



## BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(8/8): 142,000원

시가총액: 120,998억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/8)	2,301.45pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	127,500원
등락률	-28.82%	11.37%
수익률	절대	상대
1M	-9.0%	-10.1%
6M	1.1%	5.7%
1Y	4.8%	9.0%

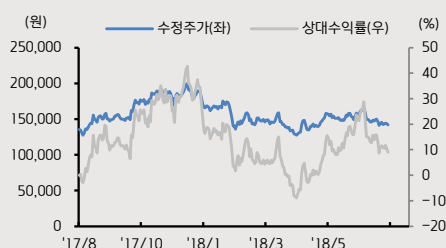
## Company Data

발행주식수	85,210천주
일평균 거래량(3M)	215천주
외국인 지분율	26.26%
배당수익률(18E)	0.25%
BPS(18E)	53,257원
주요 주주	방준혁 외 8인 25.2%
	CJ E&M 22.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,500	2,425	2,122	3,270
보고영업이익	295	510	315	945
핵심영업이익	295	510	315	945
EBITDA	325	574	370	995
세전이익	276	471	357	993
순이익	209	361	277	770
지배주주지분순이익	174	310	238	662
EPS(원)	2,718	3,900	2,798	7,766
증감률(%YoY)	32.6	43.5	-28.3	177.6
PER(배)	0.0	48.3	50.8	18.3
PBR(배)	0.0	3.7	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	31.2	10.8
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	14.9	28.9
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	14.9	28.9
ROE(%)	16.8	12.5	6.0	15.1
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-53.7	-61.3

## Price Trend



## 실적리뷰

## 넷마블 (251270)

## 4Q는 그리 멀지 않았다



넷마블의 2Q실적은 매출액 5,008억원(QoQ, -1.3%), 영업이익 622억원(QoQ, -16.2%)을 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하였습니다. 해리포터의 매출 지연과 리니지2:레볼루션의 부진영향이 컸습니다. 신작들도 연기됨에 따라 기대작인 블소:레볼루션이 연내출시로 일정이 변경되었습니다. 이에 주가에 부정적 영향이 있을 것으로 전망되지만 4Q에 4~5개의 주요게임이 출시가 예정되어 있다는 점에서 시간이 지남에 따라 기대감이 점차 회복될 것으로 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Review: 해리포터 매출 지연으로 인한 부진

넷마블의 2Q실적은 매출액 5,008억원(QoQ, -1.3%), 영업이익 622억원(QoQ, -16.2%)을 기록하면서 시장 기대치를 크게 밑돌았다. 예상보다 크게 하회를 한 이유는 리니지2:레볼루션의 매출 감소 영향도 있지만 해리포터의 매출인식이 여타게임들에 비해 길게 적용됨에 따라 516억원의 결제액 중 318억원의 금액이 3Q로 지연되었기 때문이다. 비용적인 측면에서는 인원상승, 연봉 인상의 이유로 인건비 증가 나타났으며 마케팅비용도 해리포터 마케팅으로 소폭 증가하였다.

3Q실적은 7월에 출시한 킹오브파이터즈:올스타(일본)의 매출이 발생하고 해리포터 지연효과가 더해지겠으나(3Q의 결제액 중 일부가 4Q로 지연될 전망) 2Q에 영화 출시에 긍정적 영향을 받은 마블류 게임들의 매출이 감소할 것으로 전망됨에 따라 2Q와 유사한 성적을 기록할 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 신작들의 무계중심은 4Q에

아쉬운 점은 기대를 모았던 블소:레볼루션의 출시가 연내로 연기되었다는 점이다. 하반기 실적 개선의 주요 근간인 블소:레볼루션의 연기로 하반기 이익에 대한 기대치가 당초보다는 낮아질 수 밖에 없다. 이번 컨퍼런스콜에서는 하반기 5개의 주요게임들의 일정을 세부적으로 밝히지 않았다. 세부적 일정은 추측하기 어려우나 게임업체가 12월 말 출시를 꺼린다는 점을 감안하면 9월 말~12월 중순 사이에 4~5개의 게임이 출시될 가능성이 높다.

부진한 실적과 더불어 출시일정의 연기로 변동성이 확대될 가능성이 높다. 다만 올해 일정수준 이상의 성과를 올린 게임들 중 상당수가 넷마블의 게임들이기 때문에 4Q초에 출시되는 IP게임들의 성과에 따라 기대감이 회복될 가능성이 존재한다.

## &gt;&gt;&gt; 투자이견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

넷마블에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 180,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target PER 27.5배를 적용하여 산출하였다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	4,932	6,207	24,248	21,220	32,697	
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,756	3,298	3,397	3,295	3,180	13,590	13,169	12,378	
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,776	1,402	1,132	1,104	10,658	5,414	3,856	
주요신작 매출						209	505	1,798	0	2,512	15,369	
로열티 매출								125	0	125	1,094	
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	4,386	4,227	5,122	19,151	18,066	23,244	
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,029	1,060	3,635	4,095	4,238	
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,075	2,076	2,475	10,064	8,755	12,624	
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	786	751	1,152	3,812	3,436	4,216	
기타	349	419	436	436	468	508	370	434	1,640	1,780	2,167	
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	622	705	1,085	5,097	3,154	9,453	
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	14.3%	17.5%	21.0%	14.9%	28.9%	

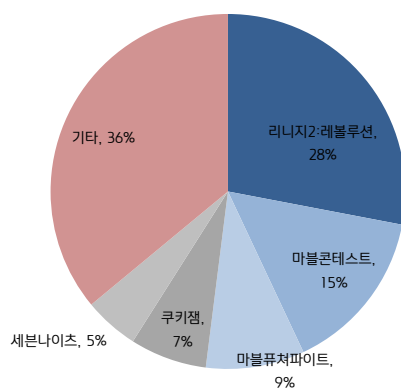
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
블레이드앤소울 레볼루션	국내	MMORPG	연내 출시 목표
세븐나이트 2	국내	MMORPG	연내 출시 목표
BTS 월드	원빌드	미공개	연내 출시 목표
팬텀게이트	원빌드	Casual	연내 출시
더킹오브파이터즈 올스타	국내 및 아시아(일본 기술시)	Action	연내 출시

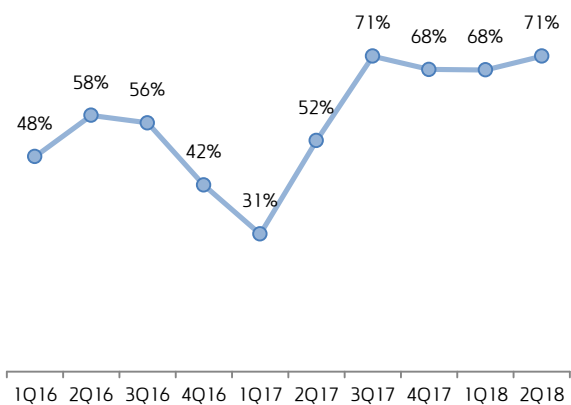
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 해외매출비중 추이



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500	2,425	2,122	3,270	3,368
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,500	2,425	2,122	3,270	3,368
판매비및일반관리비	1,205	1,915	1,807	2,324	2,475
영업이익(보고)	295	510	315	945	892
영업이익(핵심)	295	510	315	945	892
영업외손익	-19	-38	42	48	50
이자수익	4	22	31	37	39
배당금수익	5	7	17	20	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	-8	-13	-13
법인세차감전이익	276	471	357	993	943
법인세비용	66	111	80	223	212
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	209	361	277	770	731
지배주주지분순이익(억원)	174	310	238	662	628
EBITDA	325	574	370	995	937
현금순이익(Cash Earnings)	240	426	332	819	775
수정당기순이익	216	365	277	770	731
증감율(% , YoY)					
매출액	39.8	61.6	-12.5	54.1	3.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	-38.1	199.7	-5.6
영업이익(핵심)	30.8	73.0	-38.1	199.7	-5.6
EBITDA	31.1	76.6	-35.6	169.0	-5.8
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	-23.1	177.8	-5.1
EPS	32.6	43.5	-28.3	177.6	-5.1
수정순이익	27.8	68.9	-24.2	177.8	-5.1

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	149	483	400	885	811
당기순이익	209	361	277	770	731
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	70	79	52
기타	34	80	0	-10	-13
투자활동현금흐름	-210	-1,421	-28	-333	-144
투자자산의 처분	-57	-551	19	-292	-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	-278	74	-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	-247	104	11
현금및현금성자산의순증가	57	1,635	94	625	647
기초현금및현금성자산	216	273	1,908	2,002	2,628
기말현금및현금성자산	273	1,908	2,002	2,628	3,275
Gross Cash Flow	279	522	330	806	759
Op Free Cash Flow	27	384	330	828	755

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	2,862	3,861	4,521
현금및현금성자산	273	1,908	2,002	2,628	3,275
유동금융자산	147	643	531	719	707
매출채권및유동채권	299	360	322	503	526
재고자산	2	2	3	4	5
기타유동비금융자산	0	5	5	7	7
비유동자산	1,236	2,429	2,513	2,638	2,767
장기매출채권및기타비유동채권	26	37	32	50	51
투자자산	535	965	1,061	1,177	1,307
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	5,375	6,499	7,287
유동부채	421	501	529	809	887
매입채무및기타유동채무	251	323	354	545	561
단기차입금	105	4	4	4	4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	65	174	171	261	322
비유동부채	226	381	134	239	250
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	1	1
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	225	381	134	238	249
부채총계	647	882	663	1,048	1,137
자본금	7	9	9	9	9
주식발행초과금	350	2,992	2,992	2,992	2,992
이익잉여금	294	603	811	1,444	2,043
기타자본	565	726	726	726	726
지배주주지분자본총계	1,216	4,329	4,538	5,170	5,769
비지배주주지분자본총계	94	136	174	280	381
자본총계	1,310	4,465	4,712	5,451	6,150
순차입금	-314	-2,547	-2,529	-3,343	-3,978
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	2,798	7,766	7,373
BPS	17,946	50,919	53,257	60,677	67,709
주당EBITDA	5,082	7,233	4,344	11,677	10,996
CFPS	3,747	5,358	3,893	9,614	9,097
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	50.8	18.3	19.3
PBR	0.0	3.7	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	-1.0	28.1	31.2	10.8	10.8
PCFR	0.0	35.2	36.5	14.8	15.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	14.9	28.9	26.5
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	14.9	28.9	26.5
EBITDA margin	21.7	23.7	17.4	30.4	27.8
순이익률	13.9	14.9	13.1	23.5	21.7
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	6.0	15.1	12.6
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	95.1	439.3	790.7
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	14.1	19.2	18.5
순차입금비율	-24.0	-57.0	-53.7	-61.3	-64.7
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	6.2	7.9	6.5
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	799.7	985.4	811.6
매입채무회전율	7.1	8.4	6.3	7.3	6.1

## Compliance Notice

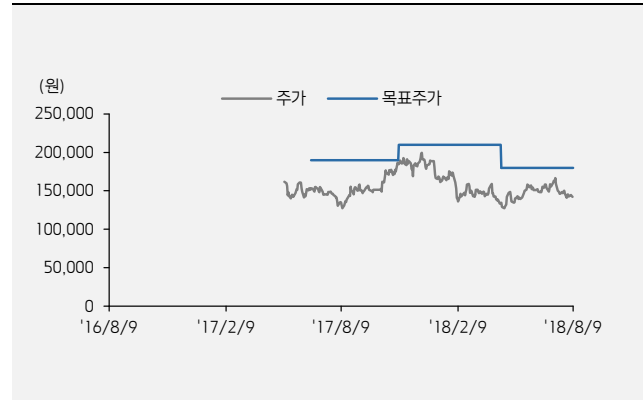
- 당사는 8월 8일 현재 '넷마블 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
(251270)	2017/11/08	Outperform (Downgrade)	210,000원	6개월	-10.82	-9.76
	2017/11/15	Outperform (Maintain)	210,000원	6개월	-12.00	-5.00
	2018/01/09	BUY(Upgrade)	210,000원	6개월	-14.63	-5.00
	2018/02/07	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-17.14	-5.00
	2018/02/22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-21.50	-5.00
	2018/04/18	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.98	-18.06
	2018/05/02	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-23.48	-17.50
	2018/05/23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.25	-7.50
	2018/08/09	BUY(Maintain)	180,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%