



## △ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr  
RA 윤을정  
02. 6098-6673  
euljeong.yun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	220,000 원
현재주가 (8.8)	142,000 원
상승여력	54.9%
KOSPI	2,301.45pt
시가총액	120,998억원
발행주식수	8,521만주
유동주식비율	28.29%
외국인비중	26.24%
52주 최고/최저가	199,500원/127,500원
평균거래대금	327.1억원
주요주주(%)	
방준혁 외 10 인	25.18
씨제이이앤엠	21.97
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.67
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-9.0 1.1 4.8
상대주가	-10.1 5.7 9.0

## 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,500.0	294.7	174.0	2,719	14.1	17,946	-	-	-0.1	15.3	49.4
2017	2,424.8	509.8	309.8	3,898	38.8	50,920	48.4	3.7	24.2	11.2	19.8
2018E	2,288.4	385.5	334.4	3,927	-4.8	54,398	36.5	2.6	23.0	7.5	19.6
2019E	2,875.5	618.8	506.8	5,947	48.6	64,709	24.1	2.2	14.2	10.0	17.6
2020E	3,326.3	775.9	579.8	6,804	12.6	70,710	21.1	2.0	11.2	10.0	17.3

## 넷마블 251270

## 2Q18 Review : 하반기가 더 중요하다

- ✓ 2Q18 실적, 기대치 다소 하회했으나 '해리포터:호그와트 미스터리'의 매출 이연분 318억원 감안시 기대치 부합하는 실적이었음
- ✓ '블소레볼루션'의 출시가 지연되고 있다는 불확실성이 더 큰 상황. 동사는 시장 트렌드 반영한 컨텐츠 추가로 다소 지연되나 최대한 빨리 출시하겠다고 밝혔는데 당사는 10~11월 출시 예상하며 연내 출시에는 변함없어 과도한 조정은 매수기회
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지. 2019F Target PER은 34.2배 수준

## 2Q18 실적, 기대치 하회

넷마블의 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,008억원(-7.3% YoY), 622억원(-40.8% YoY)로 추정. 시장 컨센서스(매출액 5,537억원, 영업이익 883억원) 대비 하회하였다. 그러나 '해리포터:호그와트 미스터리'의 매출 이연(결제액 516억원 중에서 318억원 이연) 감안시 시장 눈높이를 대체로 충족하였다.

게임별 매출액은 '리니지2레볼루션' 1,402억원(-21.0% QoQ), '모두의 마블' 300억원(-1.4% QoQ), '세븐나이츠' 250억원(-17.8% QoQ), '마블컨테스트오브챔피언' 751억원(-7.5% QoQ), '쿠키잼' 351억원(-1.3% QoQ), '해리포터:호그와트 미스터리' 198억원 순이었다.

영업이익률은 12.4%로 2016년 이후 최저수준이었으며 인력증가(2Q18 5,000명 수준으로 분기 200명 정도의 총원 이루어지고 있음)와 연봉 인상으로 인건비 증가, '해리포터:호그와트 미스터리' 게임 출시로 마케팅비 증가 등에 기인한다.

## 3Q18 어닝모멘텀 회복

3Q18 매출액과 영업이익은 각각 5,365억원(+7.0% QoQ), 804억원(+29.2% QoQ)로 추정하며 어닝모멘텀 회복된다. '해리포터:호그와트 미스터리' 매출액(402억원 추정)과 7월 26일 '킹오브파이터스올스타(일평균 매출 2억원 추정)' 출시효과 때문이다.

## 블소 레볼루션, 연내 출시는 변함없어

'블소레볼루션'의 출시가 지연되고 있다는 불확실성이 큰 상황으로 넷마블은 실적 발표 컨퍼런스에서 시장 트렌드를 반영한 컨텐츠 추가로 출시 다소 지연되나 최대한 빨리 출시하겠다고 밝혔다. 당사는 10~11월 출시를 예상하며 연내 출시에는 변함없어 과도한 조정은 매수 기회이다. 동사에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 22만원을 유지한다. 적정주가의 2019E Target PER은 34.2배 수준이다.

표1 넷마블 2Q18 Review – 기대치 하회

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>500.8</b>	<b>540.1</b>	<b>-7.3%</b>	<b>507.4</b>	<b>-1.3%</b>	<b>553.7</b>	<b>-9.6%</b>	<b>504.7</b>	<b>-0.8%</b>
리니지2레볼루션	140.2	199.8	-29.8%	177.6	-21.1%	-	-	-	-
모두의 마블	30.0	32.4	-7.4%	30.4	-1.3%	-	-	-	-
세븐나이츠	25.0	48.6	-48.6%	30.4	-17.8%	-	-	-	-
마블컨테스트오브챔피언	75.1	70.2	7.0%	81.2	-7.5%	-	-	-	-
쿠키잼	35.1	32.4	8.3%	35.5	-1.1%	-	-	-	-
해리포터 호그와트 미스터리	19.8	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	175.5	156.6	12.1%	152.2	15.3%	-	-	-	-
<b>영업이익</b>	<b>62.2</b>	<b>105.1</b>	<b>-40.8%</b>	<b>74.2</b>	<b>-16.2%</b>	<b>88.3</b>	<b>-29.6%</b>	<b>83.9</b>	<b>-25.9%</b>
<b>세전이익</b>	<b>87.7</b>	<b>108.3</b>	<b>-19.0%</b>	<b>105.0</b>	<b>-16.5%</b>	<b>94.0</b>	<b>-6.7%</b>	<b>104.3</b>	<b>-15.9%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>57.9</b>	<b>70.2</b>	<b>-17.5%</b>	<b>73.9</b>	<b>-21.7%</b>	<b>69.0</b>	<b>-16.1%</b>	<b>68.3</b>	<b>-15.2%</b>
영업이익률(%)	12.4%	19.5%	-7.0%p	14.6%	-2.2%p	15.9%	-3.5%p	16.6%	-4.2%p
순이익률(%)	11.6%	13.0%	-1.4%p	14.6%	-3.0%p	12.5%	-0.9%p	13.5%	-2.0%p

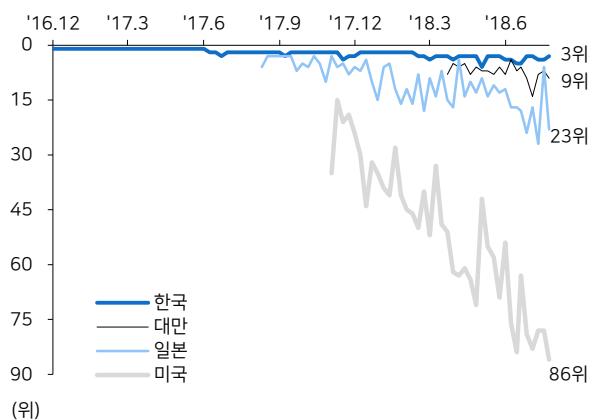
자료: 넷마블, FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 넷마블 분기별 실적 – 3Q18 부터 어닝모멘텀 회복

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>581.7</b>	<b>615.8</b>	<b>507.4</b>	<b>500.8</b>	<b>536.5</b>	<b>743.7</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,288.4</b>	<b>2,875.5</b>
리니지2레볼루션	378.0	199.8	261.8	240.2	177.6	140.2	101.2	110.4	1,079.7	529.4	364.6
모두의 마블	34.4	32.4	34.9	30.8	30.4	30.0	29.7	29.4	132.5	119.5	119.5
세븐나이츠	55.0	48.6	34.9	30.8	30.4	25.0	30.9	31.0	169.3	117.4	121.1
마블컨테스트오브챔피언	27.5	70.2	69.8	86.2	81.2	75.1	78.0	76.0	253.7	310.3	304.3
쿠키잼	34.4	32.4	34.9	36.9	35.5	35.1	35.9	37.7	138.6	144.2	142.7
해리포터 호그와트 미스터리	-	-	-	-	-	19.8	40.2	18.4	-	78.4	36.8
블소 레볼루션	-	-	-	-	-	-	-	184.0	-	184.0	423.2
세븐나이츠2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	368.0
기타	158.1	156.6	145.4	190.9	152.2	175.5	220.5	256.9	651.0	805.1	995.4
<b>영업비용</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>469.9</b>	<b>523.0</b>	<b>433.2</b>	<b>438.6</b>	<b>456.1</b>	<b>575.0</b>	<b>1,915.0</b>	<b>1,902.9</b>	<b>2,256.7</b>
인건비	90.0	86.8	92.3	94.3	98.9	101.7	109.8	115.3	363.4	425.7	497.0
지급수수료	283.8	223.9	232.9	265.8	212.8	207.5	222.3	308.2	1,006.4	950.7	1,191.4
마케팅비	78.4	82.4	101.0	119.4	74.7	78.6	75.1	101.0	381.2	329.4	345.1
기타	34.9	41.9	43.7	43.5	46.8	50.8	48.9	50.6	164.0	197.1	223.2
<b>영업이익</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>111.8</b>	<b>92.7</b>	<b>74.2</b>	<b>62.2</b>	<b>80.4</b>	<b>168.7</b>	<b>509.7</b>	<b>385.5</b>	<b>618.8</b>
<b>세전이익</b>	<b>190.9</b>	<b>108.3</b>	<b>105.7</b>	<b>66.6</b>	<b>105.0</b>	<b>87.7</b>	<b>101.4</b>	<b>190.4</b>	<b>471.5</b>	<b>484.5</b>	<b>710.7</b>
<b>지배순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>74.3</b>	<b>35.3</b>	<b>73.9</b>	<b>57.9</b>	<b>66.1</b>	<b>136.5</b>	<b>309.8</b>	<b>334.4</b>	<b>506.8</b>

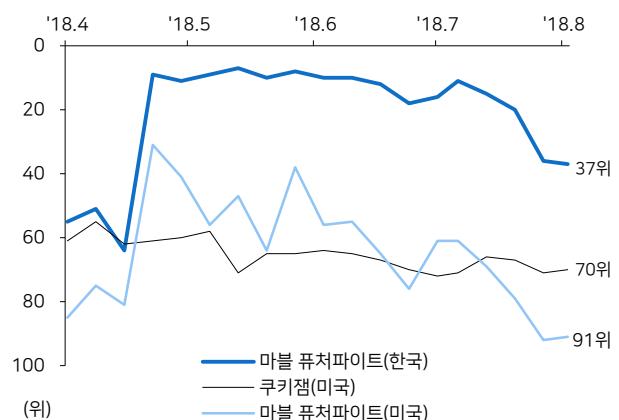
자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 리니지2레볼루션 주요 국가 매출 순위



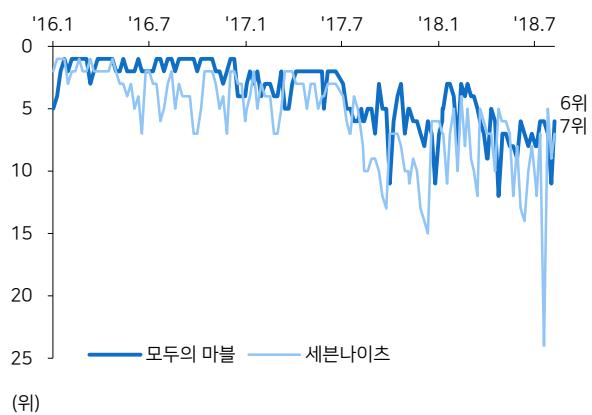
주: 2018.8.8 각국 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 쿠키잼/마블퓨처파이트 매출 순위



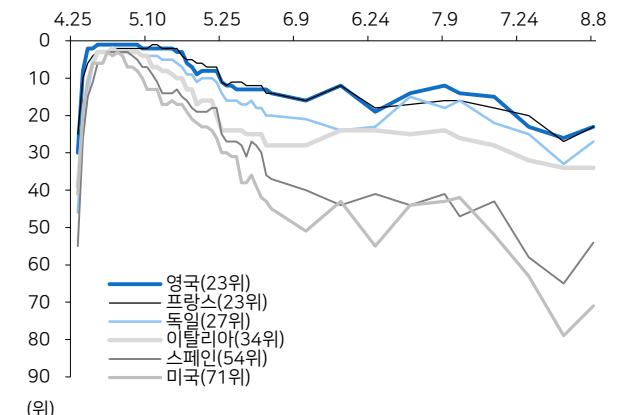
주: 2018.8.8 각국 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 모두의 마블, 세븐나이츠 for Kakao 국내 매출 순위



주: 2018.8.8 국내 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 해리포터:호그와트 미스터리 주요 국가 매출 순위



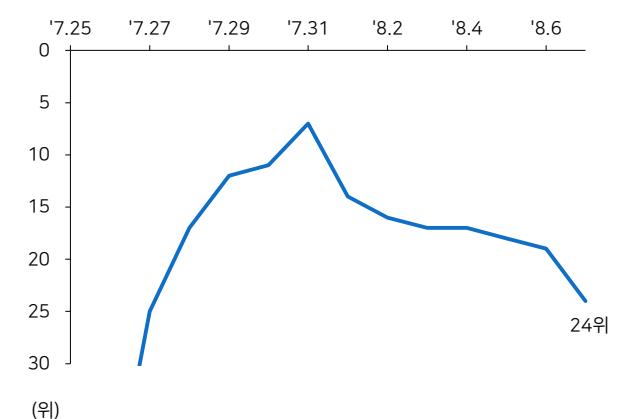
주: 2018.8.8 각국 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 '더킹오브파이터즈 올스타'



자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 '더킹오브파이터즈올스타' 일본 매출 순위



주: 2018.8.8 일본 구글플레이 게임 매출순위  
자료: 앱애니, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 2018년 하반기 신작 사이클 본격화

시기	게임명(IP)	개발사	국가	비고
1H18	피싱스트라이크	위메이드플러스	글로벌	2018년 4월 12일 출시
	해리포터: 호그와트 미스터리	챔시티	글로벌	2018년 4월 25일 출시 '해리포터' IP 활용한 최초의 모바일 게임
	아이언쓰론	포플랫	글로벌	2018년 5월 16일 출시 넷마블 최초의 전략 게임, RPG 특성을 전략게임에 도입
	테리아사가	넷마블블루	일본	2018년 5월 24일 일본 출시 일본 시장 겨냥해 철저히 일본에 맞게 만든 모바일 RPG
2H18	블레이드앤소울 레볼루션	체리벅스	한국, 중국	엔씨소프트의 대표 IP '블레이드앤소울' 활용 10월~11월 출시 예상
	더킹오브파이터즈 올스타	-	일본	'킹오브파이터즈' 시리즈의 전체 캐릭터가 총 집합 6월 15일 일본 사전예약 시작, 7월 26일 출시
	BTS월드	테이크원컴퍼니	-	아티스트 '방탄소년단'과의 콜라보, K-Pop과 게임의 결합
	세븐나이츠2	넷마블넥서스	한국, 일본	자사 '세븐나이츠' IP 활용한 캐릭터 수집 MMORPG 2018년 말 공개, 2019년 1분기 출시될 것으로 추정
	원탁의 기사	-	-	유저와 상호작용하는 오픈필드 MMORPG
	일곱개의 대죄 RPG	-	일본	일본 인기 애니메이션 IP '일곱개의 대죄' IP 활용
	극렬 마구마구	넷마블파크	일본	'마구마구'의 일본 현지화 버전, 야구와 RPG가 조합
	요괴워치 메달워즈	-	일본	글로벌 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용한 태그 액션 RPG
	스톤에이지 MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억명이 즐긴 턴제 RPG '스톤에이지' IP 활용
	팬텀게이트	레벨나인	북미, 유럽	북유럽 신화풍의 그래픽과 세계관이 특징인 어드벤처 RPG
	캐치마인드	-	-	PC게임 '캐치마인드'의 모바일 버전, 위치기반 시스템 도입
	쿵야 야채부락리	-	-	'야채부락리' 게임과 '쿵야' 캐릭터가 결합된 캐주얼 감성 RPG
	리치그라운드	넷마블엔투	글로벌	'모두의마블'이 글로벌 버전으로 진화, 브랜드 새롭게 명명
	매직더게더링M	-	-	원작의 카드와 세계관을 고퀄리티 그래픽으로 완벽하게 구현

자료: 넷마블, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 Global peer valuation table

국가	회사	시가총액 (십억달러)	매출액 (백만달러)		영업이익 (백만달러)		PER (x)	3yrs EPS CAGR (%)	PEG (x)	ROE (%)	PBR (x)	EV/EBITDA (x)	
			(8/8)	2018E	2019E	2018E	2019E						
한국	넷마블	10.8	2,341.9	2,859.0	500.5	739.7	31.5	21.2	29.3	1.1	8.4	2.6	16.8
	엔씨소프트	7.0	1,586.0	1,979.5	589.6	795.7	17.1	12.4	21.4	0.8	16.3	2.6	9.1
	컴투스	1.7	518.8	641.6	189.6	244.1	11.3	9.2	11.5	0.9	20.6	2.1	5.0
미국	Blizzard	53.5	7,504.2	8,098.7	2,593.3	3,007.2	26.7	23.2	14.6	1.8	19.5	4.8	18.8
	EA	39.2	5,162.3	5,611.6	1,672.0	1,900.7	30.0	25.5	13.1	2.3	30.6	9.1	19.3
중국	Tencent	441.6	50,799.8	68,092.1	16,456.7	20,771.1	34.9	26.5	37.0	1.0	27.9	8.8	23.7
	Netease	34.3	10,514.6	13,321.5	1,377.7	1,638.1	24.1	19.5	20.2	1.2	17.5	4.3	20.9
	Perfect World	5.2	1,439.1	1,720.3	327.0	401.4	18.7	15.4	18.7	1.0	20.3	3.7	14.6
일본	Nintendo	47.4	9,609.6	12,374.0	1,572.6	2,659.1	33.8	21.1	28.7	1.2	10.6	3.4	23.1
	Nexon Japan	12.1	2,410.4	2,673.6	1,043.6	1,187.8	14.7	13.3	6.9	2.1	18.3	2.5	8.0
	Bandai Namco	7.1	5,938.8	6,246.2	576.0	689.6	20.8	17.2	12.1	1.7	12.4	2.5	8.6
	Cyberagent	8.6	3,792.0	4,227.6	310.5	381.0	107.9	56.2	49.8	2.2	9.1	8.8	17.3
	Square Enix	5.7	2,302.8	2,497.0	355.0	372.4	24.4	22.1	13.2	1.9	13.2	3.2	10.7
Global Average		51.9	7,993.9	10,026.4	2,120.3	2,676.0	30.5	21.7	21.3	1.5	17.3	4.5	15.1

주: 3yrs EPS CAGR은 2018~2021년 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 컨퍼런스콜 Q&A

**Q** 증권사의 평균 '블소레볼루션' 일매출 추정치 20억에서 30억 정도로 굉장히 높은 수준이나 시장에서는 경쟁 심화 등으로 인해 흥행 가능성에 대한 우려가 확대되고 있음. 기존 게임과의 차별화 요소는? 사전예약 시기와 출시 일정은? 중국 버전 로컬라이징 작업은 어느 정도까지 진행되었는지?

- A**
- '블소 레볼루션'의 출시 일정이 연기되면서 시장에서 많은 우려를 하고 있다는 것을 알고 있음
  - 넷마블은 과거 '리니지2레볼루션'을 출시할 때에도 시장 트렌드에 앞선 형태로 게임 개발해서 출시했었음. '블소 레볼루션'도 기존의 MMORPG 경쟁작보다 컨텐츠 더 개발하고 확보해 출시하려고 하다 보니 일정 지연되고 있는 것
  - 국내 시장에서는 '블레이드앤소울'이라는 IP의 영향력이 크기 때문에 경쟁력 있을 것으로 생각함. 최대한 빠른 시일 안에 출시하기 위한 작업 진행 중, 개발진이 잘 개발해오고 있음
  - 중국 로컬라이징은 아직 초기 단계임

**Q** 과거 플레이티카 인수에도 참여했었고 더블유게임즈도 저평가 상태라고 판단하고 있는데 향후 소셜 카지노 업체 인수 재추진 가능성 있는지? 박성훈 대표 취임 이후 M&A 행보 미진한데 향후 M&A 로드맵은?

- A**
- 넷마블은 전통적으로 M&A가 강함, 굉장히 체계적인 접근 방법을 쓰고 있기 때문. 실제로 딜을 소싱하는 방식에 있어 차별화된 강점을 갖고 있음
  - 넷마블의 성공 공식 및 핵심 경쟁력은 경쟁력 있는 게임 수가 타사 대비 많으며 글로벌 확장도 가장 먼저 나섰다는 것임
  - 경쟁력 있는 게임 수를 추가하기 위한 M&A와 지역적 확장을 강화하기 위한 M&A는 지속적으로 추진할 것. 기존에 검토했던 매물과 새로 추가된 매물을 함께 검토하고 있음
  - 지금부터의 M&A 검토는 IP를 직접 보유하고 IP를 보강할 수 있는 방향으로의 다각적인 M&A를 추진해서 기업 경쟁력 강화할 것
  - 조만간 굉장히 좋은 소식으로 기업 가치 높일 수 있도록 M&A 잘 추진할 것

**Q** '블소 레볼루션' 제외하고 하반기 다른 신규 게임 준비 상황은 어떤지? 출시 일정은?

- A**
- 하반기 '세븐나이츠2 MMORPG' 연내 출시 위해 막바지 개발 중, 'BTS월드'도 연내 출시 위해 준비 중
  - '팬텀게이트'도 글로벌 원빌드 런칭 준비 중, '킹오브파이터즈 올스타'는 일본 시장 안착 이후 국내 비롯한 아시아 시장 출시 준비 중

- Q 하반기 비용 관련해서 인건비 증가가 가파른데 2분기 말 기준 전체 인력 규모는? 연말까지 어느 정도의 충원이 있을 예정인지?**
- A**
- 개발 인력 충원, 노무 이슈로 인한 인력 충원 등으로 인해 인건비 증가. 인원 충원도 있었지만 상당부분은 연봉인상 효과
  - 하반기는 3분기 포함해서 노무 이슈 관련 인력 확보 마무리, 인원 채용은 제한적으로 이루어질 것
- Q '해리포터:호그와트 미스터리' 관련 매출 지연 이슈에 대한 구체적인 설명은? 이연된 영업이익 규모는?**
- A**
- 이슈라기보다는 게임마다 아이템 사용 주기가 다르기 때문에 장르별, 게임별로 매출 이연이 각기 다르게 발생함
  - '해리포터:호그와트 미스터리'는 아이템의 사용 기간이 상대적으로 길기 때문에 출시 초반의 매출이 3분기까지 이연되어 반영되는 것
  - 구체적으로 이연된 영업이익 규모를 언급하기는 어려움
- Q AI, 블록체인 등 신사업 분야 투자가 어떻게 이루어지고 있는지? 게임 사업 전략에 어떻게 접목할 것인지?**
- A**
- AI와 블록체인은 적극적으로 스터디하고 있는 것이 맞음. 공부하고 준비할수록 게임과의 직간접적인 연관성이 굉장히 높다고 판단하고 있음
  - 전략적으로도 굉장히 유의미한 산업으로서 적극적인 신사업으로 게임과의 연계 성 확대해 나갈 계획임
- Q '최근 '포트나이트'가 탈 구글을 선언했는데, 이에 대해 어떻게 생각하는지?**
- A**
- 넷마블은 기존 유통 파트너와의 파트너십을 매우 중대하게 생각하고 있음
  - 타 회사의 유통 전략에 대해서는 언급하기 어려움
- Q 매출 318억원 정도가 3분기로 이연되었는데 관련 비용도 같이 이연된 것인지?**
- A**
- 매출 이연되면서 비용도 같이 이연되는 것은 맞으나 고정비가 아닌 변동비만 이연
  - 변동비의 대부분은 마켓수수료와 IP수수료. IP수수료 공개가 불가능하기 때문에 구체적인 언급 어려우나 50% 이상의 영업이익이 이연됨

- Q** '리니지 2 레볼루션'의 판호 상황은? 텐센트와의 관계 특수한데 텐센트와 게임 판호와 관련된 정보를 공유하는지? 텐센트의 다양한 게임 라인업 중에서 넷마블 게임의 우선순위가 높은 편인지?
- A**
- 중국 판호상황 공식 변화 없음. 텐센트 경영진과는 다양한 업무 협업 위해 주기적으로 미팅 진행하고 있음
  - 정책적으로 판호가 풀린다면 '리니지2레볼루션'은 판호 프로세스를 진행하다가 중단된 상황이기 때문에 우선순위가 상당히 높음
  - 텐센트 내부적으로도 '리니지2레볼루션'의 우선순위는 높음
- Q** '블소 레볼루션' 출시 일정 이유가 완성도 높이기 위한 것이었는데 '세븐나이츠 2'도 같은 이유로 출시 일정이 지연될 가능성 있는지? '블소 레볼루션'과 '세븐나이츠 2'가 현재 완성도에 차이가 있는지?
- A**
- 게임 개발 서비스 사업은 개발사에서 컨텐츠 개발을 완료한다고 해서 바로 출시 할 수 있는 것이 아님. 다양한 내외부 테스트를 통해 만족도가 충분히 확보가 되어야 출시할 수 있는 상황
  - '세븐나이츠2'는 장르는 MMORPG지만 스토리가 굉장히 강조되어 있으며 캐릭터, 액션 등 게임성도 뛰어남. 연내 출시 목표로 최대한 개발해 나가겠지만 변수가 아예 없다고는 할 수 없음
- Q** 해외 게임시장 트렌드를 살펴보면 포트나이트 등의 슈팅/FPS 장르가 인기 장르로 자리잡아가고 있는 상황. 해외시장 트렌드를 고려할 때 현재 넷마블의 포트폴리오 구성이 맞다고 생각하는지, 혹은 다르게 생각하는지?
- A**
- 넷마블은 지금까지 지속적으로 다양한 포트폴리오 전략을 진행해 옴
  - 코어 게임의 매출비중이 높아지다 보니 코어 게임에 집중하는 것으로 비추어질 수 있으나 그렇지 않음
  - 포트폴리오 자체가 다양하고 균형잡혀 있음. 현재 개발중인 게임의 장르도 다양 함. 특정한 하나의 장르의 집중하는 것은 아니며 캐주얼, RPG, MMORPG 등 큰 틀에서의 다양한 포트폴리오 준비 중

## 넷마블(251270)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500.0	2,424.8	2,288.4	2,875.5	3,326.3
매출액증가율 (%)	39.8	61.6	-5.6	25.7	15.7
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,288.4	2,875.5	3,326.3
판매비와관리비	453.9	1,915.0	1,902.9	2,256.7	2,550.3
영업이익	294.7	509.8	385.5	618.8	775.9
영업이익률 (%)	19.6	21.0	16.8	21.5	23.3
금융수익	0.3	11.6	12.2	12.8	13.5
종속/관계기업관련손익	-3.5	-5.7	-5.9	-6.2	-6.5
기타영업외손익	-16.0	-44.2	-46.5	-48.8	-51.2
세전계속사업이익	275.6	471.5	484.5	710.7	753.0
법인세비용	66.3	110.6	116.4	163.5	173.2
당기순이익	209.3	360.9	368.1	547.2	616.2
지배주주지분 순이익	174.0	309.8	334.4	506.8	579.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	197.1	503.4	456.6	599.6	687.0
당기순이익(손실)	209.3	360.9	368.1	547.2	616.2
유형자산감가상각비	8.2	11.5	31.8	29.6	22.4
무형자산상각비	22.4	53.3	21.5	10.6	10.1
운전자본의 증감	-82.3	-18.8	-46.1	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-207.4	-1,432.7	-116.5	-159.6	-276.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-89.9	-30.0	-40.0	-50.0	-60.0
투자자산의 감소(증가)	-104.3	-436.6	-163.9	-168.9	-173.9
재무활동 현금흐름	63.0	2,527.3	46.0	46.7	47.4
차입금증감	263.7	-34.3	-30.9	-27.8	-25.0
자본의증가	276.2	2,643.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가	56.8	1,635.1	224.4	751.8	280.0
기초현금	215.9	272.7	1,907.8	2,132.2	2,884.1
기말현금	272.7	1,907.8	2,132.2	2,884.1	3,164.0

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721.5	2,918.4	2,950.6	3,748.8	4,072.0
현금및현금성자산	272.7	1,907.8	2,132.2	2,884.1	3,164.0
매출채권	244.2	291.4	319.3	340.7	357.7
재고자산	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
비유동자산	1,236.0	2,429.3	2,789.7	2,960.2	3,246.6
유형자산	122.9	145.4	152.7	160.3	168.3
무형자산	540.1	1,236.8	1,422.3	1,635.7	1,881.0
투자자산	543.8	974.7	974.7	974.7	974.7
자산총계	1,957.4	5,347.7	5,740.3	6,709.0	7,318.6
유동부채	421.2	501.3	540.4	585.2	636.6
매입채무	108.6	120.6	285.9	328.7	378.1
단기차입금	105.3	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	225.8	381.2	400.2	420.3	441.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
부채총계	647.1	882.4	940.6	1,005.5	1,077.8
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,842.1	3,842.1	3,842.1
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	298.6	298.6	298.6
이익잉여금	293.9	602.9	937.3	1,418.6	1,955.8
비지배주주지분	94.1	135.8	164.4	189.6	215.5
자본총계	1,310.4	4,465.3	4,799.7	5,703.5	6,240.8

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	23,445	30,508	26,876	33,746	39,036
EPS(지배주주)	2,719	3,898	3,927	5,947	6,804
CFPS	5,301	7,365	5,174	7,096	7,782
EBITDAPS	5,084	7,228	5,154	7,734	9,488
BPS	17,946	50,920	54,398	64,709	70,710
DPS	-	360	360	360	360
배당수익률(%)	-	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-	48.4	36.5	24.1	21.1
PCR	-	25.6	27.7	20.2	18.4
PSR	-	6.2	5.3	4.3	3.7
PBR	-	3.7	2.6	2.2	2.0
EBITDA	325.3	574.5	438.8	659.0	808.5
EV/EBITDA	-0.1	24.2	23.0	14.2	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	11.2	7.5	10.0	10.0
EBITDA 이익률	21.7	23.7	19.2	22.9	24.3
부채비율	49.4	19.8	19.6	17.6	17.3
금융비용부담률	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(X)	149.2	37.8	27.2	41.6	49.7
매출채권회전율(X)	8.1	9.1	7.5	8.7	9.5
재고자산회전율(X)	1,374.8	1,142.8	970.5	1,219.5	1,410.7

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**넷마블 (251270) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.31	산업분석	Buy	180,000	김동희	-15.8	-10.6	
2017.07.07	산업분석	Buy	180,000	김동희	-18.3	-10.6	
2017.08.14	기업브리프	Buy	180,000	김동희	-17.8	-10.6	
2017.10.12	산업브리프	Buy	200,000	김동희	-13.6	-6.8	
2017.11.08	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-15.4	-12.5	
2017.11.30	산업분석	Buy	220,000	김동희	-16.4	-9.3	
2018.01.11	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-18.7	-9.3	
2018.02.07	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-24.1	-9.3	
2018.04.05	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-26.2	-9.3	
2018.05.02	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.4	-9.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.06	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-27.8	-9.3	
2018.07.13	산업브리프	Buy	220,000	김동희	-28.4	-9.3	
2018.08.09	기업브리프	Buy	220,000	김동희	-	-	

