

넷마블게임즈(251270)

매수(유지)

목표주가: 185,000원(유지)

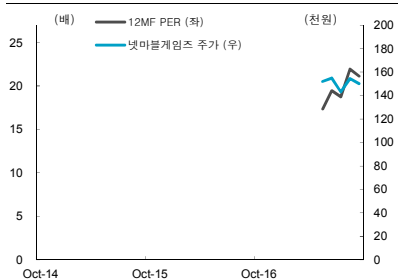
Stock Data

KOSPI(9/25)	2,380
주가(9/25)	150,000
시가총액(십억원)	12,753
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저가(원)	162,000/127,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	72,949
유동주식비율/외국인지분율(%)	28.0/26.6
주요주주(%)	방준혁 외 8인 25.4
	씨제이이엔엠 22.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	0.0	0.0
상대주가(%p)	(0.1)	0.0	0.0

12MF PER 추이



3Q17 Preview: 해외에서 찾은 기회

해외 매출 성장에 따른 양호한 3분기 실적

넷마블게임즈의 3분기 매출액과 영업이익을 각각 5,989억원(+66.8% YoY, +10.9% QoQ)과 1,251억원(+93.7% YoY, +20.9% QoQ)으로 추정한다. 국내 매출액은 '리니지2 레볼루션' 매출 수준 하락과 모바일 게임 시장 경쟁 심화에 따른 기존 게임들의 매출 감소로 전분기 대비 36.3% 감소한 1,664억원을 기록할 전망이다. 반면 해외 매출액은 동남아시아 지역 매출 온기 반영, 일본 시장 진출, 카바와 켄시터의 안정적인 성장을 기반으로 전분기 대비 55% 증가한 4,325억원을 기록할 것으로 예상된다. 한편 '리니지2 레볼루션' 일본 진출에 따른 마케팅 비용 증가로 영업비용이 4,738억원(+60.9% YoY, +8.9% QoQ)으로 늘어남에 따라 수익성 개선은 제한적일 전망이다.

리니지2 레볼루션의 성공적인 해외 진출

'리니지 2 레볼루션'의 성공적인 해외 진출을 통한 매출 성장이 기대된다. 국내 모바일 MMORPG 시장 경쟁 심화로 3분기 국내 '리니지2 레볼루션' 매출액은 932억원(-43.4% QoQ)으로 감소할 것으로 예상된다. 하지만 동남아시아 주요 국가 내에서 양호한 매출 수준을 유지하고 있으며 일본에서도 출시 이후 꾸준히 매출 순위 상위권을 지키고 있다. 특히 일본의 경우 흥행 게임들의 라이프 사이클이 길고 경쟁 MMORPG가 없기 때문에 국내와 같은 급격한 매출 하락 가능성은 제한적이다. 우리는 3분기 '리니지2 레볼루션' 매출액을 2,758억원(+38.7% QoQ)으로 추정하며 4분기에도 일본 매출 온기 반영효과와 북미 지역 출시를 통해 가파른 성장세가 유지될 것으로 예상한다.

향후 신작들에 우호적인 모바일 게임 시장 상황

MOBA와 FPS 장르의 게임들이 PC 게임 시장을 장악함에 따라 기존 PC MMORPG 이용자들이 모바일 게임 시장으로 유입되며 시장 성장이 가속화될 전망이다. 이를 반영하듯 최근 출시된 'AXE'의 경우 IP의 부재와 경쟁심화에도 불구하고 일매출 10억원 이상을 기록 중이다. 이를 감안할 때 기존 PC 게임들과 유사한 수준으로 개발되고 있는 흥행 IP 기반 모바일 MMORPG 신작인 '테라 M'과 '블레이드앤소울' 또한 높은 매출 수준을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 한편 두 게임 모두 해외에서 유의미한 성과를 거둔 적이 있기 때문에 국내 흥행 이후 순조로운 해외 진출도 기대할 수 있다.

매수의견 및 목표주가 185,000원 유지. 일본 시장 안착으로 하방 경직성 강화

넷마블게임즈에 대한 매수의견과 목표주가 185,000원(12MF EPS에 target PER 25.9배)을 유지한다. 경쟁 개발사들의 신작 출시에 따른 국내 매출 감소는 불가피하다. 하지만

	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	14.8	-
2016A	1,500	295	174	2,720	32.7	325	NM	NM	NM	15.3	-
2017F	2,558	623	426	5,361	97.1	697	28.0	15.2	3.0	15.4	-
2018F	3,460	830	585	6,885	28.4	909	21.8	11.1	2.6	12.7	-
2019F	3,979	984	693	8,152	18.4	1,070	18.4	8.9	2.3	13.2	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

‘리니지2 레볼루션’이 동남아에 이어 일본에서도 흥행에 성공함에 따라 해외 매출 증가를 기반으로 한 견고한 성장세가 유지될 전망이다. 특히 흥행 게임들의 라이프 사이클이 긴 일본 시장 안착으로 주가의 하방 경직성도 강화된 것으로 판단한다. 한편 4분기에는 ‘테라 M’과 ‘블레이드앤소울’ 등 다수의 기대작들의 출시가 예정되어 있어 국내 매출의 회복도 가능하다. 판호 확보 이후의 중국 출시와 공모자금을 이용한 M&A 에 대한 기대감도 여전히 유효하다.

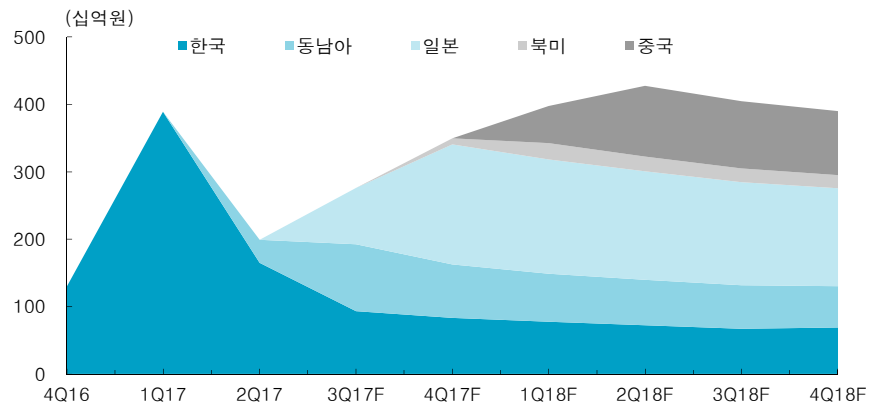
<표 1> 넷마블게임즈 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	326.2	351.8	359.0	463.0	687.2	540.1	598.9	732.3	1,500.1	2,558.4	3,460.4
국내	168.3	148.9	158.8	267.7	476.6	261.0	166.4	214.0	743.7	1,117.9	1,109.3
리니지 레볼루션				129.1	388.8	164.8	93.2	83.2	129.1	730.0	285.8
세븐나이츠	44.3	41.0	41.6	30.3	28.5	27.8	13.9	13.2	157.2	83.5	49.0
테라 M								40.0		40.0	278.6
블레이드앤소울								20.0		20.0	278.6
해외	157.9	202.9	200.3	201.3	210.6	279.1	432.5	518.3	762.4	1,440.5	2,351.1
리니지 레볼루션 동남아						34.0	99.0	79.2		212.2	264.4
리니지 레볼루션 일본							83.6	178.2		261.8	628.0
리니지 레볼루션 북미								9.0		9.0	86.7
리니지 레볼루션 중국											353.9
Kabam					23.4	70.2	73.7	73.0		240.3	276.3
영업비용	266.8	299.2	294.4	344.9	487.1	435.0	473.8	539.1	1,205.4	1,935.0	2,630.3
인건비	51.5	60.3	63.3	71.1	90.0	86.8	90.9	92.8	246.2	360.4	389.6
지급수수료	132.4	140.4	141.3	189.5	283.8	223.9	248.3	303.6	603.6	1,059.5	1,665.9
광고선전비	57.8	75.4	63.6	58.8	78.4	82.4	96.1	102.5	255.6	359.4	391.3
감가상각비	6.7	7.1	8.1	8.6	13.6	16.1	15.0	15.6	30.6	60.3	71.8
기타	18.4	16.0	18.1	16.9	21.3	25.8	23.6	24.7	69.4	95.3	111.7
영업이익	59.4	52.6	64.6	118.1	200.1	105.1	125.1	193.2	294.7	623.5	830.1
영업이익률%	18.2%	14.9%	18.0%	25.5%	29.1%	19.5%	20.9%	26.4%	19.6%	24.4%	24.0%
순이익	54.6	32.5	41.3	80.8	146.1	78.1	100.4	150.2	209.2	474.8	650.2
순이익률%	16.7%	9.2%	11.5%	17.5%	21.3%	14.5%	16.8%	20.5%	13.9%	18.6%	18.8%
지배주주순이익	41.1	21.0	39.9	72.0	130.1	70.2	90.3	135.2	174.0	425.9	585.2

자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

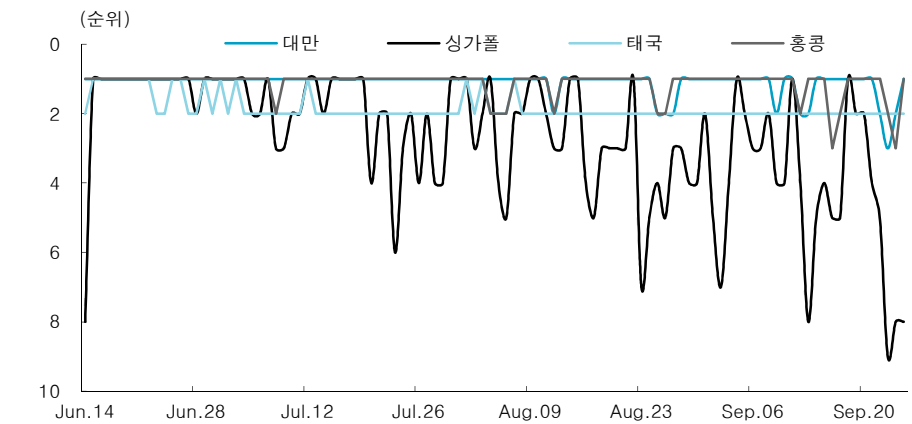
[그림 1] 리니지2 레볼루션 지역별 매출액 추이 및 전망



주: 중국 매출은 로열티 인식 기준

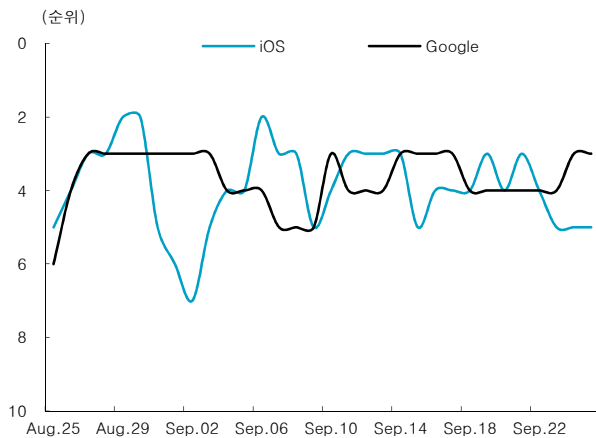
자료: 넷마블게임즈, 한국투자증권

[그림 2] 리니지2 레볼루션 동남아시아 주요 국가 매출 순위 추이



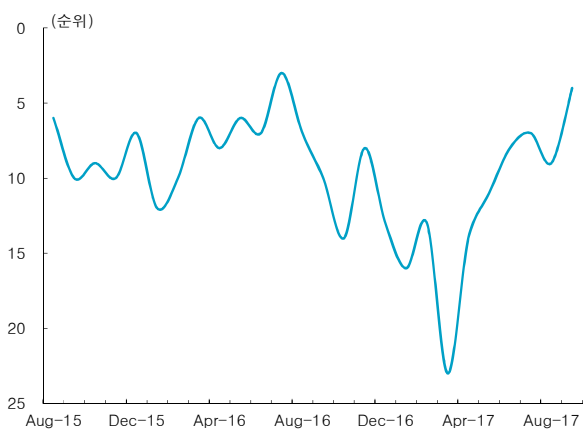
자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 3] 리니지2 레볼루션 일본 플랫폼별 매출 순위



자료: App Annie, 한국투자증권

[그림 4] Kabam: Marvel Contest of Champions 매출 순위 추이



자료: App Annie, 한국투자증권

<표 2> 넷마블게임즈 신작 라인업

게임	출시 일정	장르
블레이드&소울 모바일	2H17	MMORPG
세븐나이츠 MMORPG	2H17	MMORPG
테라 모바일	2H17	MMORPG
스톤에이지 MMORPG	2H17	MMORPG
테리아사가	2H17	전략 RPG
팬텀게이트	2H17	어드벤처 RPG
더킹오브파이터즈 울스타	2018	액션 RPG
G.I Joe	2018	전략 RPG
First Born	2018	전략 RPG
트렌디타운	2018	MMOSNG
요괴워치 메달워즈	2018	RPG

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	498	721	2,821	3,335	3,999
현금성자산	216	273	2,021	2,491	3,096
매출채권및기타채권	129	249	210	235	259
재고자산	0	2	2	3	3
비유동자산	961	1,236	2,332	2,461	2,596
투자자산	443	544	759	817	860
유형자산	26	123	138	153	168
무형자산	448	540	1,356	1,401	1,472
자산총계	1,458	1,957	5,153	5,796	6,594
유동부채	245	421	392	395	429
매입채무및기타채무	135	216	230	242	259
단기차입금및단기사채	29	105	55	30	30
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	33	226	314	304	298
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	200	163	135	117
부채총계	278	647	706	699	727
지배주주지분	1,059	1,216	4,304	4,889	5,582
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	720	1,305	1,998
비지배주주지분	122	94	143	208	285
자본총계	1,181	1,310	4,447	5,097	5,867

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	224	197	727	801	945
당기순이익	169	209	475	650	770
유형자산감가상각비	7	8	12	15	19
무형자산상각비	15	22	62	64	67
자산부채변동	(8)	(82)	129	7	15
기타	41	40	49	65	74
투자활동현금흐름	(478)	(207)	(1,504)	(213)	(246)
유형자산투자	(19)	(90)	(27)	(30)	(34)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(360)	(64)	(214)	(56)	(41)
무형자산순증	(6)	(7)	(877)	(109)	(138)
기타	(93)	(47)	(386)	(18)	(33)
재무활동현금흐름	370	63	2,526	(118)	(95)
자본의증가	381	1	2,662	0	0
차입금의순증	16	73	(87)	(53)	(18)
배당금지급	(3)	(4)	0	0	0
기타	(24)	(7)	(49)	(65)	(77)
기타현금흐름	1	4	0	0	0
현금의증가	117	57	1,749	470	605

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

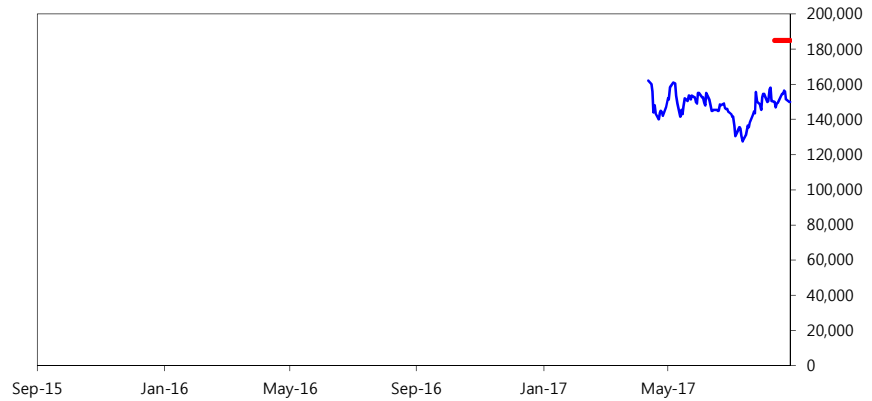
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,073	1,500	2,558	3,460	3,979
매출원가	588	751	0	0	0
매출총이익	484	749	2,558	3,460	3,979
판매관리비	259	454	1,935	2,630	2,995
영업이익	225	295	623	830	984
금융수익	20	20	43	48	55
이자수익	5	4	17	33	39
금융비용	7	19	23	3	3
이자비용	1	2	3	2	2
기타영업외손익	(8)	(16)	(11)	(10)	(12)
관계기업관련손익	(2)	(3)	1	2	2
세전계속사업이익	229	276	633	867	1,026
법인세비용	60	66	159	217	257
연결당기순이익	169	209	475	650	770
지배주주지분순이익	121	174	426	585	693
기타포괄이익	22	66	0	0	0
총포괄이익	190	275	475	650	770
지배주주지분포괄이익	141	239	426	585	693
EBITDA	248	325	697	909	1,070

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,049	2,720	5,361	6,885	8,152
BPS	71,076	17,949	50,626	57,509	65,658
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	196.1	39.8	70.6	35.3	15.0
영업이익증가율	153.8	30.8	111.6	33.1	18.6
순이익증가율	391.2	44.3	144.8	37.4	18.4
EPS증가율	956,307.9	32.7	97.1	28.4	18.4
EBITDA증가율	142.7	31.1	114.2	30.4	17.7
수익성(%)					
영업이익률	21.0	19.6	24.4	24.0	24.7
순이익률	11.2	11.6	16.6	16.9	17.4
EBITDA Margin	23.1	21.7	27.2	26.3	26.9
ROA	15.2	12.3	13.4	11.9	12.4
ROE	14.8	15.3	15.4	12.7	13.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(289)	(110)	(2,336)	(2,876)	(3,530)
차입금/자본총계비율(%)	3.9	23.6	5.0	3.3	2.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	28.0	21.8	18.4
PBR	NM	NM	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	NM	NM	15.2	11.1	8.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 9월 26일 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.