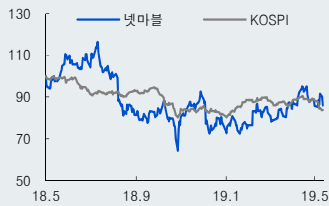


투자이견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	149,000원
현재주가(19/05/14)	123,000원
상승여력	21%

영업이익(19F, 십억원)	349
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	358
EPS 성장률(19F, %)	57.2
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.5
P/E(19F, x)	35.2
MKT P/E(19F, x)	11.5
KOSPI	2,081.84
시가총액(십억원)	10,502
발행주식수(백만주)	85
유동주식비율(%)	27.1
외국인 보유비중(%)	26.2
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	91,800
52주 최고가(원)	166,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.8	-1.6	-14.0
상대주가	0.0	-2.3	2.3



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

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

넷마블 (251270)

6월 이후 신작 모멘텀 기대

예상치 수준의 1분기 실적

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 5.9%, 54.3% 줄어든 4,776억원과 339억원을 기록했다. 당사 전망치 4,670억원과 280억원을 소폭 상회하는 수준이었다.

블레이드앤소울(B&S) 레볼루션 매출이 온기로 반영되면서 국내와 MMORPG 매출액 비중이 높아졌다. 신작 출시 일정이 2분기 이후에 집중되면서 실적은 여전히 수축되는 모습이었다.

지난 4분기 영업이익률 7.8% 기록에 이어 1분기 영업이익률은 7.1%로 하락했다. 4분기에 출시한 B&S 레볼루션 포함 외부 IP 게임의 매출 비중이 높아지면서 지급수수료 지불금액이 늘어났기 때문이다.

2분기부터 신작 출시가 실적 개선으로 이어질 전망

2분기에는 킹오브더파이터 올스타, 일곱개의 대죄의 한국과 일본, 요괴워치:메달워즈 일본, BTS월드 등 대작 게임 출시가 계획되어 있다. 5월 9일에 출시한 킹오브더파이터 올스타는 iOS 매출 1위, 구글 매출 4위를 기록하며 기대치 보다 높은 흥행실적을 기록하고 있다.

일곱개의 대죄는 3월에 사전 예약 마케팅을 시작하여 25일만에 사전예약자 100만명을 기록하고 최근에는 사전예약자가 500만명을 넘어섰다. BTS월드는 5월 10일 사전예약을 시작하여 2분기 중 출시할 계획이다.

이러한 신작 출시로 2분기 매출액은 전년동기와 비교해 7.3% 증가한 5,370억원으로 전망된다. 2분기 영업이익은 여러 대작 출시 마케팅 집행이 집중되면서 지난해와 비교해 14.9% 줄어든 530억원으로 예상된다.

'매수' 의견과 목표주가 14.9만원 유지

예상치 수준의 1분기 실적 발표로 2019년과 2020년 실적 전망치는 기존과 비교해 큰 변화(표2 참조)가 없었다. '매수' 투자이견과 목표주가 14.9만원을 유지한다.

최근 동사 주가 변동은 넥슨 인수 가능성에 연동되는 모습이었다. 하지만 넥슨 인수 이슈는 수개월간 주가에 반영된 만큼 더 이상 새로운 뉴스는 아니라고 판단된다. 만약에 동사가 넥슨을 인수한다면 얼마에 어떤 형태로 인수하는지에 좀 더 주목해야 할 것이다.

BTS월드의 사전 예약이 시작되면서 흥행 기대감이 높아지고 있다. BTS의 높은 글로벌 인지도를 감안하면 예상보다 높은 수준의 일매출액 기록도 가능할 전망이다. 하지만 BTS월드는 IP(지적재산권, 초상권, 아티스트 배분) 수수료 지급과 동사가 단순 퍼블리셔라는 입장을 고려하면 수익성 기여도는 제한적일 수 있다는 점을 고려해야 할 것이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	1,500	2,425	2,021	2,321	2,660	2,890
영업이익 (십억원)	295	510	242	349	558	668
영업이익률 (%)	19.7	21.0	12.0	15.0	21.0	23.1
순이익 (십억원)	174	310	190	299	415	482
EPS (원)	2,719	3,898	2,226	3,499	4,863	5,650
ROE (%)	15.3	11.2	4.4	6.6	8.5	9.1
P/E (배)	-	48.4	50.1	35.2	25.3	21.8
P/B (배)	-	3.7	2.1	2.2	2.0	1.8
배당수익률 (%)	-	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	507	501	526	487	478	537	610	696	2,021	2,321	2,660
국내	162	148	144	154	190	255	315	359	608	1,119	872
해외	345	353	382	333	288	282	295	337	1,413	1,202	1,788
모바일게임	482	476	502	463	454	514	587	672	1,923	2,226	2,567
MMORPG	185	140	132	136	153	218	255	298	593	923	1,223
RPG	165	170	184	122	143	170	191	215	641	719	681
Casual	119	125	168	136	124	113	128	146	549	511	563
기타	13	40	18	68	33	12	13	14	139	73	100
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	34	53	98	165	242	349	558
영업이익률	14.6	12.4	12.8	7.8	7.1	9.9	16.0	23.7	12.0	15.0	21.0
순이익	79	66	55	15	42	57	99	140	215	339	470
순이익률	15.6	13.2	10.5	3.0	8.9	10.6	16.3	20.1	10.6	14.6	17.7
YoY 성장률											
매출액	-26.2	-7.3	-9.6	-20.9	-5.9	7.3	16.0	42.8	-16.6	14.8	14.6
국내	-65.9	-43.4	-16.2	-21.6	16.8	72.9	119.5	132.6	-45.0	84.1	-22.1
해외	63.8	26.5	-6.8	-20.5	-16.6	-20.1	-22.9	1.2	7.2	-15.0	48.8
모바일게임	-27.4	-7.9	-9.7	-19.8	-5.9	7.9	16.9	45.3	-16.9	15.8	15.3
MMORPG	-52.4	-33.4	-50.9	-50.8	-17.5	55.7	93.6	118.1	-48.1	55.6	32.5
RPG	6.0	-1.5	26.6	-26.7	-13.1	0.1	3.6	76.4	0.2	12.2	-5.4
Casual	6.6	0.8	25.8	5.5	4.1	-9.9	-23.9	7.1	10.0	-6.9	10.1
기타	61.4	347.2	106.3	1326.5	162.7	-70.0	-26.4	-79.5	359.7	-47.9	37.5
영업이익	-62.9	-40.8	-39.8	-59.0	-54.3	-14.9	45.1	333.2	-52.6	44.4	59.7
순이익	-46.0	-15.1	-34.6	-72.1	-46.4	-13.8	80.6	856.3	-40.4	57.6	38.9

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 넷마블의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	2,318	2,656	2,321	2,660	0.1%	0.1%	1분기 실적 발표에서 확인된 변수대입
영업이익	350	560	349	558	-0.2%	-0.4%	
순이익	323	464	339	470	4.8%	1.4%	
영업이익률	15.1	21.1	15.0	21.0	-	-	
순이익률	13.9	17.4	14.6	17.7	-	-	

자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

넷마블

6월 이후 신작 모멘텀 기대

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	2,021	2,321	2,660	2,890
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,021	2,321	2,660	2,890
판매비와관리비	1,780	1,972	2,102	2,222
조정영업이익	242	349	558	668
영업이익	242	349	558	668
비영업손익	48	111	80	73
금융손익	39	41	49	59
관계기업등 투자손익	0	-40	-28	0
세전계속사업손익	290	460	638	741
계속사업법인세비용	76	122	167	194
계속사업이익	215	339	471	547
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	215	339	471	547
지배주주	190	299	415	482
비지배주주	25	40	55	64
총포괄이익	292	339	471	547
지배주주	265	307	426	495
비지배주주	28	32	44	52
EBITDA	322	413	609	709
FCF	212	475	586	612
EBITDA 마진율 (%)	15.9	17.8	22.9	24.5
영업이익률 (%)	12.0	15.0	21.0	23.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.4	12.9	15.6	16.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,591	3,073	3,685	4,334
현금 및 현금성자산	1,549	1,916	2,397	2,957
매출채권 및 기타채권	187	214	245	266
재고자산	3	4	4	5
기타유동자산	852	939	1,039	1,106
비유동자산	2,842	2,812	2,799	2,784
관계기업투자등	212	244	279	304
유형자산	174	162	152	144
무형자산	1,319	1,268	1,226	1,193
자산총계	5,433	5,885	6,484	7,118
유동부채	587	673	770	836
매입채무 및 기타채무	115	133	152	165
단기금융부채	278	318	363	394
기타유동부채	194	222	255	277
비유동부채	295	322	354	375
장기금융부채	108	108	108	108
기타비유동부채	187	214	246	267
부채총계	882	995	1,123	1,211
지배주주지분	4,375	4,673	5,089	5,570
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,849	3,849	3,849	3,849
이익잉여금	761	1,060	1,475	1,957
비지배주주지분	177	217	272	337
자본총계	4,552	4,890	5,361	5,907

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	235	475	586	612
당기순이익	215	339	471	547
비현금수익비용가감	128	171	183	162
유형자산감가상각비	15	12	10	8
무형자산상각비	65	52	41	33
기타	48	107	132	121
영업활동으로인한자산및부채의변동	-37	33	36	24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	104	-27	-31	-21
재고자산 감소(증가)	-1	0	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-28	12	14	9
법인세납부	-116	-122	-167	-194
투자활동으로 인한 현금흐름	-505	-76	-86	-59
유형자산처분(취득)	-23	0	0	0
무형자산감소(증가)	-17	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,080	-76	-86	-59
기타투자활동	-1,545	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-99	40	45	31
장단기금융부채의 증가(감소)	111	40	45	31
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-31	0	0	0
기타재무활동	-186	0	0	0
현금의 증가	-359	367	481	560
기초현금	1,908	1,549	1,916	2,397
기말현금	1,549	1,916	2,397	2,957

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	50.1	35.2	25.3	21.8
P/CF (x)	27.7	20.6	16.1	14.8
P/B (x)	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	24.1	20.3	13.0	10.4
EPS (원)	2,226	3,499	4,863	5,650
CFPS (원)	4,023	5,965	7,658	8,306
BPS (원)	53,181	56,606	61,469	67,119
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-16.7	14.8	14.6	8.6
EBITDA증가율 (%)	-43.9	28.3	47.5	16.4
조정영업이익증가율 (%)	-52.5	44.2	59.9	19.7
EPS증가율 (%)	-42.9	57.2	39.0	16.2
매출채권 회전을 (회)	8.5	11.9	11.8	11.6
재고자산 회전을 (회)	714.0	653.9	653.4	637.2
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.0	6.0	7.6	8.0
ROE (%)	4.4	6.6	8.5	9.1
ROIC (%)	12.7	19.1	31.1	37.7
부채비율 (%)	19.4	20.3	21.0	20.5
유동비율 (%)	441.3	456.8	478.7	518.6
순차입금/자기자본 (%)	-42.2	-47.5	-53.0	-58.1
조정영업이익/금융비용 (x)	417.0	490.7	709.3	783.5

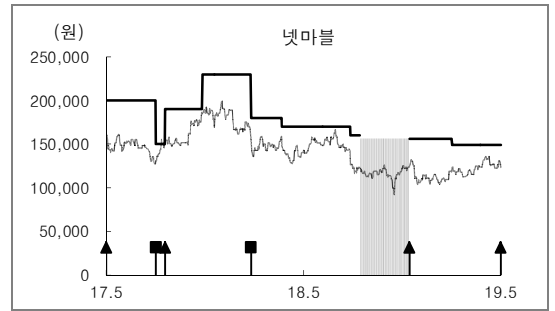
자료: 넷마블, 미래에셋대우 리서치센터

넷마블

6월 이후 신작 모멘텀 기대

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)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블을(를) 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.