



# 넷마블 (251270)

SW/SI

이창영



02)3770-5596  
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>150,000원 (D)</b>
현재주가 (11/8)	<b>116,000원</b>
상승여력	<b>29%</b>

시가총액	98,898억원
총발행주식수	85,256,632주
60일 평균 거래대금	417억원
60일 평균 거래량	359,813주
52주 고	199,500원
52주 저	91,800원
외인지분율	24.69%
주요주주	방준혁 외 10 인 25.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.3)	(18.3)	(37.1)
상대	2.0	(10.2)	(23.3)
절대(달려환산)	(4.0)	(18.1)	(37.2)

## 인내한 열매를 기다리자

### 3분기 실적 Review

매출액 5,260억원 YoY -9.6%, 영업이익 673억원 YoY -39.8%, 지배순이익 442억원 YoY -40.5%. 신작 감소 및 흥행 부진, 'L2R' YoY -54% 등 기존게임 자연 감소에 의한 매출 감소, 이익감소 하였으나, '해리포터' 매출 3분기 이연으로 시장기대치 부합

신작 흥행 없이 기존 매출 감소로 상대적으로 Life Cycle 이 긴 해외매출 비중이 사상 최고치인 73% 까지 증가함

### 4분기 및 2019년 전망

동사 최고 기대작 '블소 R'이 12월 6일 국내 출시 예정이어서, 2018년 4분기 < 2019년 1분기 순차적으로 실적 개선 예상됨. 지난 1년여간 대형 모바일 MMORPG출시가 시장에 거의 부재한 상황이었으며, 현재 사전예약 진행상황이 호조를 보이고 있어서(80개 서버 마감, 2017년 1조원 매출을 기록한 동사 게임 개발력에 다시 한번 기대가 모아질 것으로 예상됨

'BTS W' 2019년 1분기, '세븐나이츠2' 2분기 등 2018년 미뤄졌던 대작들이 2019년 순차적으로 출시됨으로 인해, 2018년과 다른 신작 모멘텀이 이어질 것으로 예상됨

### 투자 의견 BUY, 목표주가 15만원 하향 조정

2019년 동사 중국 예상 매출 삭감, 밸류에이션 하향 조정으로 목표주가를 15만원으로 하향 조정하고 투자 의견 BUY는 유지함

2018년은, 중국 판호 발급 중단, 주52시간 근무도입에 따른 게임출시 지연, 인건비 상승 등 동사를 포함한 국내 게임사들이 어려움을 겪었으나, 해외는 여전히 저성장, 고령화 시대의 최고 대안 레저로서 (모바일)게임시장이 성장일로에 있어, 동사를 포함한 국내 게임사들의 성장 가능성은 유효하다는 판단임

(EA 2012~2018 기업가치 15배 상승, UBISOFT 10배 상승, Activision Blizzard 7배 상승, Take-Two 12배 상승)

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,260	-9.6	5.0	5,114	2.9
영업이익	673	-39.8	8.1	665	1.3
세전계속사업이익	703	-33.4	-19.8	803	-12.4
지배순이익	433	-41.8	-25.3	545	-20.5
영업이익률 (%)	12.8	-6.4 %pt	+0.4 %pt	13.0	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	8.2	-4.6 %pt	-3.4 %pt	10.6	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	15,000	24,248	21,265	26,655
영업이익	2,947	5,098	2,784	6,071
지배순이익	1,740	3,098	2,247	4,276
PER	-	41.0	44.0	23.1
PBR	-	3.1	2.2	2.1
EV/EBITDA	-	19.9	24.0	9.8
ROE	15.3	11.2	5.1	9.2

자료: 유안타증권

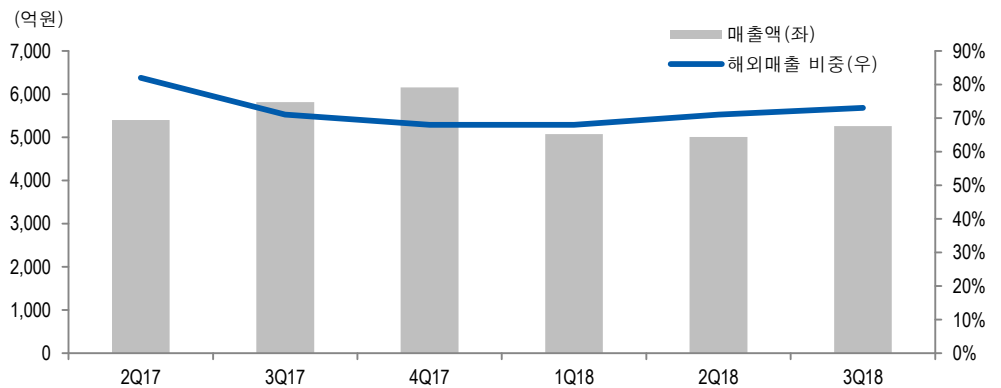
넷마블 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	5,260	5,923	24,248	21,265	26,655
YoY	110.7%	53.5%	49.5%	33.0%	-26.2%	-7.3%	-9.6%	-3.8%	61.7%	-12.3%	25.3%
세븐나이츠	580	464	370	308	304	250	210	221	1,722	986	789
모두의마블	324	330	324	308	304	215	210	221	1,286	951	856
쿠키잼	335	319	344	369	355	351	316	322	1,367	1,343	1,276
마블 콘테스트 오브 챔피언	255	690	682	862	812	751	736	714	2,489	3,014	2,713
해리포터	3,771	2,000	2,629	2,402	1,776	1,402	1,210	1,075	10,802	5,463	2,503
리니지2 레볼루션	3,672	1,755	932	935	773	618	495	396	7,294	2,282	913
국내	99	245	1,697	1,467	1,003	784	715	679	3,508	3,181	1,591
해외							526	257		783	357
기타(신작포함)	1,607	1,598	1,468	1,601	1,269	1,588	1,683	2,767	6,274	7,307	17,424
블소레볼루션								1,000		1,000	6,205
BTS 월드										0	3,650
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,233	4,332	4,386	4,587	5,176	19,153	18,481	20,583
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,018	1,070	3,635	4,094	4,301
광고선전비	784	824	1,010	1,194	747	786	851	1,098	3,812	3,482	3,353
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,619	2,128	2,075	2,157	2,454	10,025	8,814	10,932
기타	349	419	436	477	468	508	561	554	1,681	2,091	1,998.03
영업이익	2,001	1,051	1,118	927	742	622	673	747	5,097	2,784	6,071
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.1%	14.6%	12.4%	12.8%	12.6%	21.0%	13.1%	22.8%
YoY	336.9%	199.8%	173.1%	78.5%	37.1%	59.2%	60.2%	80.6%	73.0%	-45.4%	118.1%

자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 매출액 및 해외 매출 비중 추이



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

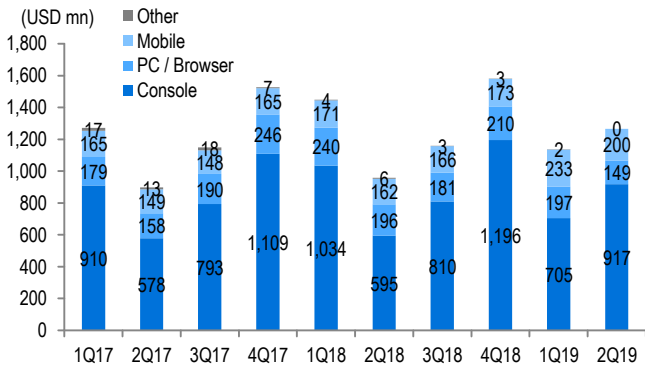
## 글로벌 게임사 밸류에이션 비교

(단위: 백만 달러, 배)

기업명	국가	시가 총액	P/E		EPS Growth		P/B		ROE		EV/EBITDA		P/S	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
ACTIVISION BLIZZ	US	49,625	24.9	22.4	14.8	11.2	4.4	3.7	18.7	19.1	17.8	15.7	6.6	6.3
TENCENT	CN	356,86	31.4	24.8	21.2	26.9	7.5	5.9	26.2	25.7	21.7	17.6	7.9	6.0
NEXON	JP	10,507	11.8	12.2	79.5	-3.3	2.2	1.9	20.1	16.1	7.3	6.7	4.7	4.3
NETEASE	CN	30,869	23.2	18.6	-26.8	24.7	4.1	3.6	16.2	17.5	18.5	14.6	3.2	2.5
NCISOFT	KR	8,839	21.0	15.5	4.1	35.1	3.2	2.7	16.0	19.1	11.0	8.7	5.6	4.6
ELECTRONIC ARTS	US	28,340	21.9	20.6	12.5	3.7	6.7	5.3	30.6	26.4	13.7	13.7	5.5	5.4
UBISOFT	FR	10,119	40.2	26.6	23.3	63.8	6.8	7.0	14.7	26.6	10.9	9.4	5.3	4.2
SQUARE ENIX	JP	4,373	20.2	19.6	31.1	0.1	2.6	2.4	13.2	12.6	8.9	8.8	2.1	2.0
BANDAI NAMCO	JP	8,100	22.1	17.4	22.5	6.1	2.6	2.4	12.4	14.1	9.7	8.0	1.6	1.5
SEGA SAMMY	JP	3,773	41.0	25.9	-67.7	67.3	1.3	1.2	3.1	4.8	9.4	8.0	1.3	1.2
CAPCOM	JP	2,908	22.4	19.4	24.6	23.9	3.0	2.7	14.2	14.8	11.5	11.6	3.4	3.3
평균			25.5	20.3	12.7	23.6	4.0	3.5	16.8	17.9	12.8	11.2	4.3	3.8

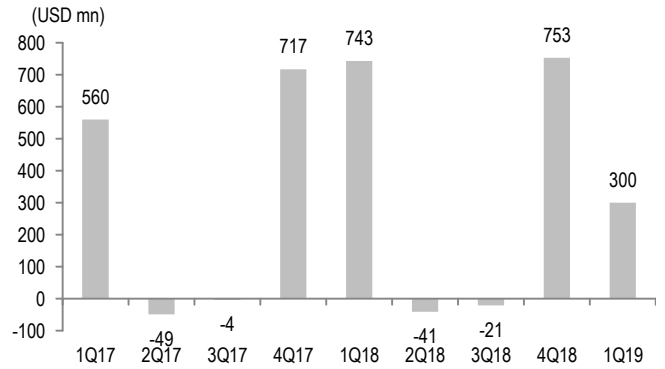
자료: 유안타증권 리서치센터

EA 매출액 추이



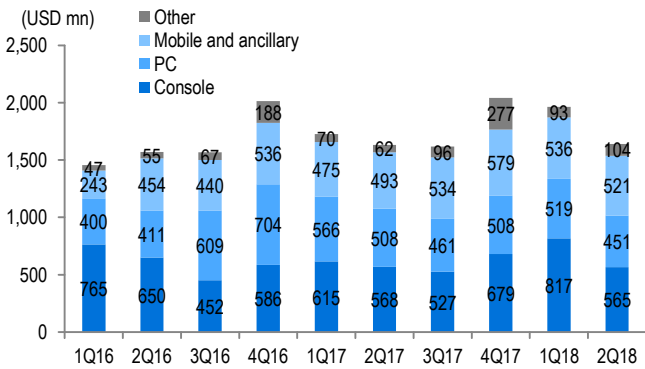
자료: EA, 유안타증권 리서치센터

EA 영업이익 추이



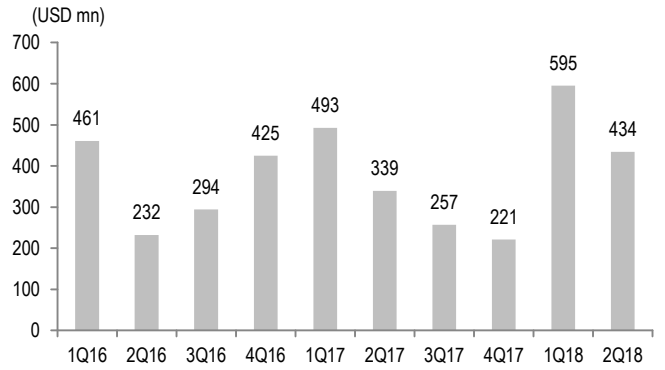
자료: EA, 유안타증권 리서치센터

Activision Blizzard 매출액 추이



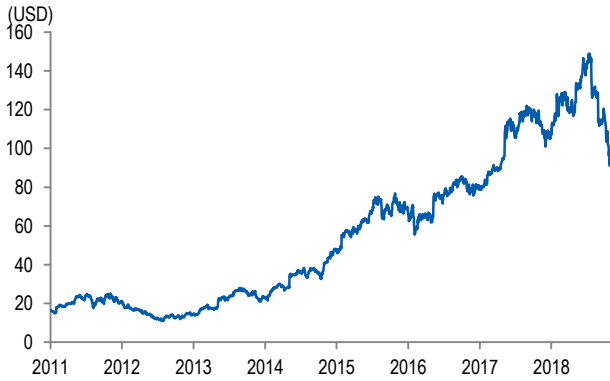
자료: Activision Blizzard, 유안타증권 리서치센터

Activision Blizzard 영업이익 추이



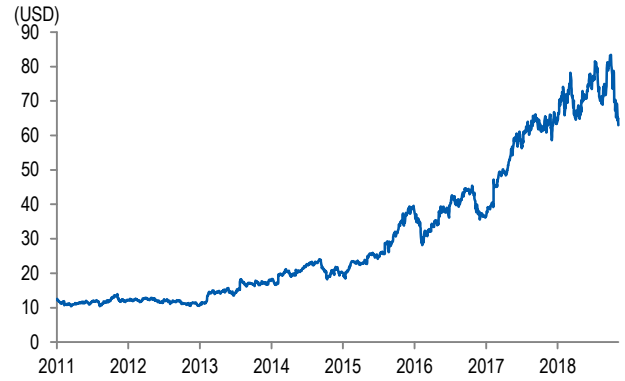
자료: Activision Blizzard, 유안타증권 리서치센터

EA 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Activision Blizzard 주가 추이



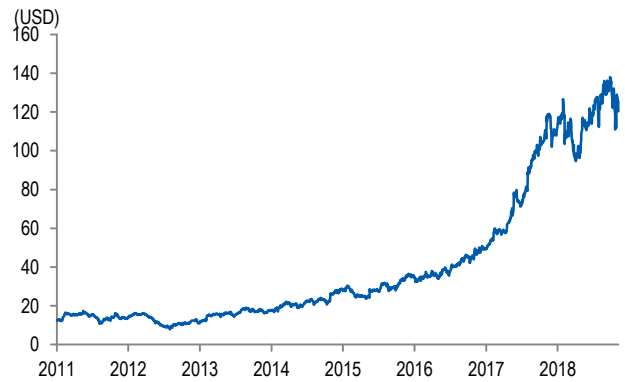
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Ubisoft 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Activision Blizzard 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	15,000	24,248	21,265	26,655	28,597
매출원가	7,515	0	0	0	0
매출총이익	7,485	24,248	21,265	26,655	28,597
판매비	4,539	19,150	18,481	20,583	21,860
영업이익	2,947	5,098	2,784	6,071	6,736
EBITDA	3,253	5,745	3,452	8,600	8,759
영업외손익	-191	-383	566	303	281
외환관련손익	-3	-133	196	8	9
이자손익	24	87	314	286	262
관계기업관련손익	-35	-56	-4	-4	-4
기타	-178	-280	60	13	15
법인세비용차감전순이익	2,756	4,715	3,350	6,374	7,017
법인세비용	663	1,106	818	1,556	1,684
계속사업순이익	2,092	3,609	2,532	4,818	5,333
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,092	3,609	2,532	4,818	5,333
지배지분순이익	1,740	3,098	2,247	4,276	4,733
포괄순이익	2,752	5,694	967	5,166	5,715
지배지분포괄이익	2,388	5,228	803	4,288	4,744

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,215	29,184	22,918	22,149	21,262
현금및현금성자산	2,727	19,078	12,775	11,498	10,428
매출채권 및 기타채권	2,487	3,032	2,084	2,585	2,765
재고자산	19	24	29	37	39
비유동자산	12,359	24,293	29,998	33,923	38,393
유형자산	1,229	1,454	1,642	1,906	2,170
관계기업등 지분관련자산	64	228	6,160	12,249	18,338
기타투자자산	5,374	9,519	8,977	9,068	9,195
자산총계	19,574	53,477	52,916	56,071	59,655
유동부채	4,212	5,013	2,928	3,180	3,449
매입채무 및 기타채무	2,157	2,486	958	1,035	1,118
단기차입금	1,053	39	70	100	129
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,258	3,812	3,705	3,540	3,383
장기차입금	0	0	235	470	705
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,471	8,824	6,633	6,720	6,832
지배지분	12,163	43,295	44,793	47,862	51,334
자본금	68	85	85	85	85
자본잉여금	12,003	38,421	38,472	38,472	38,472
이익잉여금	2,939	6,029	7,980	11,950	16,377
비지배지분	940	1,358	1,489	1,489	1,489
자본총계	13,104	44,653	46,283	49,351	52,823
순차입금	-1,142	-23,133	-17,464	-16,422	-15,588
총차입금	3,056	2,380	2,384	2,149	1,913

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,971	5,034	1,878	6,314	6,663
당기순이익	2,092	3,609	2,532	4,818	5,333
감가상각비	82	115	73	0	0
외환손익	18	103	-194	-8	-9
종속, 관계기업 관련손익	35	56	4	4	4
자산부채의 증감	-823	-188	-914	-1,184	-859
기타현금흐름	568	1,339	378	2,684	2,194
투자활동 현금흐름	-2,073	-14,327	-8,053	-6,331	-6,331
투자자산	-436	-1,824	-8,514	-6,093	-6,093
유형자산 증가 (CAPEX)	-898	-300	-275	-275	-275
유형자산 감소	5	1	11	11	11
기타현금흐름	-744	-12,204	725	26	26
재무활동 현금흐름	630	25,273	1,082	80	-920
단기차입금	734	-1,013	30	30	30
사채 및 장기차입금	0	0	235	235	235
자본	0	26,346	0	0	0
현금배당	-39	0	-306	-306	-306
기타현금흐름	-66	-60	1,123	121	-879
연결범위변동 등 기타	41	372	-1,211	-1,340	-481
현금의 증감	567	16,351	-6,303	-1,277	-1,070
기초 현금	2,159	2,727	19,078	12,775	11,498
기말 현금	2,727	19,078	12,775	11,498	10,428
NOPLAT	2,947	5,098	2,784	6,071	6,736
FCF	822	4,061	1,583	5,659	6,008

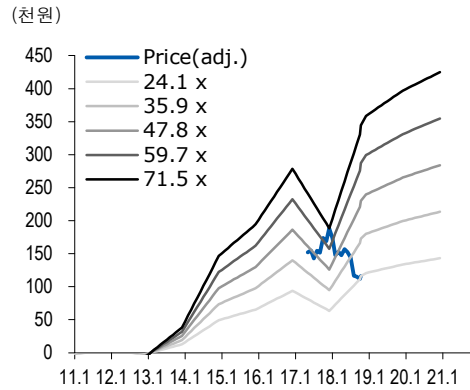
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

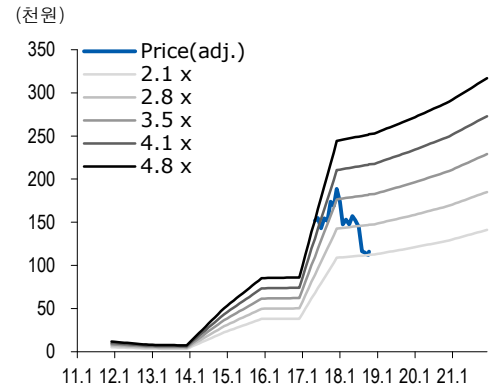
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,719	3,898	2,636	5,015	5,551
BPS	17,946	50,935	52,710	56,321	60,406
EBITDAPS	5,084	7,228	4,049	10,087	10,274
SPS	23,445	30,508	24,942	31,264	33,542
DPS	0	360	360	360	360
PER	-	41.0	44.0	23.1	20.9
PBR	-	3.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	-	19.9	24.0	9.8	9.7
PSR	-	5.2	4.7	3.7	3.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	39.8	61.6	-12.3	25.3	7.3
영업이익 증가율 (%)	30.8	73.0	-45.4	118.1	10.9
지배순이익 증가율 (%)	44.3	78.1	-27.5	90.3	10.7
매출총이익률 (%)	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	19.6	21.0	13.1	22.8	23.6
지배순이익률 (%)	11.6	12.8	10.6	16.0	16.6
EBITDA 마진 (%)	21.7	23.7	16.2	32.3	30.6
ROIC	41.6	40.2	15.3	33.8	43.8
ROA	10.2	8.5	4.2	7.8	8.2
ROE	15.3	11.2	5.1	9.2	9.5
부채비율 (%)	49.4	19.8	14.3	13.6	12.9
순차입금/자기자본 (%)	-9.4	-53.4	-39.0	-34.3	-30.4
영업이익/금융비용 (배)	149.2	37.8	600.6	701.3	531.3

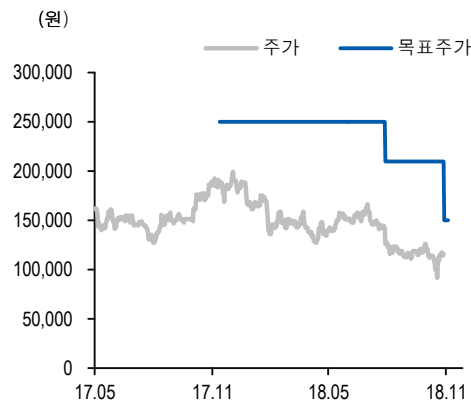
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-09	BUY	150,000	1년		
2018-08-09	BUY	210,000	1년	-44.69	-39.52
2017-11-23	BUY	250,000	1년	-37.79	-20.20

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.