG	자체개발
	매직 더 캐더링M	카드 전략	퍼블리싱
	요괴워치 메달워즈	액션RPG	퍼블리싱
	원탁의 기사	MMORPG	퍼블리싱
	리치 그라운드	캐주얼	자체개발
	팬텀게이트	RPG	퍼블리싱
	쿵야 야채부락리	캐주얼RPG	자체개발
	쿵야 캐치마인드	캐주얼	자체개발
	극열 마구마구	스포츠	자체개발
	스톤에이지 MMORPG	MMORPG	퍼블리싱
	BTS WORLD	시뮬레이션	자체개발
2019	세븐나이츠 스위치	RPG	자체개발

자료: 넷마블, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	3,333	4,012	4,641
현금및현금성자산	273	1,908	2,113	2,487	2,956
매출채권및기타채권	249	303	293	367	379
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	1,236	2,429	2,487	2,506	2,553
유형자산	123	145	230	272	340
무형자산	540	1,237	1,210	1,186	1,165
투자자산	544	975	975	975	975
자산총계	1,957	5,348	5,820	6,518	7,194
유동부채	421	501	619	709	754
매입채무및기타채무	216	249	366	457	501
단기차입금및단기차대	105	4	4	4	4
유동상장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	381	381	381
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	647	882	1,000	1,090	1,135
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	294	603	933	1,453	1,993
비지배주주지분	94	136	161	248	340
자본총계	1,310	4,465	4,820	5,427	6,059

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	197	503	523	639	704
당기순이익	209	361	391	677	712
현금유출이없는비용및수익	130	224	133	192	193
유형및무형자산상각비	31	65	40	35	37
영업관련자산부채변동	-82	-19	119	-22	18
매출채권및기타채권의감소	-103	-18	11	-75	-12
재고자산의감소	-2	0	0	-1	0
매입채무및기타채무의증가	0	-3	118	90	44
투자활동현금흐름	-207	-1,433	-274	-216	-152
CAPEX	-90	-90	-98	-53	-84
투자자산의순증	-104	-437	4	8	8
재무활동현금흐름	63	2,527	-43	-49	-83
사채및차입금의 증가	264	-34	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	276	2,644	0	0	0
배당금지급	-4	0	-31	-37	-70
기타현금흐름	4	37	0	0	0
현금의증가	57	1,635	205	374	469
기초현금	216	273	1,908	2,113	2,487
기말현금	273	1,908	2,113	2,487	2,956

자료: 넷마블, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500	2,425	2,556	3,240	3,428
매출원가	751	0	0	0	0
매출총이익	749	2,425	2,556	3,240	3,428
판매비	94	136	161	248	340
영업이익	295	510	468	823	853
EBITDA	685	2,354	2,435	3,027	3,125
영업외손익	-19	-38	44	62	77
금융손익	0	12	39	59	73
투자손익	-3	-6	4	8	8
기타영업외손익	-16	-44	1	-5	-4
세전이익	276	471	512	885	930
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	361	391	677	712
자배주주지분순이익	174	310	367	590	620
비지배주주지분순이익	35	51	25	87	92
총포괄이익	275	569	391	677	712
증감률(%YoY)					
매출액	39.8	61.6	5.4	26.8	5.8
영업이익	30.8	73.0	-8.1	75.6	3.7
EPS	32.7	43.3	10.4	60.9	5.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	2,719	3,898	4,305	6,927	7,282
BPS	17,946	50,919	54,692	60,795	67,133
DPS	0	360	430	820	940
Multiple(배)					
P/E	NA	48.4	36.9	23.0	21.8
P/B	NA	3.7	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	NA	5.9	4.5	3.5	3.2
수익성(%)					
영업이익률	19.6	21.0	18.3	25.4	24.9
EBITDA마진	45.7	97.1	95.3	93.4	91.2
순이익률	13.9	14.9	15.3	20.9	20.8
ROE	15.3	11.2	8.2	12.0	11.4
ROA	12.3	9.9	7.0	11.0	10.4
ROC	90.6	176.5	142.9	182.8	186.8
안정성및기타					
부채비율(%)	49.4	19.8	20.8	20.1	18.7
이자보상배율(배)	149.2	37.8	36.9	64.7	67.2
배당성향(배)	0.0	8.5	9.4	10.3	11.2

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 넷마블 한주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/03/07	Buy	180,000	-18.2 -7.5				
18/07/17	Hold	170,000	- -				