



Outperform(Downgrade)

목표주가: 210,000원

주가(11/7): 185,500원

시가총액: 157,709억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| KOSPI (11/7) | 2,545.44pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 |
| 최고/최저가 대비 | 186,500원 |
| 등락률 | -0.54% |
| 수익률 | 절대 |
| 1W | 22.4% |
| 1M | |
| 1Y | 상대 |

Company Data

| | |
|-------------|----------|
| 발행주식수 | 85,018천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 316천주 |
| 외국인 지분율 | 27.30% |
| 배당수익률(17E) | 0.00% |
| BPS(17E) | 50,179원 |
| 주요 주주 | 방준혁 외 8인 |
| | CJ E&M |
| | 25.4% |
| | 22.0% |

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,073 | 1,500 | 2,544 | 3,365 |
| 보고영업이익 | 225 | 295 | 594 | 1,025 |
| 핵심영업이익 | 225 | 295 | 594 | 1,025 |
| EBITDA | 248 | 325 | 621 | 1,200 |
| 세전이익 | 229 | 276 | 594 | 1,023 |
| 순이익 | 169 | 209 | 451 | 777 |
| 자체주주지분순이익 | 121 | 174 | 397 | 684 |
| EPS(원) | 2,050 | 2,718 | 4,999 | 8,046 |
| 증감률(%YoY) | 282.4 | 32.6 | 83.9 | 60.9 |
| PER(배) | 0.0 | 0.0 | 37.1 | 23.1 |
| PBR(배) | 0.0 | 0.0 | 3.7 | 3.2 |
| EV/EBITDA(배) | -1.2 | -1.0 | 25.5 | 12.6 |
| 보고영업이익률(%) | 21.0 | 19.6 | 23.3 | 30.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 21.0 | 19.6 | 23.3 | 30.5 |
| ROE(%) | 18.8 | 16.8 | 15.8 | 16.2 |
| 순부채비율(%) | -25.4 | -24.0 | -47.4 | -53.7 |

Price Trend



실적리뷰

넷마블게임즈 (251270)

모멘텀들의 성과 확인이 필요한 시점



넷마블게임즈의 3Q실적은 매출액 5,817억원(QoQ, +7.7%), 영업이익 1,118억원(QoQ, +6.4%)를 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 기존 게임들의 매출향세가 영향을 주었지만 향후 해외시장 개척을 통한 실적 개선 가능성은 높다고 판단됩니다. 11월에 진행되는 리니지2:레볼루션의 북미/유럽 진출, 테라M의 성과에 대한 주시가 필요한 시점입니다.

>>> 해외성과는 긍정적, 기존게임은 부진한 3Q

넷마블게임즈의 3Q실적은 매출액 5,817억원(QoQ, +7.7%), 영업이익 1,118억원(QoQ, +6.4%)를 기록하면서 시장 기대치를 밀돌았다. 주요 원인은 해외성과는 뛰어난 모습을 보여주었으나 세븐나이츠를 비롯한 기존게임들의 부진이 나타났기 때문이다. 또한 마케팅비용도 일본 출시 영향으로 2Q대비 크게 증가한 부분, 1회성 초과근로 수당지급도 이익에 부담을 주었다. 4Q는 해외진출/신작 모멘텀이 11월에 시작됨에 따라 성과확대가 기대된다. 다만, 신작출시, 신규지역 진출에 따른 마케팅비용이 공격적으로 집행될 것으로 전망됨에 따라 1Q수준의 실적 회복은 내년으로 미뤄질 것으로 전망된다.

>>> 모멘텀 시작되나 기대가 선반영되어 최상위권 성과 필요

최근 게임업종의 주가는 MMORPG에 대한 기대감이 반영되어 있다. 국내에서 가장 많은 라인업을 보유한 동사 역시 기대가 선반영 되어있다고 볼 수 있다. 결국 11월에 진행되는 모멘텀(북미/유럽지역 진출, 테라M)이 최상위 성과를 내어야 할 필요가 있다.

이번 두 모멘텀이 동사에 매우 중요한 것은 단기적인 실적에 대한 부분보다 장기적 그림에서 중요하다. 북미/유럽지역 성과는 향후 라인업들의 해외진출과 관련해서 선점하는 효과, 테라M은 MMORPG의 흥행을 이어갈 수 있는지 여부를 판가름하는 잣대가 될 것이기 때문이다. 내년 일정들 중 블레이드앤파울, 세븐나이츠MMO, 리니지2:레볼루션(중국), 테라M(해외) 등 강력한 라인업이 준비되어 있다는 점에서 긍정적이나 그 성과에 대한 기대감이 형성되기 위해서는 눈앞에 있는 모멘텀들의 결과가 필요한 시점이다.

>>> 투자의견 Outperform 하향, 목표주가 210,000원 상향

넷마블게임즈에 대한 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가는 210,000원으로 상향한다. 목표주가는 2018년 예상EPS에 Target PER 25.7배를 적용(글로벌MMORPG성과로 Peer대비 20% 할증)하였다. 하반기 모멘텀이 성과를 낸다면 내년 라인업을 통한 글로벌 모바일게임 선두업체로써의 위상이 더욱 높아질 것은 분명해 보인다. 다만, 기대감이 반영되어있는 만큼 성과확인이 필요한 시점으로 판단된다. 11월 모멘텀의 결과에 따라 향후 의견 및 목표주가를 변경할 수 있다.

넷마블게임즈 Table (단위: 억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17P | 4Q17E | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 6,872 | 5,401 | 5,817 | 7,347 | 7,882 | 7,996 | 9,153 | 8,619 | 25,437 | 33,650 |
| 기존게임 매출 | 3,231 | 3,403 | 3,199 | 3,064 | 2,722 | 2,464 | 2,345 | 2,179 | 12,897 | 9,710 |
| 리니지2:레볼루션 | 3,641 | 1,998 | 2,618 | 3,788 | 3,960 | 3,604 | 3,220 | 2,852 | 12,045 | 13,636 |
| 주요신작 매출 | | | 495 | | 1,200 | 1,929 | 3,036 | 3,220 | 495 | 9,385 |
| 로열티 매출 | | | | | | 552 | 368 | 0 | 920 | |
| 영업비용 | 4,871 | 4,350 | 4,699 | 5,578 | 5,804 | 5,743 | 5,984 | 5,872 | 19,498 | 23,402 |
| 인건비 | 900 | 868 | 924 | 942 | 992 | 1,011 | 1,041 | 1,052 | 3,634 | 4,096 |
| 지급수수료 | 2,838 | 2,239 | 2,329 | 3,063 | 3,348 | 3,249 | 3,463 | 3,448 | 10,469 | 13,507 |
| 마케팅비 | 784 | 824 | 1,010 | 1,140 | 1,030 | 1,060 | 930 | 855 | 3,758 | 3,875 |
| 기타 | 349 | 419 | 436 | 433 | 433 | 424 | 549 | 517 | 1,637 | 1,924 |
| 영업이익 | 2,001 | 1,051 | 1,118 | 1,768 | 2,078 | 2,253 | 3,169 | 2,748 | 5,938 | 10,248 |
| 영업이익률 | 29.1% | 19.5% | 19.2% | 24.1% | 26.4% | 28.2% | 34.6% | 31.9% | 23.3% | 30.5% |

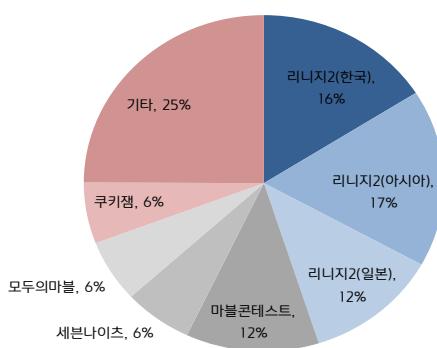
자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

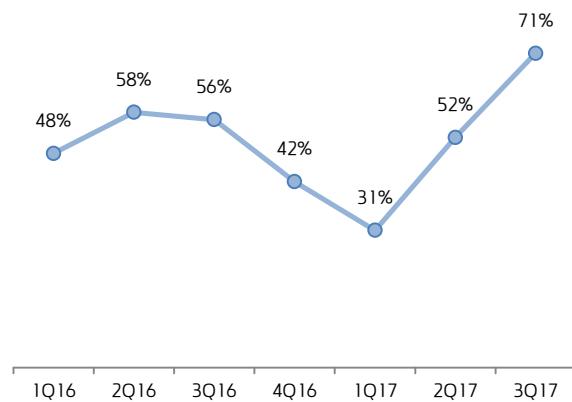
| 게임명 | 지역 | 장르 | 출시시점 |
|------------|------------|--------|---------|
| 리니지2:레볼루션 | 북미/유럽 | MMORPG | 11월 15일 |
| 테라M | 국내 | MMORPG | 11월 28일 |
| 페이트/그랜드 오더 | 국내 | RPG | 11월 21일 |
| 블레이드앤소울 | 국내 | MMORPG | 내년 |
| 세븐나이츠 | 국내 및 일부 해외 | MMORPG | 내년 |
| 테라M | 글로벌 | MMORPG | 내년 |
| 리니지2:레볼루션 | 중국 | MMORPG | 내년 기대 |

자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

주요 게임별 매출 비중



해외매출비중 추이



자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,073 | 1,500 | 2,544 | 3,365 | 3,373 |
| 매출원가 | 588 | 751 | 1,142 | 1,362 | 1,508 |
| 매출총이익 | 484 | 749 | 1,402 | 2,003 | 1,864 |
| 판매비및일반관리비 | 259 | 454 | 808 | 978 | 940 |
| 영업이익(보고) | 225 | 295 | 594 | 1,025 | 924 |
| 영업이익(핵심) | 225 | 295 | 594 | 1,025 | 924 |
| 영업외손익 | 4 | -19 | 0 | -2 | 1 |
| 이자수익 | 5 | 4 | 5 | 7 | 8 |
| 배당금수익 | 0 | 5 | 7 | 8 | 10 |
| 외환이익 | 14 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손실 | 5 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | -2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 투자및기타자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -1 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -6 | -20 | -15 | -20 | -20 |
| 법인세차감전이익 | 229 | 276 | 594 | 1,023 | 925 |
| 법인세비용 | 60 | 66 | 142 | 245 | 222 |
| 유효법인세율 (%) | 26.3% | 24.1% | 24.0% | 24.0% | 24.0% |
| 당기순이익 | 169 | 209 | 451 | 777 | 703 |
| 지배주주지분이익(억원) | 121 | 174 | 397 | 684 | 619 |
| EBITDA | 248 | 325 | 621 | 1,200 | 1,085 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 191 | 240 | 478 | 952 | 863 |
| 수정당기순이익 | 169 | 216 | 451 | 777 | 703 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 196.1 | 39.8 | 69.6 | 32.3 | 0.2 |
| 영업이익(보고) | 153.8 | 30.8 | 101.5 | 72.6 | -9.8 |
| 영업이익(핵심) | 153.8 | 30.8 | 101.5 | 72.6 | -9.8 |
| EBITDA | 142.7 | 31.1 | 90.9 | 93.2 | -9.6 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 391.2 | 44.3 | 128.2 | 72.3 | -9.6 |
| EPS | 282.4 | 32.6 | 83.9 | 60.9 | -9.6 |
| 수정순이익 | 292.9 | 27.8 | 108.6 | 72.3 | -9.6 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|------|------|--------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 188 | 149 | 496 | 947 | 848 |
| 당기순이익 | 169 | 209 | 451 | 777 | 703 |
| 감가상각비 | 7 | 8 | 8 | 13 | 18 |
| 무형자산상각비 | 15 | 22 | 20 | 162 | 142 |
| 외환손익 | -1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 2 | 3 | -3 | -3 | -3 |
| 영업활동자산부채 증감 | -44 | -131 | 21 | 1 | -7 |
| 기타 | 39 | 34 | -1 | -4 | -5 |
| 투자활동현금흐름 | -480 | -210 | -1,374 | -325 | -305 |
| 투자자산의 처분 | -352 | -57 | -161 | -219 | -201 |
| 유형자산의 처분 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -19 | -90 | -93 | -97 | -102 |
| 무형자산의 처분 | -6 | -7 | -1,120 | -8 | 0 |
| 기타 | -104 | -56 | -1 | -1 | -1 |
| 재무활동현금흐름 | 407 | 114 | 2,626 | 15 | 40 |
| 단기차입금의 증가 | 53 | 124 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 380 | 0 | 2,651 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -3 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -23 | -7 | -25 | 15 | 40 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 117 | 57 | 1,747 | 636 | 583 |
| 기초현금및현금성자산 | 99 | 216 | 273 | 2,020 | 2,656 |
| 기말현금및현금성자산 | 216 | 273 | 2,020 | 2,656 | 3,239 |
| Gross Cash Flow | 232 | 279 | 475 | 946 | 855 |
| Op Free Cash Flow | 120 | 27 | -713 | 850 | 753 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 498 | 721 | 2,626 | 3,461 | 4,053 |
| 현금및현금성자산 | 216 | 273 | 2,020 | 2,656 | 3,239 |
| 유동금융자산 | 115 | 147 | 178 | 236 | 236 |
| 매출채권및유동채권 | 166 | 299 | 424 | 561 | 562 |
| 재고자산 | 0 | 2 | 4 | 8 | 15 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 961 | 1,236 | 2,570 | 2,682 | 2,834 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 12 | 26 | 38 | 50 | 51 |
| 투자자산 | 460 | 535 | 670 | 838 | 1,047 |
| 유형자산 | 26 | 123 | 208 | 292 | 376 |
| 무형자산 | 448 | 540 | 1,641 | 1,486 | 1,344 |
| 기타비유동자산 | 16 | 12 | 13 | 15 | 16 |
| 자산총계 | 1,458 | 1,957 | 5,196 | 6,142 | 6,887 |
| 유동부채 | 245 | 421 | 580 | 733 | 735 |
| 매입채무및기타유동채무 | 173 | 270 | 424 | 561 | 562 |
| 단기차입금 | 29 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 유동성장기차입금 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 40 | 46 | 51 | 67 | 67 |
| 비유동부채 | 33 | 226 | 202 | 217 | 258 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 4 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 사채및장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 30 | 224 | 199 | 214 | 254 |
| 부채총계 | 278 | 647 | 782 | 951 | 992 |
| 자본금 | 1 | 7 | 9 | 9 | 9 |
| 주식발행초과금 | 929 | 350 | 3,001 | 3,001 | 3,001 |
| 이익잉여금 | 121 | 294 | 691 | 1,375 | 1,994 |
| 기타자본 | 7 | 565 | 565 | 565 | 565 |
| 지배주주지분자본총계 | 1,059 | 1,216 | 4,266 | 4,950 | 5,569 |
| 비지배주주지분자본총계 | 122 | 94 | 148 | 241 | 326 |
| 자본총계 | 1,181 | 1,310 | 4,414 | 5,192 | 5,895 |
| 순차입금 | -300 | -314 | -2,092 | -2,786 | -3,370 |
| 총차입금 | 31 | 105 | 105 | 105 | 105 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,050 | 2,718 | 4,999 | 8,046 | 7,277 |
| BPS | 17,786 | 17,946 | 50,179 | 58,225 | 65,502 |
| 주당EBITDA | 4,218 | 5,082 | 7,819 | 14,113 | 12,756 |
| CFPS | 3,254 | 3,747 | 6,023 | 11,202 | 10,156 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 0.0 | 0.0 | 37.1 | 23.1 | 25.5 |
| PBR | 0.0 | 0.0 | 3.7 | 3.2 | 2.8 |
| EV/EBITDA | -1.2 | -1.0 | 25.5 | 12.6 | 13.4 |
| PCFR | 0.0 | 0.0 | 30.8 | 16.6 | 18.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 21.0 | 19.6 | 23.3 | 30.5 | 27.4 |
| 영업이익률(핵심) | 21.0 | 19.6 | 23.3 | 30.5 | 27.4 |
| EBITDA margin | 23.1 | 21.7 | 24.4 | 35.7 | 32.2 |
| 순이익률 | 15.7 | 13.9 | 17.7 | 23.1 | 20.8 |
| 자기자본이익률(ROE) | 18.8 | 16.8 | 15.8 | 16.2 | 12.7 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 128.0 | 114.6 | 52.1 | 55.1 | 52.0 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 23.5 | 49.4 | 17.7 | 18.3 | 16.8 |
| 순차입금비율 | -25.4 | -24.0 | -47.4 | -53.7 | -57.2 |
| 이자보상배율(배) | 178.6 | 149.2 | N/A | N/A | N/A |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 7.6 | 6.4 | 7.0 | 6.8 | 6.0 |
| 재고자산회전율 | 7,121.8 | 1,374.8 | 899.4 | 594.9 | 298.1 |
| 매입채무회전율 | 8.1 | 6.8 | 7.3 | 6.8 | 6.0 |

Compliance Notice

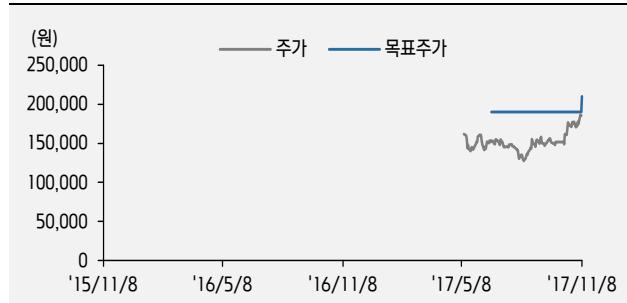
- 당사는 11월 7일 현재 '넷마블게임즈 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | | |
|------------------|------------|---|--------------------|-------------|-----------------|---------|
| | | | | 목표 가격 대상 시점 | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 넷마블 게임즈 (251270) | 2016-06-27 | BUY(Initiate) Outperform (Downgrade) | 190,000 210,000 | 6개월 6개월 | -19.88 -1.84 | |
| | 2016-11-08 | | | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 152 | 93.25% |
| 중립 | 10 | 6.13% |
| 매도 | 1 | 0.61% |