



BUY(Upgrade)

목표주가: 210,000원

주가(1/8): 165,500원

시가총액: 140,719억원

인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/8)	2,513.28pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	127,500원
등락률	-17.04%	29.80%
수익률	절대	상대
1W	-10.8%	-12.5%
1M	6.8%	1.1%
1Y		

Company Data

발행주식수	85,026천주
일평균 거래량(3M)	442천주
외국인 지분율	27.12%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	49,630원
주요 주주	방준혁 외 8인 25.4%
	CJ E&M 22.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,073	1,500	2,428	3,300
보고영업이익	225	295	524	1,020
핵심영업이익	225	295	524	1,020
EBITDA	248	325	551	1,195
세전이익	229	276	525	1,019
순이익	169	209	399	774
지배주주지분순이익	121	174	351	681
EPS(원)	2,050	2,718	4,417	8,013
증감률(%YoY)	282.4	32.6	62.5	81.4
PER(배)	0.0	0.0	42.7	23.5
PBR(배)	0.0	0.0	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	-1.2	-1.0	29.3	13.0
보고영업이익률(%)	21.0	19.6	21.6	30.9
핵심영업이익률(%)	21.0	19.6	21.6	30.9
ROE(%)	18.8	16.8	14.1	16.3
순부채비율(%)	-25.4	-24.0	-46.6	-53.1

Price Trend



실적프리뷰

넷마블게임즈 (251270)

4Q의 아쉬운 결과, 상반기 모멘텀으로 회복 기대



넷마블게임즈의 4Q실적은 매출액 6,189억원(QoQ, +6.4%), 영업이익 1,072억원(QoQ, -4.1%)를 기록하면서 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 북미/유럽에서의 성과 부족과 더불어 기존 게임들의 매출이 소폭 감소추세에 있기 때문입니다. 다만, 2018년 상반기의 모멘텀이 강력하다는 점을 감안하면 시간이 지남에 따라 실적이 개선 가능성도 높아질 것으로 전망됩니다.

>>> 신작의 성과 부진, 기존게임의 감소가 눈에 띄는 4Q

넷마블게임즈의 4Q실적은 매출액 6,189억원(QoQ, +6.4%), 영업이익 1,072억원(QoQ, -4.1%)를 기록하면서 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. 주요 매출원인 리니지2:레볼루션의 매출이 해외지역을 포함하여 감소 추세에 있고 11월의 북미/유럽 진출 성과도 기대에 크게 못 미쳤기 때문이다. 비용에서는 북미/유럽 출시와 테라M의 출시에 따른 마케팅비용이 크게 증가한 것으로 예상된다. 테라M의 성과도 초기에 비해 감소함에 따라 4Q의 성과 부진은 올해 1Q까지 영향을 줄 것으로 전망된다.

>>> 상반기 중에 기대되는 중국과 불소 모멘텀

상반기에 다수의 MMORPG 신작이 출시될 것으로 전망되는 가운데 당사에서는 불소:레볼루션의 성과가 상반기 실적을 좌우할 것으로 전망하고 있다. 현재 상반기에 출시될 여러 MMORPG 중에 IP파급력이 가장 강력한 것은 불소 IP로 보고 있기 때문이다. 더불어 테라M의 해외 진출을 통해 해외 점유율 확대를 이어갈 수 있는지도 관전 포인트이다.

중국 출시는 아직까지 판호가 나오지 않았기 때문에 기대감을 품기에는 이르지만 예전에 비해 판호 통과 가능성이 높아졌다는 점에 주목할 필요가 있다. 판호가 나오게 되다면 출시까지 긴 시간이 필요치 않기 때문에 큰 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

>>> 투자 의견 BUY 상향, 목표주가 210,000원 유지

넷마블게임즈에 대한 투자 의견을 BUY로 상향하고 목표주가 210,000원을 유지한다. 2017년 4Q실적이 기대치에 크게 못 미칠 것으로 예상되지만 상반기 모멘텀이 여전히 유지되고 있고 불소를 통한 높은 성과 기대가 유효할 것으로 전망됨에 따라 2018년 실적은 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 최근 실적 부진에 대한 우려 속에 주가가 하락하고 있지만 상반기 불소의 출시와 더불어 테라M의 글로벌 출시, 중국 리니지2:레볼루션의 판호 취득 등의 실적 성장을 기대하는 모멘텀이 다수 발생한다는 점을 감안하면 4Q에서 1Q까지 이어지는 실적 부진은 일시적일 것으로 판단된다.

넷마블게임즈 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,189	6,378	8,891	8,880	8,855	24,279	33,004
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	2,834	2,608	2,371	2,256	2,139	12,667	9,374
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,960	2,790	2,521	2,208	1,840	11,216	9,359
주요신작 매출				396	980	3,999	3,680	4,416	396	13,075
로열티 매출							736	460	0	1,196
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,117	4,951	6,108	5,789	5,954	19,037	22,801
인건비	900	868	924	942	961	961	1,019	1,039	3,634	3,980
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,575	2,674	3,616	3,308	3,528	9,981	13,126
마케팅비	784	824	1,010	1,235	965	1,060	930	855	3,853	3,810
기타	349	419	436	365	351	471	533	531	1,569	1,886
영업이익	2,001	1,051	1,118	1,072	1,428	2,783	3,090	2,902	5,242	10,203
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	17.3%	22.4%	31.3%	34.8%	32.8%	21.6%	30.9%

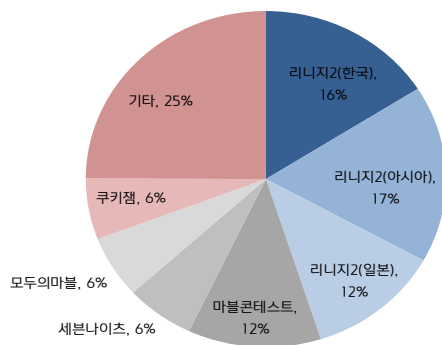
자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
블레이드앤소울	국내	MMORPG	2018년 상반기
세븐나이츠	국내 및 일부 해외	MMORPG	2018년 상반기
테라 M	글로벌	MMORPG	2018년 상반기
이카루스 M	국내	MMORPG	2018년 상반기
리니지 2:레볼루션	중국	MMORPG	2018년 상반기 기대

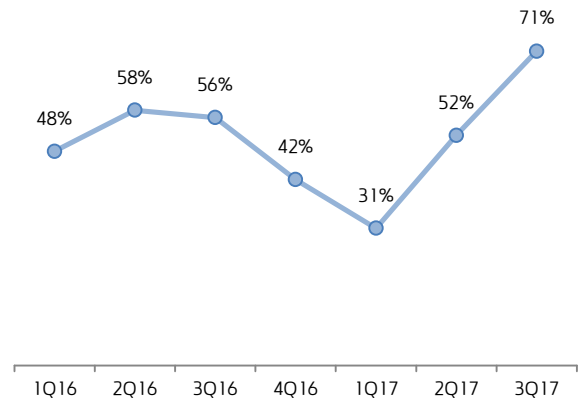
자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

주요 게임별 매출 비중(기준: 3Q)



자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

해외매출비중 추이



자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,073	1,500	2,428	3,300	3,573
매출원가	588	751	1,042	1,362	1,468
매출총이익	484	749	1,386	1,938	2,104
판매비및일반관리비	259	454	862	918	950
영업이익(보고)	225	295	524	1,020	1,154
영업이익(핵심)	225	295	524	1,020	1,154
영업외손익	4	-19	0	-2	0
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	-21
법인세차감전이익	229	276	525	1,019	1,154
법인세비용	60	66	126	244	277
유효법인세율 (%)	26.3%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	169	209	399	774	877
지배주주지분순이익(억원)	121	174	351	681	772
EBITDA	248	325	551	1,195	1,315
현금순이익(Cash Earnings)	191	240	426	949	1,037
수정당기순이익	169	216	399	774	877
증감율(% YoY)					
매출액	196.1	39.8	61.9	35.9	8.2
영업이익(보고)	153.8	30.8	77.9	94.6	13.1
영업이익(핵심)	153.8	30.8	77.9	94.6	13.1
EBITDA	142.7	31.1	69.5	116.8	10.0
지배주주지분 당기순이익	391.2	44.3	101.7	94.2	13.3
EPS	282.4	32.6	62.5	81.4	13.3
수정순이익	292.9	27.8	84.3	94.2	13.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	188	149	442	944	1,023
당기순이익	169	209	399	774	877
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	20	1	-6
기타	39	34	-1	-4	-5
투자활동현금흐름	-480	-210	-1,366	-329	-323
투자자산의 처분	-352	-57	-152	-222	-220
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	2,617	20	58
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	-34	20	58
현금및현금성자산의순증가	117	57	1,693	635	758
기초현금및현금성자산	99	216	273	1,966	2,600
기말현금및현금성자산	216	273	1,966	2,600	3,358
Gross Cash Flow	232	279	422	943	1,029
Op Free Cash Flow	120	27	-767	847	930

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	498	721	2,545	3,390	4,220
현금및현금성자산	216	273	1,966	2,600	3,358
유동금융자산	115	147	170	231	250
매출채권및유동채권	166	299	405	550	595
재고자산	0	2	4	8	15
기타유동비금융자산	0	0	1	1	1
비유동자산	961	1,236	2,568	2,681	2,837
장기매출채권및기타비유동채권	12	26	36	50	54
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	5,113	6,071	7,057
유동부채	245	421	559	721	772
매입채무및기타유동채무	173	270	405	550	595
단기차입금	29	105	105	105	105
유동성장기차입금	2	0	0	0	0
기타유동부채	40	46	49	66	71
비유동부채	33	226	193	213	272
장기매입채무및비유동채무	4	2	3	4	4
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	224	190	210	268
부채총계	278	647	751	935	1,044
자본금	1	7	9	9	9
주식발행초과금	929	350	3,001	3,001	3,001
이익잉여금	121	294	645	1,326	2,098
기타자본	7	565	565	565	565
지배주주지분자본총계	1,059	1,216	4,220	4,901	5,673
비지배주주지분자본총계	122	94	142	235	340
자본총계	1,181	1,310	4,362	5,136	6,013
순차입금	-300	-314	-2,030	-2,726	-3,503
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	4,417	8,013	9,078
BPS	17,786	17,946	49,630	57,643	66,721
주당EBITDA	4,218	5,082	6,942	14,058	15,460
CFPS	3,254	3,747	5,362	11,164	12,202
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	42.7	23.5	20.8
PBR	0.0	0.0	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	-1.2	-1.0	29.3	13.0	11.2
PCFR	0.0	0.0	35.2	16.9	15.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	21.0	19.6	21.6	30.9	32.3
영업이익률(핵심)	21.0	19.6	21.6	30.9	32.3
EBITDA margin	23.1	21.7	22.7	36.2	36.8
순이익률	15.7	13.9	16.4	23.5	24.6
자기자본이익률(ROE)	18.8	16.8	14.1	16.3	15.7
투자자본이익률(ROIC)	128.0	114.6	46.0	54.9	64.9
안정성(%)					
부채비율	23.5	49.4	17.2	18.2	17.4
순차입금비율	-25.4	-24.0	-46.6	-53.1	-58.3
이자보상배율(배)	178.6	149.2	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.4	6.9	6.9	6.2
재고자산회전율	7,121.8	1,374.8	858.4	583.5	315.8
매입채무회전율	8.1	6.8	7.2	6.9	6.2

Compliance Notice

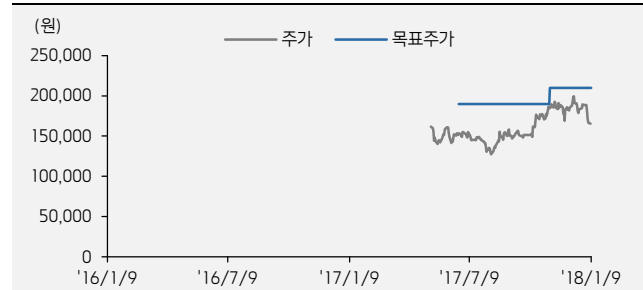
- 당사는 1월 8일 현재 '넷마블게임즈 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
넷마블	2017-06-27	BUY(Initiate)	190,000	6개월	-19.88	-1.84
게임즈	2017-11-08	Outperform (Downgrade)	210,000	6개월	-10.82	-9.76
(251270)	2017-11-15	Outperform(Maintain)	210,000	6개월	-27.60	-11.19
	2018-01-09	BUY(Upgrade)	210,000	6개월		

*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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%