

넷마블게임즈 (251270)

믿고 즐기는 게임

■ '리니지2 레볼루션', 벌써 일년

'리니지2 레볼루션'이 출시된지 1년이 되어간다. 출시 초반에는 일매출액 100억원 수준을 기록하다가 급격하게 매출액이 감소하면서 주가 또한 부진한 모습을 보였다. 국내 평균 일매출액은 10억원 수준까지 하락했으나 동남아, 일본, 북미/유럽 지역에 순차적으로 진출하면서 글로벌 매출액은 증가하고 있는 추세이다. 4분기 '리니지2 레볼루션'의 일본과 북미/유럽 지역의 평균 일매출액은 각각 15억원과 6억원을 기록할 것으로 추정한다. 서비스 지역 확대를 기반으로 출시된지 1년이 되어가는 게임의 매출액이 지속적으로 증가하는 모습을 연출하면서 모바일 게임의 짧은 라이프사이클에 대한 우려가 해소되었다.

■ 개발, 퍼블리싱, 해외 진출 역량 3박자

MMORPG는 캐주얼게임에 비해 장시간 게임을 이용해야 즐길 수 있기 때문에 흥행을 위해서는 탄탄한 세계관과 스토리, 유명 IP, 게임 운영 노하우, 대규모 마케팅 비용 등이 흥행 요인으로 작용한다. 내년 모바일 MMORPG 시장의 경쟁은 치열해질 것으로 이미 MMORPG를 성공시킨 경험과 운영 노하우를 갖춘 업체의 신작이 흥행할 가능성이 높다. 동사는 오는 28일 출시 예정인 '테라M'을 시작으로 '블레이드앤소울 레볼루션', '이카루스M', '세븐나이츠2'까지 국내 게임 업체 중에서 가장 많은 MMORPG 신작 라인업을 보유하고 있다. 최근 출시한 일본 모바일 RPG '페이트그랜드오더'는 양사 마켓에서 매출 기준 상위 10위권에 안착했는데 이로써 퍼블리싱 역량 또한 증명되었다. 더불어 가장 적극적으로 해외 지역 서비스를 확대하면서 지난 3분기 기준 해외 매출액이 71%(+19%p QoQ)까지 상승했다. 1) 자회사 개발 스튜디오를 통한 개발 역량 확보, 2) 퍼블리싱 역량 보유, 3) 적극적인 해외 진출은 실적 개선과 더불어 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용된다.

■ 게임 업종 내 최선호주로 제시

'리니지2 레볼루션'은 텐센트를 통해 퍼블리싱될 예정이며 현재 판호 발급을 대기 중이다. 중국 정부의 판호를 받으면 바로 서비스될 수 있을 것으로 내년 2분기부터 중국 매출이 발생될 전망이다. 2018년 영업이익은 전년대비 65.2% 증가할 것으로 예상된다. 신작 기대감과 가파른 실적 개선세를 감안하여 게임 업종 내 최선호주로 넷마블게임즈를 추천한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정 (2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

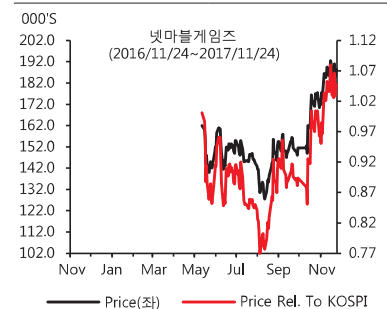
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원
종가(2017/11/24)	188,500원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	8,503만주
시가총액	16,027십억원
외국인지분율	27.8%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	4,915원
BPS(2017E)	19,697원
ROE(2017E)	27.0%
52주 주가	127,500~192,500원
60일평균거래량	358,097주
60일평균거래대금	60.8십억원

Price Trend



〈표 1〉 넷마블게임즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	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
테라M	0.0	51.0	393.5	0.0	0.0	0.0	51.0	124.2	99.4	89.4	80.5
B&S 모바일	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
테라M	n/a	n/a	671.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	57.8
B&S 모바일	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

주: 연결 기준

자료: 넷마블게임즈, 하이투자증권

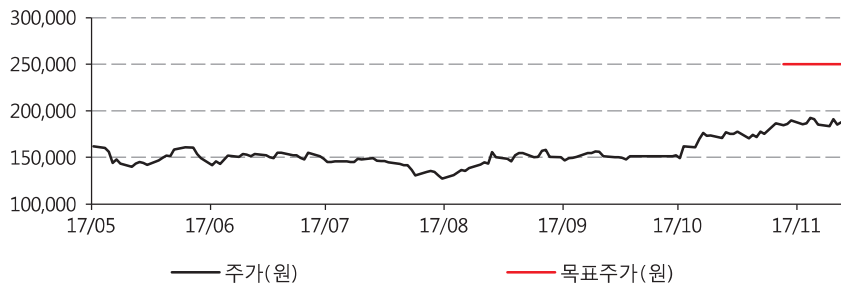
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	721	1,413	2,426	3,586	매출액	1,500	2,506	3,383	3,813
현금 및 현금성자산	273	736	1,520	2,497	증가율(%)	39.8	67.1	35.0	12.7
단기금융자산	147	183	228	283	매출원가	751	-	-	-
매출채권	249	415	561	632	매출총이익	749	2,506	3,383	3,813
재고자산	2	3	4	5	판매비와관리비	454	1,910	2,397	2,666
비유동자산	1,236	1,190	1,153	1,122	연구개발비	7	11	15	17
유형자산	123	110	102	96	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	540	512	489	470	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,957	2,603	3,579	4,709	영업이익	295	597	986	1,147
유동부채	421	560	731	936	증가율(%)	30.8	102.5	65.2	16.3
매입채무	109	181	245	276	영업이익률(%)	19.6	23.8	29.1	30.1
단기차입금	105	105	105	105	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	226	226	226	226	지분법이익(손실)	-3	-3	-3	-3
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-16	-24	-26	-40
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	276	576	973	1,130
부채총계	647	786	957	1,161	법인세비용	66	138	233	271
지배주주지분	1,216	1,675	2,406	3,245	세전계속이익률(%)	18.4	23.0	28.8	29.6
자본금	7	9	9	9	당기순이익	209	439	739	859
자본잉여금	1,200	1,200	1,200	1,200	순이익률(%)	13.9	17.5	21.9	22.5
이익잉여금	294	684	1,350	2,123	지배주주귀속 순이익	174	391	665	773
기타자본항목	-369	-369	-369	-369	기타포괄이익	66	66	66	66
비지배주주지분	94	142	216	302	총포괄이익	275	505	805	925
자본총계	1,310	1,817	2,622	3,547	지배주주귀속총포괄이익	272	500	797	916

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	197	628	939	1,068	주당지표(원)				
당기순이익	209	439	739	859	EPS	2,719	4,915	7,826	9,094
유형자산감가상각비	8	13	9	6	BPS	17,946	19,697	28,299	38,169
무형자산상각비	22	28	23	19	CFPS	3,198	5,426	8,195	9,381
지분법관련손실(이익)	-3	-3	-3	-3	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-207	-12	-20	-31	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-90	-	-	-	PER		38.4	24.1	20.7
무형자산의 처분(취득)	-7	-	-	-	PBR		9.6	6.7	4.9
금융상품의 증감	-29	-36	-45	-56	PCR		34.7	23.0	20.1
재무활동 현금흐름	63	-5	-7	-7	EV/EBITDA	#VALUE!	23.9	14.1	11.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.3	27.0	32.6	27.4
자본의증감	-	2	-	-	EBITDA이익률	21.7	25.4	30.1	30.7
배당금지급	-4	-	-	-	부채비율	49.4	43.3	36.5	32.7
현금및현금성자산의증감	57	463	785	977	순부채비율	-24.0	-44.8	-62.6	-75.4
기초현금및현금성자산	216	273	736	1,520	매출채권회전율(x)	7.9	7.5	6.9	6.4
기말현금및현금성자산	273	736	1,520	2,497	재고자산회전율(x)	1,374.8	995.4	914.0	843.0

자료: 넷마블게임즈, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(넷마블게임즈)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -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
투자의견 비율(%)	88.3%	11.7%	-