



## Marketperform(Maintain)

목표주가: 97,000원(하향)

주가(8/12): 90,200원

시가총액: 77,313억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/12)		1,942.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	136,000원	88,100원
등락률	-33.7%	2.4%
수익률	절대	상대
1M	-6.4%	0.5%
6M	-23.6%	-13.8%
1Y	-26.4%	-14.8%

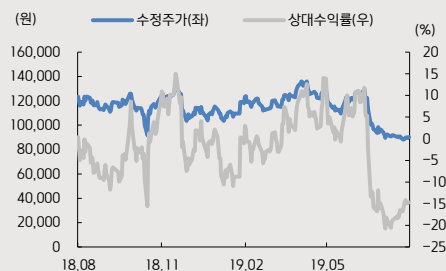
## Company Data

발행주식수	85,713천주
일평균 거래량(3M)	350천주
외국인 지분율	24.0%
배당수익률(19E)	0.00%
BPS(19E)	54,040원
주요 주주	방준혁 외 14인 24.9%
	CJ E&M 22.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,135.6	2,618.1
영업이익	509.8	241.7	214.2	506.3
EBITDA	574.5	321.7	299.3	568.7
세전이익	471.5	290.4	268.8	545.0
순이익	360.9	214.9	204.3	419.7
지배주주지분순이익	309.8	189.6	180.2	370.2
EPS(원)	3,898	2,226	2,107	4,320
증감률(% YoY)	43.3	-42.9	-5.4	105.0
PER(배)	48.4	50.1	42.8	20.9
PBR(배)	3.70	2.17	1.67	1.52
EV/EBITDA(배)	24.2	24.9	16.5	8.2
영업이익률(%)	21.0	12.0	10.0	19.3
ROE(%)	11.2	4.4	4.0	7.6
순차입금비용(%)	-51.0	-36.6	-62.0	-62.6

## Price Trend



## 실적리뷰

## 넷마블 (251270)

## 4Q 자체IP게임들의 성과가 미래를 좌우



넷마블의 2Q실적은 매출액 5,262억원(QoQ, +10.2%), 영업이익 332억원(QoQ, -2.1%)을 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 일곱개의 대작의 성공으로 매출액은 예상수준을 기록하였지만 인건비, 지급수수료가 증가하면서 이익이 기대치를 달성하지 못하였습니다. 하반기 일곱개의 대작 온기반영, 불소:레볼루션 등으로 이익이 개선될 것으로 전망되지만 관건은 4Q의 자체IP게임들의 성과입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q Review: 자체IP게임의 성공 필요성을 확인한 실적

넷마블의 2Q실적은 매출액 5,262억원(QoQ, +10.2%), 영업이익 332억원(QoQ, -2.1%)을 기록하면서 당사 예상치를 크게 하회하였다. 매출액은 일곱개의 대작이 성과를 나타내었고 불소:레볼루션이 하향안정화 되면서 전분기 대비 증가하였으나 비용이 예상보다 확대됨에 따라 이익이 감소하였다. 비용은 스튜디오 M&A로 예상보다 인건비가 증가하였고 IP수수료가 높은 게임들을 중심으로 매출이 형성되면서 높은 지급수수료 비율이 유지되었다.

3Q실적은 한국/일본에서 꾸준히 성과를 내고 있는 일곱개의 대작이 온기 반영되기 때문에 성과가 기대된다. 여기에 불소:레볼루션의 출시가 3Q에 예정되어 있기 때문에 국내에서의 성과와 리니지2:레볼루션의 일본성과에 성과를 비추어봤을 때 일정수준의 성과를 달성할 수 있을 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 내년 이익률 반등의 주요 과제는 세븐나이트2, A3

상반기 동사의 영업이익률은 한 자릿수를 유지했다. 앞서 언급했던 것처럼 자체IP의 비중이 낮아진 것이 큰 원인이다. 이미 예전에 비해 인건비 비중이 높아진 상황에서 마케팅비용을 감소시키던가 지급수수료 비율을 떨어뜨려야 한다. 마케팅비용은 동사의 해외 매출비중이 60%를 상회하면서 글로벌 Hit Ratio를 유지하기 위해 급격한 감소는 쉽지 않다. 결국 지급수수료율을 낮추는 방안이 구조 개선에 중요 Point가 된다. 올해 4Q에 출시되는 세븐나이트2와 A3가 이 역할을 담당해 줄 필요가 있다. 특히 세븐나이트2는 IP영향력이 한국, 일본, 동남아시아에서 높게 유지되었었기 때문에 가장 귀추가 주목된다. 모바일IP에 대한 영향력이 아직까지 검증되지 않은 부분은 불안요소지만 세븐나이트2가 성공할 경우 향후 동사의 중요한 코어 역할을 담당할 수 있을 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 97,000원 하향

넷마블에 대한 투자의견 Marketperform을 유지하고 목표주가는 97,000원으로 하향조정한다. 자체IP비중이 여전히 낮게 유지되고 있으며 상반기에 있던 신작성과가 기대에 미치지 못함에 따라 실적 추정치를 하향조정하였다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 3,535원에 Target PER 27.5배를 적용하였다.

넷마블 Table (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,074	5,008	5,260	4,871	4,776	5,262	5,560	5,759	20,213	21,356	26,181
기존게임 매출	3,298	3,606	4,050	3,556	3,295	3,578	3,039	3,000	14,510	12,912	10,359
리니지 2:레볼루션	1,776	1,402	1,210	1,023	716	737	635	502	5,411	2,590	1,674
블소:레볼루션				292	764	526	736	874	292	2,900	3,003
주요신작 매출						421	1,150	1,383		2,954	10,384
로열티 매출											760
영업비용	4,332	4,386	4,587	4,491	4,437	4,930	4,795	5,052	17,796	19,214	21,118
인건비	989	1,017	1,018	1,107	1,139	1,195	1,213	1,249	4,131	4,796	5,264
지급수수료	2,128	2,075	2,157	2,066	2,101	2,292	2,284	2,337	8,426	9,014	9,759
마케팅비	747	786	851	734	628	836	770	918	3,118	3,152	3,607
기타	468	508	561	584	569	607	528	547	2,121	2,251	2,487
영업이익	742	622	673	380	339	332	765	707	2,417	2,142	5,063
영업이익률	14.6%	12.4%	12.8%	7.8%	7.1%	6.3%	13.8%	12.3%	12.0%	10.0%	19.3%

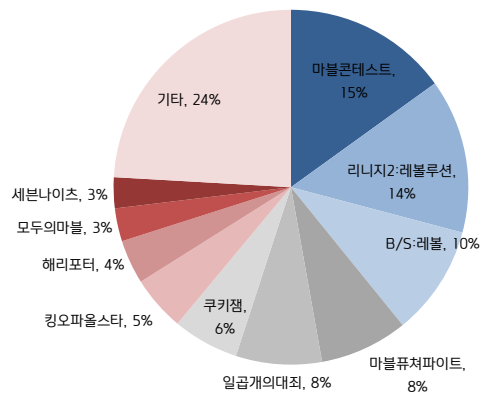
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
킹오파 올스타	글로벌	Action	2019년 3Q
블소:레볼루션	일본	MMORPG	2019년 3Q
세븐나이트 2	국내	MMORPG	2019년 4Q
A3	국내	MMORPG	2019년 4Q
테라오리진	일본	MMORPG	2019년 4Q

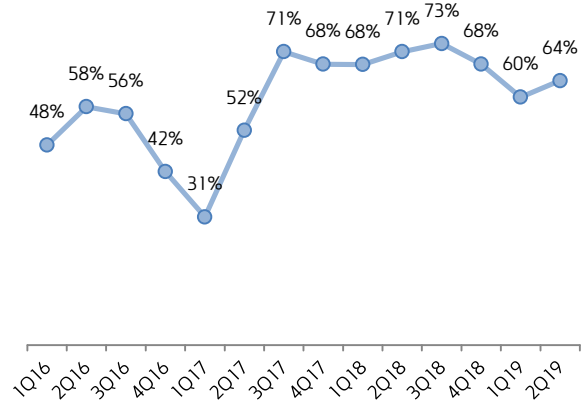
자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 해외매출비중 추이



자료: 넷마블, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,424.8	2,021.3	2,135.6	2,618.1	2,707.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,424.8	2,021.3	2,135.6	2,618.1	2,707.5
판매비	1,915.0	1,779.6	1,921.4	2,111.8	2,205.0
영업이익	509.8	241.7	214.2	506.3	502.5
EBITDA	574.5	321.7	299.3	568.7	548.3
영업외손익	-38.3	48.8	54.6	38.7	42.6
이자수익	22.2	40.0	40.6	44.7	48.6
이자비용	13.5	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	16.6	34.8	32.0	12.0	12.0
외환관련손실	29.9	18.6	10.8	10.8	10.8
중속 및 관계기업손익	-5.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-28.1	-6.9	-6.7	-6.7	-6.7
법인세차감전이익	471.5	290.4	268.8	545.0	545.1
법인세비용	110.6	75.5	64.5	125.4	125.4
계속사업순이익	360.9	214.9	204.3	419.7	419.7
당기순이익	360.9	214.9	204.3	419.7	419.7
지배주주순이익	309.8	189.6	180.2	370.2	370.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	61.7	-16.6	5.7	22.6	3.4
영업이익 증감율	73.0	-52.6	-11.4	136.4	-0.8
EBITDA 증감율	76.6	-44.0	-7.0	90.0	-3.6
지배주주순이익 증감율	78.1	-38.8	-5.0	105.4	0.0
EPS 증감율	43.3	-42.9	-5.4	105.0	0.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	21.0	12.0	10.0	19.3	18.6
EBITDA Margin(%)	23.7	15.9	14.0	21.7	20.3
지배주주순이익률(%)	12.8	9.4	8.4	14.1	13.7

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,918.4	2,590.6	3,793.7	4,161.9	4,497.9
현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,876.4	3,214.0	3,531.4
단기금융자산	643.5	500.6	505.6	510.7	515.8
매출채권 및 기타채권	303.2	204.0	64.1	78.5	81.2
재고자산	2.4	3.3	3.5	4.3	4.4
기타유동자산	705.0	834.6	849.7	865.1	880.9
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	5,715.0	6,227.3	6,724.0
유동부채	501.3	587.0	587.4	602.8	602.6
매입채무 및 기타채무	248.6	165.8	166.1	181.5	181.3
단기금융부채	41.0	278.0	278.0	278.0	278.0
기타유동부채	211.7	143.2	143.3	143.3	143.3
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	881.9	897.3	897.1
지배지분	4,329.5	4,374.4	4,631.9	5,079.4	5,526.9
자본금	8.5	8.5	8.6	8.6	8.6
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	941.2	1,311.5	1,681.8
비지배지분	135.8	177.1	201.2	250.6	300.0
자본총계	4,465.3	4,551.5	4,833.1	5,330.0	5,826.9

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	503.4	235.3	368.9	441.3	421.2
당기순이익	360.9	214.9	204.3	419.7	419.7
비현금항목의 가감	224.5	127.7	44.8	98.9	78.4
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	-40.2	36.6	32.7
영업활동자산부채증감	-18.8	-37.4	130.1	-10.2	-13.7
매출채권및기타채권의감소	-18.4	104.4	139.9	-14.5	-2.7
재고자산의감소	-0.5	-0.9	-0.2	-0.8	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-3.3	-27.8	0.4	15.4	-0.2
기타	3.4	-113.1	-10.0	-10.3	-10.7
기타현금흐름	-63.2	-69.9	-10.3	-67.1	-63.2
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	2.0	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	2.0	1.9	1.9
기타현금흐름	37.2	9.9	438.7	418.7	418.7
현금 및 현금성자산의 순증가	1,635.1	-359.1	1,327.7	337.6	317.4
기초현금 및 현금성자산	272.7	1,907.8	1,548.7	2,876.4	3,214.0
기말현금 및 현금성자산	1,907.8	1,548.7	2,876.4	3,214.0	3,531.4

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,898	2,226	2,107	4,320	4,320
BPS	50,919	51,303	54,040	59,260	64,481
CFPS	7,365	4,023	2,912	6,050	5,811
DPS	360	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	48.4	50.1	42.8	20.9	20.9
PER(최고)	51.3	85.8	65.5		
PER(최저)	31.7	40.6	39.6		
PBR	3.70	2.17	1.67	1.52	1.40
PBR(최고)	3.93	3.72	2.55		
PBR(최저)	2.43	1.76	1.55		
PSR	6.18	4.70	3.61	2.95	2.86
PCFR	25.6	27.7	31.0	14.9	15.5
EV/EBITDA	24.2	24.9	16.5	8.2	8.0
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	3.7	7.0	6.5
ROE	11.2	4.4	4.0	7.6	7.0
ROIC	48.3	12.6	9.9	25.7	26.2
매출채권회전율	8.8	8.0	15.9	36.7	33.9
재고자산회전율	1,142.8	714.0	628.6	673.9	622.0
부채비율	19.8	19.4	18.2	16.8	15.4
순차입금비용	-51.0	-36.6	-62.0	-62.6	-62.8
이자보상배율	37.8	417.0	369.6	873.7	867.2
총차입금	275.0	385.7	385.7	385.7	385.7
순차입금	-2,276.3	-1,663.6	-2,996.4	-3,339.0	-3,661.5
NOPLAT	574.5	321.7	299.3	568.7	548.3
FCF	493.6	196.7	378.0	442.1	419.1

## Compliance Notice

- 당사는 8월 12일 현재 '넷마블' 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.

## 고지사항

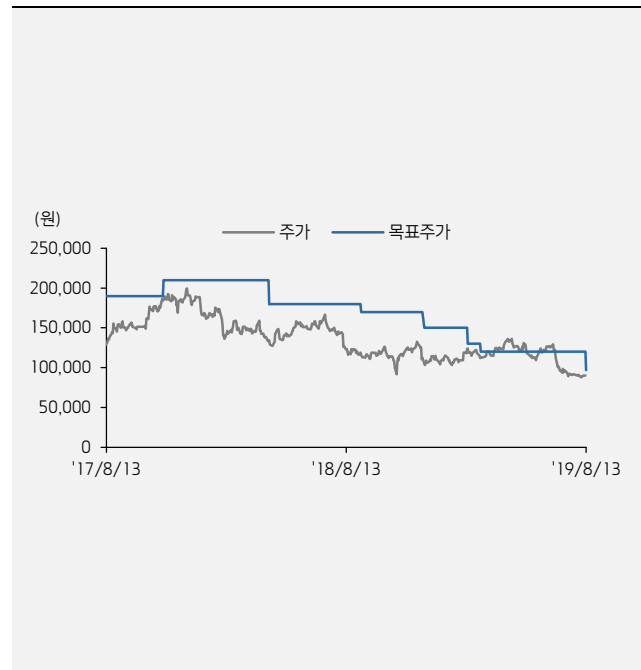
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블 (251270)	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	1.53	13.33
	2019/06/12	Marketperform (Maintain)	120,000원	6개월	-4.82	13.33
	2019/08/13	Marketperform (Maintain)	97,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 초과이익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%