

Company Brief

2018-11-09

넷마블(251270)

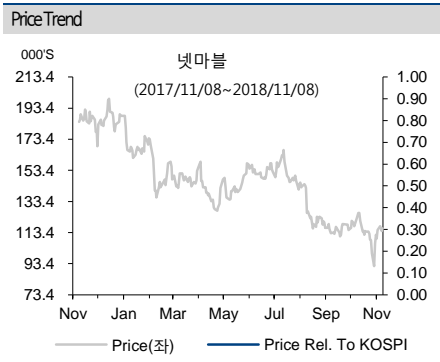
Still Alive

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	172,000 원(유지)
증가(2018/11/08)	116,000 원

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,526만주
시가총액	9,890십억원
외국인지분율	24.7%
52주 주가	91,800~199,500 원
60일평균거래량	359,662 주
60일평균거래대금	41.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-18.3	-13.8	-37.1
상대수익률	1.8	-9.2	0.8	-19.1



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,425	2,155	2,840	3,075
영업이익(십억원)	510	303	617	703
순이익(십억원)	310	240	420	491
EPS(원)	3,898	2,817	4,929	5,758
BPS(원)	50,919	55,683	62,698	70,542
PER(배)	48.4	41.2	23.5	20.1
PBR(배)	3.7	2.1	1.9	1.6
ROE(%)	11.2	5.3	8.3	8.6
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	23.5	16.7	8.8	7.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

3Q18 Review: 매출액 -9.6% YoY, 영업이익 -39.8% YoY 기록

3Q18 매출액은 5,260 억원(-9.6% YoY, +5.0% QoQ), 영업이익은 673 억원(-39.8% YoY, +8.2% QoQ)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 'L2R(리니지 2 레볼루션)'의 매출액은 전분기대비 13.7% 감소한 1,210 억원으로 매출 하락폭은 축소되고 있으며, 전체 매출에서 차지하는 비중도 23%까지 하락하여 'L2R'의 매출 의존도가 지속적으로 하락하고 있는 점은 오히려 긍정적이다. '모두의 마블'을 제외한 주요 게임 매출액은 전분기대비 감소했으나, 지난 4 월 출시한 '해리포터'가 전체 매출에서 10%의 비중을 차지하는 526 억원의 매출액 기여하면서 플러스 성장으로 전환했다. 개발인력 총원과 노무 이슈로 인해 구조적으로 증가했던 인력비는 인력 구성이 마무리되면서 증가폭이 완화되었다. 이에 따라 지속적으로 하락했던 영업이익률을 또한 0.4%p 상승하여 수익성 또한 턴어라운드 성공했다.

'블레이드앤소울 레볼루션' 흥행 기대감 확산

지난 10 월 사전예약을 시작한 'B&S 레볼루션(블레이드앤소울 레볼루션)'은 현재 서버 80 개까지 마감됐으며, 'L2R'에 비해서도 빠른 속도로 사전예약자수가 유입되고 있는 것으로 파악된다. 'L2R'이 출시 시점에 사전예약자수 340 만명까지 확보했었는데 'B&S 레볼루션'은 이보다 높은 수치의 사전예약자수를 확보할 것으로 예상되어 흥행 가능성은 상당히 높아 보인다. 'B&S 레볼루션'은 12 월 6 일 출시될 예정으로 당사는 4 분기에 평균 일매출액 20 억원을 26 일간 반영하여 520 억원 매출 기여할 것으로 추정했다. 현재 국내 모바일게임 매출 순위 1 위를 굳건히 유지하고 있는 '리니지 M'의 평균 일매출액이 24 억원 수준인 점을 감안하면 신작 출시 초기 일매출액을 20 억원으로 추정한 것은 보수적 접근이라 판단한다.

차별화된 장르로 신규 시장 개척

넷마블은 오는 15 일 개최되는 '지스타 2018'에서 신작 'A3:스틸 얼라이브'를 최초 공개할 예정이다. 'A3:스틸 얼라이브'는 지난 2002 년 출시된 PC 온라인 PRG 'A3' IP 를 활용한 게임으로 배틀로얄 콘텐츠와 MMORPG 장르를 접목한 신규 장르이다. 'L2R'이 최초 모바일 MMORPG 장르로서 국내 모바일게임 시장 파이를 크게 확대시켰듯이 차별화된 장르의 신작 라인업은 신규 시장을 개척할 것으로 기대한다. 'A3'는 내년 3~4 월 중에 출시될 예정이며, 흥행 기대작인 'BTS 월드'는 내년 1 분기, '세븐나이츠 2'는 내년 2 분기 출시될 예정으로 2019 년 신작 라인업은 상당히 풍부하다. '세븐나이츠'는 콘솔 버전으로 출시될 예정으로 다양한 신작 라인업과 더불어 플랫폼 다변화 또한 투자포인트로 작용할 수 있다.

[인터넷/게임/미디어] 김민정
(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

표 1. 넷마블 3분기 잠정실적

(단위: 십억원)										
	2017	2018E	2019E	3Q17	2Q18	3Q18P	컨센서스	차이(% , %p)	기존 추정치	차이(% , %p)
매출액	2,424.8	2,154.9	2,840.1	581.7	500.8	526.0	511.4	2.9	485.0	8.5
YoY(%)	61.7	-11.1	31.8	62.0	-7.3	-9.6	-12.1	2.5	-16.6	7.1
QoQ(%)				7.7	-1.3	5.0	2.1	2.9	-3.2	8.2
영업이익	509.7	302.8	617.3	111.8	62.2	67.3	66.5	1.3	63.0	6.7
YoY(%)	73.0	-40.6	103.8	73.1	-40.8	-39.8	-40.6	0.8	-43.6	3.8
QoQ(%)				6.4	-16.2	8.2	6.8	1.4	1.4	6.8
이익률(%)	21.0	14.1	21.7	19.2	12.4	12.8	13.0	-0.2	13.0	-0.2
지배주주순이익	309.9	239.9	420.2	74.3	57.9	44.2	54.9	-19.5	43.0	2.9
이익률(%)	12.8	11.1	14.8	12.8	11.6	8.4	10.7	-2.3	8.9	-0.5

자료: 넷마블, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표 2. 넷마블 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액	2424.8	2154.9	2840.1	687.2	540.1	581.7	615.8	507.4	500.8	526.0	620.7
L2R(글로벌)	1,079.7	550.2	439.1	378.0	199.8	261.8	240.2	177.6	140.2	121.0	111.4
MCOC	253.7	302.1	241.7	27.5	70.2	69.8	86.2	81.2	75.1	73.6	72.2
세븐나이츠	169.3	96.5	91.7	55.0	48.6	34.9	30.8	30.4	25.0	21.0	20.0
모두의마블	132.5	92.1	96.7	34.4	32.4	34.9	30.8	30.4	20.0	21.0	20.6
쿠키잼	138.6	133.1	106.5	34.4	32.4	34.9	36.9	35.5	35.1	31.6	30.9
B&S 레블루션	n/a	52.0	547.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	52.0
기타	620.2	928.8	1,290.5	158.1	156.6	145.4	160.1	152.2	205.3	257.7	313.5
판관비	1,915.1	1,852.0	2,222.8	487.1	435.0	469.9	523.1	433.2	438.6	458.7	521.5
영업이익	509.7	302.8	617.3	200.1	105.1	111.8	92.7	74.2	62.2	67.3	99.1
세전이익	471.4	368.6	614.2	190.9	108.2	105.7	66.6	105.0	87.7	71.8	104.1
지배주주순이익	309.9	239.9	420.2	130.1	70.2	74.3	35.3	73.9	57.9	44.2	63.9
성장률 (YoY %)											
매출액	61.7	-11.1	31.8	110.7	53.5	62.0	33.0	-26.2	-7.3	-9.6	0.8
L2R(글로벌)	792.5	-49.0	-20.2	n/a	n/a	n/a	98.5	-53.0	-29.8	-53.8	-53.6
MCOC	n/a	19.1	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	195.3	7.0	5.5	-16.3
세븐나이츠	-52.0	-43.0	-5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-44.6	-48.5	-39.7	-35.1
모두의마블	-34.8	-30.4	5.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.4	-38.2	-39.7	-33.0
쿠키잼	-3.6	-4.0	-20.0	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	8.2	-9.6	-16.3
B&S 레블루션	n/a	n/a	952.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	-8.7	49.8	38.9	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.7	31.1	77.2	95.8
판관비	58.9	-3.3	20.0	82.6	45.4	59.6	51.7	-11.1	0.8	-2.4	-0.3
영업이익	73.0	-40.6	103.8	236.9	99.8	73.1	-21.5	-62.9	-40.8	-39.8	6.9
세전이익	71.1	-21.8	66.6	180.7	111.3	80.4	-31.8	-45.0	-18.9	-32.1	56.3
지배주주순이익	78.1	-22.6	75.1	216.5	234.3	86.2	-51.0	-43.2	-17.5	-40.5	81.1
이익률 (%)											
영업이익률	21.0	14.1	21.7	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4	12.8	16.0
세전이익률	19.4	17.1	21.6	27.8	20.0	18.2	10.8	20.7	17.5	13.7	16.8
지배주주순이익률	12.8	11.1	14.8	18.9	13.0	12.8	5.7	14.6	11.6	8.4	10.3

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표 3. 넷마블 주요 신작 출시 일정

구분	게임명	장르	출시 (예정)일
모바일	블레이드&소울 레블루션	MMORPG	2018.12.6
	방탕소년단 월드	실사형 시네마틱	1Q19
	A3:스틸 얼라이브	배틀로얄+MMORPG	2019년 3~4월
	세븐나이츠 2	MMORPG	2Q19
콘솔	세븐나이츠 (콘솔)	콘솔용	2019

자료: 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

Appendix 1. 넷마블 3Q18 실적발표 Q&A

<p>Q1. 'A3'와 '세븐나이츠 2' 출시 시점</p> <p>- 'A3' 내년 3~4월 출시 예정, '세븐나이츠 2'는 내년 2분기 내에 확실히 출시할 예정</p>
<p>Q2. '블소레볼루션' 사전예약자 수 현황 및 출시 전후 마케팅 전략</p> <p>- 2017년 '리니지 2 레볼루션' 런칭 시점에 사전예약자 340만명 정도 있음. '블소레볼루션'은 '리니지 2 레볼루션'보다 상당히 빠른 속도로 사전 가입자가 증가하고 있어 런칭 시점 사전가입자는 340만명을 상회할 것으로 전망하며 현재는 '블소' IP에 대한 이해도가 높은 양질의 유저 위주로 사전예약자 수가 증가하고 있음</p> <p>- 지스타를 기점으로 본격적으로 마케팅 시작할 계획이며 11월~12월에 본격적인 마케팅을 진행할 예정</p>
<p>Q3. 'BTS 월드'와 '블소레볼루션' 글로벌 출시 계획</p> <p>- 'BTS 월드'는 BTS IP 홀더인 빅히트 엔터테인먼트 측과 출시 일정 조율이 있었으며 19년 1분기 론칭 예정</p> <p>- 기본적으로 '블소레볼루션'의 해외 진출 전략은 '리니지 2 레볼루션'과 유사한 방식으로 진행될 계획이며 국내 런칭 이후 상황에 따라 해외 진출 순서를 결정할 계획</p>
<p>Q4. M&A 진행상황</p> <p>- 구체적인 진행상황을 말하기는 어려우나 사업 및 재무 측면에서 시너지가 날 수 있는 글로벌 사업자를 적극적으로 검토 중</p>
<p>Q5. 글로벌 빅 3 마켓에 대한 시장 확대 전략</p> <p>- 국내에서는 지스타에서 공개될 대작 4편 외에도 '쿵야' IP를 활용한 게임 2개와 야구 게임, 전략게임, 대전게임 등 다양한 라인업 준비 중</p> <p>- '일곱개의 대죄', '요괴워치'가 일본에서 선출될 예정이며 리뉴얼된 '테라 M'을 일본시장에 공개할 계획. 한국 선출시 후 일본에 출시하는 전략을 유지할 것</p> <p>- 북미시장은 자회사 잼시티와 카밤을 통해서 지속적으로 신규 게임 론칭할 계획, 한국에서 개발하는 게임도 북미시장 진출을 계속 고려할 것</p>
<p>Q6. 콘솔 게임 진출 전략</p> <p>- 현재 '세븐나이츠' 스위치 버전을 닌텐도와 협업해 개발 중, 특정 플랫폼에 국한되지 않고 다양한 플랫폼에서 즐길 수 있는 게임을 출시할 것임</p>
<p>Q7. 'BTS' IP 활용한 게임 출시 계획</p> <p>- 'BTS' IP 활용한 게임 1개를 추가적으로 계획 중, 현재 개발 초기 단계이기 때문에 구체화되면 공개할 예정</p>
<p>Q8. 인력 충원 계획</p> <p>- 지속적으로 글로벌 시장에 진출하기 위해서 적정수준의 인력은 유지해나갈 계획</p>
<p>Q9. '해리포터' 관련 이연 매출 추이 및 향후 신작의 이연 매출 인식 구조</p> <p>- 2분기에는 '해리포터' 출시 초기였기 때문에 초기효과가 커서 이연 매출이 발생했으나 출시 이후에는 안정화되기 때문에 향후 이연 매출 규모는 감소할 것으로 예상</p> <p>- 기본적으로 모든 게임은 출시 초기에 이연 매출이 발생하지만 게임 장르 특성상 이연 비중이 다를 수 있음. 일반적으로 카밤 등 자회사에서 출시되는 게임보다 넷마블에서 출시되는 게임의 이연 매출 비중이 적음</p>

자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,918	3,474	4,237	5,048
현금 및 현금성자산	1,908	314	289	352
단기금융자산	644	2,814	3,501	4,201
매출채권	303	269	355	384
재고자산	2	2	3	3
비유동자산	2,429	2,343	2,289	2,248
유형자산	145	145	144	144
무형자산	1,237	1,154	1,101	1,066
자산총계	5,348	5,817	6,526	7,297
유동부채	501	513	577	624
매입채무	121	107	141	153
단기차입금	4	4	4	4
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	381	381	381	381
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	882	894	958	1,005
자배주주지분	4,329	4,747	5,345	6,014
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	603	812	1,202	1,662
기타자본항목	-423	-423	-423	-423
비자배주주지분	136	176	223	277
자본총계	4,465	4,923	5,568	6,291

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,425	2,155	2,840	3,075
증가율(%)	61.6	-11.1	31.8	8.3
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,425	2,155	2,840	3,075
판매비와관리비	1,915	1,852	2,223	2,372
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	510	303	617	703
증가율(%)	73.0	-40.6	103.8	13.9
영업이익률(%)	21.0	14.1	21.7	22.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-6	-6	-6	-6
기타영업외손익	-44	-45	-30	-19
세전계속사업이익	471	369	614	718
법인세비용	111	88	147	172
세전계속이익률(%)	19.4	17.1	21.6	23.3
당기순이익	361	280	467	545
순이익률(%)	14.9	13.0	16.4	17.7
지배주주귀속 순이익	310	240	420	491
기타포괄이익	208	208	208	208
총포괄이익	569	489	675	754
지배주주귀속총포괄이익	564	484	669	746

현금흐름표

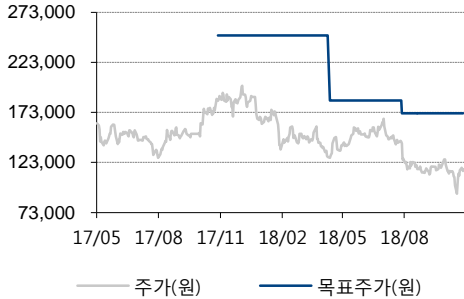
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	503	425	512	608
당기순이익	361	280	467	545
유형자산감가상각비	11	16	15	15
무형자산상각비	53	88	58	40
지분법관련손실(이익)	-6	-6	-6	-6
투자활동 현금흐름	-1,433	-2,662	-1,180	-1,189
유형자산의 처분(취득)	-30	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-3	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-496	-2,171	-687	-700
재무활동 현금흐름	2,527	-37	-37	-37
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	2,635	0	-	-
배당금지급	-	-31	-31	-31
현금및현금성자산의증감	1,635	-1,594	-25	63
기초현금및현금성자산	273	1,908	314	289
기말현금및현금성자산	1,908	314	289	352

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,898	2,817	4,929	5,758
BPS	50,919	55,683	62,698	70,542
CFPS	4,713	4,029	5,795	6,401
DPS	360	360	360	360
Valuation(배)				
PER	48.4	41.2	23.5	20.1
PBR	3.7	2.1	1.9	1.6
PCR	40.0	28.8	20.0	18.1
EV/EBITDA	23.5	16.7	8.8	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	5.3	8.3	8.6
EBITDA 이익률	23.7	18.8	24.3	24.6
부채비율	19.8	18.2	17.2	16.0
순부채비율	-57.0	-63.5	-68.0	-72.3
매출채권회전율(x)	8.8	7.5	9.1	8.3
재고자산회전율(x)	1,142.8	967.7	1,169.4	1,069.2

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

넷마블
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년	-34.6%	-20.2%
2018-04-23	Buy	185,000	1년	-19.8%	-10.0%
2018-08-08	Buy	172,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.1%	9.9%	-