

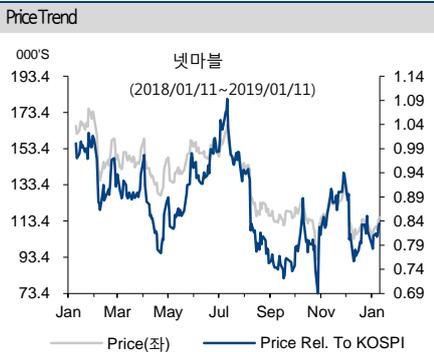
넷마블 (251270)

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 135,000 원(하향)
 증가(2019/01/11) 115,500 원

Stock Indicator	
자본금	9십억원
발행주식수	8,527만주
시가총액	9,848십억원
외국인지분율	24.7%
52주 주가	91,800~175,500원
60일평균거래량	326,934주
60일평균거래대금	36.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	-8.3	-28.9	-30.4
상대수익률	10.5	-5.8	-19.9	-13.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,425	2,071	2,606	2,915
영업이익(십억원)	510	271	527	623
순이익(십억원)	310	220	386	448
EPS(원)	3,898	2,584	4,531	5,250
BPS(원)	50,919	55,452	62,075	69,416
PER(배)	48.4	44.7	25.5	22.0
PBR(배)	3.7	2.1	1.9	1.7
ROE(%)	11.2	4.9	7.7	8.0
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	23.5	18.0	10.2	8.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

하향 조정 불가피

4Q18 Preview: 매출액 -12.9% YoY, 영업이익 -27.5% YoY 예상

넷마블의 4 분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 5,366 억원(-12.9% YoY, +2.0% QoQ), 672 억원(-27.5% YoY, -0.1% QoQ)으로 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다. 지난 12 월 6 일 출시된 '블소 레볼루션'의 평균 일매출액은 12 억원 수준으로 당초 예상했던 20 억원에 못 미치면서 4 분기와 2019 년 연간 실적 하향 조정은 불가피하다. 신작 출시로 매출액은 전분기대비 증가하겠지만 신작 홍보를 위한 마케팅비 증가로 영업이익은 전분기와 유사할 것으로 예상된다.

신작의 매출 눈높이 낮아져

향후 출시 예정인 신작 라인업 중 흥행 기대감이 높은 주요 게임은 '세븐나이츠 2', 'A3: 스틸 얼라이브', 'BTS 월드'이다. 3 개 신작 모두 올해 상반기 내에 출시될 것으로 예상되며, IP 파워 및 차별화된 장르를 바탕으로 무난한 흥행 성적을 거둘 것으로 기대한다. 다만 1) 국내 모바일 게임 시장의 성장 둔화, 2) 확률형 아이템 비중을 낮춘 수익모델 변모로 매출에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있다. 'BTS 월드'는 IP 파워는 보유하고 있지만 육성 시뮬레이션이라는 장르 특성상 MMORPG 대비 ARPU가 낮을 것으로 예상된다. 북미의 모바일게임 개발사 글루 모바일이 지난 2014 년 출시했던 유명스타를 활용한 '킴 카다시안: 할리우드' 게임은 출시 초기 일매출액이 4~5 억원, 최근 일매출액은 1~2 억원 수준인 점을 감안하면 기존 MMORPG 장르에 비해 매출액은 낮을 것으로 판단한다.

투자 의견 BUY, 목표주가 135,000 원으로 하향 조정

'블소 레볼루션'의 매출 추정치와 신작 라인업의 매출 추정치를 하향 조정하면서 2019 년 매출 추정치를 하향 조정하면서 목표주가를 기존 172,000 원에서 135,000 원으로 하향 조정한다. 연간 20 여종의 다양한 신작 라인업을 바탕으로 매출액 성장세는 게임 업종 내에서 부각될 것으로 PSR 적용 방식은 유지했다. 목표주가는 2019 년 예상 SPS 30,568 원에 글로벌 peer 의 평균 PSR 4.4 배를 적용하여 산출했다.

표11. 넷마블 4Q18 예상 실적

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	4Q17	3Q18	4Q18E	컨센서스	차이(% , %p)
매출액	2,425	2,071	2,606	616	526	537	570	-5.8
YoY(%)	61.7	-14.6	25.8	33.0	-9.6	-12.9	-7.5	-5.4
QoQ(%)				5.9	5.0	2.0	8.3	-6.3
영업이익	510	271	527	93	67	67	75	-10.7
YoY(%)	73.0	-46.8	94.7	-21.5	-39.8	-27.5	-18.8	-8.7
QoQ(%)				-17.1	8.2	-0.1	11.8	-12.0
이익률(%)	21.0	13.1	20.2	15.1	12.8	12.5	13.2	-0.7
지배주주순이익	310	220	386	35	44	44	54	-17.7
이익률(%)	12.8	10.6	14.8	5.7	8.4	8.3	9.5	-1.2

자료:넷마블, 하이투자증권 리서치센터

주: 연결기준

표12. 넷마블 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	2,425	2,071	2,606	687	540	582	616	507	501	526	537
L2R(글로벌)	1,080	561	445	378	200	262	240	178	140	121	123
MCOC	254	311	321	27	70	70	86	81	75	74	81
세븐나이츠	169	97	83	55	49	35	31	30	25	21	21
모두의마블	132	92	80	34	32	35	31	30	20	21	20
쿠키잼	139	135	124	34	32	35	37	36	35	32	33
B&S 레볼루션	n/a	30	381	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	30
기타	620	845	1,173	158	157	145	160	152	205	258	230
판매비	1,915	1,800	2,079	487	435	470	523	433	439	459	469
영업이익	510	271	527	200	105	112	93	74	62	67	67
세전이익	471	337	565	191	108	106	67	105	88	72	72
지배주주순이익	310	220	386	130	70	74	35	74	58	44	44
성장률 (YoY %)											
매출액	61.7	-14.6	25.8	110.7	53.5	62.0	33.0	-26.2	-7.3	-9.6	-12.9
L2R(글로벌)	792.5	-48.0	-20.8	n/a	n/a	n/a	98.5	-53.0	-29.8	-53.8	-49.0
MCOC	n/a	22.6	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a	195.3	7.0	5.5	-6.0
세븐나이츠	-52.0	-42.5	-14.9	n/a	n/a	n/a	n/a	-44.6	-48.5	-39.7	-32.3
모두의마블	-34.8	-30.9	-12.5	n/a	n/a	n/a	n/a	-11.4	-38.2	-39.7	-35.1
쿠키잼	-3.6	-2.6	-8.3	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	8.2	-9.6	-11.2
B&S 레볼루션	n/a	n/a	1,184.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	-8.7	36.3	38.8	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.7	31.1	77.2	43.5
판매비	58.9	-6.0	15.5	82.6	45.4	59.6	51.7	-11.1	0.8	-2.4	-10.3
영업이익	73.0	-46.8	94.7	236.9	99.8	73.1	-21.5	-62.9	-40.8	-39.8	-27.5
세전이익	71.1	-28.6	67.9	180.7	111.3	80.4	-31.8	-45.0	-18.9	-32.1	8.4
지배주주순이익	78.1	-28.9	75.3	216.5	234.3	86.2	-51.0	-43.2	-17.5	-40.5	25.6
이익률 (%)											
영업이익률	21.0	13.1	20.2	29.1	19.5	19.2	15.1	14.6	12.4	12.8	12.5
세전이익률	19.4	16.3	21.7	27.8	20.0	18.2	10.8	20.7	17.5	13.7	13.5
지배주주순이익률	12.8	10.6	14.8	18.9	13.0	12.8	5.7	14.6	11.6	8.4	8.3

자료:넷마블, Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

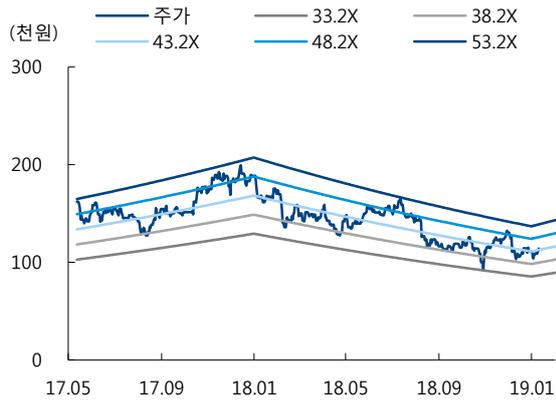
주: 연결기준

표13. 넷마블 목표주가 산정

(단위: 십억원)	12MF	2019E	2020E
SPS (원)	30,568	30,568	34,195
PSR (배)		3.7	3.3
Target PSR (배)		4.4	3.9
목표주가 (원)			135,000
현재주가 (원)			115,500
상승여력 (%)			16.9

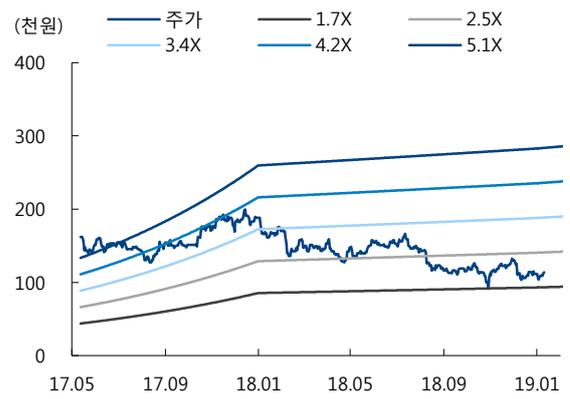
자료: 하이투자증권 리서치

그림31. 넷마블 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

그림32. 넷마블 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권 리서치센터

표14. 넷마블 Global peer valuation 비교

	Netmarble	ACTIVISION BLIZZARD	ELECTRONIC ARTS	NETEASE	TENCENT	KINGNET NETWORK	NEXON
현재주가 (USD)	103.3	46.5	90.7	243.4	42.2	0.6	14.0
시가총액 (백만달러)	8,808	35,512	27,403	31,968	402,195	1,254	12,554
절대수익률 (%)							
1M	9.5	-3.9	9.3	-1.5	4.6	-6.6	9.7
3M	-4.5	-40.3	-14.5	10.2	14.9	2.9	9.9
6M	-30.6	-42.8	-39.0	-8.9	-12.8	-38.1	-11.0
1Y	-28.5	-33.9	-19.8	-26.0	-25.1	-72.3	-7.3
YTD	3.6	-0.1	14.9	3.4	5.5	6.2	7.7
초과수익률 (%p)							
1M	9.6	-3.8	9.4	-1.3	4.7	-6.5	9.9
3M	1.6	-34.1	-8.3	16.4	21.0	9.0	16.1
6M	-23.3	-35.5	-31.6	-1.5	-5.5	-30.7	-3.7
1Y	-21.7	-27.0	-13.0	-19.2	-18.3	-65.5	-0.5
YTD	0.0	-3.6	11.4	-0.1	1.9	2.6	4.1
PER (X)							
2017	48.2	43.7	28.1	27.6	44.5	19.6	25.4
2018E	42.1	17.9	19.8	25.0	34.1	4.9	13.3
2019E	24.5	17.4	17.6	20.8	28.7	4.3	14.6
PBR (X)							
2017	3.7	5.1	6.8	6.4	12.5	6.6	3.1
2018E	2.1	3.1	5.0	4.1	8.0	n/a	2.4
2019E	2.0	2.7	4.4	3.6	6.4	n/a	2.1
PSR (X)							
2017	6.2	6.8	5.6	5.5	13.4	10.3	6.1
2018E	4.7	4.8	5.3	3.2	8.7	n/a	5.3
2019E	3.6	4.7	4.9	2.6	6.7	n/a	4.9
ROE (%)							
2017	11.2	2.9	25.9	25.5	33.2	39.2	13.5
2018E	5.4	18.2	26.7	13.9	26.8	n/a	19.0
2019E	8.6	16.5	25.6	15.4	24.3	n/a	15.5
매출액성장률 (%)							
2017	61.6	6.2	10.2	41.7	56.5	17.6	28.3
2018E	-13.9	6.2	7.5	24.3	31.3	n/a	9.9
2019E	29.4	0.5	7.4	24.7	29.7	n/a	6.7
영업이익성장률 (%)							
2017	73.0	-7.3	36.3	-3.8	59.9	98.3	122.6
2018E	-45.6	91.8	35.8	-36.2	20.0	n/a	15.5
2019E	95.6	3.4	13.6	21.8	13.3	n/a	8.1
순이익성장률 (%)							
2017	78.1	-71.7	-16.3	-7.7	74.0	136.2	181.9
2018E	-24.7	636.8	45.2	-21.1	7.8	n/a	76.9
2019E	72.7	4.0	11.7	21.5	22.0	n/a	-9.0
영업이익률 (%)							
2017	21.0	18.7	25.3	22.5	35.6	35.8	38.5
2018E	13.3	33.7	31.9	11.5	32.5	n/a	40.5
2019E	20.1	34.7	33.8	11.3	28.4	n/a	41.0
순이익률 (%)							
2017	12.8	3.9	20.0	19.8	30.1	51.9	24.2
2018E	11.2	27.0	27.0	12.6	24.7	n/a	38.9
2019E	14.9	27.9	28.0	12.2	23.2	n/a	33.2

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,918	3,446	4,164	4,932
현금 및 현금성자산	1,908	296	246	255
단기금융자산	644	2,814	3,501	4,201
매출채권	303	259	326	365
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	5,789	6,453	7,180
유동부채	501	509	565	616
매입채무	121	103	130	145
단기차입금	4	4	4	4
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	381	381	381	381
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	882	890	946	997
자배주주지분	4,329	4,728	5,293	5,919
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	603	793	1,149	1,567
기타자본항목	-423	-423	-423	-423
비자배주주지분	136	171	214	264
자본총계	4,465	4,899	5,507	6,183

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,425	2,071	2,606	2,915
증가율(%)	61.6	-14.6	25.8	11.9
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	2,425	2,071	2,606	2,915
판매비와관리비	1,915	1,800	2,079	2,293
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	510	271	527	623
증가율(%)	73.0	-46.9	94.7	18.1
영업이익률(%)	21.0	13.1	20.2	21.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-6	-6	-6	-6
기타영업외손익	-44	-45	11	-1
세전계속사업이익	471	337	565	655
법인세비용	111	81	136	158
세전계속이익률(%)	19.4	16.3	21.7	22.5
당기순이익	361	256	429	497
순이익률(%)	14.9	12.3	16.5	17.1
지배주주귀속 순이익	310	220	386	448
기타포괄이익	208	208	208	208
총포괄이익	569	464	638	706
지배주주귀속총포괄이익	564	460	631	699

현금흐름표

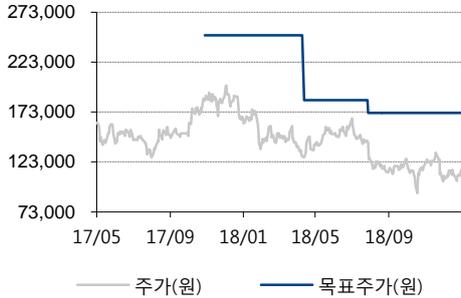
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	503	407	485	555
당기순이익	361	256	429	497
유형자산감가상각비	11	16	15	15
무형자산상각비	53	88	58	40
지분법관련손실(이익)	-6	-6	-6	-6
투자활동 현금흐름	-1,433	-2,662	-1,180	-1,189
유형자산의 처분(취득)	-30	-15	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-3	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-496	-2,171	-687	-700
재무활동 현금흐름	2,527	-37	-36	-36
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	2,635	0	-	-
배당금지급	-	-31	-30	-30
현금및현금성자산의증감	1,635	-1,612	-51	10
기초현금및현금성자산	273	1,908	296	246
기말현금및현금성자산	1,908	296	246	255

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,898	2,584	4,531	5,250
BPS	50,919	55,452	62,075	69,416
CFPS	4,713	3,795	5,397	5,893
DPS	360	360	360	360
Valuation(배)				
PER	48.4	44.7	25.5	22.0
PBR	3.7	2.1	1.9	1.7
PCR	40.0	30.4	21.4	19.6
EV/EBITDA	23.5	18.0	10.2	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	4.9	7.7	8.0
EBITDA 이익률	23.7	18.1	23.1	23.2
부채비율	19.8	18.2	17.2	16.1
순부채비율	-57.0	-63.4	-68.0	-72.0
매출채권회전율(x)	8.8	7.4	8.9	8.4
재고자산회전율(x)	1,142.8	947.4	1,146.0	1,085.9

자료 : 넷마블, 하이투자증권 리서치센터

넷마블
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-32.4%	-23.0%
2019-01-14	Buy	135,000	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 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	90.9%	9.1%	-