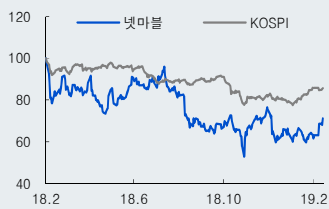


투자자의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(12M,하향)	▼ <b>149,000원</b>
현재주가(19/02/13)	123,500원
상승여력	21%

영업이익(18P,십억원)	242
Consensus 영업이익(18F,십억원)	265
EPS 성장률(18P,%)	-44.3
MKT EPS 성장률(18F,%)	5.0
P/E(18P,x)	51.3
MKT P/E(18F,x)	9.1
KOSPI	2,201.48

시가총액(십억원)	10,530
발행주식수(백만주)	85
유동주식비율(%)	26.1
외국인 보유비중(%)	24.9
베타(12M) 일간수익률	1.20
52주 최저가(원)	91,800
52주 최고가(원)	166,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	0.8	-15.4
상대주가	0.8	3.0	-8.0



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권  
02-3774-1614  
changkwon.kim@miraasset.com

# 넷마블 (251270)

## 당분간 M&A 기대감이 주가 변수

### 4분기 실적 예상치 큰 폭 하회

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 20.9%, 59.0% 줄어든 4,871억원과 380억원을 기록했다. 무형자산 및 영업권 손상에 따른 1회성 영업외비용 258억원 계상되면서 순이익은 전년동기와 비교해 72.1% 감소하였다.

4분기 실적이 당사 매출액과 영업이익 예상치 5,820억과 790억원을 큰 폭 하회했다. 이는 4분기에 예정보다 신작 출시가 지연되면서 신규 게임 매출액이 부진했고, 국내에서 출시된 기대작 ‘블레이드 앤 소울 레볼루션’ 매출액 수준이 기대치보다 많이 낮아졌기 때문이다.

### 2분기 이후 기대작 라인업 집중

실적 발표에서 확인된 2019년 신작 게임 라인업은 2분기부터 집중되어 있다. ‘요괴워치: 메달워즈’가 3월말 일본 시장 출시가 예정되고 있고, 투자비가 큰 대작 게임 ‘일곱개의 대죄: Grand Cross’는 1분기말에 한국과 일본에서 사전예약이 진행될 예정이다.

일본 출시 초기에 큰 반향을 일으켰던 ‘킹 오브 파이터즈: 울스타’를 2분기 초에 한국에서 출시하는 등 시네마틱 육성게임 ‘BTS 월드’, ‘A3: 스틸 어라이브’, ‘세븐나이츠2’ 등 알려진 동사의 2019년 기대작들은 2분기 출시를 목표로 하고 있다.

### ‘매수’의견 유지, 목표주가는 15.6만원에서 14.9만원으로 하향

4분기 실적이 예상치를 하회하면서 2019년과 2020년 영업이익 전망치를 기존 보다 각각 9.3%, 8.6% 하향 조정하였다. 따라서 목표주가가 2019년 순이익 하향폭을 반영하여 15.6만원에서 14.9만원으로 조정했다.

동사 투자자의견은 ‘매수’를 유지한다. 잇따른 신규 게임 출시 연기와 예상보다 부진한 흥행 성적으로 실적 부진이 이어지고 있지만 동사 주가에 대해서는 긍정적인 관점을 유지하는 것이다. 이는 무엇보다도 현시점 추진하고 있는 ‘넥슨’ 인수 결과에 따라서는 규모와 내용면에서 압도적인 국내 1위 초대형 게임 개발 및 퍼블리셔가 탄생할 수 있다는 점을 감안했다.

‘넥슨’의 풍부한 게임IP와 PC게임에 강점이 있는 개발력과 동사의 모바일 게임 개발 능력이 합쳐지면 상당한 시너지 효과를 기대할 수 있다고 판단된다.

다만 ‘카카오’ 등 여러 대형 기업이 인수전에 참가한 것으로 보도되고 있고, 일본 내 의무공개매수 규정이 적용되면 넥슨 인수 자금이 최대 13조원으로 알려지는 등 자금 동원 방법과 M&A 형식과 가능성에 대해서는 많은 변수가 존재하고 있다. 동사 주가는 당분간 실적 부진 우려감과 함께 초대형 M&A 기대감이 공존하면서 등락이 예상되고 있다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18P	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,073	1,500	2,425	2,021	2,318	2,656
영업이익 (십억원)	225	295	510	242	350	560
영업이익률 (%)	21.0	19.7	21.0	12.0	15.1	21.1
순이익 (십억원)	121	174	310	185	277	399
EPS (원)	2,049	2,719	3,898	2,172	3,254	4,675
ROE (%)	14.8	15.3	11.2	4.2	6.0	8.1
P/E (배)	-	-	48.4	51.3	38.0	26.4
P/B (배)	-	-	3.7	2.1	2.2	2.1
배당수익률 (%)	-	-	0.2	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 넷마블의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,555	2,928	2,318	2,656	-9.2	-9.3	넷마블의 4Q18 실적발표로 확인된 변수 대입
영업이익	386	613	350	560	-9.3	-8.6	
순이익	344	517	323	464	-6.1	-10.2	
영업이익률	15.1	20.9	15.1	21.1	-	-	
순이익률	13.4	17.6	13.9	17.4	-	-	

주: 해당 표에서의 순이익은 지배주주와 비지배주주 합산 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 넷마블 분기 및 연간 실적 전망 추정치

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>507</b>	<b>501</b>	<b>526</b>	<b>487</b>	<b>467</b>	<b>523</b>	<b>626</b>	<b>701</b>	<b>2,021</b>	<b>2,318</b>	<b>2,656</b>
국내	162	148	144	154	174	193	210	223	608	800	871
해외	345	353	382	333	293	330	416	479	1,413	1,517	1,786
모바일게임	482	476	502	463	443	500	603	678	1,923	2,224	2,563
MMORPG	185	140	132	136	156	175	227	264	593	822	1,122
RPG	165	170	184	122	131	166	195	216	641	709	680
Casual	119	125	168	136	117	110	131	147	549	505	562
기타	13	40	18	68	39	48	49	50	139	187	199
온라인게임	12	12	11	10	10	9	9	9	45	37	36
게임 외 매출	13	13	13	14	14	14	14	15	53	57	57
영업이익	74	62	67	38	28	55	107	161	242	350	560
영업이익률	14.6	12.4	12.8	7.8	6.0	10.4	17.0	22.9	12.0	15.1	21.1
순이익	79	66	55	15	30	56	103	133	215	323	464
순이익률	15.6	13.2	10.5	3.0	6.4	10.7	16.5	19.0	10.6	13.9	17.5
<b>YoY 성장률</b>											
매출액	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-7.9	4.5	19.0	44.0	-16.6	14.7	14.6
국내	-65.9	-43.4	-16.2	-21.6	7.4	30.8	46.4	44.3	-45.0	31.7	8.8
해외	63.8	26.5	-6.8	-20.5	-15.2	-6.5	8.8	43.9	7.2	7.4	17.7
모바일게임	-27.4	-7.9	-9.7	-19.8	-8.0	4.9	20.1	46.5	-16.9	15.6	15.3
MMORPG	-52.4	-33.4	-50.9	-50.8	-15.6	24.8	72.3	93.7	-48.1	38.6	36.5
RPG	6.0	-1.5	26.6	-26.7	-20.7	-2.2	6.1	77.7	0.2	10.6	-4.1
Casual	6.6	0.8	25.8	5.5	-2.1	-12.2	-21.9	8.0	10.0	-8.0	11.3
기타	61.4	347.2	106.3	1326.5	208.7	19.1	178.9	-26.6	359.7	34.3	6.5
영업이익	-62.9	-40.8	-39.8	-59.0	-62.5	-12.1	58.5	322.7	-52.6	44.7	60.1
순이익	-46.0	-15.1	-34.6	-72.1	-61.9	-15.4	87.7	813.2	-40.4	50.3	43.8

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

넷마블

당분간 M&A 기대감이 주가 변수

표 3. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		EV/EBITDA		PER		PBR		ROE	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
엔씨소프트 (KOR)	9,499.6	1,723.7	1,944.2	633.7	719.2	456.9	542.8	12.3	11.0	20.7	17.5	3.3	3.0	16.6	18.9
넷마블	10,530.4	2,065.8	2,604.6	265.4	497.8	224.0	373.1	24.7	14.5	47.3	28.4	2.3	2.1	5.1	8.1
컴투스	1,554.3	483.3	577.3	151.6	185.8	133.7	154.2	5.5	4.5	11.7	10.1	1.7	1.5	16.5	16.3
NHN엔터테인먼트	1,260.0	1,257.6	1,480.3	77.2	98.8	120.3	78.2	9.1	7.6	11.4	16.4	0.7	0.7	7.9	4.9
플레이비스	2,613.2	-	414.5	-	183.6	-	161.1	-	12.2	-	15.6	-	6.0	-	46.4
웹젠	693.9	225.9	206.1	74.3	64.1	59.1	52.8	7.4	8.6	12.0	13.2	2.1	1.8	19.9	15.1
더블유게임즈	1,036.4	487.8	542.8	141.0	170.3	96.6	114.2	8.3	7.2	11.0	9.3	1.9	1.6	21.8	20.9
위메이드	613.2	121.9	138.6	1.3	5.5	11.0	10.3	78.1	49.0	55.8	60.6	2.1	2.1	3.8	3.5
Activision Blizzard (US)	35,723.2	8,380.6	7,692.8	2,849.2	2,538.4	2,258.3	2,061.1	11.3	11.7	16.0	17.6	2.8	2.5	17.2	13.3
Electronic Arts	34,443.8	5,551.1	5,366.5	1,798.0	1,553.8	1,432.1	1,341.2	14.7	17.3	23.9	26.2	7.3	5.9	30.6	23.0
Take Two Interactive	11,347.0	2,165.1	3,311.6	521.2	727.5	414.0	626.1	16.3	12.3	27.3	18.9	6.5	4.7	27.4	33.6
Zynga	5,127.2	1,011.5	1,346.3	183.8	232.8	155.2	220.6	22.0	17.0	29.7	23.9	2.7	2.7	6.7	9.0
Glumobile	1,532.1	414.7	506.7	40.0	63.7	44.5	63.6	31.6	22.3	35.0	26.9	8.0	6.7	21.1	26.0
Ubisoft (FR)	9,461.0	2,137.4	2,653.8	353.0	554.7	287.7	468.5	9.2	7.3	34.3	22.0	5.8	6.2	14.7	28.3
Nintendo (JP)	43,130.9	10,415.3	12,632.9	1,685.8	2,690.8	1,319.8	2,009.1	18.1	11.9	27.3	18.4	2.7	2.5	10.6	14.0
Nexon	15,521.5	2,635.6	2,783.8	1,066.5	1,119.4	1,025.3	916.3	9.6	9.2	15.0	16.6	2.7	2.4	19.0	15.3
Square Enix	4,203.7	2,468.3	2,624.1	380.5	297.5	252.1	213.5	6.5	7.9	16.2	19.1	2.1	1.9	13.2	10.2
DeNA	2,545.6	1,387.8	1,373.6	275.1	175.2	227.5	132.2	3.9	5.0	10.7	18.5	0.9	0.9	9.6	5.3
Gungho Online	2,860.5	794.3	903.3	216.3	235.4	136.6	152.3	9.3	8.5	15.9	15.2	3.0	2.5	20.1	20.8
GREE	1,128.5	792.5	772.7	103.7	80.0	75.4	58.6	2.0	3.1	14.7	18.3	0.9	0.9	6.6	5.1
Tencent (CH)	473,997.1	40,417.7	52,043.9	14,216.6	16,869.9	10,976.0	12,779.1	32.0	24.7	43.7	35.6	12.2	8.4	31.2	26.7
NetEase	36,060.7	9,195.4	11,209.1	2,239.2	1,283.9	2,229.0	1,406.7	13.8	21.1	16.7	25.2	4.5	4.1	28.5	13.8
Kingsoft	3,073.4	871.0	942.8	141.3	- 58.0	208.6	28.9	9.5	67.6	11.7	80.7	1.7	1.5	14.8	2.9
Youzu Interactive	2,780.3	557.4	617.8	130.6	149.5	135.9	156.0	19.3	17.2	19.9	18.0	4.7	3.4	23.7	19.0
Changyou	1,111.5	536.2	519.5	127.5	111.9	104.6	120.1	4.5	5.0	10.6	10.1	1.3	1.2	11.2	12.3
평균								15.2	15.3	21.5	23.3	3.4	3.1	15.9	16.5

주: 시가총액, 매출액, 영업이익, 순이익은 블룸버그 컨센서스 수치이며 2019년 2월 13일 기준으로 원화 환산 적용

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>2,425</b>	<b>2,021</b>	<b>2,318</b>	<b>2,656</b>
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,425	2,021	2,318	2,656
판매비와관리비	1,915	1,780	1,968	2,096
조정영업이익	510	242	350	560
영업이익	510	242	350	560
비영업손익	-39	49	87	68
금융손익	9	28	33	37
관계기업등 투자손익	-6	-16	-40	-28
세전계속사업손익	471	291	437	628
계속사업법인세비용	111	76	114	163
계속사업이익	361	215	323	464
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>361</b>	<b>215</b>	<b>323</b>	<b>464</b>
지배주주	310	185	277	399
비지배주주	51	30	46	66
<b>총포괄이익</b>	<b>569</b>	<b>215</b>	<b>323</b>	<b>464</b>
지배주주	523	198	297	426
비지배주주	47	18	26	38
EBITDA	574	295	394	596
FCF	473	245	436	562
EBITDA 마진율 (%)	23.7	14.6	17.0	22.4
영업이익률 (%)	21.0	12.0	15.1	21.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	9.2	11.9	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>2,918</b>	<b>3,212</b>	<b>3,508</b>	<b>3,932</b>
현금 및 현금성자산	1,908	2,369	2,542	2,825
매출채권 및 기타채권	294	245	281	322
재고자산	2	2	2	3
기타유동자산	714	596	683	782
<b>비유동자산</b>	<b>2,429</b>	<b>2,214</b>	<b>2,289</b>	<b>2,389</b>
관계기업투자등	23	19	22	25
유형자산	145	136	128	122
무형자산	1,237	1,193	1,157	1,127
<b>자산총계</b>	<b>5,348</b>	<b>5,425</b>	<b>5,797</b>	<b>6,321</b>
<b>유동부채</b>	<b>501</b>	<b>419</b>	<b>479</b>	<b>549</b>
매입채무 및 기타채무	159	132	152	174
단기금융부채	41	35	39	45
기타유동부채	301	252	288	330
<b>비유동부채</b>	<b>381</b>	<b>357</b>	<b>375</b>	<b>395</b>
장기금융부채	234	234	234	234
기타비유동부채	147	123	141	161
<b>부채총계</b>	<b>882</b>	<b>775</b>	<b>854</b>	<b>944</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,329</b>	<b>4,484</b>	<b>4,731</b>	<b>5,100</b>
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,842	3,842	3,842	3,842
이익잉여금	603	757	1,005	1,373
<b>비지배주주지분</b>	<b>136</b>	<b>166</b>	<b>212</b>	<b>278</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,465</b>	<b>4,650</b>	<b>4,943</b>	<b>5,378</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>503</b>	<b>245</b>	<b>436</b>	<b>562</b>
당기순이익	361	215	323	464
비현금수익비용가감	224	109	157	183
유형자산감가상각비	11	9	8	6
무형자산상각비	53	44	36	30
기타	160	56	113	147
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-40	29	34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-18	48	-36	-41
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-20	15	17
법인세납부	-78	-76	-114	-163
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1,433</b>	<b>265</b>	<b>-195</b>	<b>-223</b>
유형자산처분(취득)	-30	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-911	265	-195	-223
기타투자활동	-491	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>2,527</b>	<b>-37</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-34	-6	5	5
자본의 증가(감소)	2,644	0	0	0
배당금의 지급	0	-31	-30	-30
기타재무활동	-83	0	-1	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1,635</b>	<b>461</b>	<b>173</b>	<b>283</b>
기초현금	273	1,908	2,369	2,542
기말현금	1,908	2,369	2,542	2,825

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	48.4	51.3	38.0	26.4
P/CF (x)	25.6	29.2	21.9	16.3
P/B (x)	3.7	2.1	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	24.2	23.9	20.0	12.7
EPS (원)	3,898	2,172	3,254	4,675
CFPS (원)	7,365	3,816	5,637	7,591
BPS (원)	50,922	52,590	55,490	59,813
DPS (원)	360	360	360	360
배당성향 (%)	8.5	14.0	9.3	6.5
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	61.7	-16.7	14.7	14.6
EBITDA증가율 (%)	76.6	-48.6	33.6	51.3
조정영업이익증가율 (%)	72.9	-52.5	44.6	60.0
EPS증가율 (%)	43.4	-44.3	49.8	43.7
매출채권 회전을 (회)	9.1	7.6	8.9	8.9
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.9	4.0	5.8	7.7
ROE (%)	11.2	4.2	6.0	8.1
ROIC (%)	39.3	12.0	22.1	36.2
부채비율 (%)	19.8	16.7	17.3	17.6
유동비율 (%)	582.2	767.4	731.9	716.6
순차입금/자기자본 (%)	-51.0	-56.7	-58.3	-60.5
조정영업이익/금융비용 (x)	37.8	19.2	27.9	43.9

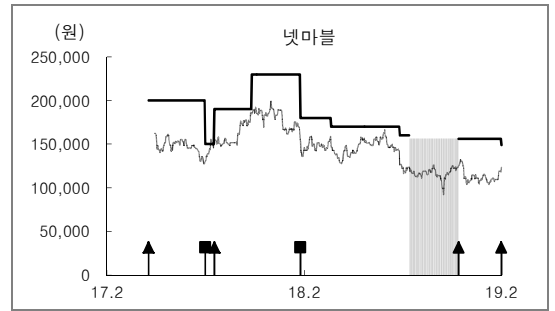
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

**넷마블**

당분간 M&A 기대감이 주가 변수

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블(251270)				
2019.02.13	매수	149,000	-	-
2018.11.26	매수	156,000	-27.88	-15.06
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.08.09	Trading Buy	160,000	-24.09	-20.63
2018.04.04	Trading Buy	170,000	-13.81	-2.06
2018.02.06	Trading Buy	180,000	-17.92	-11.67
2017.11.08	매수	230,000	-22.12	-13.26
2017.08.31	매수	190,000	-15.11	-1.84
2017.08.14	Trading Buy	150,000	-3.45	3.67
2017.05.01	매수	200,000	-26.34	-19.00



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

\* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블을(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.