

넷마블게임즈(251270)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 220,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(11/7)	2,545
주가(11/7)	185,500
시가총액(십억원)	15,771
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	186,500/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	69,897
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.0/27.3
주요주주(%)	방준혁 외 8 인 25.4
	씨제이이엔엠 22.0

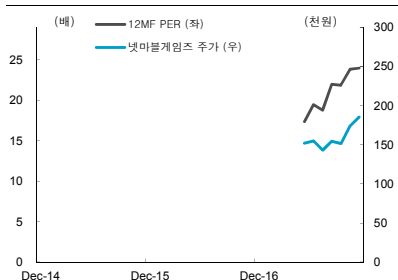
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	39.0	20.4
PBR(x)	NM	3.7	3.1
ROE(%)	15.3	13.8	16.6
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	NM	21.2	10.7
EPS(원)	2,720	4,762	9,078
BPS(원)	17,949	50,067	59,142

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.4	0.0	0.0
상대주가(%p)	16.1	0.0	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

Pioneer가 받아야 할 프리미엄

What's new : 해외 매출 성장에 따른 양호한 3분기 실적

넷마블게임즈의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,817억원(+62.0% YoY, +7.7% QoQ)과 1,118억원(+73.1% YoY, +6.4% QoQ)을 기록하며 우리 추정치를 하회했다. '리니지2 레볼루션' 매출액은 동남아 매출 온기 반영과 일본 흥행으로 2,618억원(+31.0% QoQ)으로 증가했다. 이에 따라 해외 매출 비중은 71%로 전분기 대비 19%p 상승했다. 한편 '세븐나이즈'를 제외한 기존 게임들 또한 경쟁 심화에도 불구하고 견고한 매출 수준을 유지했다. 영업비용은 전분기 대비 8% 증가한 4,699억원을 기록했다. '리니지2 레볼루션' 일본 마케팅비 확대로 마케팅 비용이 1,010억원(+22.6% QoQ)으로 큰 폭 증가했으며 1회성 초과근로 수당 지급으로 인건비 또한 924억원(+6.5% QoQ)으로 늘었다.

Positives : 연이은 글로벌 흥행과 차별화된 신작 파이프라인

경쟁 심화로 '리니지2 레볼루션'의 국내 매출은 전분기 대비 43.4% 감소한 932억원을 기록했으나 동남아와 일본 매출액이 각각 996억원과 701억원을 기록했다. 11월 15일 출시가 예정된 북미 및 유럽 지역 사전 예약자수도 150만명을 상회해 아직 모바일 MMORPG 시장이 개화되지 않은 서구권 지역 흥행에 대한 기대감도 확대되고 있다. 경쟁 개발사들 대비 차별화된 신작 파이프라인도 긍정적이다. 11월 21일에는 일본 흥행작인 '페이트 그랜드 오더'의 출시가 예정되어 있으며 '테라 M' 국내 출시도 11월 28일로 확정됐다. 특히 '테라 M'의 경우 해외에서 IP 인지도가 높아 향후 글로벌 흥행을 통해 장기간 안정적인 매출 수준을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

Negatives : 마케팅 비용 증가 지속

신규 시장 진출 및 신작 출시를 위한 마케팅 비용이 지속 증가하고 있다. 4분기 또한 '리니지2 레볼루션'의 북미/유럽 시장 진출과 '테라 M' 출시로 마케팅 비용이 1,150억원(+13.8% QoQ)으로 증가할 것으로 예상된다. 하지만 이에 따른 매출 성장 효과로 매출 대비 영업비용 비중이 하락함에 따라 수익성 개선이 기대된다.

결론 : 매수의견 유지, 목표주가 220,000원으로 상향

매수의견을 유지하며 밸류에이션 시점 이전과 실적 추정치 상향으로 목표주가를 22만원(18F EPS에 target PER 24.1배 적용)으로 18.9% 상향한다. 북미/유럽 진출, '테라 M' 흥행, 신규 MMORPG들의 순차적인 해외 출시 등을 감안해 2018년 EPS를 33.3% 상향했다. 모바일 게임 시장 경쟁 심화는 불가피하지만 장기간의 운영을 통해 축적한 노하우 및 데이터를 활용한 경쟁 우위 확보를 통해 지속적인 흥행 신작 출시가 가능할 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	599	582	(2.9)	600	7.7	62.0	2485	2,520
영업이익	126	112	(11.1)	128	6.4	73.1	563	613
영업이익률	21.0	19.2	(1.8)	21.3	(0.2)	6.8	22.7	24.3
세전이익	134	106	(21.0)	181	(2.4)	80.4	562	618
순이익	100	84	(16.1)	91	7.8	103.9	426	422

〈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
리니지 2 레볼루션 북미/유럽	11 월 15 일	사전예약자 150 만명 (일본 160 만, 한국 340 만, 동남아 200 만)
페이트 그랜드 오더	11 월 21 일	일본 매출 Top 5
테라 M	11 월 28 일	사전예약자 190 만명

자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

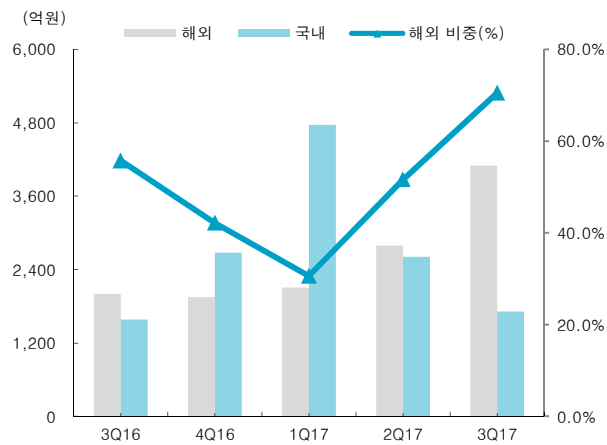
〈표 3〉 실적추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

		변경 후	변경 전	변동률
매출액	2017F	2,485.4	2,558.4	(2.9)
	2018F	3,606.7	3,460.4	4.2
	2019F	4,147.7	3,979.5	4.2
영업이익	2017F	563.4	623.5	(9.6)
	2018F	1,125.7	830.1	35.6
	2019F	1,321.4	984.4	34.2
지배주주순이익	2017F	378.4	422.6	(10.5)
	2018F	771.6	578.7	33.3
	2019F	908.7	685.2	32.6
EPS	2017F	4,762	5,320	(10.5)
	2018F	9,078	6,808	33.3
	2019F	10,692	8,061	32.6

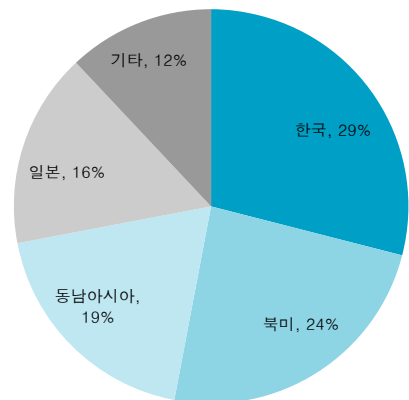
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 1] 해외 매출 비중



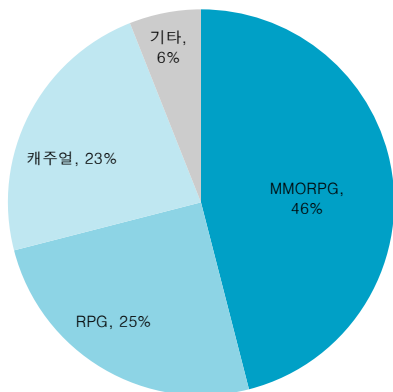
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 2] 국가별 매출 비중



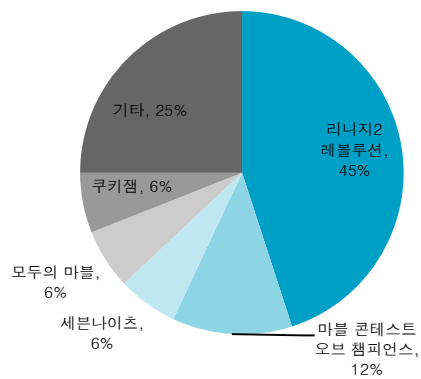
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 3] 장르별 매출 비중



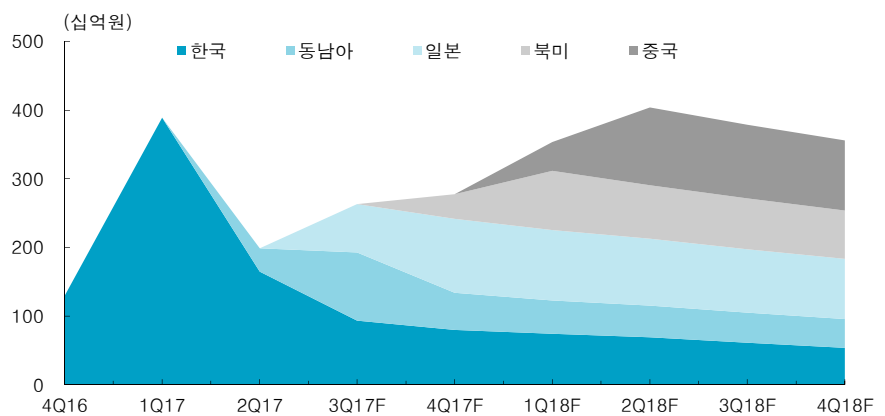
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 4] 주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

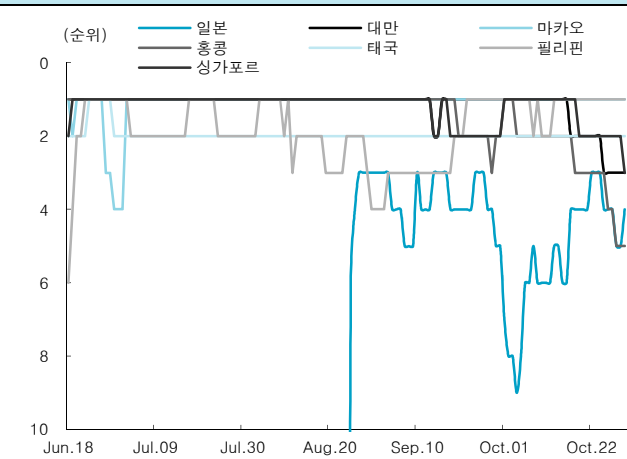
[그림 5] 리니지2 레볼루션 지역별 매출액 추이 및 전망



주: 중국 매출은 로열티 인식 기준

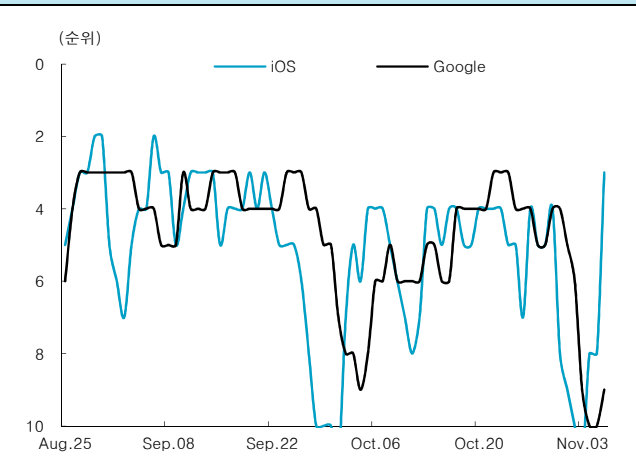
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 6] 리니지2 레볼루션 동남아 주요 국가 매출 순위 추이



자료: App Annie한국투자증권

[그림 7] 리니지2 레볼루션 일본 플랫폼별 매출 순위



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	2,940	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)

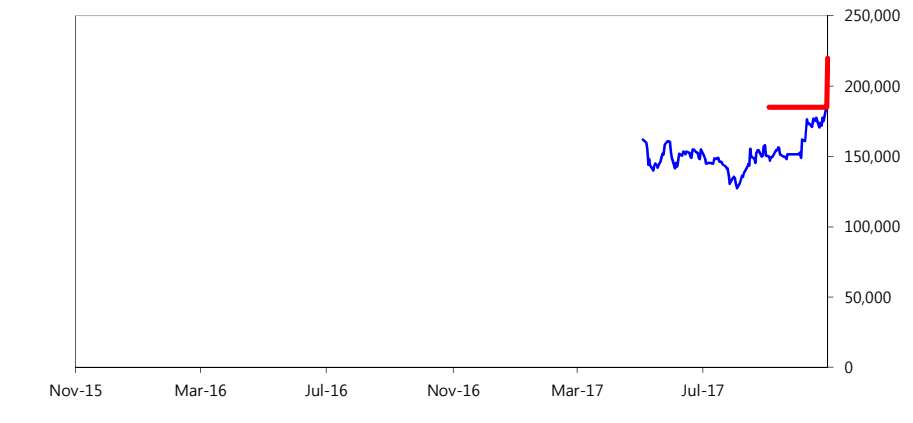
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,073	1,500	2,485	3,607	4,148
매출원가	588	751	0	0	0
매출총이익	484	749	2,485	3,607	4,148
판매관리비	259	454	1,922	2,481	2,826
영업이익	225	295	563	1,126	1,321
금융수익	20	20	43	50	59
이자수익	5	4	18	34	43
금융비용	7	19	24	6	3
이자비용	1	2	3	2	2
기타영업외손익	(8)	(16)	(22)	(5)	(6)
관계기업관련손익	(2)	(3)	1	2	2
세전계속사업이익	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	39.0	20.4	17.3
PBR	NM	NM	3.7	3.1	2.7
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	-12.3	0.8
	2017.11.07	매수	220,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 7일 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.