

# 넷마블게임즈(251270)

## 신작 모멘텀은 유효하다

신작 및 기존 게임들의 매출 감소와 비용 증가로 4분기 실적은 기대치 하회  
2018년에는 '블레이드앤소울 레볼루션'을 포함 16종의 신작 출시 예정  
일본 등 해외 지역 진출 본격화를 통한 해외 매출 성장 지속될 전망

### Facts : 기대치를 하회한 4분기 실적

넷마블게임즈의 4분기 실적은 매출액 6,158억원(+33.0% YoY, +5.9% QoQ), 영업이익 926억원(-21.6% YoY, -17.2% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. 5% 이상의 매출을 창출하는 게임수는 7개로 라인업이 지속 다양화되고 있는 점은 긍정적이다. 하지만 '리니지2 레볼루션' 매출액은 2,401억원(-8.3% QoQ)으로 감소했으며 북미 및 유럽 54개국 출시로 인해 마케팅 비용이 1,194억원(+18.2% QoQ)으로 증가했다. '테라M' 등 신작의 성과도 기대치를 하회했다. 인건비는 인센티브 지급으로 인해 초과 근무 수당이 반영된 3분기 대비 증가한 942억원을 기록했다.

### Pros & cons : 서비스 지역 및 라인업의 다양화는 긍정적

서비스 지역 및 라인업의 다양화를 통한 성장이 기대된다. 2018년에는 '리니지2 레볼루션' 해외 지역 매출이 온기 반영됨에 따라 매출액이 3.2조원(+32.7% YoY)으로 증가할 전망이다. 또한 '블레이드앤소울 레볼루션'을 포함 다양한 신작들의 출시 또한 향후 성장을 견인할 요소라고 판단한다. '리니지2 레볼루션'과 '세븐나이즈'가 흥행에 성공한 일본 진출 또한 본격적으로 진행될 예정으로 해외 매출의 가파른 성장이 예상된다. 다만 라인업 확대에 따른 비용의 증가와 경쟁 심화에 따른 신작들의 흥행 가능성 하락은 부정적이라고 판단한다.

### Action : 매수의견 유지, 목표주가 175,000원으로 하향

넷마블게임즈에 대한 매수의견을 유지하나 목표주가를 175,000원(18F EPS에 target PER 26.9배 적용) 기존 대비 25.7% 하향한다. 기존 게임들의 매출 감소, 중국 서비스 지연, 경쟁 심화에 따른 흥행 가능성 하락 등을 감안해 2018년 EPS를 하향했다. 2018년에도 '블레이드앤소울 레볼루션'과 '세븐나이즈'를 포함한 16종의 게임 출시를 통한 외형성장이 가능할 전망이다. 또한 '리니지2 레볼루션'의 해외 진출을 통해 축적한 해외 운영 노하우를 기반으로 향후 출시될 게임들의 흥행 가능성이 높아질 것이다. 다만 기대 신작들의 출시 시기가 하반기에 집중될 것으로 예상됨에 따라 단기 상승 여력은 제한적일 것으로 예상된다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 175,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(2/6)	2,453
주가(2/6)	153,000
시가총액(십억원)	13,009
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	199,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	60,964
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.2/27.2
주요주주(%)	방준혁 외 9인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

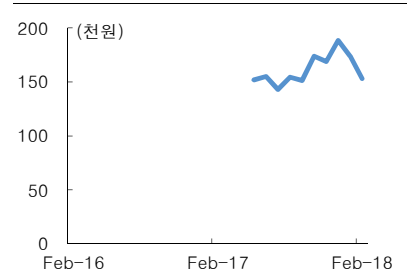
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	48.1	23.9
PBR(x)	NM	3.9	2.8
ROE(%)	15.3	11.6	12.4
DY(%)	-	0.2	0.7
EV/EBITDA(x)	NM	23.8	11.7
EPS(원)	2,720	3,915	6,402
BPS(원)	17,949	48,910	54,310

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	17.2	-
KOSPI 대비(%p)	(6.3)	14.8	-

### 주가추이



자료: WISEfn

김성은

askim@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	463.0	687.2	540.1	581.7	615.8	5.9	33.0	631.3
영업이익	118.1	200.1	105.1	111.8	92.6	(17.2)	(21.6)	124.0
영업이익률(%)	25.5	29.1	19.5	19.2	15.0			19.6
세전이익	97.7	190.9	108.2	105.6	70.7	(33.1)	(27.6)	135.8
순이익	80.8	146.1	78.1	84.2	54.2	(35.6)	(32.9)	87.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 넷마블게임즈 분기 실적 추정

(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
<b>매출액</b>	<b>687.2</b>	<b>540.1</b>	<b>581.7</b>	<b>615.8</b>	<b>609.9</b>	<b>678.5</b>	<b>952.7</b>	<b>976.7</b>	<b>1,500.1</b>	<b>2,424.8</b>	<b>3,217.8</b>
국내	476.6	261.0	171.4	197.7	201.9	262.3	368.7	341.4	743.7	1,106.7	1,174.4
리니지 2 레볼루션	388.8	164.8	93.2	68.8	53.9	50.2	44.3	39.1	129.1	715.6	187.5
세븐나이츠	28.5	27.8	20.5	19.5	18.6	17.6	16.7	15.9	157.2	96.4	68.8
테라 M				30.8	37.8	28.4	25.5	23.0		30.8	114.6
블레이드앤소울						75.0	191.3	172.1		0.0	438.4
해외	210.6	279.1	410.3	418.1	408.0	416.2	584.0	635.3	762.4	1,318.1	2,043.5
리니지 2 레볼루션 동남아		34.0	99.6	37.3	24.2	21.8	19.6	17.7		170.9	83.3
리니지 2 레볼루션 일본			70.1	117.0	93.6	88.9	84.5	80.3		187.1	347.2
리니지 2 레볼루션 북미				17.1	17.1	15.4	14.6	13.9		17.1	61.0
리니지 2 레볼루션 중국					0.0	0.0	126.0	119.7			245.7
Kabam	23.4	70.2	69.8	86.2	81.9	83.5	81.0	89.1		249.6	335.6
<b>영업비용</b>	<b>487.1</b>	<b>435.0</b>	<b>469.9</b>	<b>523.2</b>	<b>497.3</b>	<b>539.9</b>	<b>675.2</b>	<b>698.9</b>	<b>1,205.4</b>	<b>1,915.2</b>	<b>2,411.3</b>
인건비	90.0	86.8	92.4	94.2	96.9	99.5	104.3	108.7	246.2	363.4	409.4
지급수수료	283.8	223.9	232.9	261.9	259.4	288.6	405.2	415.4	603.6	1,002.5	1,368.5
광고선전비	78.4	82.4	101.0	119.4	92.1	101.8	114.3	122.1	255.6	381.2	430.3
감가상각비	13.6	16.1	16.4	16.6	17.2	17.6	18.4	19.1	30.6	62.7	72.4
기타	21.3	25.8	27.2	31.1	31.7	32.3	33.0	33.6	69.4	105.4	130.6
<b>영업이익</b>	<b>200.1</b>	<b>105.1</b>	<b>111.8</b>	<b>92.6</b>	<b>112.6</b>	<b>138.7</b>	<b>277.5</b>	<b>277.8</b>	<b>294.7</b>	<b>509.6</b>	<b>806.6</b>
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.0%	18.5%	20.4%	29.1%	28.4%	19.6%	21.0%	25.1%
<b>순이익</b>	<b>146.1</b>	<b>78.1</b>	<b>84.2</b>	<b>54.2</b>	<b>84.9</b>	<b>105.3</b>	<b>210.7</b>	<b>210.5</b>	<b>209.2</b>	<b>362.6</b>	<b>611.4</b>
순이익률	21.3%	14.5%	14.5%	8.8%	13.9%	15.5%	22.1%	21.5%	13.9%	15.0%	19.0%
<b>지배주주순이익</b>	<b>130.1</b>	<b>70.2</b>	<b>74.3</b>	<b>36.4</b>	<b>75.5</b>	<b>93.7</b>	<b>187.6</b>	<b>187.3</b>	<b>174.0</b>	<b>311.0</b>	<b>544.1</b>

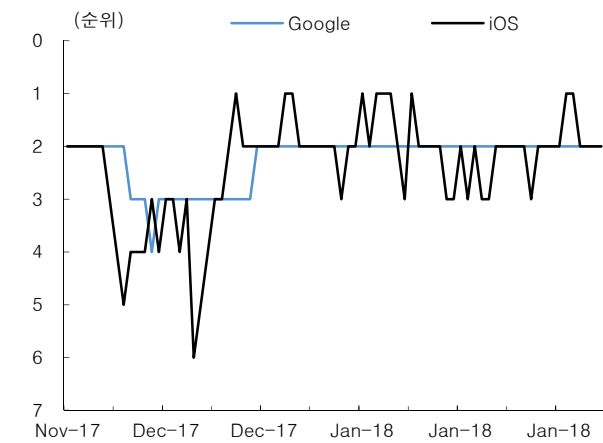
〈표 3〉 실적 추정 변경 내용

(십억원, 원, %)

		변경후	변경전	변동률
매출액	2017	2,424.8	2,398.8	1.1
	2018F	3,217.8	3,281.1	(1.9)
	2019F	3,700.5	3,773.2	(1.9)
영업이익	2017	509.6	522.2	(2.4)
	2018F	806.6	866.2	(6.9)
	2019F	955.3	1,023.6	(6.7)
지배주주순이익	2017	311.0	347.8	(10.6)
	2018F	544.1	594.4	(8.5)
	2019F	658.3	704.6	(6.6)
EPS	2017	3,915	4,377	(10.6)
	2018F	6,402	6,993	(8.5)
	2019F	7,745	8,289	(6.6)

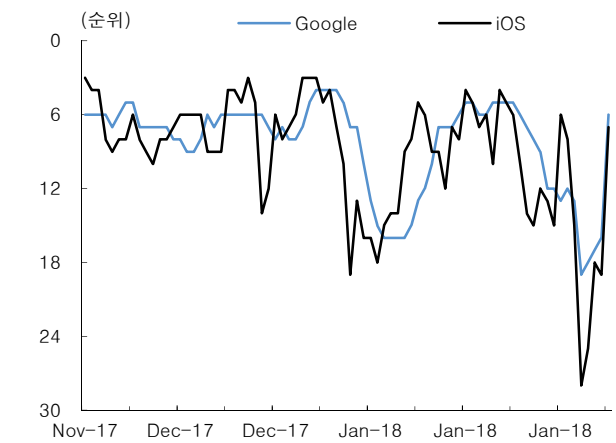
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국: 리니지2 레볼루션 순위 추이



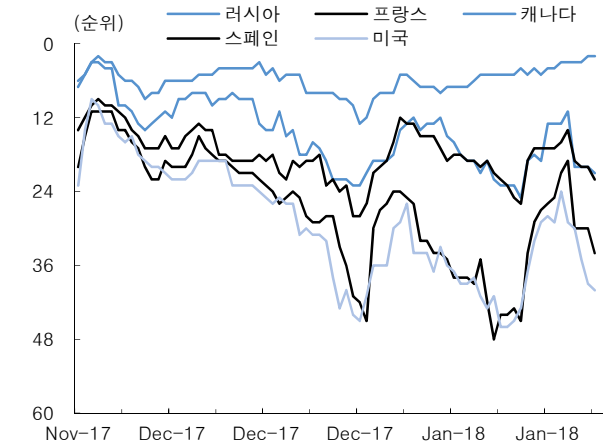
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 2] 일본: 리니지2 레볼루션 순위 추이



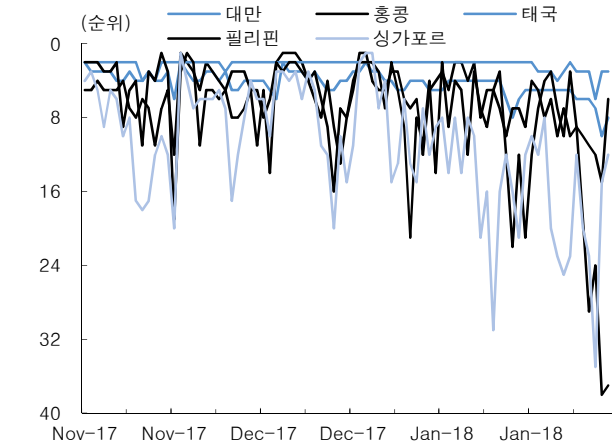
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 서부권: 리니지2 레볼루션 순위 추이



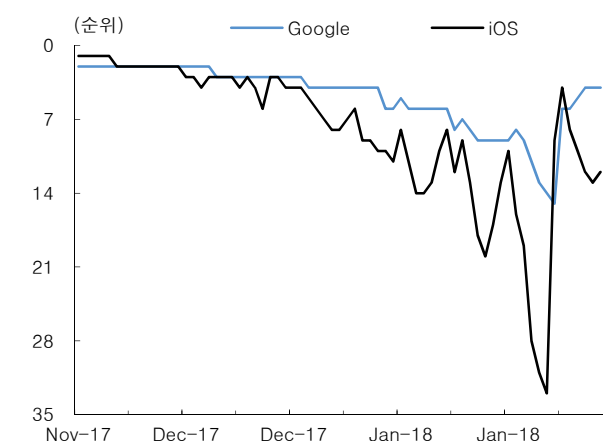
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 아시아권: 리니지2 레볼루션 순위 추이



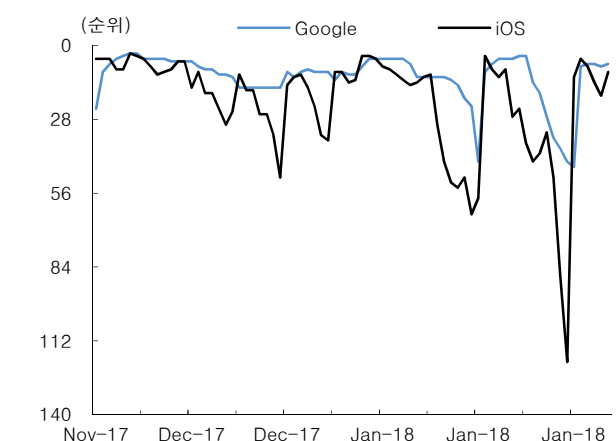
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 5] 테라M 국내 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 6] 페이트 그랜드 오더 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

〈표 4〉 신작 출시 일정

게임	장르	시기
피싱스트라이크	스포츠	2월 2018년
블레이드앤소울 레볼루션	MMORPG	1H18
이카루스 M	MMORPG	1H18
해리포터	어드벤처 RPG	1H18
퍼스트본	전략 RPG	1H18
테리아 사가	전략 RPG	1H18
세븐나이츠 2	MMORPG	2H18
일곱개의 대죄	RPG	2H18
킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	2H18
매직 더 개더링 M	TCG	2H18
요괴워치 메달워즈	캐주얼	2H18
원탁의 기사	MMORPG	2H18
리치 그라운드	캐주얼	2H18
팬텀게이트	어드벤처 RPG	2H18
콩야 야채부락리	캐주얼 RPG	2H18
콩야 캐치마인드	캐주얼	2H18
극열마구마구	야구 RPG	2H18
스톤에이지 MMORPG	MMORPG	2H18
BTS WORLD	시뮬레이션	2H18
세븐나이츠 스위치	MMORPG	미정

자료: 넷마블게임즈, 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 '테라M' 등 기존 흥행 온라인 게임 IP 기반의 신작 출시를 준비 중이다

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	498	721	2,912	3,446	3,974
현금성자산	216	273	2,037	2,574	2,997
매출채권및기타채권	129	249	291	274	292
재고자산	0	2	2	3	3
비유동자산	961	1,236	2,229	2,251	2,414
투자자산	443	544	695	711	788
유형자산	26	123	138	153	168
무형자산	448	540	1,322	1,303	1,369
자산총계	1,458	1,957	5,141	5,697	6,388
유동부채	245	421	411	431	470
매입채무및기타채무	135	216	218	225	241
단기차입금및단기사채	29	105	55	30	30
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	33	226	426	435	450
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	200	163	135	117
부채총계	278	647	837	866	920
지배주주지분	1,059	1,216	4,158	4,618	5,174
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	574	1,033	1,590
비지배주주지분	122	94	146	213	294
자본총계	1,181	1,310	4,304	4,831	5,468

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	224	197	553	821	926
당기순이익	169	209	363	611	740
유형자산감가상각비	7	8	12	15	19
무형자산상각비	15	22	60	59	62
자산부채변동	(8)	(82)	66	66	24
기타	41	40	52	70	81
투자활동현금흐름	(478)	(207)	(1,281)	(78)	(301)
유형자산투자	(19)	(90)	(27)	(30)	(34)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(360)	(64)	(151)	(16)	(77)
무형자산순증	(6)	(7)	(841)	(41)	(128)
기타	(93)	(47)	(262)	9	(62)
재무활동현금흐름	370	63	2,492	(205)	(201)
자본의증가	381	1	2,662	0	0
차입금의순증	16	73	(87)	(53)	(18)
배당금지급	(3)	(4)	0	(31)	(85)
기타	(24)	(7)	(83)	(121)	(98)
기타현금흐름	1	4	0	0	0
현금의증가	117	57	1,764	537	423

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

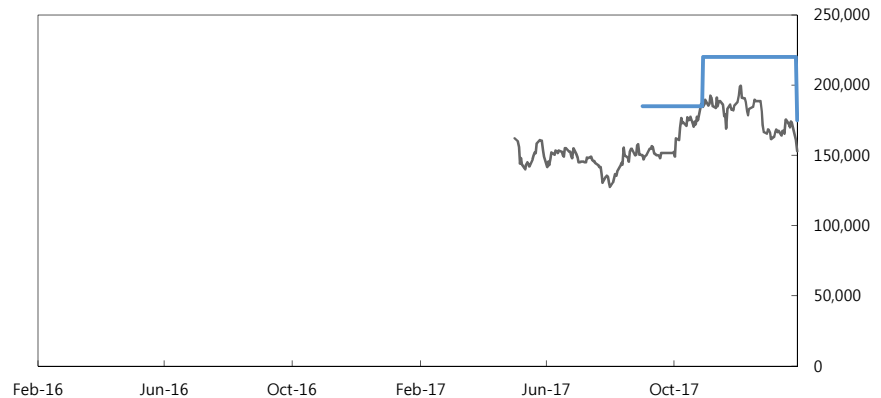
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,073	1,500	2,425	3,218	3,701
매출원가	588	751	0	0	0
매출총이익	484	749	2,425	3,218	3,701
판매관리비	259	454	1,915	2,411	2,745
영업이익	225	295	510	807	955
금융수익	20	20	45	53	59
이자수익	5	4	17	33	39
금융비용	7	19	33	22	3
이자비용	1	2	3	2	2
기타영업외손익	(8)	(16)	(45)	(22)	(25)
관계기업관련손익	(2)	(3)	(1)	0	0
세전계속사업이익	229	276	476	815	986
법인세비용	60	66	113	204	247
연결당기순이익	169	209	363	611	740
지배주주지분순이익	121	174	311	544	658
기타포괄이익	22	66	0	0	0
총포괄이익	190	275	363	611	740
지배주주지분포괄이익	141	239	311	544	658
EBITDA	248	325	581	881	1,036

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,049	2,720	3,915	6,402	7,745
BPS	71,076	17,949	48,910	54,310	60,853
DPS	0	0	360	1,000	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	196.1	39.8	61.7	32.7	15.0
영업이익증가율	153.8	30.8	72.9	58.3	18.4
순이익증가율	391.2	44.3	78.8	74.9	21.0
EPS증가율	956,307.9	32.7	43.9	63.5	21.0
EBITDA증가율	142.7	31.1	78.7	51.5	17.6
수익성(%)					
영업이익률	21.0	19.6	21.0	25.1	25.8
순이익률	11.2	11.6	12.8	16.9	17.8
EBITDA Margin	23.1	21.7	24.0	27.4	28.0
ROA	15.2	12.3	10.2	11.3	12.2
ROE	14.8	15.3	11.6	12.4	13.4
배당수익률	-	-	0.2	0.7	0.8
배당성향	0.0	0.0	9.8	15.6	15.5
안정성					
순차입금(십억원)	(289)	(110)	(2,348)	(2,952)	(3,475)
차입금/자본총계비율(%)	3.9	23.6	5.2	3.5	2.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	48.1	23.9	19.8
PBR	NM	NM	3.9	2.8	2.5
EV/EBITDA	NM	NM	23.8	11.7	9.5

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
넷마블게임즈(251270)	2017.09.11	매수	185,000원	-11.9	0.8
	2017.11.08	매수	220,000원	-18.6	-9.3
	2018.02.06	매수	175,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 6일 현재 넷마블게임즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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 결과에 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.