

# 넷마블 (251270)

SW/SI

이창영



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

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>150,000원 (M)</b>
현재주가 (1/4)	<b>108,500원</b>
상승여력	<b>38%</b>

시가총액	92,513억원
총발행주식수	85,265,865주
60일 평균 거래대금	404억원
60일 평균 거래량	355,385주
52주 고	175,500원
52주 저	91,800원
외인지분율	24.74%
주요주주	방준혁 외 11 인 25.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.9)	(9.2)	(36.7)
상대	(8.3)	2.7	(22.4)
절대(달러환산)	(14.3)	(8.8)	(40.2)

## BTS를 사자!

### 4분기 Preview

매출액 5,260억원, 영업이익 585억원으로 시장기대치 하회 전망. 기존 게임들의 매출 자연감소와 기대가 컸던 신규 대작 '블소R' 초반 매출이 기대에 못 미쳤고(12월 평균 일 매출 15억원 가정), 반면 '블소R' 출시에 따른 TV광고 등 마케팅비 증가로 실적은 기대치를 하회할 것으로 예상됨

### 2018년 속성된 게임이 2019년 대거 출시

주 52시간 등 2018년 출시가 지연되었던 'BTS 월드(19년 1분기 출시 전망, 퍼블리싱)', 'A3(MMORPG, 60% 자회사 '이데아게임즈' 개발, 상반기 출시 이하 출시시기 동일)', '세븐나이츠2(동사 장수 IP 활용한 MMORPG, 자체개발)', '더 킹 오브 파이터즈 울스타(일본 시장에서 이미 매출 7위 기록한 바 있음, 자체개발)' 국내 출시 등 신규 대작 게임 모멘텀이 상반기에 잇따라 나타날 것으로 예상됨

특히, 'BTS 월드'는 게임 유저가 직접 매니저가 되어 방탄소년단을 아티스트로 육성하는 모바일 시뮬레이션 게임으로, 100만장의 실사 화보와 100여개 이상의 영상이 수록되고, BTS의 신곡(게임 OST)도 이 게임을 통해 처음으로 공개될 예정이어서, 전세계의 수천만 BTS팬심(인스타그램 팔로워수 14.9백만명, 트위터 팔로워 13.5백만명, 'LOVE YOURSELF' 2018년 누적 앨범 판매량 217만장, 전세계 콘서트 누적 관객수 210만명)을 적극 활용할 것으로 예상됨. 앨범구매자수, 콘서트 관람자수는 향후 게임을 통해 공개될 BTS화보, 영상, 신곡에 대한 구매가능성이 높은 열혈팬(A.R.M.Y)일 것으로 예상되는바, 초반 흥행가능성이 높을 것으로 예상됨

'BTS 월드'와 같은 유명인을 소재로 한 '셀럽게임'은, 2014년 '김 카다시안 : 할리우드'란 게임이 총매출 약 1.6억 달러를 기록한바 있음

### 투자의견 BUY, 목표주가 15만원 유지

국내 모바일 MMORPG시장의 포화, 2018년 신작 출시 지연 등 실적하락, 주가하락 등이 지속되었으나, 2019년 상반기 연이은 대작출시 계획, 특히 해외 매출비중이 높은(18년 3분기 73%) 동사가 해외 시장을 타겟으로 적극 게임출시를 계획하고 있는 현상들은 2019년 새로운 성장이 기대된다는 판단임. 또한, 최근 중국 내 자국 판호가 시작되는데 이어 외자판호까지 허용된다면, 동사의 장기성장성은 탄력을 더할 것으로 예상됨. 18년 4분기 실적 둔화를 동사 투자의 기회로 활용할 것을 권고함

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,323	-13.6	1.2	5,666	-6.1
영업이익	585	-36.9	-13.0	730	-19.9
세전계속사업이익	648	-2.7	-9.7	792	-18.2
지배순이익	465	31.9	5.2	556	-16.3
영업이익률 (%)	11.0	-4.1 %pt	-1.8 %pt	12.9	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	8.7	+3.0 %pt	+0.3 %pt	9.8	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	15,000	24,248	20,665	23,879
영업이익	2,947	5,098	2,622	4,852
지배순이익	1,740	3,098	2,225	3,605
PER	-	41.0	42.7	25.7
PBR	-	3.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	-	19.9	21.2	9.5
ROE	15.3	11.2	4.9	7.5

자료: 유안타증권

넷마블 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	5,074	5,008	5,260	5,323	24,248	20,665	23,879
YoY	110.7%	53.5%	49.5%	33.0%	-26.2%	-7.3%	-9.6%	-13.6%	61.7%	-14.8%	15.5%
세븐나이츠	580	464	370	308	304	250	210	200	1,722	965	772
모두의마블	324	330	324	308	304	215	210	227	1,286	957	861
쿠키잼	335	319	344	369	355	351	316	301	1,367	1,322	1,256
마블콘테스트오브챔피언	255	690	682	862	812	751	736	775	2,489	3,075	2,767
마블퓨처파이트				308	254	451	368	345		1,418	1,095
리니지2레볼루션	3,771	2,000	2,629	2,402	1,776	1,402	1,210	1,075	10,802	5,463	2,503
국내	3,672	1,755	932	935	773	618	495	396	7,294	2,282	913
해외	99	245	1,697	1,467	1,003	784	715	679	3,508	3,181	1,591
기타(신작포함)	1,607	1,598	1,468	1,601	1,269	1,588	1,683	2,142	6,274	6,682	14,624
B&S R							-	375		375	2,555
BTS W					3,024	332				3,356	4,500
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,233	4,332	4,386	4,587	4,738	19,153	18,043	19,027
인건비	900	868	924	943	989	1,017	1,018	1,038	3,635	4,062	4,268
마케팅비	784	824	1,010	1,194	747	786	851	987	3,812	3,371	3,001
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,619	2,128	2,075	2,157	2,159	10,025	8,519	9,775
기타	349	419	436	477	468	508	561	554	1,681	2,091	1,983
영업이익	2,001	1,051	1,118	925	742	622	673	585	5,095	2,622	4,852
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.0%	14.6%	12.4%	12.8%	11.0%	21.0%	12.7%	20.3%
YoY	236.9%	99.8%	73.1%	-21.7%	-62.9%	-40.8%	-39.8%	-36.8%	72.9%	-48.5%	85.1%

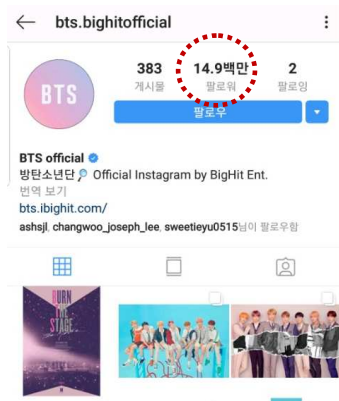
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

2018년 앨범 누적 판매량(출하량) 순위

Ranking	Title / Artist	판매량 / 2018년 누적판매량	Production	Share
1	DON'T MESS UP MY TEMPO - The 5th... EXO	1,195,334 / 1,195,334	IRIVER	
2	1 <sup>st</sup> =1 (POWER OF DESTINY) Wanna One (워너원)	533,501 / 533,501	Stone Music Entertain...	
3	YES or YES TWICE	322,803 / 322,803	IRIVER	
4	WAKE.N 뉴이스트 W	157,073 / 157,073	Stone Music Entertain...	
5	NCT #127 Regulate - The 1st Album Re... NCT 127	140,330 / 140,330	IRIVER	
6	LOVE YOURSELF 結 "Answer" 방탄소년단	136,044 / 2,169,519	IRIVER, The Orchard	

자료: gaonchart

## Instagram BTS 계정



자료: 인스타그램

## Twitter BTS 계정



자료: 트위터

## 글로벌 권역별 BTS 공연 관객수

(단위: 명)

	한국 공연	중화권 공연	동남아 공연	북미 공연	남미 공연	유럽 공연	일본 공연	합계
2014	9,932	—	20,000	—	—	—	5,000	34,932
2015	19,873	14,000	12,300	19,950	53,000	—	69,200	188,323
2016	82,000	91,400	30,000	—	—	—	98,400	301,800
2017	125,000	51,400	55,000	95,300	48,000	—	309,300	684,000
2018	239,900	—	—	310,667	—	121,600	219,400	891,567
누적	476,705	156,800	117,300	425,917	101,000	121,600	701,300	2,100,622

자료: 빅히트엔터테인먼트

## 넷마블 신작 라인업

게임명	출시예정일	특성	장르	개발사	지분율
BTS World	1Q 19	방탄소년단 IP를 활용한 육성형 시네마틱 게임	육성 시뮬	테이크원컴퍼	없음
A3 : 스틸 얼라이브	1H 19	배틀로얄과 MMORPG를 결합, 전체 서버 유저와 무차별 PK를 즐길수 있는 프리 PK	MMORPG	이데아게임즈	60.2%
세븐나이츠2	2Q19	세븐나이츠 IP를 활용한 캐릭터 수집 MMORPG. 전략적 그룹전투 가능	MMORPG	넷마블넥서스	100.0%
일곱개의 대죄	2019	일본 애니메이션 '일곱개의 대죄' IP를 활용한 RPG	RPG	퍼니파우	88.3%
극열 마구마구	2019	마구마구의 일본 현지화 버전	스포츠	—	—
요괴워치 메달워즈	2019	일본 애니메이션 '요괴워치' IP를 활용한 태그 액션 RPG	RPG	넷마블몬스터	76.2%
스톤에이지 MMORPG	2019	스톤에이지 IP를 활용한 턴제 MMORPG	MMORPG	—	—
캐치마인드	2019	그림으로 소통하는 소셜플레이 '캐치마인드'의 모바일 버전	—	—	—
콩야 야채부락리	2019	야채부락리 게임을 콩야 캐릭터와 결합한 캐주얼 RPG	RPG	—	—
리치 워즈	2019	모두의마블의 글로벌 버전	전략	—	—
매직 더 게더링 M	2019	TCG	TCG	—	—

자료: 넷마블게임즈, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	15,000	24,248	20,665	23,879	28,071
매출원가	7,515	0	0	0	0
매출총이익	7,485	24,248	20,665	23,879	28,071
판매비	4,539	19,150	18,043	19,027	21,548
영업이익	2,947	5,098	2,622	4,852	6,523
EBITDA	3,253	5,745	3,330	7,371	8,538
영업외손익	-191	-383	671	482	543
외환관련손익	-3	-133	180	25	27
이자손익	24	87	386	391	440
관계기업관련손익	-35	-56	-26	-26	-26
기타	-178	-280	131	93	102
법인세비용차감전순이익	2,756	4,715	3,293	5,334	7,066
법인세비용	663	1,106	784	1,270	1,696
계속사업순이익	2,092	3,609	2,509	4,064	5,370
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,092	3,609	2,509	4,064	5,370
지배지분순이익	1,740	3,098	2,225	3,605	4,762
포괄손익	2,752	5,694	3,758	4,223	5,544
지배지분포괄이익	2,388	5,228	3,450	3,877	5,090

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	28,565	29,244	32,494
현금및현금성자산	2,727	19,078	18,242	18,641	21,525
매출채권 및 기타채권	2,487	3,032	1,942	2,218	2,578
재고자산	19	24	28	33	39
비유동자산	12,359	24,293	27,079	26,892	27,235
유형자산	1,229	1,454	1,724	1,952	2,179
관계기업 등 자본관련자산	64	228	2,117	4,155	6,194
기타투자자산	5,374	9,519	10,081	10,137	10,216
자산총계	19,574	53,477	55,644	56,136	59,729
유동부채	4,212	5,013	2,465	2,664	2,879
매입채무 및 기타채무	2,157	2,486	870	939	1,015
단기차입금	1,053	39	50	60	71
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,258	3,812	3,865	3,634	3,413
장기차입금	0	0	149	298	447
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,471	8,824	6,330	6,299	6,292
지배지분	12,163	43,295	47,666	48,190	51,789
자본금	68	85	85	85	85
자본잉여금	12,003	38,421	38,491	38,491	38,491
이익잉여금	2,939	6,029	7,953	11,256	15,716
비지배지분	940	1,358	1,648	1,648	1,648
자본총계	13,104	44,653	49,314	49,837	53,437
순차입금	-1,142	-23,133	-23,542	-24,281	-27,506
총차입금	3,056	2,380	2,216	1,875	1,535

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,971	5,034	1,594	5,313	6,043
당기순이익	2,092	3,609	2,509	4,064	5,370
감가상각비	82	115	113	0	0
외환손익	18	103	-155	-25	-27
종속, 관계기업 관련손익	35	56	26	26	26
자산부채의 증감	-823	-188	-1,127	-1,424	-1,509
기타현금흐름	568	1,339	229	2,672	2,184
투자활동 현금흐름	-2,073	-14,327	-4,225	-2,407	-2,407
투자자산	-436	-1,824	-3,813	-2,064	-2,064
유형자산 증가 (CAPEX)	-898	-300	-229	-229	-229
유형자산 감소	5	1	1	1	1
기타현금흐름	-744	-12,204	-185	-115	-115
재무활동 현금흐름	630	25,273	906	-91	-1,091
단기차입금	734	-1,013	10	10	10
사채 및 장기차입금	0	0	149	149	149
자본	0	26,346	0	0	0
현금배당	-39	0	-306	-302	-302
기타현금흐름	-66	-60	1,053	51	-949
연결범위변동 등 기타	41	372	888	-2,416	339
현금의 증감	567	16,351	-836	399	2,884
기초 현금	2,159	2,727	19,078	18,242	18,641
기말 현금	2,727	19,078	18,242	18,641	21,525
NOPLAT	2,947	5,098	2,622	4,852	6,523
FCF	822	4,061	1,351	4,563	5,234

자료: 유안타증권

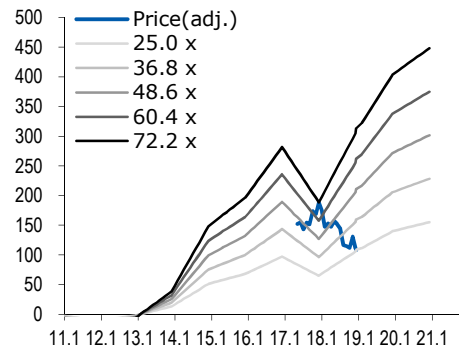
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,719	3,898	2,610	4,227	5,585
BPS	17,946	50,935	56,879	57,503	61,798
EBITDAPS	5,084	7,228	3,906	8,645	10,013
SPS	23,445	30,508	24,237	28,005	32,921
DPS	0	360	360	360	360
PER	-	41.0	42.7	25.7	19.4
PBR	-	3.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	-	19.9	21.2	9.5	7.8
PSR	-	5.2	4.6	3.9	3.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	39.8	61.6	-14.8	15.6	17.6
영업이익 증가율 (%)	30.8	73.0	-48.6	85.1	34.4
지배순이익 증가율 (%)	44.3	78.1	-28.2	62.0	32.1
매출총이익률 (%)	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	19.6	21.0	12.7	20.3	23.2
지배순이익률 (%)	11.6	12.8	10.8	15.1	17.0
EBITDA 마진 (%)	21.7	23.7	16.1	30.9	30.4
ROIC	41.6	40.2	14.4	27.1	42.2
ROA	10.2	8.5	4.1	6.4	8.2
ROE	15.3	11.2	4.9	7.5	9.5
부채비율 (%)	49.4	19.8	12.8	12.6	11.8
순차입금/자기자본 (%)	-9.4	-53.4	-49.4	-50.4	-53.1
영업이익/금융비용 (배)	149.2	37.8	977.6	1,004.3	934.4

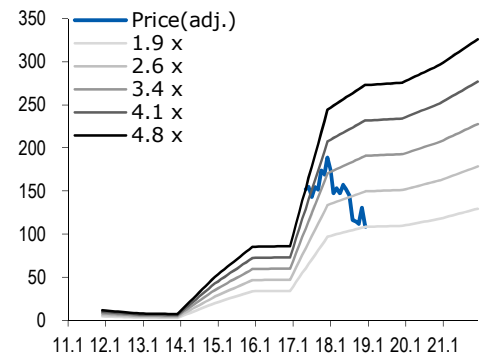
P/E band chart

(천원)

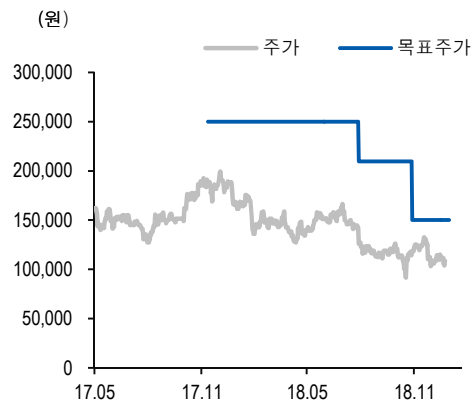


P/B band chart

(천원)



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-08	BUY	150,000	1년		
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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-05

※ 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.