

넷마블게임즈(251270)

4Q17 Preview: 과거보다는 향후 성장 가능성에 주목

‘리니지2 레볼루션’ 매출 감소에 따른 부진한 4분기 실적

넷마블게임즈의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 5,898억원(+27.4% YoY, +1.4% QoQ)과 1,052억원(-10.9% YoY, -5.9% QoQ)으로 추정한다. 기존 서비스 지역 내 ‘리니지2 레볼루션’ 매출액이 전분기 대비 감소했으며 북미/유럽 성과가 우리 추정치를 큰 폭 하회했다. 기대작이었던 ‘테라 M’과 ‘페이트 그랜드 오더’의 높은 초기 매출 수준이 유지되지 못한 점과 경쟁 심화에 따른 기존 게임들의 매출 감소 또한 부진한 실적의 원인이다. 한편 마케팅 비용은 신규 게임 출시와 북미/유럽 시장 진출로 인해 1,050억원(+4.0% QoQ)으로 증가할 전망이다.

신작 출시와 해외 진출을 통한 성장 가능할 전망

‘리니지2 레볼루션’이 다양한 지역에서 일정 수준의 성과를 시현함에 따라 앞으로 출시될 신규 MMORPG들의 흥행 가능성이 높아진 점이 긍정적이다. 서구권 성과는 다소 실망스러웠으나 운영 및 현지화 노하우 축적에 대한 결과물이 신작에 활용될 수 있다. 또한 향후 출시될 ‘테라 M’과 ‘블레이드앤소울 레볼루션’의 경우 해외에서의 IP 인지도가 ‘리니지’ IP 대비 높아 해외 흥행에 대한 기대감이 지속 확대될 전망이다. 상반기 출시 예정인 ‘블레이드앤소울 레볼루션’을 포함한 다양한 MMORPG 신작 라인업도 향후 기업 가치 상승을 견인할 것으로 예상된다.

매수 의견 및 목표주가 220,000원 유지

넷마블게임즈에 대한 매수의견과 목표주가 220,000원을 유지한다. ‘리니지2 레볼루션’ 매출 감소, 기대치를 하회한 신작들의 성과, 북미/유럽 진출에 따른 마케팅 비용 증가로 인해 4분기 실적은 다소 부진할 전망이다. 하지만 경쟁 개발사들 대비 강력한 신작 라인업과 해외 인지도가 높은 ‘테라 M’의 글로벌 출시를 통해 2018년에도 견고한 성장세를 유지할 수 있을 것으로 예상된다. ‘리니지2 레볼루션’에 대한 투자를 통해 해외 MMORPG 시장 내 입지가 강화 되었기 때문에 향후 흥행 가능성도 높아진 것으로 판단된다. 또한 판호 관련 분위기가 전년 대비 개선되어 중국 진출에 대한 기대감이 지속 확대될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,073	225	121	2,049	956,307.9	248	NM	NM	NM	14.8	-
2016A	1,500	295	174	2,720	32.7	325	NM	NM	NM	15.3	-
2017F	2,399	522	351	4,421	62.5	593	42.6	23.2	3.8	12.9	-
2018F	3,281	866	600	7,057	59.6	942	23.9	12.2	3.0	13.2	-
2019F	3,773	1,024	711	8,361	18.5	1,106	20.2	9.8	2.6	13.7	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 220,000원(유지)

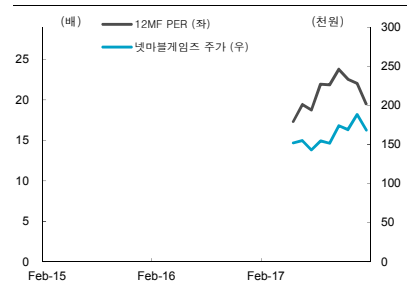
Stock Data

KOSPI(1/9)	2,510
주가(1/9)	168,500
시가총액(십억원)	14,327
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	199,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	57,975
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.2/27.1
주요주주(%)	방준혁 외 8 인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.2)	8.7	-
상대주가(%p)	(11.0)	3.2	-

주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 넷마블게임즈 분기 실적 추정

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	687.2	540.1	581.7	589.8	673.2	796.8	914.1	896.9	1,500.1	2,398.8	3,281.1
국내	476.6	261.0	171.4	190.9	233.3	289.6	392.0	361.0	743.7	1,099.9	1,275.9
리니지 레볼루션	388.8	164.8	93.2	68.8	64.1	59.6	52.6	46.4	129.1	715.6	222.7
세븐나이츠	28.5	27.8	20.5	16.4	15.6	14.8	14.1	13.4	157.2	93.3	57.8
테라 M				39.6	59.4	47.5	42.8	38.5		39.6	188.2
블레이드앤소울						75.0	191.3	172.1		0.0	438.4
해외	210.6	279.1	410.3	398.9	440.0	507.2	522.1	535.9	762.4	1,298.9	2,005.1
리니지 레볼루션 동남아		34.0	99.6	40.5	36.5	34.6	32.9	31.3		174.1	135.2
리니지 레볼루션 일본			70.1	103.5	98.3	93.4	88.7	84.3		173.6	364.8
리니지 레볼루션 북미				18.0	28.8	25.9	24.6	23.4		18.0	102.7
리니지 레볼루션 중국					42.0	113.4	107.7	102.3			365.5
Kabam	23.4	70.2	69.8	73.3	67.4	68.8	66.7	70.1		236.7	273.0
영업비용	487.1	435.0	469.9	484.6	518.0	588.4	654.0	654.5	1,205.4	1,876.6	2,414.9
인건비	90.0	86.8	92.4	88.4	92.9	95.7	99.2	102.8	246.2	357.6	390.6
지급수수료	283.8	223.9	232.9	245.6	280.3	331.8	380.6	373.5	603.6	986.2	1,366.2
광고선전비	78.4	82.4	101.0	105.0	97.6	111.6	121.6	123.8	255.6	366.8	454.5
감가상각비	13.6	16.1	16.4	17.1	17.2	17.9	19.5	19.7	30.6	63.2	74.3
기타	21.3	25.8	27.2	28.6	30.0	31.5	33.1	34.7	69.4	102.9	129.2
영업이익	200.1	105.1	111.8	105.2	155.2	208.3	260.2	242.4	294.7	522.2	866.2
영업이익률 %	29.1%	19.5%	19.2%	17.8%	23.1%	26.1%	28.5%	27.0%	19.6%	21.8%	26.4%
순이익	146.1	78.1	84.3	86.9	123.3	163.8	203.0	190.0	209.2	395.3	680.2
순이익률 %	21.3%	14.5%	14.5%	14.7%	18.3%	20.6%	22.2%	21.2%	13.9%	16.5%	20.7%
지배주주순이익	130.1	70.2	74.3	76.6	108.7	144.4	179.0	167.6	174.0	351.2	599.8

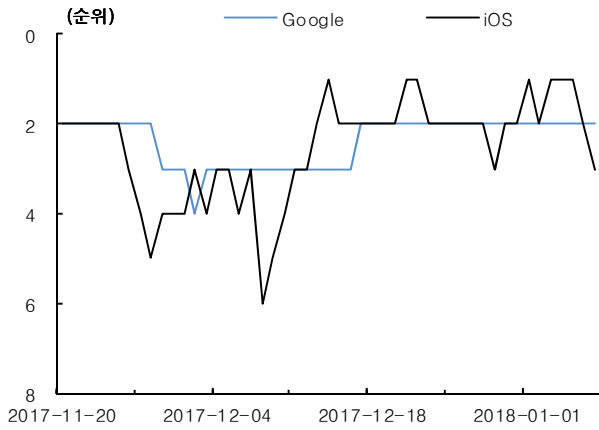
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

〈표 2〉 넷마블게임즈 신작 출시 일정

게임명	장르	시기
블레이드앤소울 레볼루션	MMORPG	1H18
이카루스 M	MMORPG	1H18
세븐나이츠 2	MMORPG	2H18
리니지 2 레볼루션 중국	MMORPG	2018
스톤에이지 MMORPG	MMORPG	2018
테리아 사가	전략 RPG	2018
펜텀게이트	어드벤처 RPG	2018
킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	2018

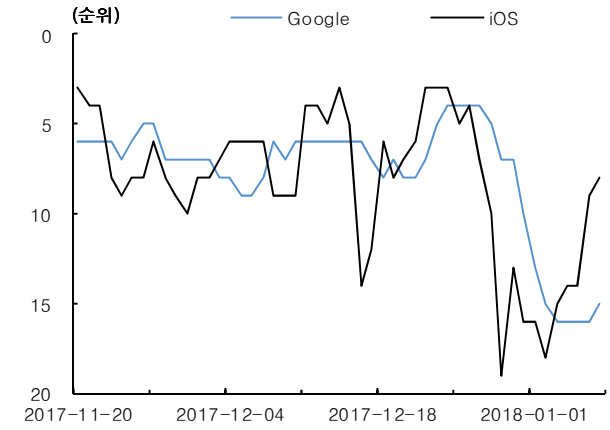
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 1] 리니지2 레볼루션 국내 순위 추이



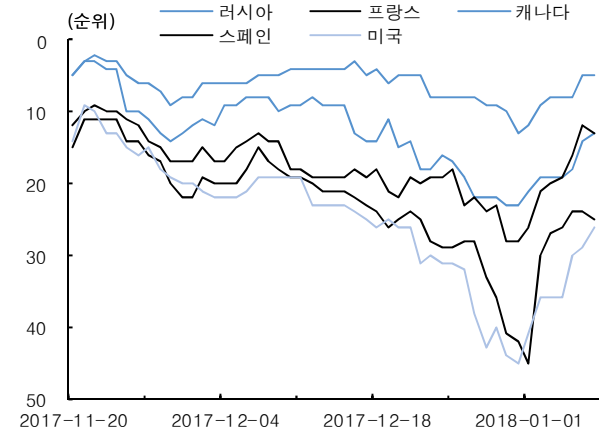
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 일본 순위 추이



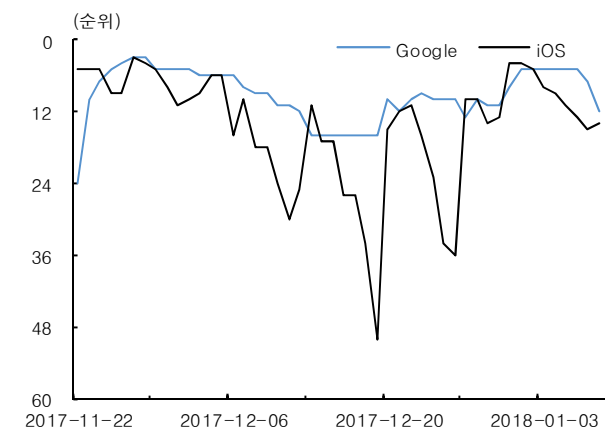
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 리니지2 레볼루션 북미/유럽 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 페이트 그랜드 오더 국내 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 11월 설립된 넷마블게임즈는 다수의 자회사를 통한 모바일 개발 게임 및 퍼블리싱 사업을 영위하고 있다. 다양한 포트폴리오와 흥행 IP 확보를 통해 경쟁 개발사들 대비 안정적인 매출을 창출 중이며 공격적인 M&A를 통해 해외 진출을 순조롭게 진행 중이다. 2017년 하반기를 시작으로 대표 게임인 '리니지2 레볼루션'의 해외 진출이 본격화될 전망이며 '테라 M' 등 기존 흥행 온라인 게임 IP 기반의 신작 출시를 준비 중이다

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	498	721	2,976	3,595	4,278
현금성자산	216	273	2,111	2,707	3,283
매출채권및기타채권	129	249	288	279	298
재고자산	0	2	2	3	3
비유동자산	961	1,236	2,207	2,292	2,458
투자자산	443	544	687	725	804
유형자산	26	123	138	153	168
무형자산	448	540	1,307	1,329	1,396
자산총계	1,458	1,957	5,183	5,888	6,737
유동부채	245	421	393	399	426
매입채무및기타채무	135	216	216	230	245
단기차입금및단기사채	29	105	55	30	30
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	33	226	423	441	457
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	200	163	135	117
부채총계	278	647	816	840	883
지배주주지분	1,059	1,216	4,229	4,829	5,540
자본금	1	7	8	8	8
자본잉여금	929	1,200	3,860	3,860	3,860
기타자본	(12)	(369)	(369)	(369)	(369)
이익잉여금	121	294	645	1,245	1,956
비지배주주지분	122	94	138	219	314
자본총계	1,181	1,310	4,367	5,048	5,854

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	224	197	561	881	994
당기순이익	169	209	395	680	806
유형자산감가상각비	7	8	12	15	19
무형자산상각비	15	22	59	60	63
자산부채변동	(8)	(82)	50	44	12
기타	41	40	45	82	94
투자활동현금흐름	(478)	(207)	(1,253)	(152)	(305)
유형자산투자	(19)	(90)	(27)	(30)	(34)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(360)	(64)	(143)	(36)	(77)
무형자산순증	(6)	(7)	(827)	(82)	(131)
기타	(93)	(47)	(256)	(4)	(63)
재무활동현금흐름	370	63	2,530	(133)	(113)
자본의증가	381	1	2,662	0	0
차입금의순증	16	73	(87)	(53)	(18)
배당금지급	(3)	(4)	0	0	0
기타	(24)	(7)	(45)	(80)	(95)
기타현금흐름	1	4	0	0	0
현금의증가	117	57	1,838	596	576

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

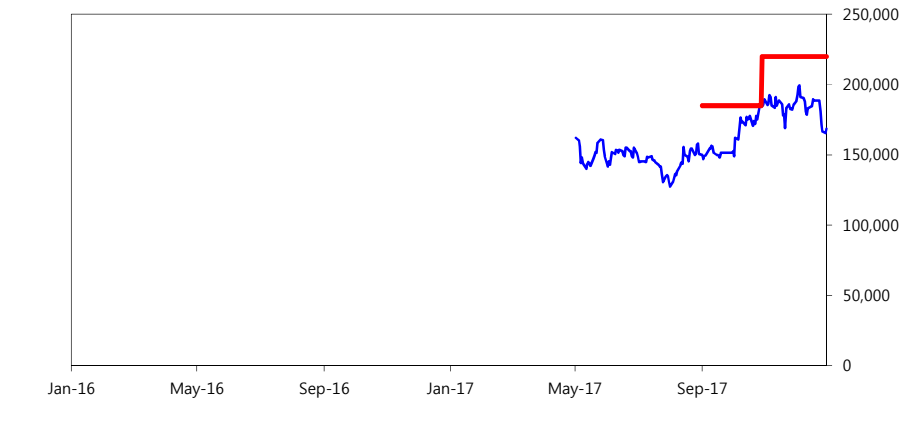
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,073	1,500	2,399	3,281	3,773
매출원가	588	751	0	0	0
매출총이익	484	749	2,399	3,281	3,773
판매관리비	259	454	1,877	2,415	2,750
영업이익	225	295	522	866	1,024
금융수익	20	20	44	50	58
이자수익	5	4	18	35	42
금융비용	7	19	24	6	3
이자비용	1	2	3	2	2
기타영업외손익	(8)	(16)	(22)	(5)	(6)
관계기업관련손익	(2)	(3)	1	2	2
세전계속사업이익	229	276	521	907	1,075
법인세비용	60	66	125	227	269
연결당기순이익	169	209	395	680	806
지배주주지분순이익	121	174	351	600	711
기타포괄이익	22	66	0	0	0
총포괄이익	190	275	395	680	806
지배주주지분포괄이익	141	239	351	600	711
EBITDA	248	325	593	942	1,106

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,049	2,720	4,421	7,057	8,361
BPS	71,076	17,949	49,748	56,803	65,161
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	196.1	39.8	59.9	36.8	15.0
영업이익증가율	153.8	30.8	77.2	65.9	18.2
순이익증가율	391.2	44.3	101.9	70.8	18.5
EPS증가율	956,307.9	32.7	62.5	59.6	18.5
EBITDA증가율	142.7	31.1	82.4	58.7	17.4
수익성(%)					
영업이익률	21.0	19.6	21.8	26.4	27.1
순이익률	11.2	11.6	14.6	18.3	18.8
EBITDA Margin	23.1	21.7	24.7	28.7	29.3
ROA	15.2	12.3	11.1	12.3	12.8
ROE	14.8	15.3	12.9	13.2	13.7
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(289)	(110)	(2,417)	(3,095)	(3,773)
차입금/자본총계비율(%)	3.9	23.6	5.1	3.4	2.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	42.6	23.9	20.2
PBR	NM	NM	3.8	3.0	2.6
EV/EBITDA	NM	NM	23.2	12.2	9.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
넷마블게임즈(251270)	2017.09.11	매수	185,000원	-11.9	0.8
	2017.11.08	매수	220,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 9일 현재 넷마블게임즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 넷마블게임즈 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 넷마블게임즈 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.