



Marketperform(Maintain)

목표주가: 120,000원

주가(5/14): 123,000원

시가총액: 105,021억원

인터넷/게임

Analyst 김준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/14)	2,081.84pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	166,500원
등락률	-26.1%
수익률	절대
1M	-6.8%
6M	-1.6%
1Y	-11.8%
	상대
	0.0%
	-2.3%
	4.1%

Company Data

발행주식수	85,383천주
일평균 거래량(3M)	199천주
외국인 지분율	26.2%
배당수익률(19E)	0.00%
BPS(19E)	55,391원
주요 주주	방준혁 외 7인
	24.3%
	CJ E&M
	22.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,443.1	2,702.7
영업이익	509.8	241.7	360.9	495.9
EBITDA	574.5	321.7	446.0	558.3
세전이익	471.5	290.4	419.9	538.8
순이익	360.9	214.9	314.9	404.1
지배주주지분순이익	309.8	189.6	277.8	356.5
EPS(원)	3,898	2,226	3,255	4,175
증감률(% YoY)	43.3	-42.9	46.2	28.3
PER(배)	48.4	50.1	37.8	29.5
PBR(배)	3.70	2.17	2.22	2.03
EV/EBITDA(배)	24.2	24.9	17.1	13.1
영업이익률(%)	21.0	12.0	14.8	18.3
ROE(%)	11.2	4.4	6.1	7.2
순차입금비율(%)	-51.0	-36.6	-62.9	-63.3

Price Trend



실적리뷰

넷마블 (251270)

약화된 체력 유지, 신작성과가 필수적



넷마블의 1Q실적은 매출액 4,776억원(QoQ, -2.0%), 영업이익 339억원(QoQ, -10.8%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 기존 게임들의 매출의 감소폭이 커던 가운데 매출비중이 높은 게임들이 IP활용 게임들로 구성됨에 따라 이익부진이 컸습니다. 2Q부터 출시되는 대작게임들의 성과에 따라 영업이익 회복 수준이 결정될 것으로 전망됩니다.

>>> 1Q Review: 기존 게임의 부진 심화

넷마블의 1Q실적은 매출액 4,776억원(QoQ, -2.0%), 영업이익 339억원(QoQ, -10.8%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 매출은 블소:레볼루션이 온기 반영되었지만 리니지2:레볼루션, 세븐나이츠, 모두의마블 등 기존 주요 매출원들의 감소가 컸다. 비용에서는 인건비가 소폭 증가했고 높은 IP수수료를 받는 게임들의 비중이 증가함에 따라 지급수수료가 전분기대비 오히려 증가했다.

2Q실적은 신작 출시가 이루어지지만 주요 대작들이 6월에 포진되어 있어 온기 반영되지 못하면서 1Q와 비슷한 수준의 실적을 기록할 것으로 전망된다. 다만 환율 상승 효과로 소폭 증가할 것으로 예상된다.

>>> 낮아진 영업이익률을 올려줄 자체IP의 히트가 필요

2Q에 출시되는 게임들의 경우 성과가 나타난다 하더라도 낮아진 영업이익률을 크게 끌어올려주기 쉽지 않다. 이번 1Q실적에서 매출액이 감소하였음에도 지급수수료가 증가한 것은 자체IP를 활용한 게임들의 부진이 나타났기 때문이다. 2Q 출시되는 게임들은 유명한 외부IP를 활용하였으며 BTS월드는 퍼블리싱게임이기 때문에 이익률이 낮을 수 밖에 없다. 즉, 하반기에 출시가 예정된 세븐나이츠2, A3:Still Alive, 스톤에이지M 등이 성과를 보여야 이익률이 크게 개선될 수 있다. 실적발표에서 언급한 20% 이상의 영업이익률을 달성하기 위해서는 자체IP의 히트가 필수적으로 수반되어야 한다.

>>> 넥슨 본입찰 연기는 부담

약화된 체력을 보완할 대책으로 M&A가 주요하게 작용할 전망이다. 특히 넥슨입찰 참여는 성장잠재력을 확대시킬 수 있는 중요한 이벤트이다. 이에 대한 기대치가 주가에 반영되어있는 만큼 본입찰의 연기는 단기간 주가에 부담으로 작용할 수 있다.

>>> 투자의견 Marketperform, 목표주가 120,000원 유지

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	5,074	5,008	5,260	4,871	4,776	5,103	6,851	7,701	24,248	20,213	24,431
기존게임 매출	3,298	3,606	4,050	3,556	3,295	3,293	3,131	3,092	13,590	14,510	12,811
리니지 2:레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,023	716	680	689	640	10,658	5,411	2,726
블소:레볼루션				292	764	637	598	1,058		292	3,057
주요신작 매출					493	2,433	2,806				5,732
로열티 매출								105			105
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,491	4,437	4,727	5,629	6,029	19,151	17,796	20,822
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,150	1,168	1,203	3,635	4,131	4,660
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,202	3,002	3,261	10,064	8,426	10,567
마케팅비	747	786	851	734	628	864	925	918	3,812	3,118	3,335
기타	468	508	561	584	569	510	534	647	1,640	2,121	2,261
영업이익	742	622	673	380	339	376	1,222	1,672	5,097	2,417	3,609
영업이익률	14.6%	12.4%	12.8%	7.8%	7.1%	7.4%	17.8%	21.7%	21.0%	12.0%	14.8%

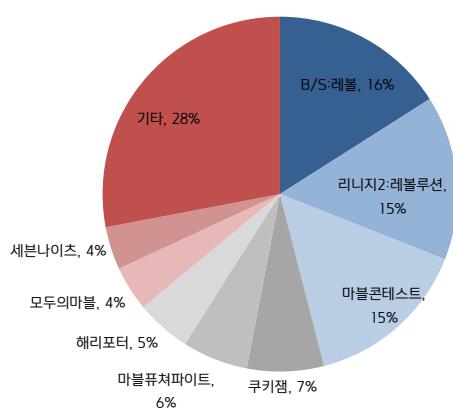
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

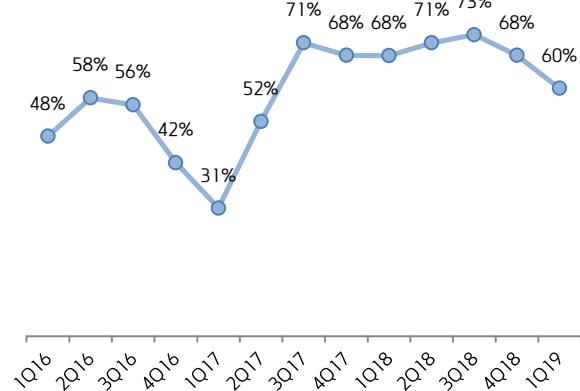
게임명	지역	장르	출시시점
요괴워치:매달워즈	일본	캐주얼 대전	2019년 2Q
일곱개의 대죄	국내/일본	액션 RPG	2019년 2Q
BTS 월드	원빌드 글로벌	시네마틱 육성	2019년 6월말
A3: Still Alive	국내	MMORPG	2019년 하반기
스톤에이지 M	국내	MMORPG	2019년 하반기
세븐나이츠 2	국내	MMORPG	2019년 하반기
블소:레볼루션	일본	MMORPG	2019년 하반기

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

주요 게임별 매출 비중



해외매출비중 추이



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,443.1	2,702.7	2,835.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,443.1	2,702.7	2,835.1
판관비	1,915.0	1,779.6	2,082.2	2,206.8	2,315.0
영업이익	509.8	241.7	360.9	495.9	520.1
EBITDA	574.5	321.7	446.0	558.3	565.9
영업외손익	-38.3	48.8	59.0	42.9	46.8
이자수익	22.2	40.0	41.9	45.8	49.8
이자비용	13.5	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	16.6	34.8	35.0	15.0	15.0
외환관련손실	29.9	18.6	10.8	10.8	10.8
증속 및 관계기업손익	-5.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-28.1	-6.9	-6.6	-6.6	-6.7
법인세차감전이익	471.5	290.4	419.9	538.8	566.9
법인세비용	110.6	75.5	105.0	134.7	141.7
계속사업순손이익	360.9	214.9	314.9	404.1	425.2
당기순이익	360.9	214.9	314.9	404.1	425.2
지배주주순이익	309.8	189.6	277.8	356.5	375.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	61.7	-16.6	20.9	10.6	4.9
영업이익 증감율	73.0	-52.6	49.3	37.4	4.9
EBITDA 증감율	76.6	-44.0	38.6	25.2	1.4
지배주주순이익 증감율	78.1	-38.8	46.5	28.3	5.2
EPS 증감율	43.3	-42.9	46.2	28.3	5.2
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	21.0	12.0	14.8	18.3	18.3
EBITDA Margin(%)	23.7	15.9	18.3	20.7	20.0
지배주주순이익률(%)	12.8	9.4	11.4	13.2	13.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	482.1	423.8	427.1
당기순이익	360.9	214.9	314.9	404.1	425.2
비현금항목의 가감	224.5	127.7	83.9	107.0	93.5
유형자산감가상각비	11.5	15.5	17.5	12.4	8.8
무형자산감가상각비	53.2	64.5	67.6	50.0	37.0
지분법평가손익	-7.9	-9.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	167.7	56.8	-1.1	44.7	47.8
영업활동자산부채증감	-18.8	-37.4	132.7	-12.1	-13.3
매출채권및기타채권의감소	-18.4	104.4	130.7	-7.8	-4.0
재고자산의감소	-0.5	-0.9	-0.7	-0.4	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-3.3	-27.8	12.8	6.4	1.5
기타	3.4	-113.1	-10.1	-10.3	-10.6
기타현금흐름	-63.2	-69.9	-49.4	-75.2	-78.3
투자활동 현금흐름	-1,432.7	-505.3	518.2	-524.4	-524.4
유형자산의 취득	-30.0	-23.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-17.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-436.6	-295.1	836.1	-206.4	-206.4
단기금융자산의감소(증가)	-496.4	142.9	-5.0	-5.1	-5.1
기타	-468.4	-312.9	-312.9	-312.9	-312.9
재무활동 현금흐름	2,527.3	-99.2	1.9	1.9	1.9
차입금의 증가(감소)	-101.3	89.4	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증감	2,634.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-159.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-30.6	0.0	0.0	0.0
기타	-6.0	1.9	1.9	1.9	1.9
기타현금흐름	37.2	9.9	438.7	418.7	418.7
현금 및 현금성자산의 순증가	1,635.1	-359.1	1,441.0	320.1	323.3
기초현금 및 현금성자산	272.7	1,907.8	1,548.7	2,989.6	3,309.7
기말현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,989.6	3,309.7	3,633.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,916.6	4,260.3	4,603.5
현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,989.6	3,309.7	3,633.0
단기금융자산	643.5	500.6	505.6	510.7	515.8
매출채권 및 기타채권	303.2	204.0	73.3	81.1	85.1
재고자산	2.4	3.3	4.0	4.4	4.6
기타유동자산	705.0	834.6	849.7	865.1	880.8
비유동자산	2,429.3	2,842.4	1,921.3	2,065.4	2,226.1
투자자산	974.7	1,269.9	433.9	640.4	846.9
유형자산	145.4	174.3	156.8	144.4	135.6
무형자산	1,236.8	1,319.5	1,251.8	1,201.8	1,164.8
기타비유동자산	72.4	78.7	78.8	78.8	78.8
자산총계	5,347.7	5,433.0	5,837.9	6,325.6	6,829.5
유동부채	501.3	587.0	599.8	606.2	607.7
매입채무 및 기타채무	248.6	165.8	178.5	184.9	186.5
단기금융부채	41.0	278.0	278.0	278.0	278.0
기타유동부채	211.7	143.2	143.3	143.3	143.2
비유동부채	381.2	294.5	294.5	294.5	294.5
장기금융부채	234.0	107.6	107.6	107.6	107.6
기타비유동부채	147.2	186.9	186.9	186.9	186.9
부채총계	882.4	881.5	894.3	900.7	902.2
자자지분	4,329.5	4,374.4	4,729.5	5,163.1	5,615.5
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	3,842.1	3,849.4	3,849.4	3,849.4	3,849.4
기타자본	-422.6	-617.4	-617.4	-617.4	-617.4
기타포괄손익누계액	298.6	372.8	450.0	527.2	604.4
이익잉여금	602.9	761.0	1,038.8	1,395.3	1,770.4
비지배지분	135.8	177.1	214.2	261.8	311.9
자본총계	4,465.3	4,551.5	4,943.7	5,424.9	5,927.3

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	3,255	4,175	4,393
BPS	50,919	51,303	55,391	60,470	65,768
CFPS	7,365	4,023	4,673	5,986	6,075
DPS	360	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	48.4	50.1	37.8	29.5	28.0
PER(최고)	51.3	85.8	42.4		
PER(최저)	31.7	40.6	31.3		
PBR	3.70	2.17	2.22	2.03	1.87
PBR(최고)	3.93	3.72	2.49		
PBR(최저)	2.43	1.76	1.84		
PSR	6.18	4.70	4.30	3.89	3.70
PCFR	25.6	27.7	26.3	20.5	20.2
EV/EBITDA	24.2	24.9	17.1	13.1	12.5
주요비율(%)					
배당성향%,보통주,현금	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.9	4.0	5.6	6.6	6.5
ROE	11.2	4.4	6.1	7.2	7.0
ROIC	48.3	12.6	16.4	24.5	26.4
매출채권회전율	8.8	8.0	17.6	35.0	34.1
재고자산회전율	1,142.8	714.0	669.6	642.6	626.4
부채비율	19.8	19.4	18.1	16.6	15.2
순차입금비율	-51.0	-36.6	-62.9	-63.3	-63.5
이자보상배율	37.8	417.0	622.8	855.8	897.5
총차입금	275.0	385.7	385.7	385.7	385.7
순차입금	-2,276.3	-1,663.6	-3,109.6	-3,434.7	-3,763.1
NOPLAT	574.5	321.7	446.0	558.3	565.9
FCF	493.6	196.7	488.5	422.3	422.6

Compliance Notice

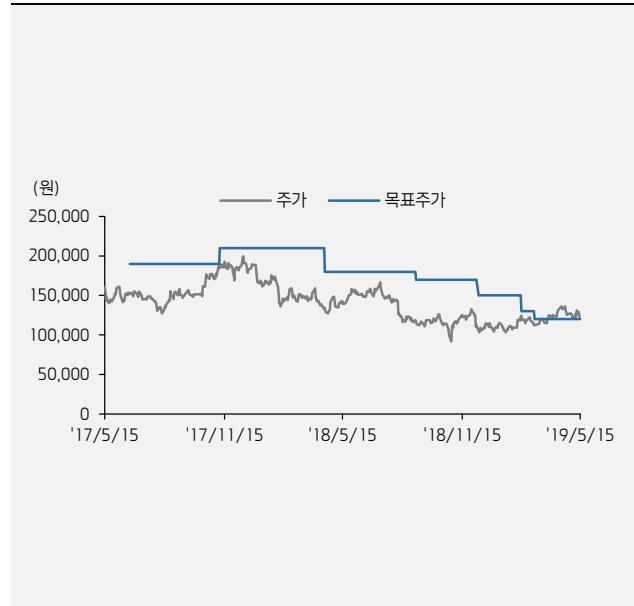
- 당사는 5월 14일 현재 '넷마블 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	고리율		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 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	-8.79	-4.62	
	2019/03/06	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월	3.25	13.33	
	2019/05/15	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%