



Marketperform(Downgrade)

목표주가: 130,000원

주가(2/13): 123,500원

시가총액: 105,304억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/13)	2,201.48pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	166,500원	91,800원
등락률	-25.83%	34.53%
수익률	절대	상대
1M	6.9%	0.8%
6M	0.8%	3.0%
1Y	-15.4%	-8.0%

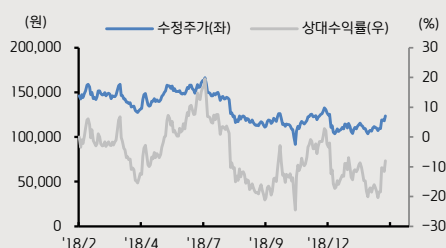
Company Data

발행주식수	85,266천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 지분율	24.92%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	52,697원
주주	방준혁 외 10인
	CJ E&M
	22.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,500	2,021	2,605	2,970
보고영업이익	295	242	524	743
핵심영업이익	295	242	524	743
EBITDA	325	296	594	805
세전이익	276	296	596	832
순이익	209	219	453	632
지배주주지분순이익	174	193	400	558
EPS(원)	2,718	2,271	4,690	6,544
증감률(%YoY)	32.6	-41.8	106.6	39.5
PER(배)	0.0	49.1	26.3	18.9
PBR(배)	0.0	2.1	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	-1.0	28.4	15.6	11.0
보고영업이익률(%)	19.6	12.0	20.1	25.0
핵심영업이익률(%)	19.6	12.0	20.1	25.0
ROE(%)	16.8	4.8	9.3	11.7
순부채비율(%)	-24.0	-50.6	-51.9	-53.1

Price Trend



실적리뷰

넷마블 (251270)

악화된 체력을 보완할 M&A, 결과를 기대



넷마블의 4Q실적은 매출액 4,871억원(QoQ, -7.4%), 영업이익 380억원(QoQ, -43.5%)을 기록하면서 시장 기대치를 크게 하회하였습니다. 기존 게임들의 매출의 감소 폭이 컸던 가운데 매출비중이 높은 게임들이 IP활용 게임들로 구성됨에 따라 이익부진이 컸습니다. 1Q말부터 출시되는 6개의 게임들의 성과가 올 한해의 농사를 좌우할 것으로 판단됩니다.

>>> 4Q Review: 기존 게임의 부진

넷마블의 4Q실적은 매출액 4,871억원(QoQ, -7.4%), 영업이익 380억원(QoQ, -43.5%)을 기록하면서 당사추정치를 크게 하회하였다. 매출은 불소:레볼루션이 일부 반영되었지만 리니지2:레볼루션, 해리포터 등 기존 주요 매출원들의 감소가 컸다. 비용에서는 인건비가 증가했고 높은 IP수수료를 받는 게임들의 비중이 증가함에 따라 지급수수료의 감소 폭이 적었다.

1Q실적은 불소:레볼루션이 온기 반영됨에 따라 1Q대비 매출이 증가할 것으로 전망된다. 다만 기존에 예상되었던 신작들(BTS월드 등)의 출시가 2Q로 미뤄짐에 따라 추가적인 신작효과는 거의 없을 것이다.

>>> 2Q에 몰린 신작 출시 일정 히트게임 출현이 필요

일정 변경에 따라 1Q에 신작게임은 3월말 요괴워치(일본) 출시만 존재한다. 기대하고 있는 BTS월드, 일곱개의대죄는 2Q에 출시될 예정이다. MMORPG 2종도 2Q출시를 목표로 준비되고 있다. 불소:레볼루션의 성과가 당초 기대수준에는 미치지 못하고 있어 상반기를 목표로한 게임들의 성과가 한해 성과를 좌우할 것으로 판단된다. 즉, 히트 게임이 2개 이상 나와야 2017년 수준 이상의 성과가 나타날 것으로 판단된다. 다행히 출시될 게임들의 IP파워와 일본에서의 퍼블리싱 능력을 감안하면 가능성이 낮지는 않다고 판단된다.

>>> 악화된 체력을 보완할 M&A, 결과를 기대

악화된 체력을 보완할 대책으로 M&A가 꼽히고 있다. 동사는 현재 넥슨인수에 참여의사를 밝힌 상황이다. 참여자와 자금조달 내용에 대한 부분은 실적발표에서 밝히진 않았다. 인수가 이루어질 경우 높은 시너지가 기대된다. 넥슨의 IP역량과 PC게임 개발력, 넷마블의 모바일 개발력과 퍼블리싱 능력, 디바이스 다변화가 더해져 깊이(IP)와 넓이(장르/디바이스)가 확대될 수 있다.

>>> 투자의견 Marketperform 하향, 목표주가 130,000원 하향

실적 추정치를 큰 폭으로 하향조정 함에 따라 투자의견을 Marketperform으로, 목표주가는 130,000원(Target PER 27.5배)으로 하향한다. 만약 넥슨 인수가 이루어질 경우 내용에 따라 투자의견 및 목표주가가 변동될 수 있다. 본 입찰에서의 경쟁상황, 2Q신작 출시성과가 중요한 시점이다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2018E
매출액	5,074	5,008	5,260	4,871	5,104	5,828	7,318	7,801	24,248	20,213	26,051	
기존게임 매출	3,298	3,408	3,524	3,507	2,960	3,363	3,807	3,696	13,590	13,737	13,825	
리니지 2:레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,023	837	791	792	732	10,658	5,411	3,152	
주요신작 매출		198	526	633	1,307	1,674	2,594	3,036		1,357	8,612	
로열티 매출					0	0	125	338		0	463	
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,491	4,387	5,064	5,757	5,606	19,151	17,796	20,814	
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,118	1,129	1,146	1,158	3,635	4,131	4,551	
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,140	2,569	3,159	3,234	10,064	8,426	11,103	
마케팅비	747	786	851	734	588	934	925	652	3,812	3,118	3,099	
기타	468	508	561	584	541	431	527	562	1,640	2,121	2,061	
영업이익	742	622	673	380	717	764	1,561	2,196	5,097	2,417	5,237	
영업이익률	14.6%	12.4%	12.8%	7.8%	14.0%	13.1%	21.3%	28.1%	21.0%	12.0%	20.1%	

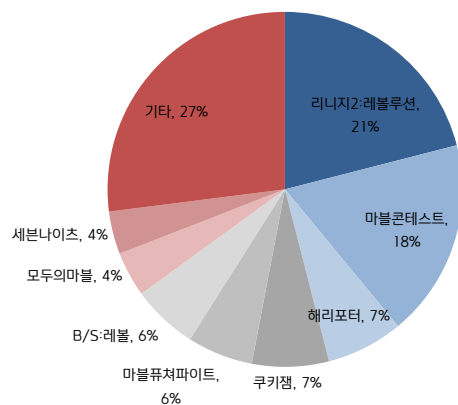
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
요괴워치:매달워즈	일본	캐주얼 대전	2019년 1Q
킹오브파이터즈	국내	액션 RPG	2019년 2Q 초
일곱개의 대죄	일본	액션 RPG	2019년 2Q
A3: Still Alive	국내	MMORPG	2019년 2Q
BTS 월드	원빌드 글로벌	시네마틱 육성	2019년 2Q
세븐나이트 2	국내	MMORPG	2019년 2Q
블소:레볼루션	일본	MMORPG	2019년 3Q

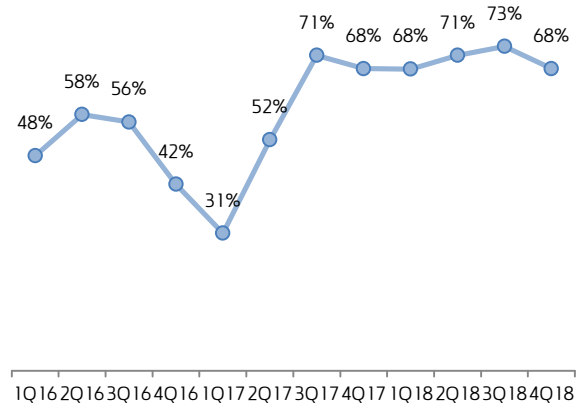
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

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	2,021	2,605	2,970
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,500	2,425	2,021	2,605	2,970
판매비및일반관리비	1,205	1,915	1,780	2,081	2,227
영업이익(보고)	295	510	242	524	743
영업이익(핵심)	295	510	242	524	743
영업외손익	-19	-38	55	73	89
이자수익	4	22	35	43	54
배당금수익	5	7	19	24	30
외환이익	10	17	0	0	0
이자비용	2	13	0	0	0
외환손실	10	30	0	0	0
관계기업지분법손익	3	-8	3	3	3
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-6	0	0	0
기타	-20	-27	-2	3	3
법인세차감전이익	276	471	296	596	832
법인세비용	66	111	77	143	200
유효법인세율 (%)	24.1%	23.5%	26.1%	24.0%	24.0%
당기순이익	209	361	219	453	632
지배주주지분순이익(억원)	174	310	193	400	558
EBITDA	325	574	296	594	805
현금순이익(Cash Earnings)	240	426	274	524	694
수정당기순이익	216	365	219	453	632
증감율(% YoY)					
매출액	39.8	61.6	-16.6	28.9	14.0
영업이익(보고)	30.8	73.0	-52.6	116.7	41.8
영업이익(핵심)	30.8	73.0	-52.6	116.7	41.8
EBITDA	31.1	76.6	-48.4	100.7	35.4
지배주주지분 당기순이익	44.3	78.1	-37.6	106.8	39.5
EPS	32.6	43.5	-41.8	106.6	39.5
수정순이익	27.8	68.9	-40.0	106.8	39.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	149	483	418	645	899
당기순이익	209	361	219	453	632
감가상각비	8	11	11	12	14
무형자산상각비	22	53	44	59	48
외환손익	2	10	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	3	6	-3	-3	-3
영업활동자산부채 증감	-131	-39	147	135	218
기타	34	80	0	-11	-11
투자활동현금흐름	-210	-1,421	-355	-498	-599
투자자산의 처분	-57	-551	-145	-435	-528
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-90	-30	-32	-33	-33
무형자산의 처분	-7	-1	-127	0	0
기타	-56	-838	-52	-29	-38
재무활동현금흐름	114	2,535	-117	79	55
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	0	0
기타	-7	-6	-86	79	55
현금및현금성자산의순증가	57	1,635	-54	227	355
기초현금및현금성자산	216	273	1,908	1,853	2,081
기말현금및현금성자산	273	1,908	1,853	2,081	2,436
Gross Cash Flow	279	522	271	510	681
Op Free Cash Flow	27	384	222	571	812

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	721	2,918	2,672	3,063	3,528
현금및현금성자산	273	1,908	1,853	2,080	2,429
유동금융자산	147	643	505	573	624
매출채권및유동채권	299	360	306	401	464
재고자산	2	2	3	4	5
기타유동비금융자산	0	5	4	6	6
비유동자산	1,236	2,429	2,865	3,247	3,759
장기매출채권및기타비유동채권	26	37	31	39	45
투자자산	535	965	1,250	1,632	2,129
유형자산	123	145	166	187	207
무형자산	540	1,237	1,320	1,261	1,213
기타비유동자산	12	46	98	127	165
자산총계	1,957	5,348	5,537	6,311	7,287
유동부채	421	501	588	829	1,118
매입채무및기타유동채무	251	323	368	474	540
단기차입금	105	4	4	4	4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	65	174	217	351	574
비유동부채	226	381	295	374	430
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	1	1
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	225	381	294	374	429
부채총계	647	882	883	1,203	1,548
자본금	7	9	9	9	9
주식발행초과금	350	2,992	2,992	2,992	2,992
이익잉여금	294	603	767	1,167	1,725
기타자본	565	726	726	726	726
지배주주지분자본총계	1,216	4,329	4,493	4,893	5,451
비지배주주지분자본총계	94	136	161	214	288
자본총계	1,310	4,465	4,654	5,107	5,740
순차입금	-314	-2,547	-2,355	-2,649	-3,049
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	2,271	4,690	6,544
BPS	17,946	50,919	52,697	57,387	63,931
주당EBITDA	5,082	7,233	3,478	6,971	9,436
CFPS	3,747	5,358	3,213	6,145	8,143
DPS	0	360	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	48.3	49.1	26.3	18.9
PBR	0.0	3.7	2.1	2.2	1.9
EV/EBITDA	-1.0	28.1	28.4	15.6	11.0
PCFR	0.0	35.2	34.7	20.1	15.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	21.0	12.0	20.1	25.0
영업이익률(핵심)	19.6	21.0	12.0	20.1	25.0
EBITDA margin	21.7	23.7	14.7	22.8	27.1
순이익률	13.9	14.9	10.8	17.4	21.3
자기자본이익률(ROE)	16.8	12.5	4.8	9.3	11.7
투자자본이익률(ROIC)	114.5	133.8	64.3	234.0	-1,411.6
안정성(%)					
부채비율	49.4	19.8	19.0	23.6	27.0
순차입금비용	-24.0	-57.0	-50.6	-51.9	-53.1
이자보상배율(배)	149.2	37.8	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.4	7.4	6.1	7.4	6.9
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	761.8	785.1	715.7
매입채무회전율	7.1	8.4	5.9	6.2	5.9

Compliance Notice

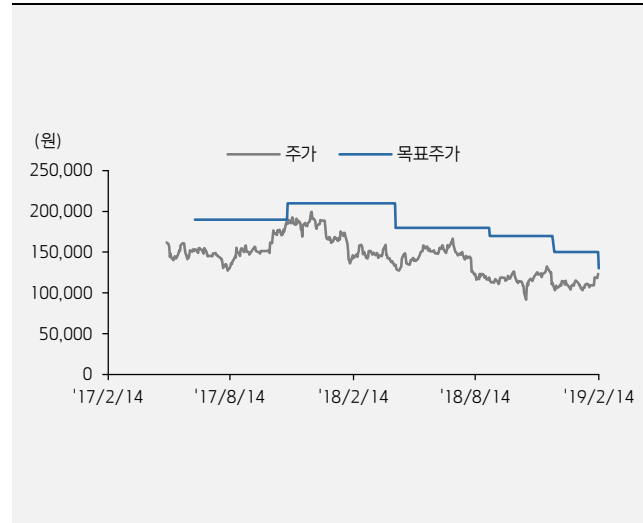
- 당사는 2월 13일 현재 '넷마블 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	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	-30.92	-22.06
	2018/12/10	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-26.29	-17.67
	2019/02/14	Marketperform (Downgrade)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%