

넷마블게임즈(251270)

매수(유지)

목표주가: 220,000원(유지)

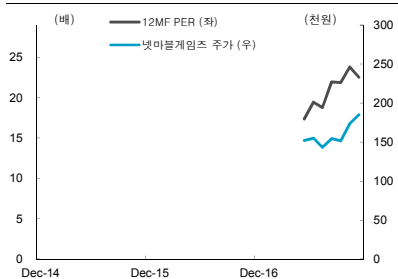
Stock Data

KOSPI(11/17)	2,534
주가(11/17)	185,000
시가총액(십억원)	15,730
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	192,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,642
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.1/28.0
주요주주(%)	방준혁 외 8 인 25.2
	씨제이이엔엠 22.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.1	28.5	0.0
상대주가(%p)	7.1	18.0	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

글로벌 확장과 신작 모멘텀에 주목

모바일 RPG 불모지에서 거둔 긍정적인 결과

지난 15일 북미/유럽 54개국에서 출시된 '리니지2 레볼루션'은 RPG 장르에 비우호적인 시장 특성에도 불구하고 비교적 만족스러운 성과를 시현했다. 출시 첫 날 60위를 기록한 미국 매출 순위는 25위권까지 상승했으며 국내와 이용자 특성이 유사한 러시아의 매출 순위는 3위까지 상승했다. 미국 지역 일매출액은 iOS 매출 순위 30위권을 유지 중인 '더블 유카지노'가 분기 200억원 초반의 모바일 매출액을 기록 중이라는 점을 감안할 때 3억원 수준에 달할 것으로 추정한다. 7,000억원에 달하는 러시아 게임 시장 규모와 유럽 주요 국가 내 매출 순위를 고려할 시 신규 지역의 일 매출액은 5억원을 상회 중인 것으로 추정된다. 출시 직후 상위권에 진입한 아시아 시장과 비교할 시 다소 실망스러운 결과이나 과거 '서머너즈워' 등의 흥행작들이 초기 성과가 '리니지2 레볼루션'에 미치지 못했다는 점을 감안할 시 점진적인 매출 수준 상승이 예상된다.

향후 신작들의 해외 흥행에 대한 가시성 개선

'리니지2 레볼루션'의 일정 수준의 성과를 시현함에 따라 향후 출시될 신규 MMORPG들의 흥행 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 설령 '리니지2 레볼루션'의 매출 수준이 현 수준에 머문다고 가정해도 서구권 운영 및 현지화 노하우의 축적에 대한 결과물이 추가 신작에 활용될 수 있다. 실제로 '세븐나이츠'를 통해 시행 착오를 겪은 일본의 경우 '리니지2 레볼루션'이 매출 순위 1위를 기록했다. 높은 다운로드 순위도 긍정적이라고 판단한다. 문화적 차이에 따른 초기 ARPPU의 격차로 매출 순위가 기대치를 하회한 것으로 해석되지만 성공적으로 이용자를 유입하며 서구권 모바일 MMORPG 시장의 문을 열었다. 또한 향후 출시될 '테라 M'과 '블레이드앤소울 레볼루션'의 경우 IP 영향력이 '리니지' IP 대비 높아 해외 흥행에 대한 기대감이 지속 확대될 전망이다.

기대 신작들의 출시 가시화

기대 신작들의 출시 시기가 압박함에 따라 상승 모멘텀이 지속 강화될 전망이다. 11월 28일 출시를 앞둔 '테라 M'의 경우 '리니지2 레볼루션' 출시 이후 IP 기반 3D MMORPG 출시 부재가 지속됨에 따라 대기 수요가 충분할 것으로 예상된다. 산업 특성 상 흥행 여부를 판단하기는 어려우나 9월 출시된 넥슨의 '엑스' 외에는 동일 장르 내 경쟁 신작이 없다는 점은 명확하다. 21일 출시가 예정된 '페이트 그랜드 오더'의 경우 '테라 M' 대비 기대감은 낮다. 하지만 최근 국내 모바일 게임 시장의 공급이 MMORPG로 집중되어 신규 수집형 RPG에 대한 일정 수준의 수요가 있을 것으로 판단한다. 유사한 게임인 '소녀전선'과 '붕괴'의 흥행을 감안할 때 의미있는 매출을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 지스타 2017에서

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종가률 (%)	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	2,485	563	378	4,762	75.1	637	38.8	21.2	3.7	13.8	-
2018F	3,607	1,126	772	9,078	90.6	1,207	20.4	10.7	3.1	16.6	-
2019F	4,148	1,321	909	10,692	17.8	1,410	17.3	8.6	2.6	16.6	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

공개된 '블레이드앤소울 레볼루션', '이카루스 M', '세븐나이츠2'의 출시도 2018년으로 예정되어 있어 국내 모바일 MMORPG 시장 내 입지가 지속 강화될 전망이다.

매수의견 유지 및 목표주가 220,000원 유지

넷마블게임즈에 대한 매수의견과 목표주가 220,000원(18F EPS에 target PER 24.1배 적용)을 유지한다. 서구권 모바일 게임 시장 특성 상 아직 성패여부를 판단하기 이르며 현 수준의 성과도 모바일 MMORPG 불모지인 서구권에서는 만족스러운 결과다. '리니지2 레볼루션' 출시를 통해 축적된 노하우가 향후 출시될 신작들의 흥행 가능성을 높일 수 있다는 점도 긍정적이다. 한편 2017년 2종의 기대작 출시 시점 임박, G-Star에서의 신작 공개로 높아진 2018년 신작들에 대한 기대감, 중국 판호 관련 분위기 개선 등의 긍정적인 요인들을 고려할 시 '리니지2 레볼루션' 신규 지역 성과에 따른 하락 Risk는 제한적이라고 판단한다.

<표 1> 넷마블게임즈 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	326.2	351.8	359.0	463.0	687.2	540.1	581.7	676.4	1,500.1	2,485.4	3,606.7
국내	168.3	148.9	158.8	267.7	476.6	261.0	171.4	237.5	743.7	1,146.5	1,363.1
리니지 레볼루션				129.1	388.8	164.8	93.2	79.7	129.1	726.5	258.0
세븐나이츠	44.3	41.0	41.6	30.3	28.5	27.8	20.5	18.5	157.2	95.3	65.1
테라 M								66.0		66.0	278.7
해외	157.9	202.9	200.3	201.3	210.6	279.1	410.3	438.9	762.4	1,338.9	2,243.6
리니지 레볼루션 동남아						34.0	99.6	54.0		187.6	180.3
리니지 레볼루션 일본							70.1	108.0		178.1	380.6
리니지 레볼루션 북미								36.0		36.0	308.2
리니지 레볼루션 중국											365.5
Kabam					23.4	70.2	69.8	76.8		240.2	286.0
영업비용	266.8	299.2	294.4	344.9	487.1	435.0	469.9	530.0	1,205.4	1,922.0	2,481.0
인건비	51.5	60.3	63.3	71.1	90.0	86.8	92.4	88.4	246.2	357.6	390.6
지급수수료	132.4	140.4	141.3	189.5	283.8	223.9	232.9	281.6	603.6	1,022.2	1,501.8
광고선전비	57.8	75.4	63.6	58.8	78.4	82.4	101.0	115.0	255.6	376.8	391.6
감가상각비	6.7	7.1	8.1	8.6	13.6	16.1	16.4	16.4	30.6	62.5	67.7
기타	18.4	16.0	18.1	16.9	21.3	25.8	27.2	28.6	69.4	102.9	129.2
영업이익	59.4	52.6	64.6	118.1	200.1	105.1	111.8	146.4	294.7	563.4	1,125.7
영업이익률%	18.2%	14.9%	18.0%	25.5%	29.1%	19.5%	19.2%	21.6%	19.6%	22.7%	31.2%
순이익	54.6	32.5	41.3	80.8	146.1	78.1	84.2	117.6	209.2	426.0	874.8
순이익률%	16.7%	9.2%	11.5%	17.5%	21.3%	14.5%	14.5%	17.4%	13.9%	17.1%	24.3%
지배주주순이익	41.1	21.0	39.9	72.0	130.1	70.2	74.3	103.7	174.0	378.3	771.6

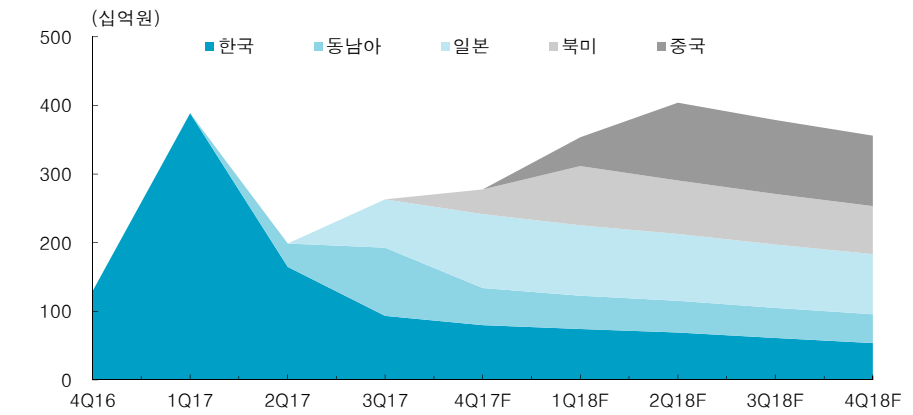
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

<표 2> 넷마블게임즈 연내 출시 신작

게임	출시 일정	비고
페이트 그랜드 오더	11 월 21 일	일본 매출 Top 5
테라 M	11 월 28 일	사전예약자 200 만명

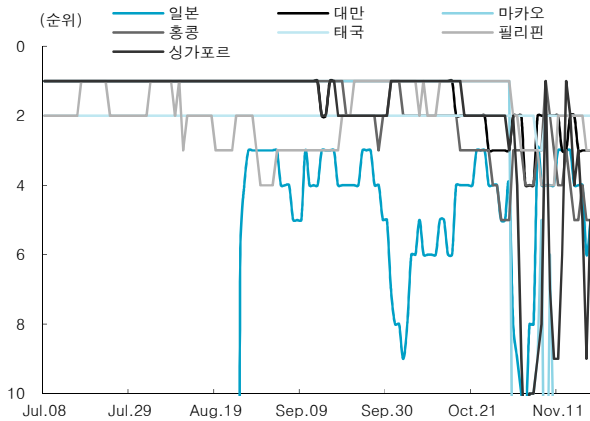
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 1] 리니지2 레볼루션 지역별 매출액 추이 및 전망



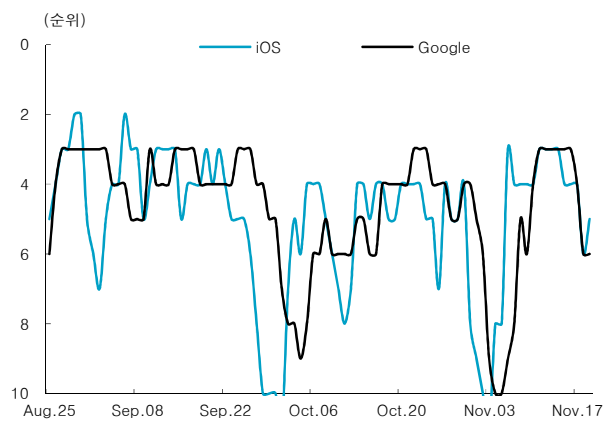
주: 중국 매출은 로열티 인식 기준
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 동남아 주요 국가 매출 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 리니지2 레볼루션 일본 플랫폼별 매출 순위



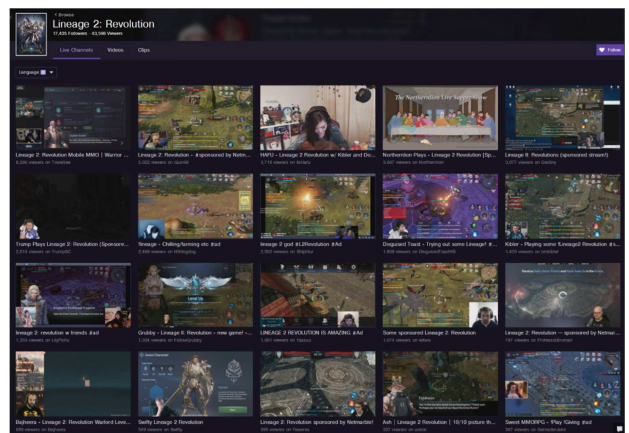
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] 리니지2 레볼루션 글로벌 출시 현지화 예시



자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 5] 리니지2 레볼루션 : Twitch TV 를 활용한 마케팅



자료: Twitch TV, 한국투자증권

<표 3> 리니지2 레볼루션 서구권 주요 지역 국가 매출 순위 추이(10S)

국가/Date	2017.11.15	2017.11.16	2017.11.17	2017.11.18
미국	60	35	24	26
캐나다	122	25	16	9
러시아	12	6	3	3
터키	66	33	17	15
스페인	36	11	9	14
영국	50	40	22	22
독일	76	42	36	29
프랑스	127	43	27	25

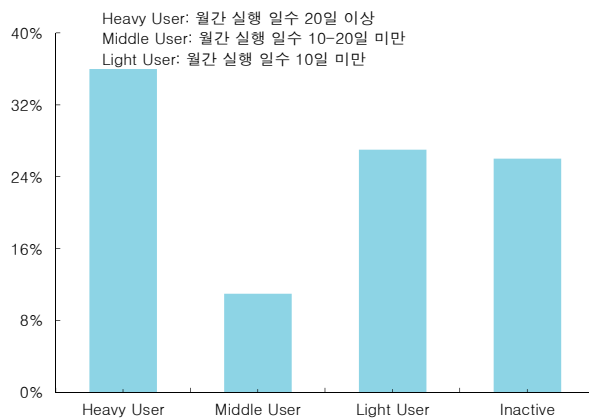
자료: App Annie, 한국투자증권

<표 4> 리니지2 레볼루션 서구권 주요 지역 국가 다운로드 순위 추이(10S)

국가/Date	2017.11.15	2017.11.16	2017.11.17	2017.11.18
미국	8	4	6	8
캐나다	12	5	6	9
러시아	4	1	2	2
터키	55	6	6	7
스페인	6	3	4	6
영국	68	21	24	37
독일	33	11	17	29
프랑스	59	14	16	27

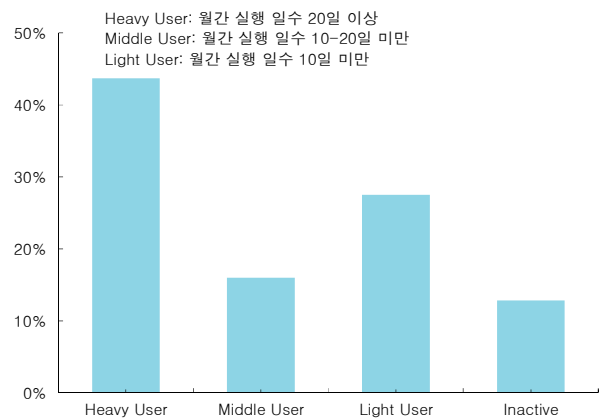
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 6] 국내 흥행에 성공한 '소녀전선'의 이용자 비중



자료: AppApe, 한국투자증권

[그림 7] '페이트 그랜드 오더'의 높은 Heavy User 비중 또한 높음



자료: AppApe, 한국투자증권

[그림 8] '페이트 그랜드 오더' 플레이화면



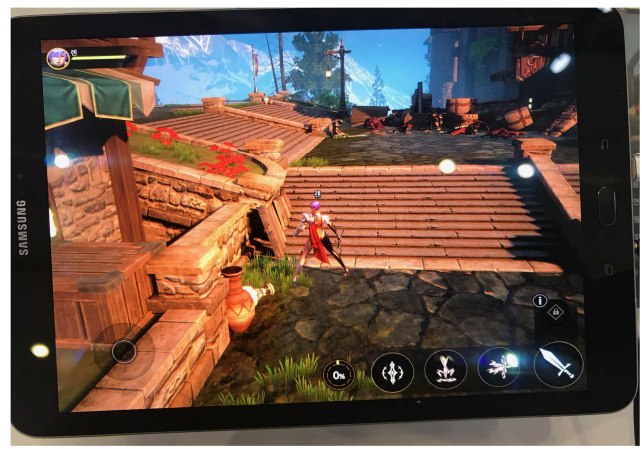
자료: 에니플렉스, 한국투자증권

[그림 9] 넷마블게임즈 : 테라 M 플레이화면



자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 10] 넷마블게임즈 : 세븐나이츠2 플레이화면



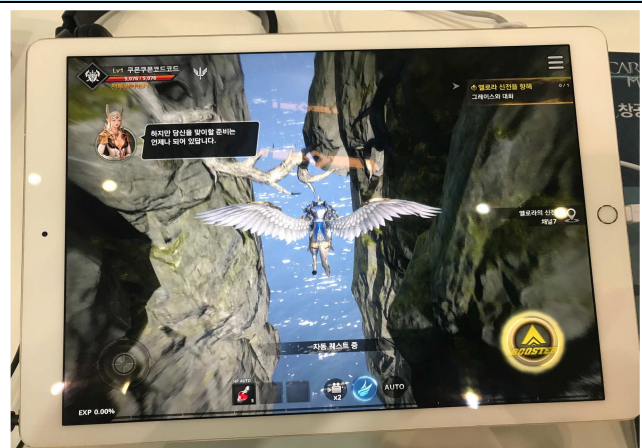
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 11] 넷마블게임즈 : 블레이드앤소울 레볼루션 플레이화면



자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 12] 넷마블게임즈 : 이카루스M 플레이화면



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 '테라 M' 등 기존 흥행 온라인 게임 IP 기반의 신작 출시를 준비 중이다

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	498	721	2,940	3,646	4,537
현금성자산	216	273	2,068	2,705	3,526
매출채권및기타채권	129	249	286	307	328
재고자산	0	2	2	3	3
비유동자산	961	1,236	2,282	2,505	2,686
투자자산	443	544	712	797	883
유형자산	26	123	138	153	168
무형자산	448	540	1,355	1,461	1,535
자산총계	1,458	1,957	5,221	6,150	7,223
유동부채	245	421	390	406	429
매입채무및기타채무	135	216	224	252	270
단기차입금및단기사채	29	105	55	30	30
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	33	226	433	472	490
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	200	163	135	117
부채총계	278	647	823	877	919
지배주주지분	1,059	1,216	4,256	5,028	5,937
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	672	1,444	2,353
비지배주주지분	122	94	142	245	367
자본총계	1,181	1,310	4,398	5,273	6,303

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	224	197	598	1,086	1,245
당기순이익	169	209	426	875	1,030
유형자산감가상각비	7	8	12	15	19
무형자산상각비	15	22	61	66	70
자산부채변동	(8)	(82)	51	26	6
기타	41	40	48	104	120
투자활동현금흐름	(478)	(207)	(1,330)	(293)	(285)
유형자산투자	(19)	(90)	(27)	(30)	(34)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(360)	(64)	(168)	(83)	(85)
무형자산순증	(6)	(7)	(876)	(173)	(144)
기타	(93)	(47)	(259)	(7)	(22)
재무활동현금흐름	370	63	2,527	(156)	(140)
자본의증가	381	1	2,662	0	0
차입금의순증	16	73	(87)	(53)	(18)
배당금지급	(3)	(4)	0	0	0
기타	(24)	(7)	(48)	(103)	(122)
기타현금흐름	1	4	0	0	0
현금의증가	117	57	1,795	637	821

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,073	1,500	2,485	3,607	4,148
매출원가	588	751	0	0	0
매출총이익	484	749	2,485	3,607	4,148
판매관리비	259	454	1,922	2,481	2,826
영업이익	225	295	563	1,126	1,321
금융수익	20	20	43	50	59
이자수익	5	4	18	34	43
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	562	1,166	1,374
법인세비용	60	66	136	292	343
연결당기순이익	169	209	426	875	1,030
지배주주지분순이익	121	174	378	772	909
기타포괄이익	22	66	0	0	0
총포괄이익	190	275	426	875	1,030
지배주주지분포괄이익	141	239	378	772	909
EBITDA	248	325	637	1,207	1,410

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,049	2,720	4,762	9,078	10,692
BPS	71,076	17,949	50,067	59,142	69,831
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	196.1	39.8	65.7	45.1	15.0
영업이익증가율	153.8	30.8	91.2	99.8	17.4
순이익증가율	391.2	44.3	117.5	103.9	17.8
EPS증가율	956,307.9	32.7	75.1	90.6	17.8
EBITDA증가율	142.7	31.1	95.7	89.7	16.8
수익성(%)					
영업이익률	21.0	19.6	22.7	31.2	31.9
순이익률	11.2	11.6	15.2	21.4	21.9
EBITDA Margin	23.1	21.7	25.6	33.5	34.0
ROA	15.2	12.3	11.9	15.4	15.4
ROE	14.8	15.3	13.8	16.6	16.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(289)	(110)	(2,380)	(3,113)	(3,997)
차입금/자본총계비율(%)	3.9	23.6	5.1	3.2	2.4
Valuation(X)					
PER	NM	NM	38.8	20.4	17.3
PBR	NM	NM	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	NM	NM	21.2	10.7	8.6

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 2017년 11월 20일 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 (2017.9.30 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 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.