IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이 승 훈
02) 6915-5680
dozed@ibks.com

넷마블 (251270)

모멘텀 바닥 통과 중 4분기 신작 모멘텀 회복

매수 (유지)

목표주가	148,000원
현재가 (9/17)	113,500원

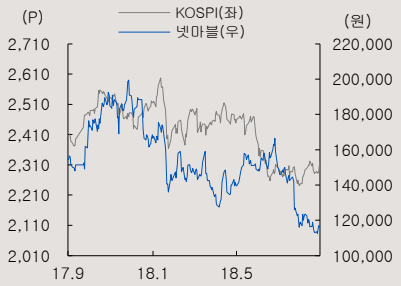
KOSPI (9/17)	2,303.01pt
시가총액	9,672십억원
발행주식수	85,214천주
액면가	100원
52주 최고가	199,500원
최저가	112,500원
60일 일평균거래대금	32십억원
외국인 지분율	25.2%
배당수익률 (2018F)	0.2%

주주구성	
방준혁 외 10 인	25.18%
씨제이이앤엠	21.97%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-18%	-22%
절대기준	-5%	-24%	-25%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	148,000	170,000	▼
EPS(18)	3,010	4,112	▼
EPS(19)	6,044	6,957	▼

넷마블 주가추이



팬텀게이트 출시 이후 투자심리 개선 기대

넷마블은 '블레이드앤소울:레볼루션' 출시가 연기되고 중국 게임 시장이 위축되면서 투자심리가 악화됨. 그러나 '팬텀게이트'의 글로벌 출시 이후 신작 게임 모멘텀이 부각될 것으로 예상됨. 이 게임 출시 이후 '블레이드앤소울:레볼루션'과 'BTS월드' 등의 기대작이 올해 출시될 예정이기 때문에 4분기부터 실적 개선 가능성이 높음. 현재 국내 MMORPG 장르는 기존 게임에 고착화되어 있고 연내 출시가 가능한 모바일 대작 MMORPG가 거의 없는 것으로 파악됨. '블레이드앤소울:레볼루션'은 국내외 IP 인지도가 높기 때문에 국내 사전 예약부터 게이머들의 관심이 집중될 것으로 예상됨. 국내에서 흥행할 경우 글로벌 시장에 순차적으로 출시되면서 해외 모멘텀까지 강화될 것으로 판단됨

한편 중국에서 내자판호까지 발급이 중단되면서 한국 게임들의 중국 진출이 불투명해짐. 동사 역시 '리니지2:레볼루션'의 매출이 하향 안정화된 상황에서 중국 진출 일정이 불투명하기 때문에 실적 전망치가 낮아짐. 향후 '블레이드앤소울:레볼루션'까지 중국 진출 시기가 지연될 수 밖에 없기 때문에 2018년과 2019년 매출 가운데 중국 비중을 낮춤

목표주가 148,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

3분기 매출액 5,049억원(-13.2% YoY, +0.8% QoQ), 영업이익 625억원(-44.1% YoY, +0.4% QoQ)을 달성할 것으로 전망됨. 외형은 2분기 '해리포터' 관련 결제액가 이연된 매출과 신작 '더킹오브파이터즈 올스타'의 매출이 추가되지만 기존 게임들 매출의 자연감소로 전분기 대비 소폭 증가할 것으로 추정됨. 영업이익 역시 신작 출시로 마케팅비 감소폭이 크지 않을 것으로 예상되어 전분기 수준을 기록할 것으로 전망됨. 목표주가는 12개월 FW EPS에 12개월 FW PER 상단값인 28배를 적용하여 산출함. '블레이드앤소울:레볼루션'과 'BTS월드'의 연내 출시가 예상되기 때문에 2019년부터 실적 개선 가능성이 높은 것으로 판단됨

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500	2,425	2,123	2,951	3,428
영업이익	295	510	293	692	888
세전이익	276	471	368	730	936
지배주주순이익	174	310	256	514	659
EPS(원)	2,719	3,898	3,010	6,044	7,754
증가율(%)	32.7	43.3	-22.8	100.8	28.3
영업이익률(%)	19.6	21.0	13.8	23.5	25.9
순이익률(%)	13.9	14.9	13.2	19.1	21.0
ROE(%)	15.3	11.2	5.8	10.8	12.4
PER	0.0	48.4	38.5	19.2	15.0
PBR	0.0	3.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	0.0	24.0	17.3	8.4	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

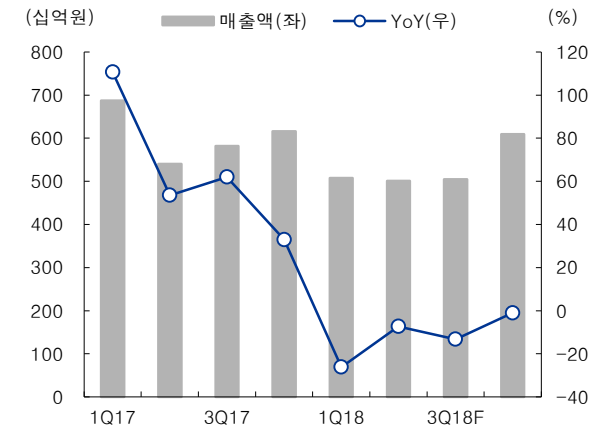
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 넷마블의 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**687**	**540**	**582**	**616**	**507**	**501**	**505**	**610**	**2,425**	**2,123**	**2,951**
QoQ	*48.4%*	*-21.4%*	*7.7%*	*5.9%*	*-17.6%*	*-1.3%*	*0.8%*	*20.7%*			
YoY	*110.7%*	*53.5%*	*62.0%*	*33.0%*	*-26.2%*	*-7.3%*	*-13.2%*	*-1.0%*	*61.6%*	*-12.5%*	*39.0%*
리니지2레볼루션	378	200	263	240	178	140	136	144	1,081	598	789
블레이드앤소울: 레볼루션								90		90	720
영업이익	**200**	**105**	**112**	**93**	**74**	**62**	**62**	**94**	**510**	**293**	**692**
OPM	*29.1%*	*19.5%*	*19.2%*	*15.1%*	*14.6%*	*12.4%*	*12.4%*	*15.4%*	*21.0%*	*13.8%*	*23.5%*
QoQ	*69.4%*	*-47.5%*	*6.4%*	*-17.1%*	*-20.0%*	*-16.1%*	*0.4%*	*50.1%*			
YoY	*236.8%*	*99.7%*	*73.1%*	*-21.5%*	*-62.9%*	*-40.8%*	*-44.1%*	*1.1%*	*72.9%*	*-42.6%*	*136.5%*
세전이익	**191**	**108**	**106**	**67**	**105**	**88**	**72**	**103**	**471**	**368**	**730**
QoQ	*98.6%*	*-43.3%*	*-2.4%*	*-36.9%*	*57.6%*	*-16.5%*	*-18.0%*	*43.1%*			
YoY	*180.7%*	*111.4%*	*75.5%*	*-30.7%*	*-45.0%*	*-19.0%*	*-32.0%*	*54.4%*	*71.1%*	*-21.9%*	*98.3%*
순이익(지배)	**130**	**70**	**74**	**35**	**74**	**58**	**50**	**74**	**310**	**256**	**514**
NIM	*18.9%*	*13.0%*	*12.8%*	*5.7%*	*14.6%*	*11.6%*	*9.9%*	*12.2%*	*12.8%*	*12.1%*	*17.4%*
QoQ	*80.6%*	*-46.1%*	*5.9%*	*-52.5%*	*109.4%*	*-21.6%*	*-13.5%*	*48.0%*			

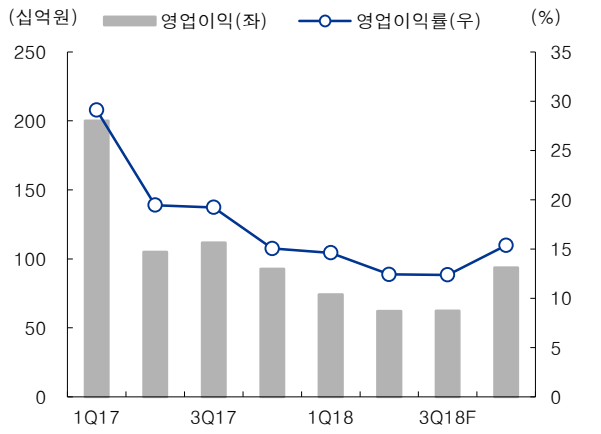
자료: 넷마블, IBK투자증권 추정

그림 1. 넷마블의 매출액 및 전년 대비 추이



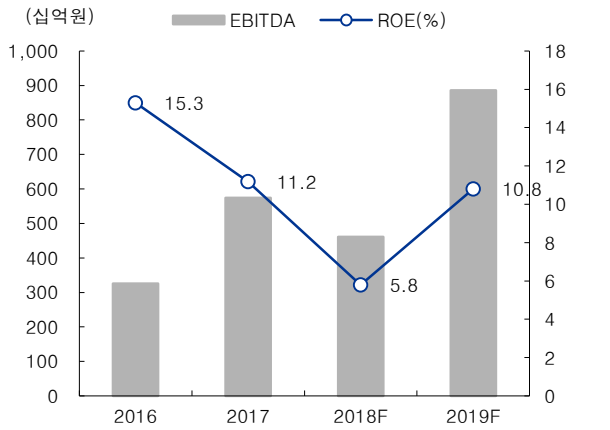
자료: WiseFN, IBK투자증권 추정

그림 2. 넷마블의 영업이익 및 영업이익률 추이



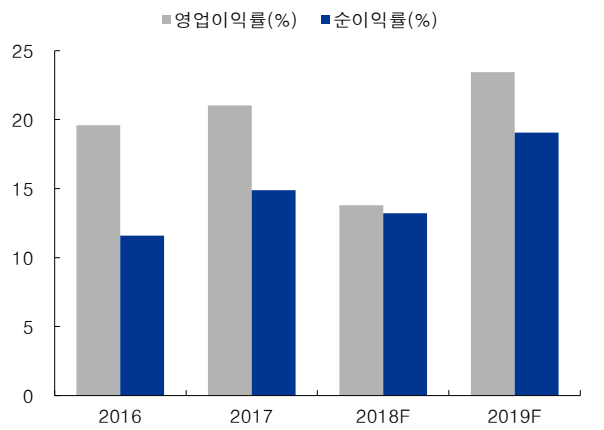
자료: WiseFN, IBK투자증권 추정

그림 3. 넷마블의 EBITDA 및 ROE 추이



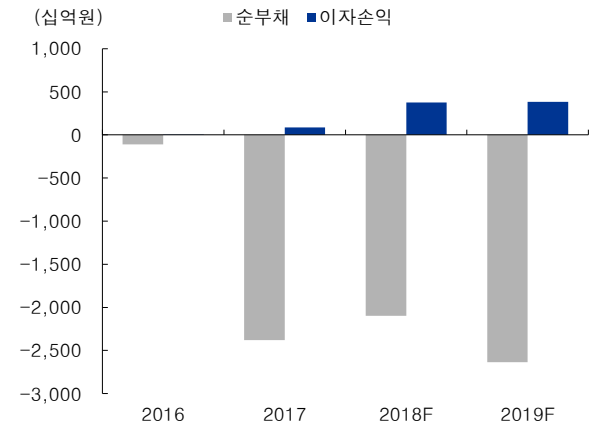
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 4. 넷마블의 영업이익률 및 순이익률 추이



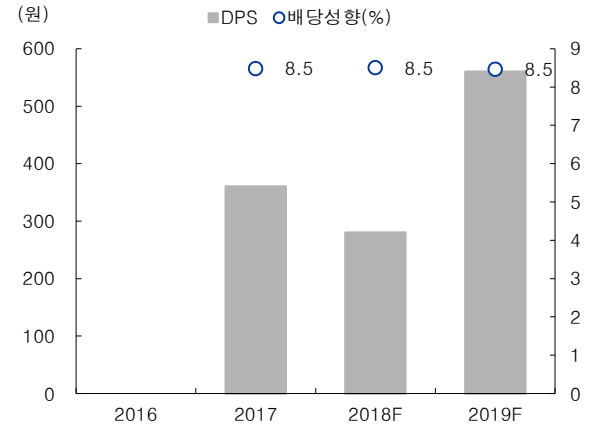
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 5. 넷마블의 순부채 및 이자손익 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 6. 넷마블의 DPS 및 배당성향 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,500	2,425	2,123	2,951	3,428
증가율(%)	39.8	61.6	-12.5	39.0	16.2
매출원가	751	0	0	0	0
매출총이익	749	2,425	2,123	2,951	3,428
매출총이익률 (%)	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	454	1,915	1,830	2,259	2,539
판관비율(%)	30.3	79.0	86.2	76.5	74.1
영업이익	295	510	293	692	888
증가율(%)	30.8	73.0	-42.6	136.4	28.4
영업이익률(%)	19.6	21.0	13.8	23.5	25.9
순금융손익	0	12	76	38	48
이자손익	2	9	37	38	48
기타	-2	3	38	0	0
기타영업외손익	-16	-44	-1	0	0
종속/관계기업손익	-3	-6	1	0	0
세전이익	276	471	368	730	937
법인세	66	111	88	168	215
법인세율	24.1	23.5	23.8	23.0	23.0
계속사업이익	209	361	281	562	721
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	361	281	562	721
증가율(%)	24.1	72.5	-22.2	100.4	28.2
당기순이익률 (%)	13.9	14.9	13.2	19.1	21.0
지배주주당기순이익	174	310	256	514	659
기타포괄이익	66	208	-51	0	0
총포괄이익	275	569	229	562	721
EBITDA	325	574	461	886	1,068
증가율(%)	31.1	76.6	-19.8	92.2	20.6
EBITDA마진율(%)	21.7	23.7	21.7	30.0	31.2

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	721	2,918	2,905	3,567	4,323
현금및현금성자산	273	1,908	1,811	2,339	2,974
유가증권	70	476	300	315	331
매출채권	244	291	301	394	472
재고자산	2	2	4	5	6
비유동자산	1,236	2,429	2,534	2,462	2,427
유형자산	123	145	166	192	220
무형자산	540	1,237	1,197	1,078	982
투자자산	544	975	1,131	1,172	1,215
자산총계	1,957	5,348	5,440	6,030	6,750
유동부채	421	501	411	461	507
매입채무및기타채무	109	121	115	150	180
단기차입금	105	4	6	7	7
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	226	381	344	345	346
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	8	8	8
부채총계	647	882	755	806	853
지배주주지분	1,216	4,329	4,516	5,006	5,617
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	1,200	3,842	3,847	3,847	3,847
자본조정등	-369	-423	-412	-412	-412
기타포괄이익누계액	85	299	242	242	242
이익잉여금	294	603	829	1,319	1,931
비지배주주지분	94	136	169	218	279
자본총계	1,310	4,465	4,685	5,223	5,897
비이자부채	542	878	741	792	838
총차입금	105	4	14	15	15
순차입금	-237	-2,380	-2,096	-2,639	-3,290

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,719	3,898	3,010	6,044	7,755
BPS	17,946	50,919	53,108	58,852	66,187
DPS	0	360	300	420	510
밸류에이션(배)					
PER	0.0	48.4	38.5	19.2	15.0
PBR	0.0	3.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	0.0	24.0	17.3	8.4	6.4
성장성지표(%)					
매출증가율	39.8	61.6	-12.5	39.0	16.2
EPS증가율	32.7	43.3	-22.8	100.8	28.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
ROE	15.3	11.2	5.8	10.8	12.4
ROA	12.3	9.9	5.2	9.8	11.3
ROIC	39.0	38.0	21.4	41.7	54.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	49.4	19.8	16.1	15.4	14.4
순차입금 비율(%)	-18.1	-53.3	-44.7	-50.5	-55.9
이자보상배율(배)	149.2	37.8	1,098.0	1,452.3	1,821.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.1	9.1	7.2	8.5	7.9
재고자산회전율	1,374.8	1,142.8	674.6	649.3	605.4
총자산회전율	0.9	0.7	0.4	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	197	503	349	698	853
당기순이익	209	361	281	562	721
비현금성 비용 및 수익	130	224	150	155	132
유형자산감가상각비	8	11	16	18	20
무형자산상각비	22	53	153	176	160
운전자본변동	-82	-19	-50	-58	-48
매출채권등의 감소	-103	-18	-10	-93	-78
재고자산의 감소	-2	0	-2	-1	-1
매입채무등의 증가	0	-3	-6	36	30
기타 영업현금흐름	-60	-63	-32	38	48
투자활동 현금흐름	-207	-1,433	-425	-161	-186
유형자산의 증가(CAPEX)	-90	-30	-38	-44	-48
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-1	-34	-57	-63
투자자산의 감소(증가)	-35	-182	-468	-41	-43
기타	-76	-1,219	114	-19	-31
재무활동 현금흐름	63	2,527	-11	-9	-32
차입금의 증가(감소)	0	0	8	0	0
자본의 증가	0	2,635	0	0	0
기타	63	-107	-19	-9	-32
기타 및 조정	4	37	-10	0	0
현금의 증가	57	1,635	-97	528	635
기초현금	216	273	1,908	1,811	2,339
기말현금	273	1,908	1,811	2,339	2,974

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

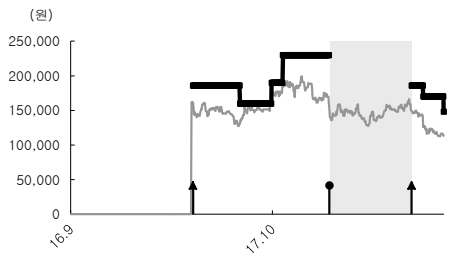
투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	121	84.0
중립	23	16.0
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

넷마블 주가 및 목표주가 추이



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2017.05.15		담당자변경	-	-					
2017.05.15	매수	186,000	-21.17	-13.44					
2017.08.15	매수	160,000	-6.23	1.25					
2017.10.16	매수	190,000	-7.93	-1.84					
2017.11.07	매수	230,000	-22.08	-13.26					
2018.02.06	중립		-36.06	-					
2018.07.17		담당자변경	-	-					
2018.07.17	매수	186,000	-21.77	-19.35					
2018.08.09	매수	170,000	-30.35	-25.29					
2018.09.18	매수	148,000							