



## BUY(Maintain)

목표주가: 210,000원

주가(2/6): 153,000원

시가총액: 130,092억원

## 인터넷/게임

Analyst 김학준

02) 3787-5155

dilog10@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/6)	2,453.31pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	199,500원	127,500원
등락률	-23.31%	20.00%
수익률	절대	상대
1M	-8.1%	-6.5%
6M	17.2%	14.5%
1Y		

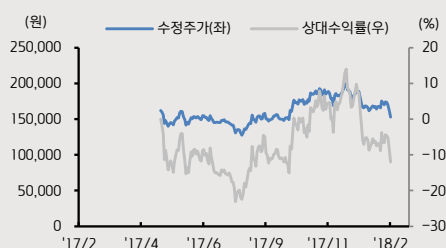
## Company Data

발행주식수	85,027천주
일평균 거래량(3M)	392천주
외국인 지분율	27.23%
배당수익률(17E)	0.19%
BPS(17E)	49,156원
주요 주주	방준혁 외 8인 25.2%
	CJ E&M 22.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,073	1,500	2,425	3,254
보고영업이익	225	295	510	1,012
핵심영업이익	225	295	510	1,012
EBITDA	248	325	537	1,184
세전이익	229	276	475	1,004
순이익	169	209	362	778
지배주주지분순이익	121	174	310	669
EPS(원)	2,050	2,718	3,909	7,870
증감률(%YoY)	282.4	32.6	43.8	101.3
PER(배)	0.0	0.0	48.2	24.0
PBR(배)	0.0	0.0	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	-1.2	-1.0	30.6	13.0
보고영업이익률(%)	21.0	19.6	21.0	31.1
핵심영업이익률(%)	21.0	19.6	21.0	31.1
ROE(%)	18.8	16.8	12.9	16.6
순부채비율(%)	-25.4	-24.0	-52.3	-63.2

## Price Trend



## 실적리뷰

## 넷마블게임즈 (251270)

## 지금은 날개를 펴기 위해 잠시 움츠리는 시점



넷마블게임즈의 4Q실적은 매출액 6,158억원(QoQ, +5.9%), 영업이익 926억원(QoQ, -17.2%)을 기록하면서 시장 기대치를 하회하였습니다. 매출액은 당사 예측과 유사하였으나 신작 출시에 따른 마케팅비용의 증가, 퍼블리싱 및 IP게임들의 매출비중 확대에 이익이 기대치를 하회하였습니다. 다만, 올해 18종의 신작게임 출시를 통해서 글로벌 M/S 확대에 공격적으로 임할 전략이며 M&A 등을 통해 다양한 플랫폼으로 확장할 계획을 갖고 있다는 점에서 지속적인 관심이 필요합니다.

## &gt;&gt;&gt; 날개를 펴기 위해 잠시 움츠리는 4Q와 1Q

넷마블게임즈의 4Q실적은 매출액 6,158억원(QoQ, +5.9%), 영업이익 926억원(QoQ, -17.2%)을 기록하면서 낮아진 시장 기대치를 밑돌았다. 매출은 당사의 추정치와 비슷한 수준을 기록하였다. 하지만 비용적인 측면에서 신작 출시에 따른 마케팅비용의 증가, 퍼블리싱 및 IP게임들의 비중확대에 따른 지급수수료 증가가 이익감소를 초래하였다.

1Q는 신작 출시가 거의 없고 4Q에 출시되었던 신작들의 성과가 제한적이었던 점을 감안하면 매출은 전분기대비 감소할 것으로 전망된다. 다만, 마케팅비, 인건비 등의 비용감소 효과로 이익은 소폭 개선될 것으로 추정된다. 2018년 전체적으로는 2Q부터 시작되는 다양한 라인업을 통해 실적 성장이 나타날 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 단기성장(다양한 라인업)과 장기성장(플랫폼확장) 모두 가능

2/6일 NTP에서 18종의 신작이 공개되었다. MMORPG라인업은 5종이며 여타의 게임들도 RPG를 접목시킨 게임들이다. IP를 활용한 게임은 12개 이상으로 Hit Ratio를 높이는데 힘쓴 것으로 판단된다. 또한 일본지역에 5개 이상의 게임을 출시할 계획으로 글로벌 M/S 확대의 근거지가 될 것으로 보인다. 2Q를 기점으로 신작 출시가 이어질 것으로 판단되며 일부 연기되는 게임이 있다 하더라도 매달 1개 이상의 모멘텀이 확보될 것으로 판단된다.

또한 이번 행사에서는 장기성장 모델로 플랫폼 확장 언급이 있었다. 세븐나이의 콘솔화(닌텐도 스위치)와 더불어 M&A 및 지분투자 등을 통해 PC 스팀 플랫폼에도 진출할 계획을 갖고 있다. 장기적으로 모바일게임에 한정된 것이 아닌 종합 게임개발사로 거듭날 계획을 갖고 있고 글로벌 게임 트렌드가 디바이스 다양화에 맞춰지고 있다는 점을 감안하면 긍정적인 계획으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY, 목표주가 210,000원 유지

넷마블게임즈에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 210,000원을 유지한다. 동사가 국내 업체들 중에서 가장 많은 라인업을 보유하고 있고 Hit Ratio가 가장 높다는 것은 주지의 사실이다. 올해 글로벌 M/S 확대의 여부가 동사의 주가 방향성을 좌우하겠지만 상기의 계획을 실행할 때 가능성이 높다고 판단된다.

넷마블게임즈 Table (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
매출액	6,872	5,401	5,817	6,158	6,013	7,078	9,446	9,998	24,248	32,535
기존게임 매출	3,231	3,403	3,199	3,424	3,178	2,984	2,786	2,592	13,257	11,540
리니지 2:레볼루션	3,641	1,998	2,618	2,402	2,475	2,211	2,116	1,794	10,658	8,596
주요신작 매출				333	360	1,883	3,588	3,772	333	9,603
로열티 매출							496	460	0	956
영업비용	4,871	4,350	4,699	5,232	4,774	5,297	6,042	6,301	19,152	22,415
인건비	900	868	924	942	910	933	989	1,009	3,634	3,842
지급수수료	2,838	2,239	2,329	2,619	2,533	2,844	3,447	3,837	10,025	12,661
마케팅비	784	824	1,010	1,194	865	1,060	1,030	855	3,812	3,810
기타	349	419	436	477	465	460	576	600	1,681	2,102
영업이익	2,001	1,051	1,118	926	1,239	1,781	3,404	3,697	5,096	10,121
영업이익률	29.1%	19.5%	19.2%	15.0%	20.6%	25.2%	36.0%	37.0%	21.0%	31.1%

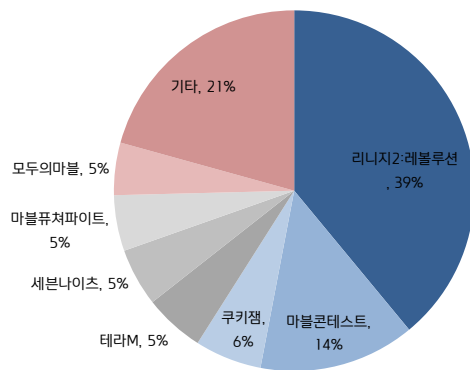
자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

## 향후 주요게임 일정

게임명	지역	장르	출시시점
피싱스트라이크	글로벌 원빌드	Sports	2018년 2월
퍼스트본	국내	Simulation	2018년 상반기
해리포터 호그와트 미스터리	글로벌 원빌드	Adventure RPG	2018년 상반기
테리아사가	일본	RPG	2018년 상반기
블레이드앤소울 레볼루션	국내	MMORPG	2018년 상반기
이카루스 M	국내	MMORPG	2018년
세븐나이트 2	국내	MMORPG	2018년
원탁의 기사	미공개	MMORPG	2018년
스톤에이지 MMORPG	미공개	MMORPG	2018년
일곱개의 대죄	일본	RPG	2018년
더킹오브파이터즈 올스타	일본	Action	2018년
극열 마구마구	일본	Sports	2018년
요괴워치 메달워즈	일본	RPG	2018년
팬텀게이트	미공개	Casual	2018년
쿵야 캐치마인드	미공개	Casual	2018년
리치 그라운드	미공개	Arcade	2018년
매직더캐더링 M	미공개	Simulation	2018년
테라 M	일본 및 글로벌	MMORPG	2018년말, 유 적

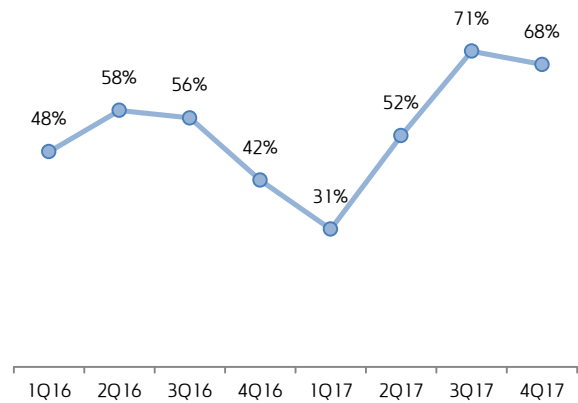
자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

## 주요 게임별 매출 비중



자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

## 해외매출비중 추이



자료: 넷마블게임즈, 키움증권 리서치센터

## 4Q 실적 및 컨센서스(단위: 억원, %)

	4Q 실적		당사추정치		컨센서스	
	4Q 실적	전분기대비	4Q 추정치	추정치대비	4Q 추정치	컨센서스대비
매출액	6,158	5.9	6,189	-0.5	6,372	-3.4
영업이익	926	-17.2	1,072	-13.6	1,271	-27.1
당기순이익	542	-35.7	900	-39.8	881	-38.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,073	1,500	2,425	3,254	3,512
매출원가	588	751	1,042	1,362	1,453
매출총이익	484	749	1,383	1,892	2,058
판매비및일반관리비	259	454	873	880	942
영업이익(보고)	225	295	510	1,012	1,116
영업이익(핵심)	225	295	510	1,012	1,116
영업외손익	4	-19	-35	-8	-8
이자수익	5	4	4	5	5
배당금수익	0	5	1	2	2
외환이익	14	10	0	0	0
이자비용	1	2	0	0	0
외환손실	5	10	0	0	0
관계기업지분법손익	-2	3	0	2	3
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-9	0	0	0
기타	-6	-20	-40	-16	-18
법인세차감전이익	229	276	475	1,004	1,108
법인세비용	60	66	113	226	249
유효법인세율 (%)	26.3%	24.1%	23.8%	22.5%	22.5%
당기순이익	169	209	362	778	859
지배주주지분순이익(억원)	121	174	310	669	739
EBITDA	248	325	537	1,184	1,274
현금순이익(Cash Earnings)	191	240	389	951	1,017
수정당기순이익	169	216	362	778	859
증감율(% YoY)					
매출액	196.1	39.8	61.7	34.2	7.9
영업이익(보고)	153.8	30.8	72.9	98.6	10.3
영업이익(핵심)	153.8	30.8	72.9	98.6	10.3
EBITDA	142.7	31.1	65.0	120.7	7.6
지배주주지분 당기순이익	391.2	44.3	78.5	115.5	10.4
EPS	282.4	32.6	43.8	101.3	10.4
수정순이익	292.9	27.8	67.4	114.9	10.4

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	188	149	526	1,066	1,028
당기순이익	169	209	362	778	859
감가상각비	7	8	8	13	18
무형자산상각비	15	22	20	159	140
외환손익	-1	2	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	2	3	0	-2	-3
영업활동자산부채 증감	-44	-131	138	116	12
기타	39	34	-1	2	1
투자활동현금흐름	-480	-210	-1,233	-181	-139
투자자산의 처분	-352	-57	-39	-75	-35
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-90	-93	-97	-102
무형자산의 처분	-6	-7	-1,100	-8	0
기타	-104	-56	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	407	114	2,634	0	43
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	-31	-31
기타	-23	-7	-17	31	74
현금및현금성자산의순증가	117	57	1,927	885	932
기초현금및현금성자산	99	216	273	2,199	3,084
기말현금및현금성자산	216	273	2,199	3,084	4,016
Gross Cash Flow	232	279	388	950	1,015
Op Free Cash Flow	120	27	-639	967	933

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	498	721	2,778	3,863	4,863
현금및현금성자산	216	273	2,199	3,084	4,016
유동금융자산	115	147	170	228	246
매출채권및유동채권	166	299	404	542	585
재고자산	0	2	4	8	15
기타유동비금융자산	0	0	1	1	1
비유동자산	961	1,236	2,433	2,396	2,365
장기매출채권및기타비유동채권	12	26	36	49	53
투자자산	460	535	554	572	591
유형자산	26	123	208	292	376
무형자산	448	540	1,621	1,469	1,329
기타비유동자산	16	12	13	15	16
자산총계	1,458	1,957	5,210	6,259	7,228
유동부채	245	421	502	713	761
매입채무및기타유동채무	173	270	346	542	585
단기차입금	29	105	105	105	105
유동성장기차입금	2	0	0	0	0
기타유동부채	40	46	51	65	70
비유동부채	33	226	383	474	566
장기매입채무및비유동채무	4	2	176	236	255
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	224	207	238	312
부채총계	278	647	885	1,186	1,327
자본금	1	7	9	9	9
주식발행초과금	929	350	3,001	3,001	3,001
이익잉여금	121	294	604	1,244	1,954
기타자본	7	565	565	565	565
지배주주지분자본총계	1,059	1,216	4,180	4,819	5,529
비지배주주지분자본총계	122	94	146	254	372
자본총계	1,181	1,310	4,325	5,073	5,901
순차입금	-300	-314	-2,264	-3,207	-4,157
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	3,909	7,870	8,687
BPS	17,786	17,946	49,156	56,678	65,023
주당EBITDA	4,218	5,082	6,758	13,930	14,987
CFPS	3,254	3,747	4,901	11,180	11,960
DPS	0	0	360	360	360
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	48.2	24.0	21.7
PBR	0.0	0.0	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	-1.2	-1.0	30.6	13.0	11.4
PCFR	0.0	0.0	38.5	16.9	15.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
영업이익률(핵심)	21.0	19.6	21.0	31.1	31.8
EBITDA margin	23.1	21.7	22.1	36.4	36.3
순이익률	15.7	13.9	14.9	23.9	24.5
자기자본이익률(ROE)	18.8	16.8	12.9	16.6	15.7
투자자본이익률(ROIC)	128.0	114.6	48.7	64.3	79.1
안정성(%)					
부채비율	23.5	49.4	20.5	23.4	22.5
순차입금비율	-25.4	-24.0	-52.3	-63.2	-70.4
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	857.3	575.2	310.4
매입채무회전율	8.1	6.8	7.9	7.3	6.2

## Compliance Notice

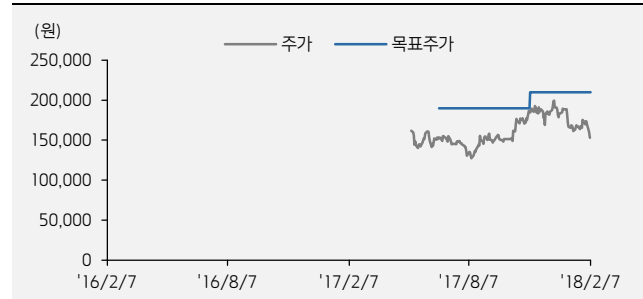
- 당사는 2월 6일 현재 '넷마블게임즈 (251270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	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	-12.00	-5.00
	2018-01-09	BUY(Upgrade)	210,000	6개월	-14.63	-5.00
	2018-02-07	BUY(Maintain)	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%