



▲ 인터넷/게임

Analyst 김동희  
02. 6098-6678  
donghee.kim@meritz.co.kr

RA 윤을정  
02. 6098-6673  
euljeong.yun@meritz.co.kr

# 넷마블게임즈 (상장예정)

## 진격의 거인(Der Giant)

- Part I 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?
- Part II 린저씨! - 한국게임의 역사 다시 쓰다
- Part III 거인의 가치





# Contents

---

	Prologue	6
Part I	넷마블게임즈는 어떤 회사인가?	9
Part II	린저씨! - 한국게임의 역사 다시 쓰다	19
Part III	거인의 가치	25

---



# 넷마블게임즈(251270) 진격의거인(Der Giant)

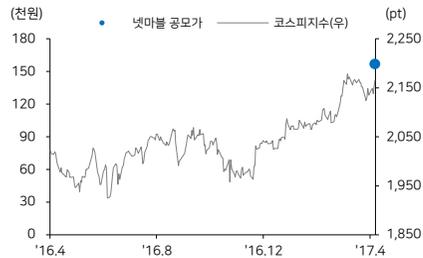
Not Rated

적정주가 (12개월)	180,000원
공모가(5.12)	157,000원
상승여력	14.6%
KOSPI	2,161.1pt
시가총액	133,030억원
발행주식수	84,730천주
유동주식비율	21%

주요주주(%)	
방준혁	24.47
CJ E&M	22.09

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-	-
6개월	-	-
12개월	-	-

주가그래프



## 거인이 온다

- 2017년 2월 기준 글로벌 Top 3 개발사, 넷마블게임즈의 상장이 임박해오고 있음
- 4월 11~20일 수요 예측을 거쳐 21일 공모가액 확정. 5월 12일 국내 KOSPI 상장 예정
- 전체 발행주식수 대비 유통주식 비중 20.72%에 불과, 시장의 관심 뜨겁게 고조되고 있음

## 적정가치는 15.3조원

- 넷마블게임즈의 적정가치는 15.3조원, 수요예측 결과 공모가 밴드 상단(157,000원)으로 결정되었기 때문 '펜타스툼' 등 신규게임 성과에 따라 상장 이후 주가 방향성 결정될 것
- 2017년 예상 매출액과 영업이익은 각각 3.3조원(+121.2% YoY), 7,927억원(+169.0% YoY) 예상
- 예상 시가총액은 2017E 순이익 기준 Target PER 24.3배 적용한 가치

## 중장기 성장성 긍정적, 적정주가는 18만원 수준

- 글로벌 업종 평균 PER 23배 대비 약 5% 프리미엄, 국내 게임업종 대비로는 40% 프리미엄 부여한 수준
- 2017년 '리니지2레볼루션'에 기반한 성장, 카밤 등 M&A에 의한 레벨업에 대한 프리미엄은 이미 부여
- 2017년 이후 추가 성장에 대한 확신 필요한 시점. 적정주가 18만원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	362.4	88.8	24.5	-	-	-	-	-	-	7.1	25.0
2015	1,072.9	225.3	120.5	-	-	-	-	-	-	13.4	23.5
2016	1,500.0	294.7	174.0	3,087	-	49,187	-	-	0.0	14.0	23.5
2017E	3,318.7	792.7	594.8	7,395	139.5	11,366	22.4	4.0	3.4	22.7	49.4
2018E	3,765.7	919.5	691.1	8,494	14.9	39,633	19.2	3.3	3.6	16.2	14.8

## IP 재탄생은 메가트렌드

- 2017년 4월 일본에서 7부작 드라마 ‘파이널판타지 XIV 빛의 아버지’가 방영될 예정
  - 아들이 게임을 좋아하는 60세 아버지에게 온라인게임 ‘파이널 판타지’를 권유, 게임 상에서 아버지의 캐릭터와 자신의 게임 캐릭터로 친구를 맺고 몰래 모험을 돕는다는 내용의 실화 바탕 드라마
  - 위암에 걸렸다 회복한 아버지와 게임 채팅을 통해 많은 대화, 추억을 만들고 싶어 아들이 꾸렸던 일
- 2017년 7월 블리자드는 ‘스타크래프트:리마스터’ 출시 예정. 1998년 출시된 RTS 게임, 국내 PC방 산업의 성장과 함께한 대표게임, 게임전문 방송 채널과 프로게이머의 탄생, e스포츠의 대중화 등을 이끔
- 리마스터의 정의 : 기존에 있던 게임을 다시 치장해 내놓는 것, 화질/음질/유저 편의 기능 추가될 뿐 게임의 기본 틀이나 구조는 거의 그대로
- 앞으로는 명절에 아버지 아들 동맹 vs. 삼촌 조카 동맹 매치 등 세대가 함께 즐기는 콘텐츠 부각

## 일본 드라마 ‘파이널판타지, 빛의 아버지’



자료: MBS, 메리츠증권증권 리서치센터

## 블리자드의 ‘스타크래프트 리마스터’



자료: 블리자드, 메리츠증권증권 리서치센터

## 실패하지 않을 게임투자

- 지난 20여년간 글로벌 Top Tier 개발사들의 기업가치는 최소 10~93배까지 리레이팅 거쳐왔음
- 흥행 산업의 주가 패턴, 즉 신규 게임 기대감에 의한 계단식 주가 상승 그리고 높은 변동성!
- 그러나 현재 글로벌 게임시장의 양극화로 상위 게임사의 주가 변동성은 낮아짐. 게임/지역 포트폴리오 다변화, IP(Intellectual Property) 경쟁력, 마케팅 및 퍼블리싱 능력 고도로 지속적인 리레이팅 시현
- 넷마블게임즈 역시 글로벌 시장 지배력, 게임장르/지역 다각화로 기업가치 우상향 전망

## 글로벌 Top Tier 게임사의 기업가치

(상장 당시 가격 =100, log scale)



(상장 당시 가격 =100, log scale)



(1994.1=100, log scale)



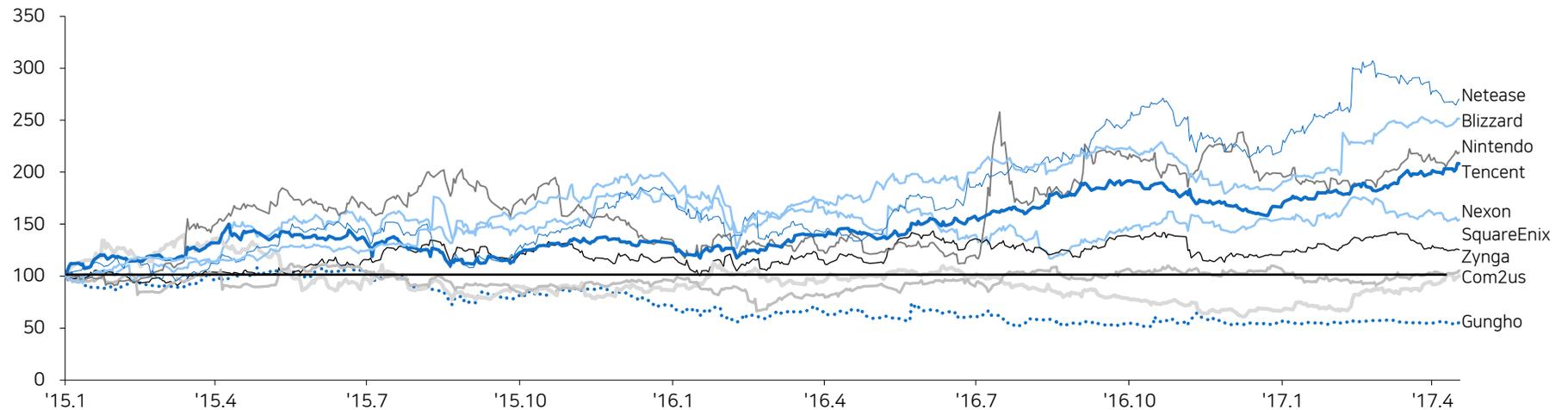
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2015년 이후 게임업종의  
양극화 두드러져

- 2015년 이후 글로벌 게임 업종의 양극화 두드러져
- IP경쟁력, 대규모 개발력, 글로벌 퍼블리싱(마케팅, 서비스) 능력 보유한 회사의 경쟁력은 지속적으로 재평가받고 있어
- 2015년 이후 게임 회사별 주가수익률은 넷이즈 170.6%, 블리자드 151.2%, 닌텐도 119.2%, 텐센트 108.3%, 넥슨 54.4%, 스쿼어에닉스 25.5%인 반면, 징가 5.5%, 경호 -44.7%, 컴투스 0.3%로 차별화

## 글로벌 게임회사 주가수익률 (2015년 이후)

(2015.1.1=100, log scale)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part I

넷마블게임즈는 어떤 회사인가?



## 진격의 거인이 온다

- 한국 대표 모바일게임사, 넷마블게임즈의 상장이 임박해오고 있음  
- 국내 시장 점유율 25.6%, 글로벌 시장 점유율 3.3% (2016년 기준)의 게임 회사
- 4월 11일~20일 수요 예측을 거쳐 21일 공모가액은 157,000원으로 밴드 상단으로 확정  
4월 25~26일 청약기일 거쳐 5월 12일 국내 증권거래소에 상장될 예정
- 공모가 157,000원 기준 공모 예정금액은 2조 6,617억원 수준
- 시가총액 기준으로 13.3조원 수준으로 첫날 거래일 시초가는 공모가의 90%~200% 사이에서 형성, 첫날 거래되는 가격 및 유통물량에 따라 주가는 높은 변동성 시현할 가능성

## 공모 개요

구분	내용
공모 예정금액	2조 6,617억원
공모 주 식수	16,953,612주 (100% 신주 모집)
보호 예수	의무 보호 예수(최대주주 등 기타) : 6개월 자발적 보호 예수(CJ E&M, 텐센트, 엔씨소프트) : 6개월
상장 시장	한국거래소 유가증권 시장
공모가액	157,000원
주요 일정	수요 예측일 : 2017년 4월 11~ 20일 상장 예정일 : 2017년 5월 12일

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈 - 5월 12일 KOSPI상장

## 6월 KOSPI 200 편입 가능성

- 넷마블게임즈는 상장과 맞물려 KOSPI 200과 MSCI 모두에 특례 편입될 가능성에 주목, 현실화될 경우 상장 초반 안정적인 수급 기반 확보할 수 있을 것으로 판단됨
- 6월부터 KOSPI 200 특례 편입 요건의 변화  
기존) 상장후 15 거래일 일평균 시가총액이 1%를 초과시 편입  
변경) 정기변경 심사시 보통주 기준 상위 50위 이내면 편입
- 다만, 넷마블의 경우 15 거래일 요건을 미충족하여 특례 편입 가능성은 반반인 상황

## KOSPI 200 지수산출방식 변경 내용

	기존	변경	효과
분류기준	한국표준산업분류	글로벌산업분류	주식투자자에 걸맞도록 종목 분류
중심업종	제조업	모든 산업군 동일	대형 정보기술 업종 편입에 유리
신규 상장법인	상장 후 15거래일간 시총이 전체의 1% 초과	상장 후 15거래일간 시총이 전체 50위 이내	시총 규모 14조원에서 5조원으로 완화
상장법인 분할시	코스피 200 종목의 시총 100위 내 상장법인	코스피 200 종목의 시총 160위 내 법인	시총 규모 1조 8,000억원에서 7,000억원으로 완화
산업군별 할당	지수에서 제외된 종목의 산업군에서만 편입	산업군 구분없이 시총이 높은 순서대로 편입	비제조업체 대형주들의 편입에 유리
유통주식 반영비율	5% 단위로 연 1회(6월) 조정	1% 단위로 연 2회(6월, 12월) 조정	오너 등이 포함된 지분을 제외하면서 거래가 많이 발생하는 종목에 유리

주: 시가총액은 2017.3.28 기준  
자료: 한국거래소, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 국내 1위 모바일게임사

- 2000년 3월 회사설립, 국내 최초의 게임포털 '넷마블' 서비스 시작  
2004년 CJ그룹 계열사로 편입, CJ인터넷으로 사명 변경  
2006년 온라인 FPS '서든어택'의 성공, 2011년 3월 CJ E&M에 흡수 합병
- 2011년 6월 방준혁 대표 경영 복귀, 그 해 11월 개발지주사 CJ게임즈 설립
- 2014년 CJ넷마블과 CJ게임즈 합병으로 현재 넷마블게임즈 탄생
- 기업가치는 2014년 2조원 → 2015년 4조원 → 2017년 13조원까지 폭발적 상승 시현 증
- 2013년 '다함께차차차'를 시작으로 국내 모바일게임 히트 제조기. '마구마구', '모두의 마블', '몬스터길들이기', '세븐나이츠', '레이븐', 그리고 '리니지2레볼루션'까지 우수한 개발 및 퍼블리싱 능력

## 넷마블게임즈 History



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 경쟁력 1) 포트폴리오 다각화

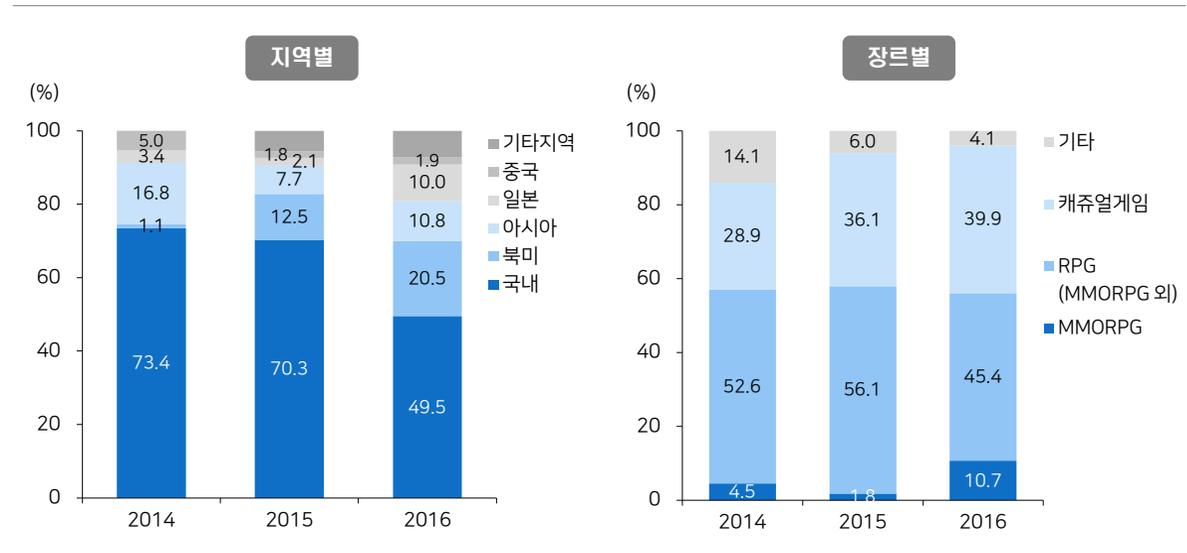
- 국내 게임사들의 고질적 문제점 (높은 단일게임 의존도, 짧은 흥행 사이클, 해외 성장 부재 등)을 효과적으로 극복해가고 있는 게임사
- 균형잡힌 게임 포트폴리오
  - 국내 매출 비중은 2014년 73.4%에서 2016년 49.5%로 낮아지고 있었으나, 17년 상반기에는 '리니지2레볼루션' 흥행으로 인해 다시 증가할 전망
  - 하반기 '리니지2레볼루션'(일본, 중국)과 '트랜스포머' 흥행 성과에 따라 해외 비중 재확대 기대
  - 장르 다각화 : RPG 45%, 캐주얼 40%, MMORPG 11%, 기타 4%로 다양한 히트게임 보유

## 넷마블은 무엇이 다른가?

항목	타사	넷마블
1	높은 단일 게임 의존도	균형 잡힌 게임 포트폴리오
2	짧은 PLC	PLC 장기화 역량
3	제한된 사업 영역	우수한 개발 및 퍼블리싱 역량
4	특정 지역에 국한된 사업	검증된 글로벌 시장 진출 성과
5	지속 성장의 불확실성	탁월한 재무 성과

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

## 매출 비중



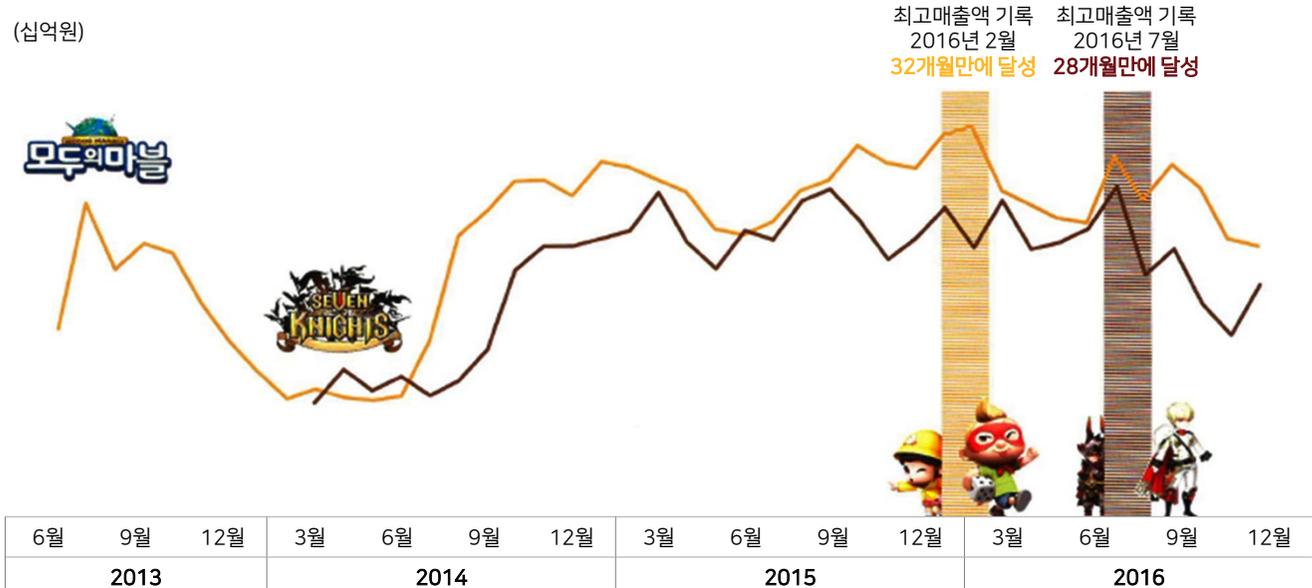
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 2) PLC(Product Life Cycle)

- '모두의 마블'과 '세븐나이츠'는 각각 2013년 6월, 2014년 3월 출시된 게임으로 3년 이상 흥행 지속되었음
- 2017년 4월 현재 국내 구글플레이 매출 순위는 '세븐나이츠' 6위, '모두의 마블' 2위로 상위권 랭크
- 마케팅 효율 극대화, 우수한 퍼블리싱 역량, 주기적 업데이트 등에 기반

### '모두의 마블', '세븐나이츠' 월별 매출액 추이(한국)



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 3) Top-Class Publishing

- 글로벌 게임 퍼블리셔 랭킹 2015년 8위 → 2016년 7위 → 2017년 3위로 상승
- **2000~2013년**
  - 탑 클래스 PC 온라인게임 퍼블리셔
  - 15년간의 PC 온라인게임 퍼블리싱 노하우 ( 세계 최초 PC 온라인게임 '라그하임' 서비스)
  - 200개 이상의 타이틀, 국내 1위 FPS '서든어택' 서비스
- **2013~2017년**
  - PLC 관리 능력, 안정적인 운영, 정교한 마케팅 역량, 유저 니즈의 선제적 예측을 통한 장르 트렌드 선점

글로벌 게임 퍼블리셔 수익 순위(자회사 통합 기준, 2015년~2017년 2월)

순위	2015년	2016년	2017년 2월	순위	2015년	2016년	2017년 2월
1		Tencent 腾讯	Tencent 腾讯	1			netmarble
2				2	mixi		
3	mixi		netmarble	3		netmarble	
4				4	netmarble		
5	Tencent 腾讯			5			mixi
6		mixi	mixi	6			
7		netmarble		7	colopl		
8	netmarble			8		mixi	SONY

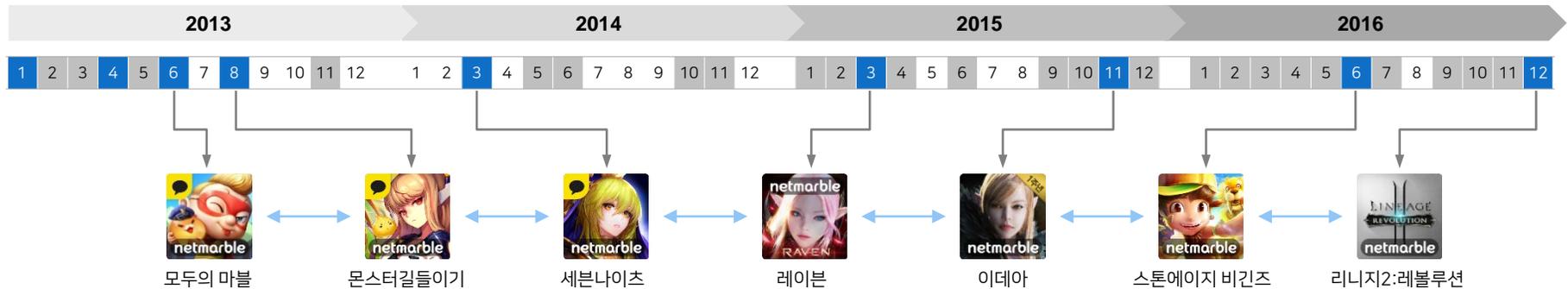
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 4) 히트게임 제조능력

- 2013년 '모두의 마블'부터 평균 23주 주기로 1위 게임을 출시하는 능력
- 게임을 프로듀싱(수익 모델, 게임 운영 등)하는 능력이 탁월. 적절한 마케팅도 게임 홍보에 도움
- '세븐나이츠'와 '모두의 마블'의 지난 3년간 누적매출(2014~2016년)은 각각 5,858억원, 4,808억원 수준

## 주기적인 흥행 기록



- 게임 출시
- NO.1 게임 출시

약 23주 주기로 1위 게임 출시

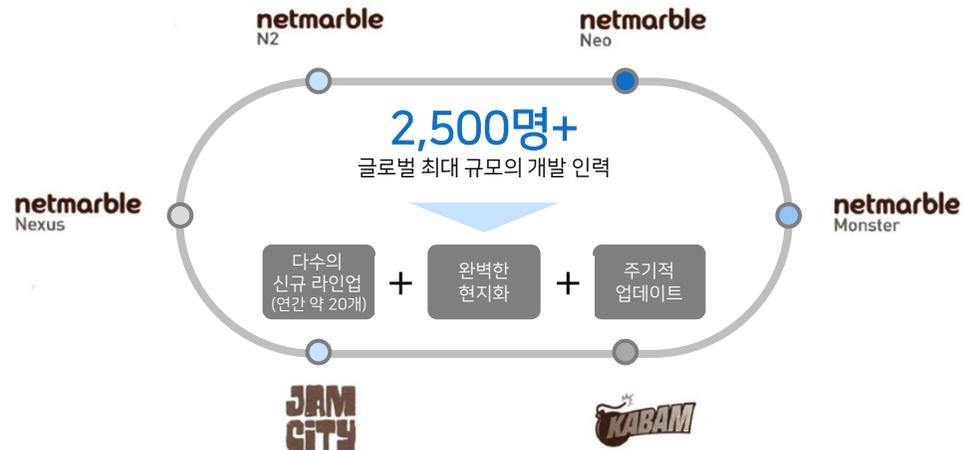
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## M&A, 자회사 스튜디오 육성으로 성장

- M&A 전략은 2 track으로 운영되고 있음
  - 1) 100% 지분 인수하거나 2) 50~60% 지분 확보하는 경우임
    - 잼시티 60%, 타이니코 100%, 카밤 100% 지분 인수한 바 있음
    - 100% 지분 인수하는 경우네는 추가적인 인센티브 프로그램 집행
    - 50~60% 지분 인수 경우에는 나머지 지분이 개발자들에게 충분히 보상됨
- 자회사 개발사들의 상장 가능성
  - 방향성은 변함없음. 지속 성장 가능하고 독자 경쟁력 있으며 상장 추진할 계획임.
  - 한편으로 스톡옵션 부여를 통한 인센티브 프로그램도 운영하고 있음

## 우수한 개발력



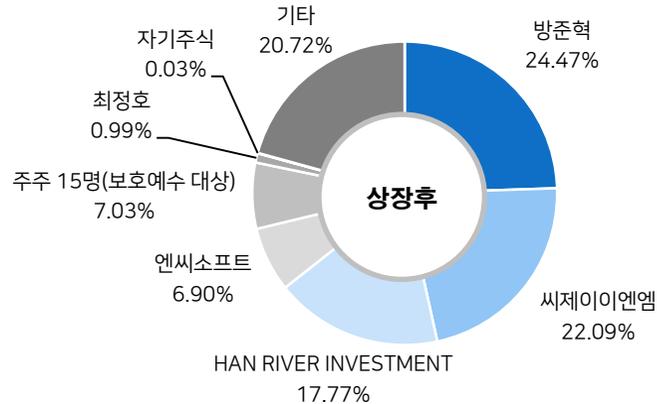
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈는 어떤 회사인가?

## 주요 주주 및 공모자금 계획

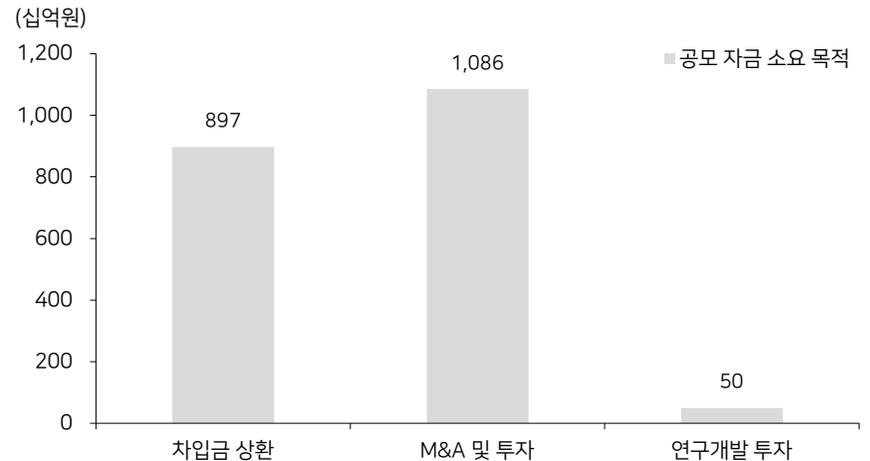
- 넷마블게임즈의 상장후 주요 주주는 방준혁 대표 24.5%, CJ E&M 22.1%, 텐센트 17.8%, 엔씨소프트 6.9%
- 넷마블게임즈와 콘텐츠 개발 및 해외 서비스에 있어 시너지 창출 가능한 주주와의 협력 도모한다는 입장에서 CJ E&M과의 시너지가 가장 제한적으로 판단. 상위 4명의 주요 주주는 6개월 보호예수
- **IPO 수요 예측에 참여하는 상당수가 평균 3개월 정도의 보호 예수 되었다고 추정**  
- IPO 이후 극히 제한적일 유통물량. 향후 게임 성과 및 이벤트에 따라 높은 주가 변동성 시현할 수 있음
- M&A에 의한 계단식 레벨업 가능성. 공격적 M&A 전략 감안시 IPO 자금의 사용 용도는 오픈되어 있음
- 참고로, 증권신고서상 공모자금 소요 내역은 차입금 상환 8,970억원, M&A 및 투자 1.1조원, 연구개발 투자에 500억원 수준

## 넷마블게임즈의 주요 주주구성



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

## 공모 자금 소요 내역



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part II

린저씨! - 한국게임의 역사 다시 쓰다



# 안녕하세요, 린저씨!

## '리니지2레볼루션', 한국 게임의 역사를 다시 쓰다

- 2016년 12월 '리니지 레드나이트'와 '리니지2레볼루션'은 '린저씨'('리니지하는 아저씨'의 줄임말)라 불리우는 한국 게이머들을 모바일게임 시장으로 끌어들이는 데 성공
- '리니지2레볼루션'은 한국뿐 아니라 글로벌 게임의 역사를 새로 쓰고 있음
- 출시 첫달 매출 2,060억원, 14일만에 매출 1,000억원 돌파, DAU(일일 접속자수) 215만명 PCCU(최고 동시접속자수) 74만명 기록. 누적 가입자 500만명  
30%의 paying user ratio 가정시 출시 첫달 평균 ARPU(이용자별 평균 지출액)는 약 13만원

### '리니지2레볼루션' 출시 첫달 성과

구분	내용
누적매출	2,060억원
매출 1,000억원 돌파 시점	출시 14일
일일 최고 매출	116억원(1월 1일)
누적 가입자	500만명
일일 사용자	215만명
최고 동시접속자	74만명
14일차 구매/비구매 유저 잔존율	구매 92% / 비구매 76%

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

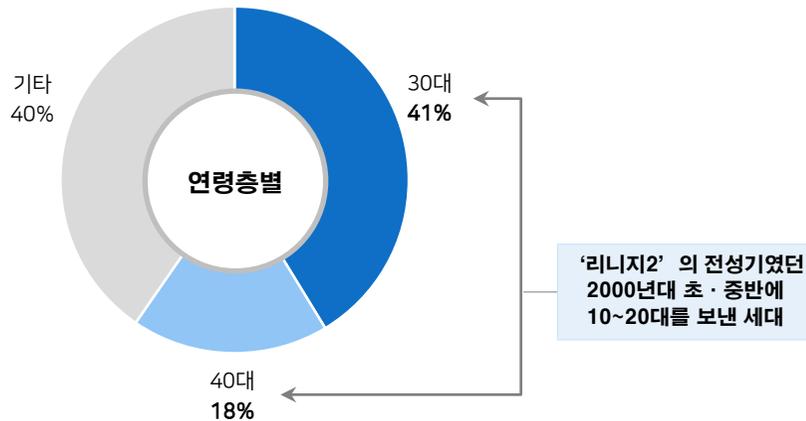


# 잠깐! 린저씨는 누구인가?

1. 과거 PC게임 페인급 사용자
2. '자동전투', '저관여' 플레이
3. 높은 구매력

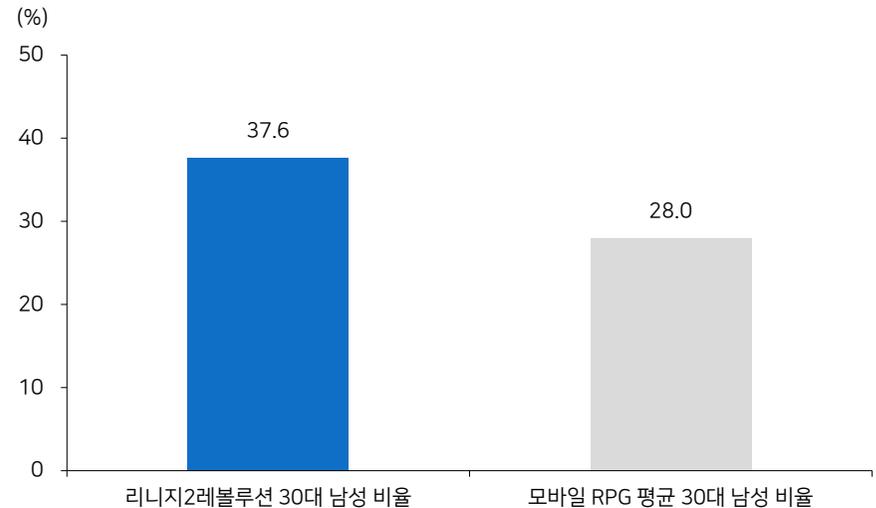
- 린저씨란 PC 온라인게임 '리니지'를 꾸준히 하면서 게임에 돈과 시간을 많이 쓰는 '게임 페인' 급 사용자로, 대학교에 다닐때는 열성을 쏟았지만 직장생활을 하면서 게임을 즐기기에 시간과 노력이 부족한 이용자
- '리니지2레볼루션'은 '자동전투'라는 시스템을 통해 '저관여' 플레이가 가능하기 때문에 더 매력적
- 과금이 필수인 만큼 '리니지2레볼루션' 상위권은 30~40대가 주를 이루는 경우가 많음
- '리니지2레볼루션'의 이용자 구성비를 살펴 보면, 30대 이상이 60%, 40대 이상도 18%에 달해
- PC게임의 월 50만원 한도와 달리 모바일게임은 사용금액의 월 제한이 없음. 본인 신용카드의 결제 한도만 있을 뿐 사실상 한도가 없기 때문에 구매를 할수록 '게임이라는 노동의 시간'을 줄일 수 있음

연령층별 '리니지2레볼루션' 이용자 구성비



주: 2017년 1월 기준  
자료: 와이즈업, 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

'리니지2레볼루션' 30대 남성 비율, 모바일 RPG 평균 대비 10%p ↑



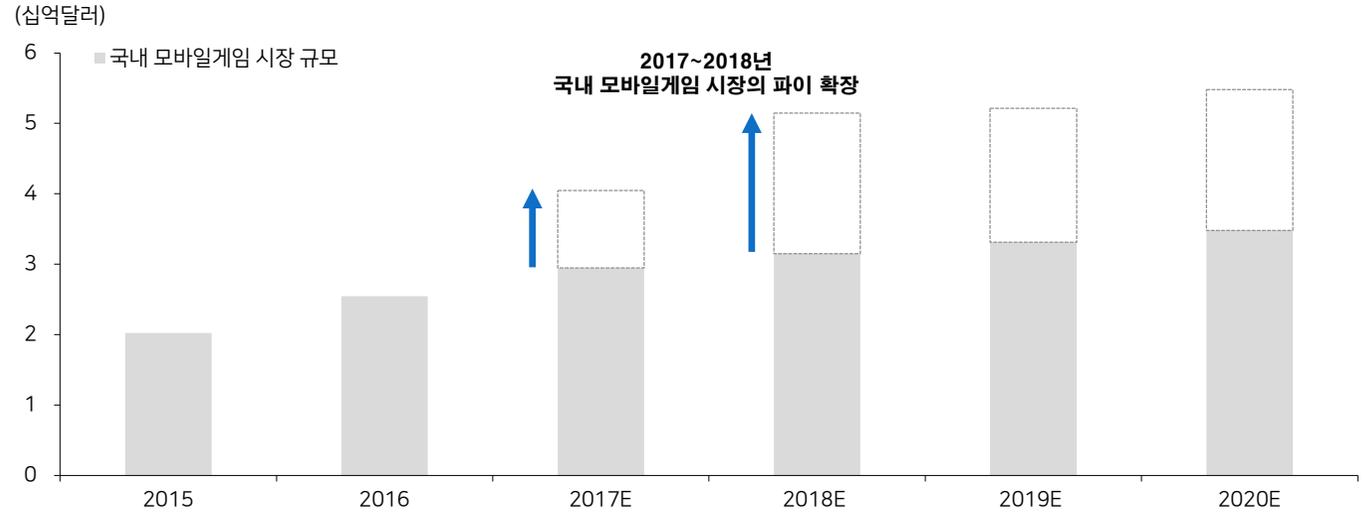
주: 출시 첫 주 국내 이용자 130만명 기준  
자료: 닐슨코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

# 다시 쓰는 '한국 게임'

## 성장의 '청신호'

- 2016년을 기점으로 국내 모바일게임 시장의 성장률은 급격히 둔화
- **모바일게임 시장의 경쟁심화. 온라인게임에 비해 제작기간 짧고 개발 비용이 낮아 시장 진입 용이**  
- 국내 모바일게임의 평균 제작기간은 12.5개월, 제작비용은 1억원 미만 (전체 응답의 21.5% 차지)
- IDC에 따르면 2017년 국내 모바일게임 시장은 29억달러(+15.7% YoY)로 예상
- 그러나 2017년 국내 모바일게임 시장 규모는 다시 한번 re-rating될 전망  
17년 게임 시장 4조원, 18년에는 5조원 규모로 온라인 시장규모를 역전할 전망

## 국내 모바일게임 시장 규모 추정치 상향될 필요



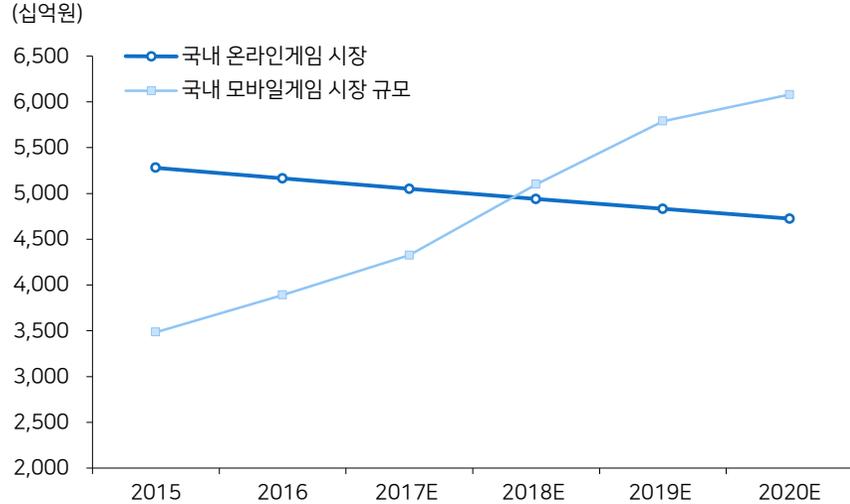
자료: 2016 게임백서, 메리츠증권증권 리서치센터

# 다시 쓰는 '한국 게임'

## 성장의 '청신호'

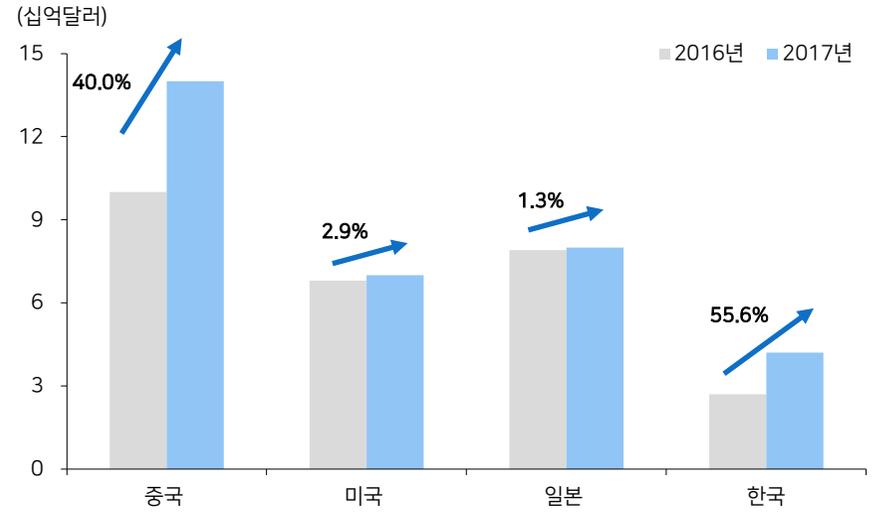
- 2018년을 기점으로 한국 PC와 모바일게임 시장 규모는 역전될 것
- 본격 모바일 MMORPG의 등장이 시장 규모 확장시켰음. 2018년 국내 모바일과 PC게임 시장 규모는 각각 5.1조원, 4.9조원 예상
- **2017년 글로벌 4대 게임 마켓에서 한국의 성장성 두드러질 것**  
**17년 시장 성장률 중국 40.0%, 미국 3.0%, 일본 2.0%, 한국 55.6% 예상**
- 참고로, 올해 글로벌 모바일게임 시장 규모는 450억달러(+15.4% YoY) 성장 예상, 모바일 비중은 39%

## 한국 모바일과 온라인게임의 역전 (2018년이 Tipping Point)



자료: 2016 대한민국 게임백서, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

## 한국 게임 시장, 글로벌 4대 마켓



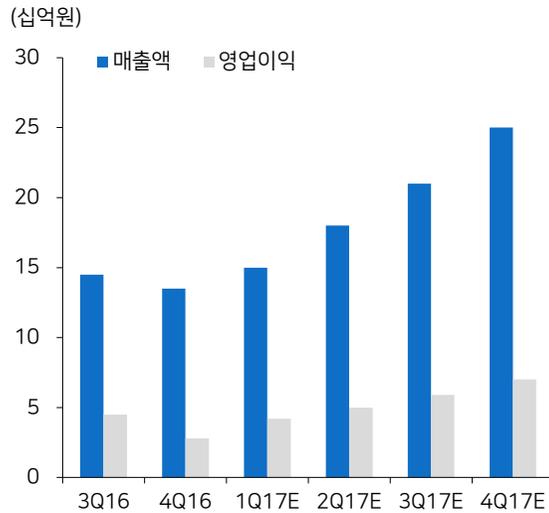
자료: 2016 대한민국 게임백서, Newzoo, 메리츠증권증권 리서치센터

# 다시 쓰는 '한국 게임'

## 환금성이 'key'

- '리니지2레볼루션'을 즐기는 30~40대의 하드코어 게이머와 20~30대의 젊은 캐주얼게임 이용자층은 중복 유저층이 적음
- 캐주얼게임과 RPG의 구매유저비율은 10~30배까지 차이. 특히 '리니지2레볼루션'은 구매유저 비중 30%
- '리니지2레볼루션'의 게임 계정이 주요 거래사이트를 통해 60~70만원에 거래되는 등 환금성이 다름
- 17년 IMI 매출액은 64.5% YoY 증가한 790억원 예상, 참고로 17년 아이템거래 시장은 약 2조원 수준 추정

## IMI Exchange(아이템 거래 사이트) 매출



자료: 모다정보통신, 메리츠증권증권 리서치센터

## 아이템베이, 아이템매니아 - 리니지2레볼루션 캐릭터 계정 인기

리니지2 레볼루션 > 통합서버		다른게임 검색	[1,000개~4,000개]	최소 9,000원
게임머니	아이템	기타	●아덴10●거래소 기준●수동...	1,000개당 9,000원
물품등록 리스트		최저가순	[1,200개~7,200개]	최소 11,000원
B	원다01.실레120.SR폴배경.투력...	600,000원	●아덴10●혈맹재료상자●12...	1,200개당 11,000원
G	디온02셋 S급 닉넴 폴배경 후막 ...	700,000원	홍정	5,000,000원
P	랩106 투력 27만 올배경 실나 팝...	200,000원	원다5셋 63만투력 실레	-
B	켄라5셋 무기특성3렘 올배경 38...	300,000원	그레시아5) 120블던 올배경 올나...	-
G	원다우드02 SR무기 옵션최상급 ...	20,000원	원다5셋 63만투력 실레	-

자료: 아이템매니아, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part III

## 거인의 가치



# 넷마블게임즈의 적정 시가총액은?

## 15.3조원으로 평가

- 넷마블게임즈의 기업가치는 15.3조원으로 평가
- 2017년 예상 매출액은 3.3조원(기존게임 1.3조원+'리니지2레볼루션' 및 신규게임 1.5조원+카밤 0.5조원)으로 전망
- 기존게임 매출은 10% 자연감소, 신규게임 '리니지2레볼루션'은 '일매출 30억원×365일=연 1.1조원' 가정. 카밤 매출액은 0.5조원(2016년 수준)으로 보수적으로 가정
- 영업이익은 7,927억원 수준, 지배주주순이익 5,948억원 대비 적정 PER 24.3배 적용시 15.3조원의 가치

## 넷마블게임즈 Valuation – 15.3조원으로 평가

(억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	
매출액	673	1,333	3,624	10,729	15,000	33,287	<b>적정 PER 24.3배</b>  <b>적정 기업가치 152,514</b>
영업이익	-110	177	888	2,253	2,947	7,927	
영업이익률(%)	-16.3	13.3	24.5	21.0	19.6	23.9	
세전이익	N/A	573	601	2,289	2,756	7,827	
지배주주순이익	-173	516	245	1,205	1,740	5,948	

주: 법인세율 22% / 지배주주지분을 90% 가정  
자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권리서치센터

## 2017년 넷마블게임즈의 매출 추정내역

(억원)	매출액	영업이익	비고
기존게임	13,337	2,667	기존게임 매출 10% 자연감소 (20% OPM)
신규게임 (‘리니지2레볼루션’ 포함)	15,093	4,286	‘리니지2레볼루션’ 일매출 30억원 가정 (28% OPM)
카밤	4,758	952	(20% OPM)
<b>합산</b>	<b>33,187</b>	<b>7,927</b>	-

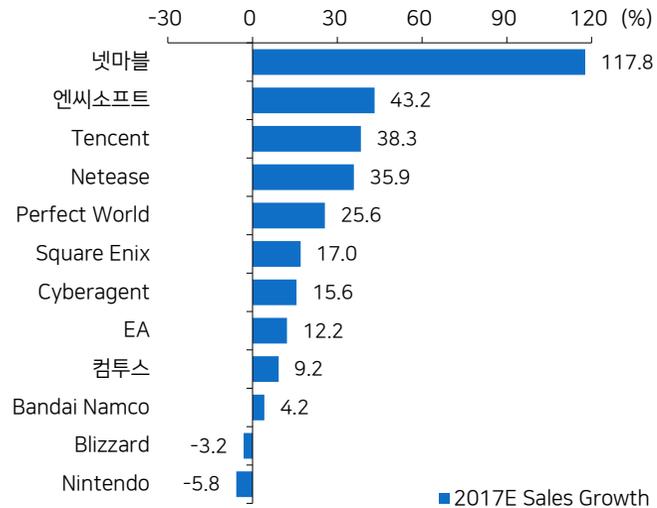
자료: 메리츠증권리서치센터 추정

# 넷마블게임즈의 가치 적정성

## '성장'에 대한 프리미엄

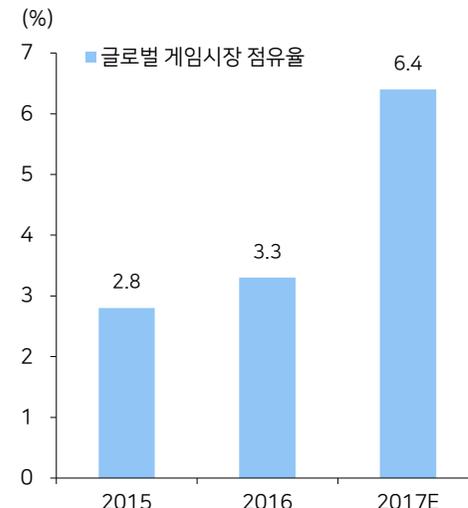
- '성장'에 대한 프리미엄 : 2017년 글로벌 게임사 중에서 매출 성장률 118%로 최고 수준
- '글로벌 게임사'에 대한 프리미엄 : 2017년 넷마블게임즈의 글로벌 시장점유율은 6.4%로 추정  
 $\text{시장점유율} = \text{예상 매출액} / \text{글로벌 모바일게임 시장 규모}$
- 'M&A' 프리미엄 : 성공적인 인수합병에 의한 성장 보여준 대표적 케이스. 공모자금 2조원 + 인수금융 3조원 = 5조원의 현금 동원력에 기반한 추가 M&A 가능성은 '플러스 알파'의 성장요소

## 매출 성장성



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권리서치센터

## 글로벌 M/S 프리미엄



자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권리서치센터

## M&A 프리미엄

일시	회사	게임	비고
2015년 7월	JAM City	미국 No.2 퍼즐게임 전문회사	연간 매출 1,400억원
2016년 7월	TinyCo	'마블', '패밀리가이', '푸처라마', '해리포터'	헐리웃 IP 포트폴리오 게임
2016년 9월	잇츠 게임즈	국내 모바일게임 개발사 '아덴'	200억원에 인수 '16년 매출 206억원 순이익 63억원
2017년 2월	카밤	미국 액션게임 전문회사 '마블 올스타 배틀'	'16년 매출액 4,325억원, 영업이익 1,971억원

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권리서치센터

# 넷마블게임즈의 가치

## Valuation 프리미엄, 타당하다

- 넷마블게임즈 적정 PER은 글로벌 게임회사 평균 PER 23배 대비 약 5% 프리미엄, 거의 유사한 수준
- 국내 게임업종 평균 밸류에이션 대비로는 약 40% 할증받고 있는 상황
- 넷마블 밸류에이션은 '성장'에 대한 프리미엄으로 설명 가능. 1) 글로벌 게임사로 재평가, 2) 2017년 100% 이상의 매출 성장성, 3) 가속화되는 이익률 제고 등에 기인
- 오히려 넷마블의 성공적인 IPO는 국내 게임업종 밸류에이션 재평가에 기여. 지난 2년간 국내 게임업종의 밸류에이션은 10~20배 트랩에 갇혀 왔음
- 참고로 2017E 글로벌 게임업종 PER은 Blizzard 25.4배, EA 23.1배, Netease 17.2배, 닌텐도 35.6배 수준

## 글로벌 Peer 비교

국가	회사	주가 (4/21) (달러)	PER(x)		3yrs EPS CAGR (%)	PEG(x)	ROE(%)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)
			2017E	2018E		2017E	2017E	2017E	2017E
한국	넷마블게임즈	130.0	22.4	19.2	16.3	1.4	22.7	4.0	3.4
	엔씨소프트	284.0	17.8	14.7	19.0	0.9	19.0	3.1	11.4
	컴투스	110.7	9.5	8.8	10.3	0.9	22.8	2.0	4.1
미국	Blizzard	49.5	25.4	20.9	10.1	2.5	15.4	3.8	15.5
	EA	89.1	23.1	21.4	10.8	2.1	34.6	7.6	14.0
중국	Tencent	29.0	32.5	25.7	30.4	1.1	28.2	8.6	22.5
	Netease	285.2	17.2	14.8	18.5	0.9	32.0	5.2	13.7
	Perfect World	4.3	26.6	22.3	22.4	1.2	21.8	3.8	20.0
일본	Nintendo	236.9	35.6	39.1	20.6	1.7	6.8	2.5	81.6
	Cyberagent	29.6	34.5	22.7	37.6	0.9	15.1	4.7	9.6
	Bandai Namco	29.8	17.4	15.4	6.0	2.9	12.8	2.1	6.4
	Square Enix	28.7	18.8	14.4	15.9	1.2	11.4	2.1	7.0
Global Average		107.0	23.5	20.0	18.3	1.5	20.0	4.1	18.7

주: 3yrs EPS CAGR 17~20년 EPS 성장을 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

# 넷마블게임즈의 손익계산서

## 넷마블게임즈 매출 추정내역

2017년 성장의 대부분을  
'리니지2레볼루션'으로 이미 설명

4월 25일 유료화 개시  
'펜타스톰' 일매출 7억원 가정

전체 매출액대비 마케팅비 비중은  
10.5%로 낮아진다고 가정

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,500.0</b>	<b>3,318.7</b>	<b>3,765.7</b>
세븐나이트	177.5	352.5	292.1	244.4
모두의 마블	199.3	203.3	163.7	139.4
쿠키잼	81.5	143.8	129.4	116.5
리니지2레볼루션	-	121.0	1,146.0	1,052.3
펜타스톰	-	-	280.0	302.4
마블퓨처파이트	59.9	108.9	163.4	179.8
판다팝	29.1	78.9	82.9	85.4
세븐나이트 MMO	-	-	38.3	133.9
블레이드앤소울	-	-	45.0	159.3
카밤	-	-	475.8	499.6
기타	525.7	491.6	782.1	1,155.2
<b>매출원가</b>	<b>588.4</b>	<b>751.5</b>	<b>1,924.9</b>	<b>2,146.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>484.5</b>	<b>748.5</b>	<b>1,393.9</b>	<b>1,619.2</b>
<b>영업비용</b>	<b>259.1</b>	<b>453.9</b>	<b>601.2</b>	<b>699.8</b>
인건비	76.0	114.2	148.5	170.8
지급수수료	15.7	34.1	44.4	51.0
감가상각비	9.0	12.0	13.5	14.2
마케팅비	120.7	254.9	348.5	414.2
% of Sales	11.3%	17.0%	10.5%	11.0%
기타	37.7	38.6	46.3	49.5
<b>영업이익</b>	<b>225.3</b>	<b>294.7</b>	<b>792.7</b>	<b>919.5</b>
영업이익률(%)	21.0%	19.6%	23.9%	24.4%
세전이익	232.6	282.5	782.7	909.4
<b>지배주주 순이익</b>	<b>120.5</b>	<b>174.0</b>	<b>594.8</b>	<b>691.1</b>
순이익률(%)	11.2%	11.6%	17.9%	18.4%

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

# 주요 게임별 매출 추정 내역

세븐나이츠						
(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출	55.7	177.5	352.5	292.1	244.4	223.1
증가율		218.6%	98.6%	-17.1%	-16.3%	-8.7%
국내		133.2	240.0	194.4	157.5	142.1
Paying Users (천명)		370.0	500.0	450.0	405.0	384.8
MARPU(원)		30,000	40,000	36,000	32,400	30,780
일매출(억원)		3.6	6.6	5.3	4.3	3.9
일본		36.0	54.0	42.1	34.1	30.8
Paying Users (천명)		100.0	150.0	130.0	117.0	111.2
MARPU(원)		30,000	30,000	27,000	24,300	23,085
일매출(억원)		1.0	1.5	1.2	0.9	0.8
기타		8.3	58.5	55.6	52.8	50.2

모두의마블						
(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출	78.2	199.3	203.3	163.7	139.4	140.7
증가율		154.7%	2.0%	-19.5%	-14.8%	0.9%
국내		144.0	108.0	87.5	70.9	79.0
Paying Users (천명)		400.0	360.0	324.0	291.6	140.0
MARPU(원)		30,000	25,000	22,500	20,250	47,000
일매출(억원)		3.9	3.0	2.4	1.9	2.2
기타		55.3	95.3	76.2	68.6	61.7

리니지2레블루션						
(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출			121.0	1,146.0	1,052.3	932.4
증가율				847.3%	-8.2%	-11.4%
국내			121.0	1,092.0	604.8	540.0
Paying Users (천명)				1,000.0	1,300.0	800.0
MARPU(원)				120,971	70,000	63,000
일매출(억원)				3.3	29.9	16.6
일본				54.0	87.5	100.8
Paying Users (천명)				300.0	270.0	300.0
MARPU(원)				30,000	27,000	28,000
일매출(억원)				1.5	2.4	2.8
중국					360.0	291.6
Paying Users (천명)					1,000.0	900.0
MARPU(원)					30,000	27,000
일매출(억원)					9.9	8.0

펜타스톤						
(십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출				280.0	302.4	255.2
증가율					8.0%	-15.6%
국내				280.0	302.4	255.2
Paying Users (천명)				1,000.0	800.0	750.0
MARPU(원)				35,000	31,500	28,350
일매출(억원)				7.7	8.3	7.0

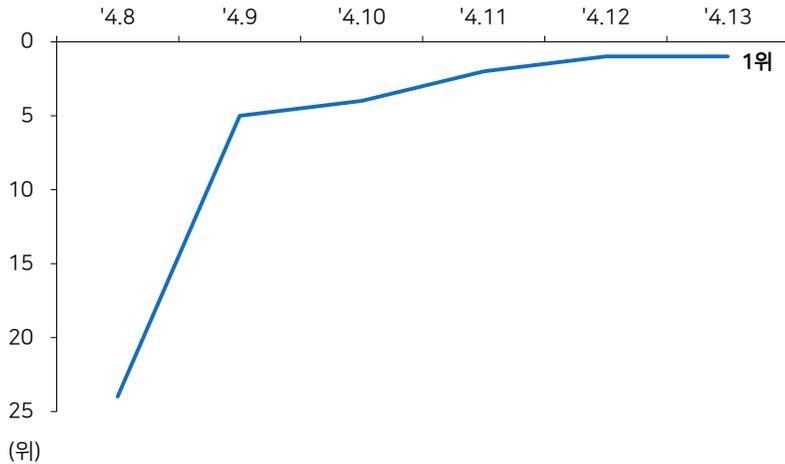
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

# 2017년 블록버스터 라인업

## '리니지2레볼루션'을 능가할까?

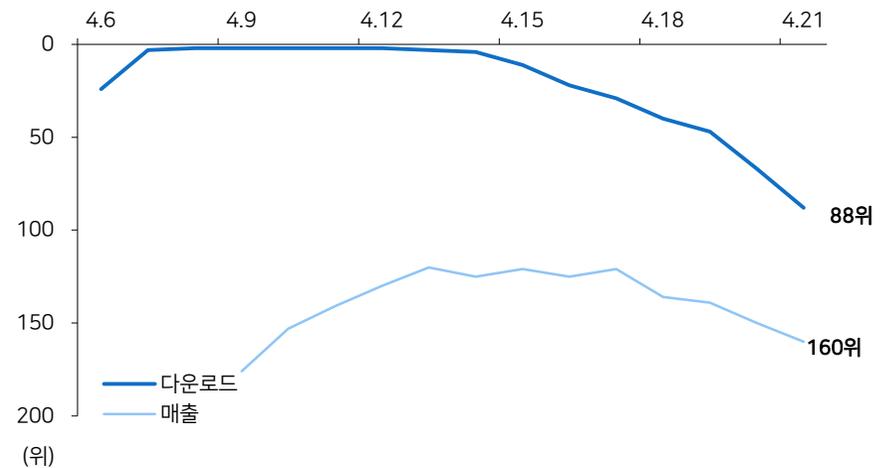
- **'펜타스톰'**
  - 중국 1위 게임 '왕자영요'의 한국판. 텐센트 개발, 인기 PC게임 'LOL(리그오브레전드)'의 모바일 버전
  - 4월 7~13일 사전공개 테스트, 4월 25일 유료화 서비스 개시
- **'트랜스포머: 전투를 위해 태어나다'**
  - 4월 8일 글로벌 155개국 출시. 북미 스튜디오 카밤이 개발한 대전 액션전투 게임
  - 글로벌 영화 Top 10(수익기준), 중국에서 4.3억달러 박스오피스 기록한 바 있음
- 하반기 기대작은 **'블레이드앤소울'**(엔씨소프트 인기 IP)과 **'세븐나이츠' MMORPG**(언리얼엔진4, 글로벌 9개국에서 1위)

'펜타스톰' 다운로드 순위 (한국)



자료: 앱애니(구글플레이 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

'트랜스포머' 다운로드 및 매출순위 추이 (미국)



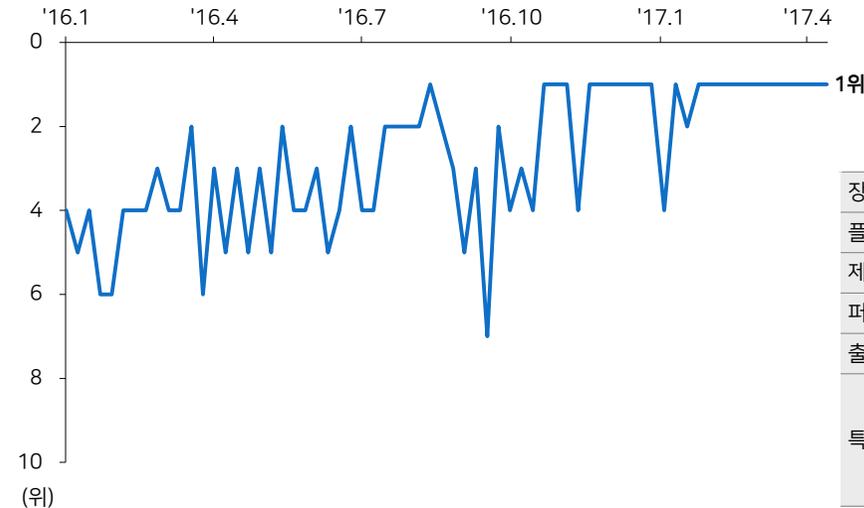
자료: 앱애니(구글플레이 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

# 2017년 블록버스터 라인업

## '펜타스톰'의 흥행 가능성 - 4월 25일을 주시하자!

- 텐센트가 퍼블리싱, 개발사는 Timi라는 텐센트 산하 스튜디오
- 2016년 1월 출시하였으며 출시 3개월만에 DAU 1,000만명 돌파  
2016년 10월 다운로드 2억명 돌파. 일 매출액은 최고 2억위안, 월간 매출액도 30억위안 기록  
2017년 1분기 글로벌 모바일게임 매출 순위 7위 기록
- 국내 '펜타스톰'은 텐센트가 한국에 맞게 로컬라이제이션한 게임, 중국과는 다르게 진행될 전망

## '왕자영요' 매출 순위 (중국 앱스토어)



자료: 앱애니, 메리츠증권증권 리서치센터

# 2017년 블록버스터 라인업

펜타스툼	블레이드&소울	세븐나이츠 MMORPG	트랜스포머: FORGED TO FIGHT
			
200만명	리니지 개발사 IP	자체 IP	멀티 장르 게임
사전 등록자 수(17년 4월 기준)	엔씨소프트 IP 제휴	자체 개발 IP의 프랜차이즈	RPG+액션+전략
중국 랭킹 1위	MMORPG	언리얼 엔진 4	Top10
KING OF GLORY 총 수익 기준	리니지2:레볼루션 노하우 계승	리니지2:레볼루션과 동일 엔진	글로벌 영화 시리즈 총 수익 기준
텐센트 개발	150만명	9개국 랭킹 1위	4억 3천만 달러
텐센트 자회사 TIMI 스튜디오	중국 내 동시접속자 수	글로벌 흥행 IP	중국 박스오피스 매출액

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

# '리니지M' 출시 이후 카니발라이제이션 분석

## '리니지 M' 출시 이후 리니지 IP 게임 국내 매출 추정

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
국내 온라인게임 시장	5,280	5,164	5,051	4,940	4,831	4,725
<b>리니지1 매출액</b>	<b>312.9</b>	<b>375.5</b>	<b>295.7</b>	<b>300.4</b>	<b>294.2</b>	<b>302.2</b>
growth		20.0%	-21.3%	1.6%	-2.1%	2.7%
리니지1 비중 of 국내 온라인게임시장	5.9%	7.3%	5.9%	6.1%	6.1%	6.4%
<b>리니지2 매출액</b>	<b>63.0</b>	<b>77.1</b>	<b>105.1</b>	<b>107.2</b>	<b>109.4</b>	<b>111.6</b>
growth		22.5%	36.3%	2.0%	2.0%	2.0%
국내 모바일게임 시장 규모	3,484	3,891	5,058	5,462	5,790	6,079
<b>리니지 레볼루션 (십억원)</b>			<b>1,092.0</b>	<b>604.8</b>	<b>540.0</b>	<b>437.4</b>
일매출 (억원)			30	17	15	12
Paying Users (천명)			1,300	800	750	675
MARPU (원)			70,000	63,000	60,000	54,000
<b>리니지M (십억원)</b>			<b>222.0</b>	<b>195.8</b>	<b>172.7</b>	<b>152.3</b>
일매출 (억원)			11	10	9	8
Paying Users (천명)			1,000	900	810	729
MARPU (원)			18,500	18,130	17,767	17,412
<b>리니지레드나이트</b>			<b>50.6</b>	<b>47.5</b>	<b>43.8</b>	<b>36.5</b>
일매출 (억원)			1.4	1.3	1.2	1.0
Paying Users (천명)			300	270	243	219
MARPU (원)			14,056	14,645	15,021	13,908
<b>리니지IP 게임들의 국내 매출 합산</b>			<b>1,765</b>	<b>1,256</b>	<b>1,110</b>	<b>999</b>

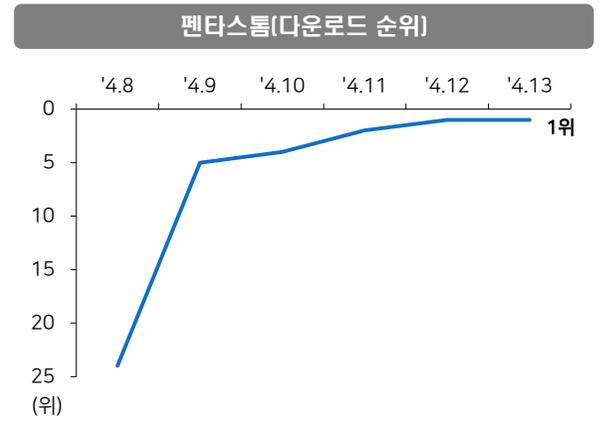
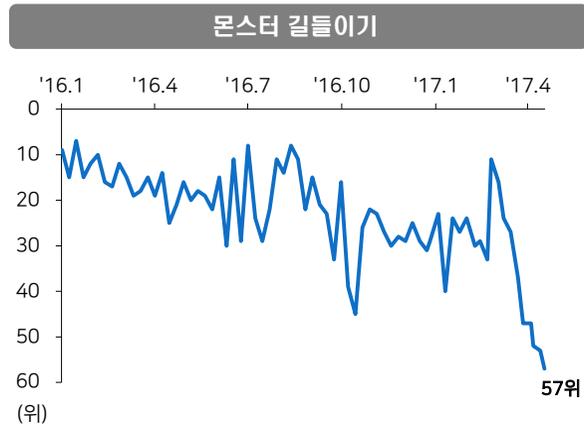
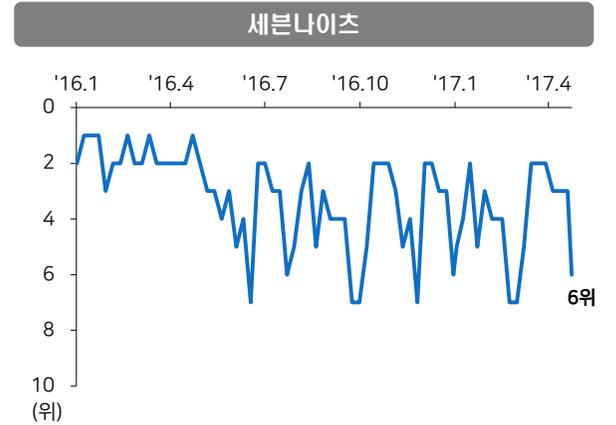
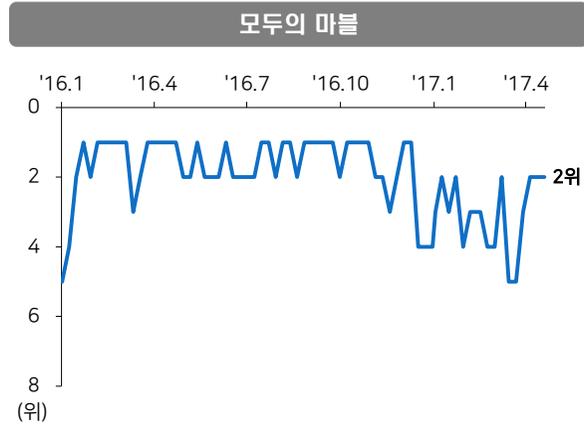
'리니지M' 출시될 경우  
20% 매출 감소 추정

'리니지M' 출시 이후  
일매출 50% 감소  
- 리니지 IP 게임들이 대거 탄생  
하며 일정부분 잠식효과는 불가피

2017년 리니지IP 게임들의  
국내 시장 비중 13.6%에 달해

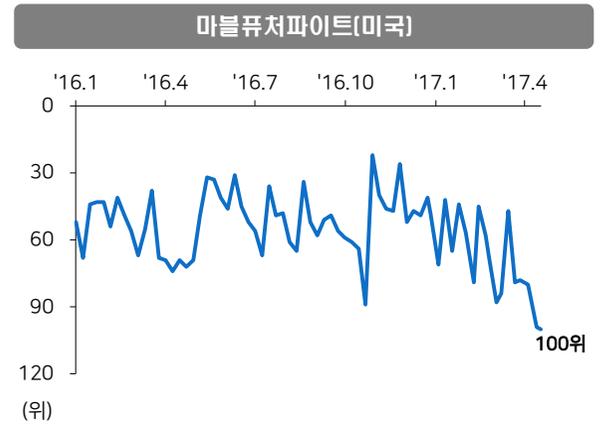
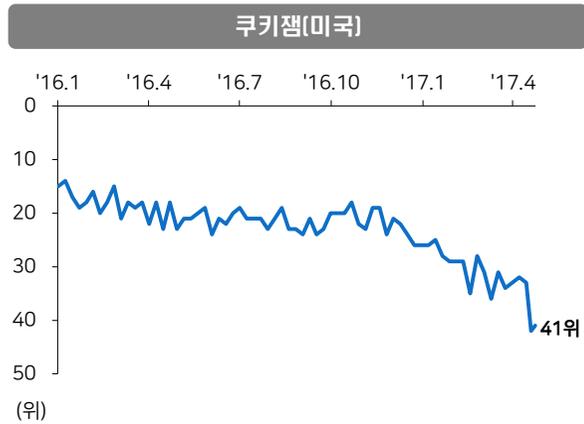
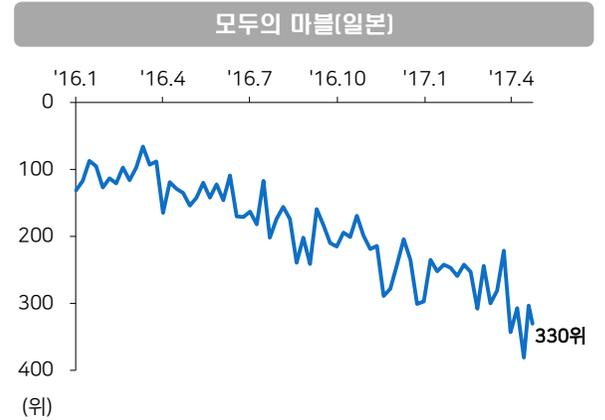
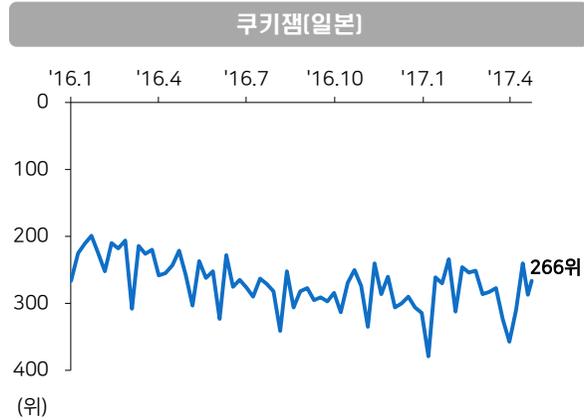
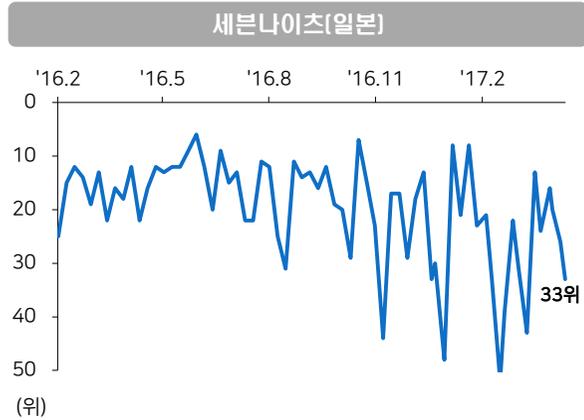
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

# 넷마블게임즈 주요 게임 랭킹 (한국매출순위)



자료: 앱애니, 구글플레이 국내 매출순위 기준, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블게임즈 주요 게임 랭킹 (일본, 미국 매출순위)



자료: 앱애니, 구글플레이 국내 매출순위 기준, 메리츠증권증권 리서치센터

# 넷마블의 2017년 신작 라인업

게임명	장르	개발사	국가	특징	출시 시기
나이트크로니클	턴제 RPG	넷마블몬스터	일본	콘솔 게임의 감성을 살린 차세대 턴제 RPG화려한 스킬 연출이 특징	3.2 일본 출시
요괴	전략, 턴제 RPG	플로피게임즈	한국, 일본	전세계 요괴들을 수집하는 전략 RPG로 요괴로 빙의하여 특별한 능력을 발휘하는 컨셉	4.4 한국 출시, 2H17 일본 출시
트랜스포머: 포지드 투 파이트	대전 액션	카밤 밴쿠버	북미, 유럽	영화 '트랜스포머' IP 활용, 넷마블이 인수한 카밤 밴쿠버 스튜디오가 개발	4.7 155개국 출시
데스티니6	전략 RPG	알파카게임즈	글로벌	매력적인 SD 캐릭터와 유니크한 그래픽이 특징인 전략 RPG 2016년 12월 브랜드 사이트 오픈, 사전등록 시작	사전 예약중
펜타스툼	MOBA	티미스튜디오	한국	중국 인기 모바일 게임 '왕자영요'의 국내 버전 텐센트 티미 스튜디오가 개발, 넷마블이 국내 퍼블리싱	4.7~4.13 테스트 4.25 유료화
블레이드앤소울 MMORPG	MMORPG	체리벅스	한국, 중국	엔씨소프트의 인기 온라인게임 '블레이드앤소울' IP 활용 모바일 최적화 액션과 오픈 월드 기반의 대규모 전쟁이 특징	2H17
스톤에이지 MMORPG	MMORPG	넷마블엔투	중국	글로벌 2억 명의 유저가 즐긴 턴제 RPG 원조 '스톤에이지' IP 활용 기존 게임 아이덴티티 유지하되 중국 현지화할 것	2H17
더킹오브파이터즈 울스타	액션 RPG	-	일본	글로벌 인기 게임 '킹오브 파이터즈' IP 활용, 시리즈의 다양한 캐릭터 모두 등장 원작의 타격감을 모바일에서 구현, 전투 조작감 극대화	2H17
테리아사가	RPG	넷마블블루	일본	자유로운 드래그 스킬로 펼치는 전략적 전투와 애니메이션 풍 감성적 일러스트가 특징	2H17
팬텀게이트	어드벤처 RPG	-	북미, 유럽	스토리 중심의 어드벤처 RPG로 숨겨진 길, 함정 등 다양한 재미 북유럽 신화 기반의 감성적 스토리와 일러스트가 특징	2H17
지.아이.조	전략	-	북미, 유럽	영화 '지.아이.조' IP를 활용한 전략 게임으로 차별화된 전투 경험 제공	2H17
퍼스트본	전략 RPG	-	북미, 유럽	RPG 요소가 강화된 신개념 전략 게임으로 압도적인 그래픽이 특징	2H17
트렌디타운	MMOSNG	이노스파크	글로벌	다양한 감정표현으로 전세계 유저와 소통 가능한 SNG 게임 이노스파크가 개발, 넷마블이 글로벌 퍼블리싱	2H17
요괴워치 메달워즈	-	-	일본	134개국에 방영된 인기 애니메이션 '요괴워치' IP 활용 온가족이 함께 즐길 수 있는 장르로 준비 중	2H17
이카루스M	MMORPG	위메이드엔터	한국, 중국	위메이드의 인기 온라인게임 '이카루스' IP 활용 퍼블리싱 계약 체결, 국내 포함 전세계 판권 획득	2H17
세븐나이츠 MMORPG	MMORPG	넷마블넥서스	한국, 일본	넷마블 기존 인기 모바일게임 '세븐나이츠'가 MMORPG로 재탄생 엔리얼엔진4로 구현되는 화려한 액션과 박진감 넘치는 전투	2H17
테라	MMORPG	블루홀	한국, 북미	글로벌 2천만명 이상의 유저가 즐긴 온라인게임 '테라' IP 활용 원작의 그래픽과 감성을 모바일에 최적화	2H17

자료: 넷마블게임즈, 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤을정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 넷마블(251270) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.04.24	기업분석	Not Rated	180,000	김동희	