

2017/11/08

인터넷/미디어/게임

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

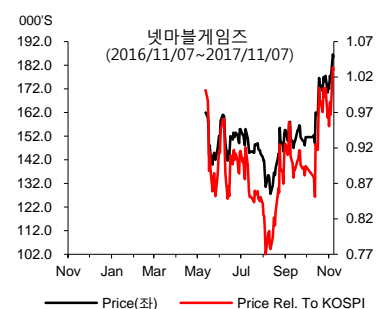
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	250,000원
증가(2017/11/07)	185,500원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	8,502만주
시가총액	15,771십억원
외국인지분율	27.3%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	4,915원
BPS(2017E)	19,697원
ROE(2017E)	27.0%
52주 주가	127,500~186,500원
60일평균거래량	315,624주
60일평균거래대금	49.6십억원

Price Trend



넷마블게임즈(251270)

신작과 중국 진출 기대감 확산

■ 3Q17 Review: 매출 +62.0% YoY, 영업이익 +73.1% YoY

넷마블게임즈 3Q17 매출액은 5,817억원 (+62.0% YoY, +7.7% QoQ), 영업이익은 1,118억원 (+73.1% YoY, +6.4% QoQ)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 실적을 기록했다. '리니지2레볼루션'의 국내 매출은 전분기대비 51% 감소했으나 동남아와 일본 지역의 매출 기여로 '리니지2레볼루션'의 전체 매출액은 전분기대비 31% 증가했다. 모바일게임 시장의 경쟁 심화로 '세븐나이츠' 등 기존 히트작들의 매출액이 감소하면서 시장 기대치보다 낮은 매출액을 기록했지만 콘텐츠 업데이트 및 연말 이벤트를 통해 4분기에는 일부 히트작들의 매출액이 반등할 것으로 예상된다. 일본과 동남아 지역의 마케팅 강화로 3분기 마케팅비는 전분기대비 186억원 증가했는데 4분기 또한 '테라M'을 비롯한 대규모 신작이 출시될 것으로 마케팅비 증가 추세는 당분간 지속될 전망이다.

■ 신작과 지역 확대 모멘텀 강화

'리니지2레볼루션'은 11월 15일 북미·유럽 54개국에 출시할 예정으로 사전 예약자수 150만명을 기록하여 흥행 기대감을 확산시키고 있다. 11월 21일에는 일본에서 최고 매출 최상위권을 차지하고 있는 '페이트 그랜드 오더', 11월 28일에는 '테라M'을 출시될 예정이다. 당사는 '테라M'의 초기 일매출액을 15억원으로 추정했는데 최근 MMORPG의 일매출액 수준을 감안하면 추가적인 매출 창출도 가능하다고 판단한다. 내년에는 '블소 모바일', '세븐나이츠2', '이카루스M'이 국내외로 출시될 예정으로 매출 성장과 신작 기대감 모멘텀이 동시에 작용될 것이다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지 개시

넷마블게임즈에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 SPS에 Target PSR 6.3배를 적용하여 산출했다. 2018년 예상 매출액은 전년대비 35% 증가할 것으로 추정되는데 이는 글로벌 게임 업체 중에서도 성장세가 두드러져 PSR 적용이 적정하다고 판단한다. '리니지2레볼루션'의 중국 판호 발급에 대해 긍정적인 분위기가 확산되고 있으며 판호 발급 직후 텐센트를 통해 바로 출시될 예정이다. 중국에서 일매출액이 50억원 이상 발생할 경우 PER 밸류에이션 부담이 낮아질 전망이다.

〈표 1〉 넷마블게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1500.0	2506.3	3383.1	687.2	540.1	581.7	697.3	811.8	906.4	857.8	807.2
L2R	121.0	1,177.1	1,430.7	378.0	199.8	261.8	337.5	335.3	400.4	366.8	328.1
MCOC	0.0	233.8	252.3	27.5	70.2	69.8	66.3	65.0	63.7	62.4	61.2
세븐나이트	352.5	174.4	126.7	55.0	48.6	34.9	35.9	34.2	32.4	30.8	29.3
모두의마블	203.3	135.9	130.1	34.4	32.4	34.9	34.2	33.5	32.8	32.2	31.5
쿠키잼	143.8	135.9	130.1	34.4	32.4	34.9	34.2	33.5	32.8	32.2	31.5
테라 M	0.0	51.0	393.5	0.0	0.0	0.0	51.0	124.2	99.4	89.4	80.5
BSM	0.0	0.0	209.6	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	73.6	58.9	47.1
기타	0.0	0.0	110.4	158.1	156.6	145.4	138.2	156.1	171.2	185.1	197.9
판관비	1,205.3	1,909.7	2,397.3	487.1	435.0	469.9	517.7	575.9	641.1	605.0	575.2
영업이익	294.7	596.6	985.8	200.1	105.1	111.8	179.6	235.9	265.2	252.8	232.0
세전이익	275.5	576.3	972.7	190.9	108.2	105.7	171.5	234.7	262.1	248.2	227.7
지배주주순이익	174.0	390.6	665.4	130.1	70.2	74.3	116.0	160.5	179.3	169.7	155.8
성장률 (YoY %)											
매출액	39.8	67.1	35.0	110.7	53.5	62.0	50.6	18.1	67.8	47.5	15.8
L2R	n/a	873.0	21.5	n/a	n/a	n/a	179.0	-11.3	100.4	40.1	-2.8
MCOC	n/a	n/a	7.9	n/a	n/a	n/a	n/a	136.4	-9.3	-10.6	-7.8
세븐나이트	98.6	-50.5	-27.4	n/a	n/a	n/a	n/a	-37.9	-33.3	-11.7	-18.5
모두의마블	2.0	-33.2	-4.2	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.4	1.4	-7.8	-7.8
쿠키잼	76.5	-5.5	-4.2	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.4	1.4	-7.8	-7.8
테라 M	n/a	n/a	671.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	57.8
BSM	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-1.2	9.3	27.3	43.2
판관비	n/a	58.4	25.5	82.6	45.4	59.6	50.1	18.2	47.4	28.8	11.1
영업이익	n/a	102.5	65.2	236.9	99.8	73.1	52.1	17.9	152.4	126.1	29.1
세전이익	n/a	109.2	68.8	180.7	111.3	80.4	75.5	22.9	142.3	134.8	32.8
지배주주순이익	n/a	124.5	70.3	216.5	234.3	86.2	61.1	23.4	155.4	128.4	34.3
이익률 (%)											
영업이익률	19.6	23.8	29.1	29.1	19.5	19.2	25.8	29.1	29.3	29.5	28.7
세전이익률	18.4	23.0	28.8	27.8	20.0	18.2	24.6	28.9	28.9	28.9	28.2
지배주주순이익률	11.6	15.6	19.7	18.9	13.0	12.8	16.6	19.8	19.8	19.8	19.3

자료: 넷마블게임즈, 하이투자증권
주: 연결기준

〈표 2〉 넷마블게임즈 목표주가 산정

	12MF	2017E	2018E
SPS (원)	38,417	31,535	39,793
PSR (배)		5.9	4.7
Target PSR (배)			6.3
목표주가 (원)			250,000
현재주가 (원)			185,500
상승여력 (%)			34.8

자료: 하이투자증권

〈표 3〉 Peer group valuation table

	NCISOFT	BLIZZARD	EA	NETEASE	TENCENT	KINGNET	NEXON	Global Average
현재주가 (USD, 00/00)	400.0	60.9	112.5	309.7	50.1	3.6	28.6	
시가총액 (백만달러)	8,774.7	46,023.8	34,719.5	40,649.7	476,009.3	5,182.5	12,637.8	
절대수익률								
1M	(3.9)	(3.8)	(6.4)	11.9	7.1	27.9	5.1	7.6
3M	19.9	(1.8)	(4.1)	2.0	21.1	43.8	42.7	20.8
6M	18.0	13.1	17.5	17.9	55.0	42.7	65.6	32.8
1Y	72.4	46.9	40.2	28.9	88.9	22.4	93.2	56.1
YTD	80.4	69.6	42.8	45.3	99.2	39.1	89.8	66.6
초과수익률								
1M	(5.6)	(5.5)	(8.1)	10.2	5.4	26.2	3.3	5.9
3M	14.7	(7.0)	(9.2)	(3.1)	15.9	38.7	37.6	15.7
6M	8.9	4.0	8.4	8.8	45.9	33.6	56.5	23.7
1Y	45.6	20.1	13.4	2.1	62.1	(4.4)	66.4	29.3
YTD	62.7	51.9	25.1	27.6	81.5	21.4	72.1	48.9
PER								
2016	19.4	25.6	29.3	17.0	38.7	33.6	36.6	28.6
2017E	19.1	27.3	26.3	19.9	49.6	26.2	21.3	28.1
2018E	14.8	23.9	22.6	17.0	38.8	23.7	18.3	22.9
PSR								
2016	5.4	4.0	4.7	5.1	10.5	8.7	4.0	6.1
2017E	5.4	6.6	6.7	5.0	13.6	9.4	6.5	7.4
2018E	4.5	6.2	6.2	4.1	10.0	7.2	5.9	6.1
ROE								
2016	14.9	11.2	35.8	34.4	27.9	32.8	5.4	22.2
2017E	23.4	16.1	29.5	29.5	29.7	32.2	16.0	24.1
2018E	23.8	15.8	28.8	27.5	29.0	26.2	16.1	22.9
매출액성장률								
2016	14.4	41.7	(2.6)	58.4	39.8	10.4	7.4	25.7
2017E	92.2	5.2	18.0	40.4	53.7	38.0	15.3	42.2
2018E	18.8	5.9	7.1	24.6	35.2	31.8	9.2	20.0
영업이익성장률								
2016	35.1	8.1	(5.3)	64.3	31.7	(8.6)	(27.2)	15.7
2017E	111.3	66.9	86.2	15.4	49.6	176.7	103.8	90.9
2018E	27.4	14.7	17.5	16.4	25.9	14.8	12.2	22.7
순이익성장률								
2016	60.6	9.9	32.1	63.0	35.0	(1.5)	(59.3)	22.6
2017E	95.6	76.3	15.4	18.8	55.7	105.8	219.6	92.4
2018E	28.6	16.1	16.6	17.2	27.2	14.0	17.3	24.3
영업이익률								
2016	33.4	21.4	20.4	33.1	34.8	21.3	22.2	25.8
2017E	36.8	33.9	32.2	27.2	33.9	42.6	39.2	33.8
2018E	39.4	36.7	35.4	25.4	31.6	37.1	40.3	34.4
순이익률								
2016	27.7	14.6	26.3	30.4	27.0	25.8	11.0	21.8
2017E	28.2	24.5	25.7	25.7	27.4	38.5	30.5	27.1
2018E	30.5	26.8	28.0	24.2	25.8	33.3	32.7	27.7

자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	721	1,413	2,426	3,586
현금 및 현금성자산	273	736	1,520	2,497
단기금융자산	147	183	228	283
매출채권	249	415	561	632
재고자산	2	3	4	5
비유동자산	1,236	1,190	1,153	1,122
유형자산	123	110	102	96
무형자산	540	512	489	470
자산총계	1,957	2,603	3,579	4,709
유동부채	421	560	731	936
매입채무	109	181	245	276
단기차입금	105	105	105	105
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	226	226	226	226
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	647	786	957	1,161
지배주주지분	1,216	1,675	2,406	3,245
자본금	7	9	9	9
자본잉여금	1,200	1,200	1,200	1,200
이익잉여금	294	684	1,350	2,123
기타자본항목	-369	-369	-369	-369
비지배주주지분	94	142	216	302
자본총계	1,310	1,817	2,622	3,547

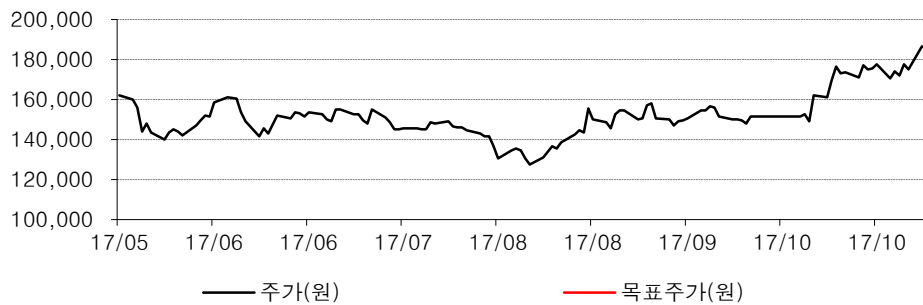
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,500	2,506	3,383	3,813
증가율(%)	39.8	67.1	35.0	12.7
매출원가	751	-	-	-
매출총이익	749	2,506	3,383	3,813
판매비와관리비	454	1,910	2,397	2,666
연구개발비	7	11	15	17
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	295	597	986	1,147
증가율(%)	30.8	102.5	65.2	16.3
영업이익률(%)	19.6	23.8	29.1	30.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-3	-3	-3	-3
기타영업외손익	-16	-24	-26	-40
세전계속사업이익	276	576	973	1,130
법인세비용	66	138	233	271
세전계속이익률(%)	18.4	23.0	28.8	29.6
당기순이익	209	439	739	859
순이익률(%)	13.9	17.5	21.9	22.5
지배주주귀속 순이익	174	391	665	773
기타포괄이익	66	66	66	66
총포괄이익	275	505	805	925
지배주주귀속총포괄이익	272	500	797	916

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	197	628	939	1,068
당기순이익	209	439	739	859
유형자산감가상각비	8	13	9	6
무형자산상각비	22	28	23	19
지분법관련손실(이익)	-3	-3	-3	-3
투자활동 현금흐름	-207	-12	-20	-31
유형자산의 처분(취득)	-90	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-7	-	-	-
금융상품의 증감	-29	-36	-45	-56
재무활동 현금흐름	63	-5	-7	-7
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	2	-	-
배당금지급	-4	-	-	-
현금및현금성자산의증감	57	463	785	977
기초현금및현금성자산	216	273	736	1,520
기말현금및현금성자산	273	736	1,520	2,497

주요투자지표	2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,719	4,915	7,826	9,094
BPS	17,946	19,697	28,299	38,169
CFPS	3,198	5,426	8,195	9,381
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		37.7	23.7	20.4
PBR		9.4	6.6	4.9
PCR		34.2	22.6	19.8
EV/EBITDA	#VALUE!	23.5	13.9	11.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.3	27.0	32.6	27.4
EBITDA 이익률	21.7	25.4	30.1	30.7
부채비율	49.4	43.3	36.5	32.7
순부채비율	-24.0	-44.8	-62.6	-75.4
매출채권회전율(x)	7.9	7.5	6.9	6.4
재고자산회전율(x)	1,374.8	995.4	914.0	843.0

자료 : 넷마블게임즈, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(넷마블게임즈)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-11-08	Buy	250,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김민정, 오대식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-