



## BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원  
주가(11/8): 116,000원  
시가총액: 98,898억원

인터넷/게임  
Analyst 김학준  
02) 3787-5155  
dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/8)	2,301.45pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	91,800원
등락률	-41.85%	26.36%
수익률	절대	상대
1M	-5.3%	2.0%
6M	-13.8%	1.0%
1Y	-37.1%	-23.3%

## Company Data

발행주식수	85,257천주
일평균 거래량(3M)	360천주
외국인 지분율	24.68%
배당수익률(18E)	0.31%
BPS(18E)	52,993원
주요 주주	방준혁 외 10인 25.2%
	CJ E&M 22.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,500	2,425	2,090	3,042
보고영업이익	295	510	275	772
핵심영업이익	295	510	275	772
EBITDA	325	574	329	822
세전이익	276	471	327	835
순이익	209	361	254	647
지배주주분순이익	174	310	218	556
EPS(원)	2,718	3,900	2,562	6,524
증감률(%YoY)	32.6	43.5	-34.3	154.6
PER(배)	0.0	48.3	45.3	17.8
PBR(배)	0.0	3.7	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.1	27.3	10.1
보고영업이익률(%)	19.6	21.0	13.2	25.4
핵심영업이익률(%)	19.6	21.0	13.2	25.4
ROE(%)	16.8	12.5	5.5	12.9
순부채비율(%)	-24.0	-57.0	-53.4	-59.8

## Price Trend



## 실적리뷰

## 넷마블 (251270)

## 실적 회복세의 가시화



넷마블의 3Q실적은 매출액 5,260억원(QoQ, +5.0%), 영업이익 673억원(QoQ, +8.2%)을 기록하면서 시장 기대치에 부합하였습니다. 해리포터의 매출 이연효과가 존재하긴 하였으나 기존 게임들의 매출이 안정적으로 유지됨에 따라 향후 신작들에 대한 기대치가 확대될 기반을 마련하였습니다. 12월 블소:레볼루션을 시작으로 실적 개선이 이루어질 것으로 기대됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q Review: 바닥권을 지난 실적 회복세

넷마블의 3Q실적은 매출액 5,260억원(QoQ, +5.0%), 영업이익 673억원(QoQ, +8.2%)을 기록하면서 시장 기대치에 부합하는 성과를 나타내었다. 해리포터 매출 중 318억원이 3Q로 이연 됨에 따라 매출이 증가한 측면이 존재한다. 4Q로 이연 됐을 해리포터 매출을 감안했을 때 2Q의 전체 매출액인 5,008억원과 비슷한 수준을 기록한 것으로 추정된다. 주요 게임들의 성과가 안정적으로 유지된 것을 의미한다. 비용적인 측면에서는 마케팅비용이 일본지역 광고로 일부 상승했을 뿐 큰 변동은 없었다.

4Q실적의 향방은 블소:레볼루션의 성과가 좌우할 것으로 전망된다. 4Q는 전통적으로 프로모션이 많은 시점으로 매출이 증가하는 시기이기 때문에 기존의 게임들이 3Q대비 크게 부진할 가능성은 낮다(해리포터 제외). 신작 출시에 따른 마케팅비용이 확대될 것으로 전망되기 때문에 블소:레볼루션의 성과 수준이 4Q의 실적을 좌우할 것으로 판단된다. 당사에서는 블소:레볼루션의 12월 평균 일매출을 27억원으로 추정하였다.

## &gt;&gt;&gt; 블소:레볼루션의 순조로운 사전예약자 수 증가

향후 신작에서 가장 관심을 모으고 있는 블소:레볼루션의 사전예약자는 순조롭게 증가(현재 서버 80개 마감)하고 있다. 예전 리니지2:레볼루션의 사전예약자 증가 속도를 웃돌고 있어 출시 직전에는 리니지2:레볼루션의 기록인 340만명을 넘어설 것으로 전망된다. 또한 이번 지스타를 통해서 블소:레볼루션을 비롯한 4개의 신작을 공개할 예정이기 때문에 호평을 받을 경우 사전예약자 수가 더 빠르게 증가할 여지도 존재한다.

블소:레볼루션이 성과를 나타낼 경우 향후 신작들에 대한 기대치가 크게 확대될 것으로 전망된다. 내년 1Q BTS월드를 시작으로 신작 A3 및 세븐나이트2가 상반기 중에 출시될 예정이며 블소:레볼루션의 글로벌 진출도 진행한다는 점을 감안하면 긍정적 분위기가 이어질 개연성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	5,260	5,561	24,248	20,903	30,419	
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,756	3,298	3,397	3,428	3,236	13,590	13,359	12,135	
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	1,776	1,402	1,210	1,205	10,658	5,593	3,542	
주요신작 매출						209	622	1,120	0	1,951	14,279	
로열티 매출									0	0	463	
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,231	4,332	4,386	4,587	4,848	19,151	18,153	22,695	
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,018	1,049	3,635	4,073	4,233	
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,658	2,128	2,075	2,157	2,250	10,064	8,610	11,792	
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	786	851	1,021	3,812	3,405	4,424	
기타	349	419	436	436	468	508	561	528	1,640	2,065	2,246	
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	622	673	713	5,097	2,750	7,724	
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	12.8%	12.8%	21.0%	13.2%	25.4%	

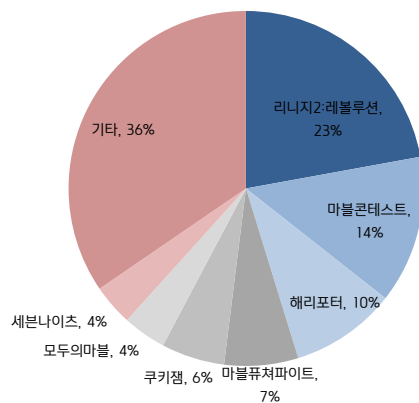
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
블레이드앤소울 레볼루션	국내	MMORPG	12/6 일 국내 출시
세븐나이츠 2	국내	MMORPG	2019 년 2Q
BTS 월드	원빌드	미공개	2019 년 1Q
A3: Still Alive	국내	MMORPG	2019 년 1Q~2Q
요괴워치, 일곱개의대죄, 테라 M 등	일본		2019 년

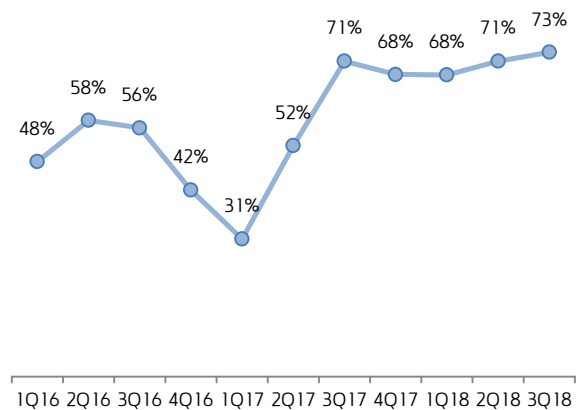
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 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	2,090	3,042	3,133
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,500	2,425	2,090	3,042	3,133
판매비및일반관리비	1,205	1,915	1,815	2,269	2,417
영업이익(보고)	295	510	275	772	716
영업이익(핵심)	295	510	275	772	716
영업외손익	-19	-38	52	62	65
이자수익	4	22	31	36	38
배당금수익	5	7	17	20	21
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	2	3	3
법인세차감전이익	276	471	327	835	782
법인세비용	66	111	74	188	176
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	22.5%	22.5%	22.5%
당기순이익	209	361	254	647	606
지배주주지분순이익(억원)	174	310	218	556	521
EBITDA	325	574	329	822	761
현금순이익(Cash Earnings)	240	426	308	696	650
수정당기순이익	216	365	254	647	606
증감율(% , YoY)					
매출액	39.8	61.6	-13.8	45.5	3.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	-46.1	180.9	-7.3
영업이익(핵심)	30.8	73.0	-46.1	180.9	-7.3
EBITDA	31.1	76.6	-42.6	149.5	-7.5
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	-29.6	154.9	-6.3
EPS	32.6	43.5	-34.3	154.6	-6.3
수정순이익	27.8	68.9	-30.6	154.9	-6.3

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	149	483	375	755	687
당기순이익	209	361	254	647	606
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	69	71	52
기타	34	80	0	-10	-12
투자활동현금흐름	-210	-1,421	-20	-291	-145
투자자산의 처분	-57	-551	27	-250	-103
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	-279	60	-20
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	-249	90	11
현금및현금성자산의순증가	57	1,635	76	523	522
기초현금및현금성자산	216	273	1,908	1,984	2,507
기말현금및현금성자산	273	1,908	1,984	2,507	3,029
Gross Cash Flow	279	522	306	684	635
Op Free Cash Flow	27	384	297	686	618

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	2,830	3,654	4,188
현금및현금성자산	273	1,908	1,984	2,507	3,029
유동금융자산	147	643	523	669	658
매출채권및유동채권	299	360	317	468	490
재고자산	2	2	3	4	5
기타유동비금융자산	0	5	5	7	7
비유동자산	1,236	2,429	2,512	2,634	2,763
장기매출채권및기타비유동채권	26	37	32	46	47
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	5,343	6,288	6,950
유동부채	421	501	522	761	837
매입채무및기타유동채무	251	323	348	507	522
단기차입금	105	4	4	4	4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	65	174	170	250	311
비유동부채	226	381	132	223	234
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	1	1
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	225	381	132	222	233
부채총계	647	882	654	984	1,071
자본금	7	9	9	9	9
주식발행초과금	350	2,992	2,992	2,992	2,992
이익잉여금	294	603	791	1,318	1,810
기타자본	565	726	726	726	726
지배주주지분자본총계	1,216	4,329	4,518	5,045	5,537
비지배주주지분자본총계	94	136	170	260	343
자본총계	1,310	4,465	4,688	5,305	5,880
순차입금	-314	-2,547	-2,502	-3,172	-3,683
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	2,562	6,524	6,110
BPS	17,946	50,919	52,993	59,171	64,940
주당EBITDA	5,082	7,233	3,869	9,643	8,923
CFPS	3,747	5,358	3,619	8,169	7,627
DPS	0	360	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	45.3	17.8	19.0
PBR	0.0	3.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	-1.0	28.1	27.3	10.1	10.3
PCFR	0.0	35.2	32.1	14.2	15.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	13.2	25.4	22.9
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	13.2	25.4	22.9
EBITDA margin	21.7	23.7	15.8	27.0	24.3
순이익률	13.9	14.9	12.1	21.3	19.3
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	5.5	12.9	10.8
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	82.7	347.9	574.6
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	14.0	18.5	18.2
순차입금비율	-24.0	-57.0	-53.4	-59.8	-62.6
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	6.2	7.8	6.5
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	787.8	916.7	755.0
매입채무회전율	7.1	8.4	6.2	7.1	6.1

## Compliance Notice

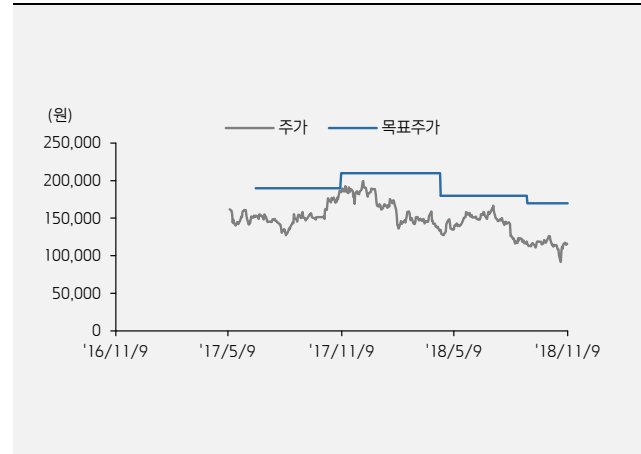
- 당사는 11월 8일 현재 '넷마블 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	2017/06/27	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-19.88	-1.84
	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	-21.05	-7.50
	2018/09/05	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-32.43	-25.88
	2018/11/09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%